

证券研究报告

化学制剂



分析师 王晞

021-38565926

wangx@xyzq.com.cn

SAC:S0190510110011

推荐 (维持)

联系人: 季文华

021-388565748

jiwh@xyzq.com.cn

恩华药业 (002262)

新产品潜力大, 高增长无忧

2011 年 11 月 28 日

投资要点

最近我们调研了恩华药业并与管理层作了充分的沟通交流。我们认为: 1) 明年伴随着新产品盐酸右美托咪定和齐拉西酮粉针的上市, 高增长有望维持; 2) 在研产品瑞芬太尼、芬太尼以及异丙酚目前已经提交国家审评中心, 明年上半年有望陆续获批。3) 分线营销正在有条不紊地试点推行, 销售团队也在逐年稳步增长。

我们认为, 恩华所处的中枢神经系统领域用药, 是我国未来最有发展潜力的子行业之一; 公司产品线齐全, 覆盖了麻醉用药、精神用药和神经用药, 无疑是该行业的龙头, 也是 A 股中小企业中极具成长性的优秀企业之一, 长期给予“推荐”的评级。

- **麻醉用药稳定增长, 二线产品增长较快。**2011 年, 公司收入和利润都保持较好的增长势头。结合 PDB 数据, 我们预测今年主导产品收入和增速, 其中: 力月西增速约为 20%, 今年有望突破 2 亿元; 福尔利增长超过 30%, 有望突破 1 个亿; 思利舒 (合并分散片) 增长 15%, 预计收入 1.2 亿元; 二线产品思贝格增长约 50%, 预计收入 5000 万; 迷力增长接近 50%, 预计收入 2000 万元。其它产品如一舒、氟马西尼等增长平稳。

虽然力月西已经步入稳定期, 基数较大, 增长平稳, 但公司正努力开发新的科室, 如 ICU 病房等, 使得力月西的增长速度快于手术量的增长 (12%)。粗略估算, 新的用途贡献 15% 的收入。

- **明年看新产品的贡献。**今年 8 月, 公司新产品盐酸右美托咪定获批, 年底有望生产上市, 明年将贡献收入。盐酸右美托咪定主要用于术前镇静, 2009 年恒瑞首先获批生产, 今年有望实现收入超过 1.5 个亿, 是一个具有潜力的重磅产品。(可参考之前的点评报告:《右美托咪定获批, 新产品开始收获》)

恩华在定价上将参考恒瑞的价格 (180 元/支), 重点覆盖二级以上医院。明年将深入医院做专业学术推广, 与恒瑞一起分享快速增长的新兴市场。我们预计, 明年公司的右美托咪定有望贡献 3000 万元左右的收入。

齐拉西酮粉针剂是公司的储备产品, 也是独家产品, 主要用于精神分裂症发作期的治疗 (目前口服剂型主要用于精神分裂症的维持治疗)。相对于传统药物氟哌啶醇, 齐拉西酮锥体外系的不良反应小, 安全性高。恩华 2009 年已经获得生产批件, 但由于公司缺乏冻干粉针的生产车间, 一直没有生产上市。目前公司新车间已经按照新版 GMP 的要求准备就绪, 等待相应的验收。我们预计齐拉西酮粉针明年有望

生产上市。

- **明年有望成为新产品获批的收获年。**公司在麻醉用药领域，产品线齐全，目前有镇静（力月西），麻醉（福尔利），在研产品可以进一步丰富公司的产品线：其中瑞芬太尼和芬太尼主要用于镇痛、异丙酚用于短时效麻醉。目前这三个在研产品均已提交 CDE（评审中心），明年有望陆续获批。此外，一类新药埃他卡林 2008 年也已经完成临床研究，目前也在 CDE 审评，明年下半年有望获批。总之，明年有望成为公司新产品获批的收获年，新产品的加盟有望启动公司高增长的步伐。
- **产品分线销售改革持续推进。**公司在麻醉用药领域拥有专业的学术营销队伍，共有学术代表 700 多人，计划每年增加 50 多人。目前，公司已经覆盖全国 5000 家以上的二级医院，1000 家左右的精神病医院或科室。今年公司开始启动分线销售改革，主要在华北华东等地区做试点，待成熟后再逐步推向全国。目前分线销售改革的方案正在稳步的推行之中。
- **盈利预测。**不考虑在研新产品的贡献，我们预测今年公司麻醉药增长率18%；精神药增长率20%；神经类药物增长率15%，2011-2013年EPS 分别为：0.46，0.65和0.9元。公司目前利润基数较小，新产品的上市有望大大提升公司的盈利水平，从而超出市场预期。我们看好公司在中枢神经系统领域的发展，长期给予“推荐”评级。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	653	784	942	1224
货币资金	223	268	326	482
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	246	296	353	425
其他应收款	16	20	24	28
存货	134	160	192	230
非流动资产	301	362	365	376
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	28	28	28	28
固定资产	165	237	261	275
在建工程	71	44	31	25
油气资产	0	0	0	0
无形资产	35	31	27	24
资产总计	954	1146	1307	1600
流动负债	482	579	591	673
短期借款	166	171	142	142
应付票据	88	106	127	152
应付账款	173	207	248	298
其他	55	95	73	81
非流动负债	10	9	9	9
长期借款	0	0	0	0
其他	10	9	9	9
负债合计	492	588	600	682
股本	234	234	234	234
资本公积	47	47	47	47
未分配利润	157	242	378	568
少数股东权益	4	2	1	-0
股东权益合计	463	558	707	918
负债及权益合计	954	1146	1307	1600

现金流量表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	76	108	151	211
折旧和摊销	22	24	29	32
资产减值准备	-11	4	5	6
无形资产摊销	1	2	2	2
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	6	8	7	6
投资损失	0	0	0	0
少数股东损益	-1	-2	-1	-1
营运资金的变动	20	-3	66	49
经营活动产生现金流量	75	131	134	203
投资活动产生现金流量	-71	-71	-41	-41
融资活动产生现金流量	9	-15	-36	-6
现金净变动	13	45	58	156
现金的期初余额	231	223	268	326
现金的期末余额	244	268	326	482

利润表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1301	1562	1864	2247
营业成本	805	964	1155	1384
营业税金及附加	10	12	13	14
销售费用	309	362	410	483
管理费用	81	91	103	112
财务费用	6	8	7	6
资产减值损失	3	2	2	2
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	87	124	174	245
营业外收入	4	3	3	3
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	90	126	176	247
所得税	15	19	26	37
净利润	75	107	150	210
少数股东损益	-1	-2	-1	-1
归属母公司净利润	76	108	151	211
EPS (元)	0.33	0.46	0.65	0.90

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长性(%)				
营业收入增长率	17.1%	20.1%	19.4%	20.6%
营业利润增长率	39.1%	41.9%	41.1%	40.6%
净利润增长率	38.3%	41.6%	39.8%	39.7%
盈利能力(%)				
毛利率	38.1%	38.3%	38.0%	38.4%
净利率	5.9%	6.9%	8.1%	9.4%
ROE	16.7%	19.5%	21.4%	23.0%
偿债能力(%)				
资产负债率	51.5%	51.3%	45.9%	42.6%
流动比率	1.36	1.35	1.60	1.82
速动比率	1.07	1.07	1.27	1.47
营运能力(次)				
资产周转率	1.50	1.49	1.52	1.55
应收帐款周转率	6.01	5.44	5.42	5.45
每股资料(元)				
每股收益	0.33	0.46	0.65	0.90
每股经营现金	0.26	0.56	0.57	0.87
每股净资产	1.96	2.37	3.02	3.92
估值比率(倍)				
PE	55.87	39.46	28.23	20.21
PB	9.31	7.69	6.05	4.65

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层
邮编: 200135
传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层
邮编: 100140
传真: 010-66290200

深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503
邮编: 518048
传真: 0755-82562090

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。