

恩华药业 002262.SZ

芬太尼获批符合预期

研究结论

事件：公司近日公告称，国家食品药品监督管理局核准签发了枸橼酸芬太尼原料药及其注射剂的药品注册批件，原料药的批准文号分别为 H20113507，注射剂的两个规格批准文号分别为 H20113508，H20113509。

我们的分析：

产品线继续丰富，有助公司维持较快的增速。芬太尼注射液是恩华药业继今年 8 月份右美托咪定后第二个获批的手术类制剂新产品，显示公司已经如期进入新产品获批的收获期。虽然芬太尼由于价格和升级产品替代的原因，市场规模并不很大（从 PDB 样本数据来看，芬太尼与瑞芬和舒芬的比例大约在 1:4:3 左右，规模稳定，人福的收入估计在 1-2 亿），但作为常用麻醉类药物和基本药物品种，芬太尼注射剂获批生产对于丰富公司手术用药产品线，提升业绩有积极意义。此外，恩华药业的丙泊酚注射液仍在审评过程中，瑞芬太尼也进入审评等待程序，其后续手术类产品线有望继续丰富，预期这对于保障公司收入增长，维持较快的利润增长有重要意义。

手术类用药市场前景仍将乐观。我们认为手术用药市场仍然是目前医院用药市场中增长前景最好的子行业之一：一方面由于行政性准入壁垒较高，手术用药市场竞争格局明显优于其他子行业；另一方面受到人口老龄化、医保支付提高和县级医院投入加强等多方面因素的驱动，手术需求和其他领域麻醉用药需求预计将保持持续快速增长的势头。在供求两端影响下，我们预期手术麻醉类用药市场前景仍将乐观

盈利预测：

我们维持对公司 2011-2012 年 0.46 和 0.63 元的业绩预测，考虑到公司所处细分行业市场增长较快，公司新产品不断获批，且后续产品梯队仍较为丰富，未来业绩将有持续较快增长的可能，维持公司增持的投资评级。短期公司估值不低，但长期前景仍看好，新产品的获批和投放市场的时间将对公司未来业绩的增长起重要作用。

风险因素：中小板系统性风险，新产品投放晚于预期的，股权分散风险。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

庄琰

8621-63325888 × 6069

zhuangyan@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860210030004

李淑花

8621-63325888 × 6088

lishuhua@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860208110154

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价 (2011 年 12 月 23 日) 19.63 元

目标价格 25.00 元

总股本/A 股 (亿股) 2.34

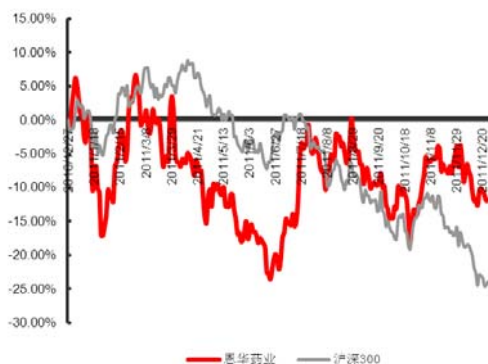
A 股市值 (亿元) 46

国家/地区 中国

行业 医药

报告发布日期 2011 年 12 月 26 日

股价表现



资料来源：WIND

财务预测		单位：百万元			
主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E	
营业收入	1111	1301	1587	1967	
同比(%)	17%	17%	22%	24%	
净利润	53	75	107	148	
同比(%)	34%	40%	40%	38%	
毛利率(%)	39.0%	38.1%	37.4%	37.8%	
ROE(%)	13.5%	16.2%	19.2%	21.7%	
每股收益(元)	0.30	0.33	0.46	0.63	
P/E (倍)	84.02	60.10	42.79	31.06	
P/B (倍)	11.60	9.93	8.27	6.74	

相关报告

时间

销售增长加快 费用控制良好 2011-10-24

快速增长有赖新产品及时补充 2011-8-17

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	548	653	783	977	营业收入	1111	1301	1587	1967
现金	231	223	261	332	营业成本	677	805	994	1224
应收账款	148	246	301	373	营业税金及附加	10	10	12	15
其它应收款	29	16	21	26	营业费用	272	309	351	431
预付账款	20	28	35	43	管理费用	79	81	89	108
存货	114	134	159	196	财务费用	7	6	8	7
其他	5	6	7	8	资产减值损失	4	3	7	8
非流动资产	233	301	312	319	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	130	165	206	225	营业利润	63	87	125	174
无形资产	36	35	35	35	营业外收入	1	4	3	3
其他	67	101	71	59	营业外支出	1	1	3	3
资产总计	781	954	1095	1296	利润总额	63	90	125	174
流动负债	375	482	530	605	所得税	9	15	19	26
短期借款	143	166	166	166	净利润	53	75	107	148
应付账款	107	173	199	245	少数股东损益	-1	-1	-1	-0
其他	126	142	165	194	归属于母公司净利润	55	76	107	148
非流动负债	9	10	10	10	EBITDA	79	106	150	202
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.30	0.33	0.46	0.63
其他	9	10	9	10					
负债合计	385	492	540	615	主要财务比率				
少数股东权益	7	4	3	3	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	180	234	234	234	成长能力				
资本公积	101	47	47	47	营业收入	16.6%	17.1%	22.0%	23.9%
留存收益	95	157	242	205	营业利润	31.4%	39.1%	44.1%	38.6%
归属母公司股东权益	389	459	552	678	净利润	34.3%	39.8%	40.4%	37.8%
负债和股东权益	781	954	1095	1296	获利能力				
					毛利率	39.0%	38.1%	37.4%	37.8%
现金流量表					净利率	4.8%	5.8%	6.7%	7.5%
					ROE	13.5%	16.2%	19.2%	21.7%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROA	6.9%	7.9%	9.7%	11.4%
经营活动现金流	61	62	96	134	偿债能力				
净利润	53	75	107	148	资产负债率	49.3%	51.5%	49.3%	47.4%
折旧摊销	19	21	24	28	净负债比率				
财务费用	7	6	8	7	流动比率	1.46	1.36	1.48	1.62
公允价值变动损	0	0	0	0	速动比率	1.15	1.08	1.18	1.29
营运资金变动	-39	-31	-43	-48	营运能力				
其它	21	-9	0	0	总资产周转率	1.42	1.36	1.45	1.52
投资活动现金流	-52	-85	-35	-35	应收账款周转率	-	-	-	-
资本支出	42	86	-35	-35	应付账款周转率	6.32	4.65	5.00	5.00
长期投资	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他	-94	-171	0	0	每股收益	0.30	0.33	0.46	0.63
筹资活动现金流	23	8	-20	-28	每股经营现金流	0.22	0.31	0.41	0.57
短期借款	0	0	0	0	每股净资产	2.20	1.98	2.37	2.91
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	60	54	0	0	P/E	84.02	60.10	42.79	31.06
资本公积增加	-60	-54	0	0	P/B	11.60	9.93	8.27	6.74
其他	23	8	-20	-28					
现金净增加额	-5	-10	40	71					

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；

散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；

当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；

60 日累计：当日净量的 60 日累计值；

10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn