

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)

芬太尼获批, 麻醉用药又添新兵

2011年12月25日

投资要点

事件:

恩华药业发布公告: 12月23日, 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, 其中注射剂含2ml和10ml两种规格。

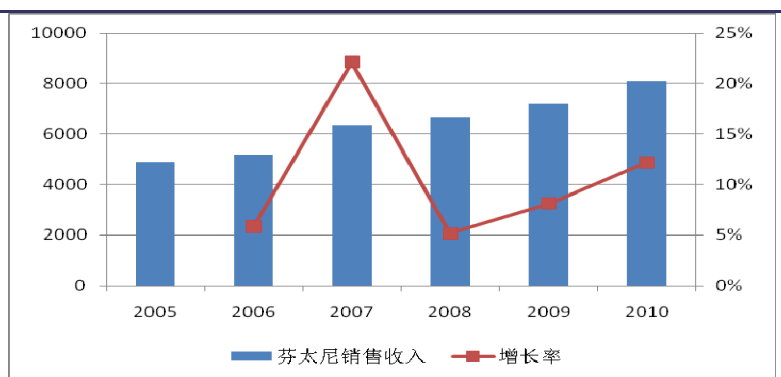
点评: 芬太尼的获批, 意味着公司完善了麻醉用药的产品线, 未来可以与现有产品共享销售渠道, 分享麻醉用药的美好时光。此外, 芬太尼年末顺利获批, 也略超出市场预期。

- **芬太尼——物美价廉的麻醉镇痛药。** 芬太尼在手术中主要起镇痛作用, 也可以用做术后镇痛, 以及晚期癌症疼痛的治疗等。由于具有很强的身体和精神依赖性, 芬太尼属于国家严格管制的麻醉药品, 其单方制剂的生产企业不超过三家。

芬太尼有两种剂型: 贴剂和注射剂, 其中芬太尼贴剂的主要企业有西安杨森制药 (多瑞吉)、羚锐制药和常州四药, 但注射剂是宜昌人福的独家品种。然而, 芬太尼贴剂和注射剂并非处于同一竞争领域: 贴剂主要用于重度癌痛的镇痛, 而注射剂则用于麻醉镇痛, 因此目前人福的芬太尼注射剂是独家产品。

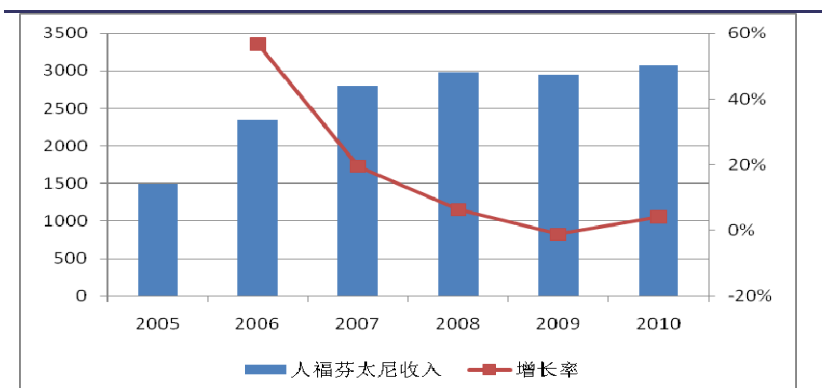
芬太尼注射剂是目前临床最常用的麻醉镇痛药之一, 单品价格低廉 (2ml, 招标价为 4.6 元/支), 在二级以下医院使用更为普遍。2010 年, 样本医院芬太尼的收入为 8081 万, 同比增长 12.19%, 2005-2010 年, 复合增长率为 10.8%。2010 年, 样本医院人福芬太尼收入 3000 万, 我们推测实际收入约为 1.5 亿元。

图 1: 样本医院芬太尼市场规模及增长率 (万元)



资料来源: PDB, 兴业证券研究所

图 2：样本医院人福芬太尼市场规模及增长率（万元）



资料来源：PDB，兴业证券研究所

- **完善麻醉用药产品线。**在麻醉用药四大领域里，恩华目前主导产品力月西以及今年8月份获批的右美托咪定用于镇静，福尔利用于麻醉，在麻醉镇痛以及肌松药领域仍处于空白。芬太尼的获批意味着公司开始进军麻醉镇痛这一潜力最大的领域，未来麻醉镇痛药可以与现有产品形成互补，共享销售渠道。恩华在麻醉科积累了一定的资源优势，其主导产品力月西和福尔利在样本医院的市场占有率分别为96%和68%，未来有望给新产品的推广铺平道路。
- **明年或有新产品加入。**我们认为，公司在麻醉用药领域研发能力强，产品线完整。今年获批了右美托咪定和芬太尼，明年瑞芬太尼和异丙芬也有望获批。新产品的陆续加入，有望给公司跨越式的发展增添筹码。此外，一类新药埃他卡林早在2008年完成临床研究，目前在CDE审评，明年也有望获批。
- **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。
- **风险提示：新产品获批不达预期。**

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。