

恩华药业(002262)

中长期业绩增长基础坚实，员工持股计划激励公司业绩发展 增持（首次）

2015 年 7 月 31 日

证券分析师—洪阳

执业资格证书号码：S0600513060001

0512-62938572

Hongyang614@gmail.com

证券分析师—许希晨

执业资格证书号码：S0600512080001

021-63123162

jenny1727@gmail.com

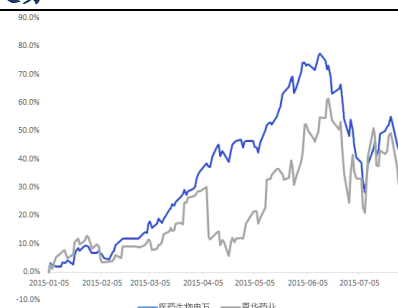
盈利预测与估值

	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入（百万元）	2501.4	2812.4	3265.5	3902.2
同比（%）	11.90%	12.43%	16.11%	19.50%
归母净利润（百万元）	223.3	282.9	361.9	458.7
同比（%）	26.70%	26.71%	27.93%	26.74%
毛利率（%）	39.52%	42.11%	45.49%	48.11%
摊薄每股收益（元）	0.46	0.58	0.75	0.95

投资要点：

- **上半年营收略低于预期，下半年销售额增长有望提速：**公司在 2015 年上半年实现营业收入 13.44 亿元，同比增长 10.34%，实现归属母公司净利润 1.46 亿元，同比增长 18.3%。公司 2015 年业绩预计目标为实现营收和净利润增长 15%和 25%。公司目前营收已完成全年规划的 46.7%，归属母公司净利润完成 52.3%。预计今年下半年随着公司招标的进行和重点品种的营销推广，公司销售收入增速将提升，预期将实现 2015 年实现目标经营计划。
- **麻醉精神类产品线丰富，中长期业绩增长基础坚实：**公司专注于中枢神经系统药物研发和生产。公司拥有依托咪酯、咪达唑仑、右美托咪啶等成熟麻醉产品，利培酮、齐拉西酮、丁螺环酮等富有成长性的精神类及神经类药物。未来随着依托咪酯、咪达唑仑、右美托咪啶等产品的销售增长，恩华药业（002262）作为静脉麻醉剂细分市场的领导者地位将逐步加强。随着 2014 年底公司申报的潜力品种阿立哌唑、瑞芬太尼的相继获批上市，公司已经形成短期内成熟产品销售稳健，中期新获批产品富有，远期多项在研重点产品前景良好的良性循环。
- **定增提高资金储备，员工持股计划激励公司业绩发展：**2015 年 6 月，公司获批超过 5 亿元的非公开发行计划，公司资金储备充足，抵御风险能力得到提升。公司还着手针对公司核心管理团队和员工的提出不超过 8000 万元的员工持股计划。公司高溢价增发价格和公司员工持股计划值得投资者关注。
- **盈利预测与投资建议：**我们预计公司 2015-2016 年归母净利润分别为 2.83 亿元和 3.62 亿元，对应 EPS 为 0.58 和 0.75。考虑到公司国家定点麻醉及精神药品生产资质和优良产品结构、公稳健的业绩及未来新品种的回报预期，我们首次给予公司“增持”评级。
- **风险提示：**（1）公司药品招标进展缓慢，未能达到预期市场效果的风险；（2）公司新品种市场推广不如预期的风险；（3）公司研发产品未能通过临床，研发产品审批不通过的风险。

股价走势



市场数据

收盘价(元)	29.03
一年最低价/最高价	22.76/40.53
市净率	8.27
流通 A 股市值(百万元)	11700

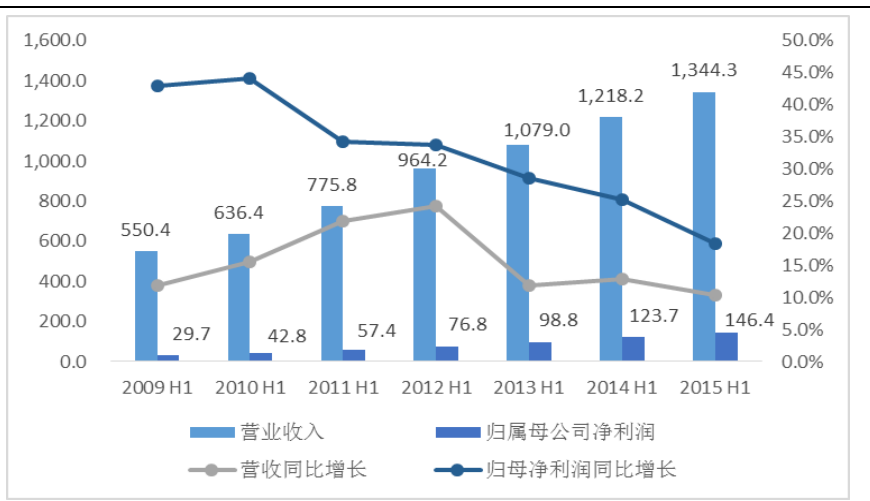
基础数据

每股净资产(元)	3.51
资产负债率(%)	35.49
总股本(百万股)	485
流通 A 股(百万股)	234

1. 上半年营收略低于预期，下半年销售额增长有望提速

2015 年 7 月，恩华药业（002262）公布 2015 年半年报，公司在 2015 年上半年实现营业收入 13.44 亿元，同比增长 10.34%，实现归属上市公司股东净利润 1.46 亿元，同比增长 18.3%。公司 2015 年业绩预计目标为实现营收和净利润分别增长 15%和 25%。公司目前营收已完成全年规划的 46.7%，归属母公司净利润完成 52.3%。预计今年下半年随着公司招标的进行和重点品种的营销推广，公司销售收入增速将提升，预期将实现 2015 年实现目标经营计划。

图表 1：2009-2015 年 H1 公司营收及归母净利润一览

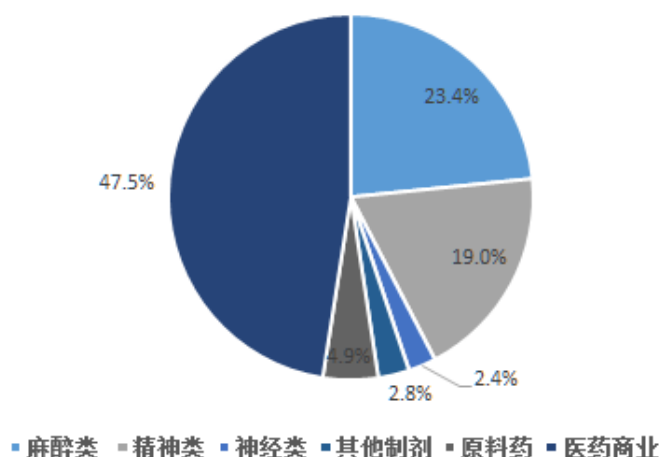


资料来源：公司网站，东吴证券研究所

公司为国家定点麻醉及精神药品生产基地，主营业务专注于中枢神经系统药物。2015 上半年，公司麻醉、精神及神经制剂销售额为 5.24 亿元，同比增长 14.2%，由于麻精药品毛利较高(80.5%)，虽然该类药物只占公司总营收的 44.8%，其毛利占公司总毛利的 89%。

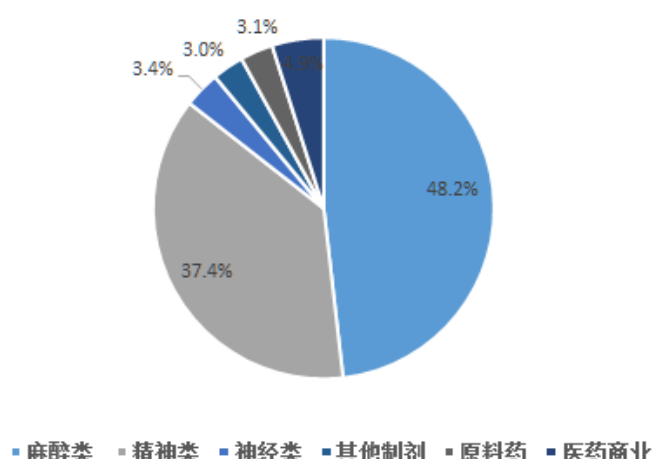
具体到各业务来看，公司麻醉类制剂销售同比增长 9.7%，精神类制剂销售额同比增长 17.8%，而神经类制剂销售额同比增长 37.0%。结合具体产品对应分析，依托咪酯、咪达唑仑、利培酮等公司经营多年品种销售稳健，销售增长率约为 15%，而丁螺环酮、齐拉西酮、丙泊酚等公司原有销售基数较小的品种增速约在 20%-35%范围，增速较快。未来随着瑞芬太尼、阿立哌唑等潜力新品种的上市推广，公司在中枢神经系统品种的业绩将进一步提升。

图表 2: 2015 年上半年公司分业务营收占比一览



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图表 3: 2015 年上半年公司分业务毛利占比一览



资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

2. 麻醉精神类产品线丰富, 中长期业绩增长基础坚实

恩华药业 (002262) 专注于中枢神经系统药物研发和生产, 公司产品领域覆盖了包括抗焦虑药和催眠药、抗癫痫药和抗惊厥药、抗抑郁药和抗躁狂药、抗精神病药、阿片类镇痛药及其拮抗剂、全身麻醉药、局部麻醉药、治疗中枢神经系统退行性疾病药、中枢兴奋药等中枢神经系统药物, 是中国中枢神经领域药品品种最多的企业。

恩华药业 (002262) 拥有利培酮、齐拉西酮、丁螺环酮等多个成长性好、未来销售潜力较大的精神类和神经类疾病治疗药物。2015 年上半年, 公司精神类制剂业务销售额 2.53 亿元, 同比增长 17.8%, 神经类制剂业务销售额 3271 万元, 同比增速 37%。

另外公司已经开发依托咪酯、咪达唑仑等销售较为成熟的品种。其中依托咪酯, 公司市场份额为 80%, 目前正在吉林、海南、湖北等地中标, 中标价格稳定在 40 元左右。预计 2015 年该品种增速可稳定在 10-15%。公司的咪达唑仑产品占据绝大部分市场份额(95%), 该产品已在山东、宁夏、吉林等地中标, 5mg 包装产品中标价格约为 12 元, 2015 年该品种销售稳定。

在麻醉药物领域, 公司积累了右美托咪啶、丙泊酚等市场容量较大的品种。右美托咪啶国内主要生产厂家有恒瑞医药 (600276)、恩华药业 (002262)、鲁抗辰欣、四川国瑞等企业, 其中恒瑞医药为首仿产品目前占据 68% 的市场份额, 公司该产品获批较晚, 但在 2011 年获批后销售增长迅速, 预计 2015 年该品种销售增长率有望突破 30%。随着依托咪酯、咪达唑仑、右美托咪啶等产品的销售增长, 恩华药业 (002262) 作为静脉

麻醉剂细分市场的领导地位将逐步加强。

图表 4: 恩华药业 (002262) 产品结构

阶段	药物名称	上市时间及适应症	样本医院规模	竞争情况
成熟品种	依托咪酯(乳剂)	2003 年, 静脉麻醉剂	3850 万	公司市场份额 80%, 德国贝朗(乳剂)、恒瑞(水针)
	咪达唑仑(注射液、片剂)	2002 年, 术前常用镇静药	8000 万	公司市场份额 95%, 人福、九旭、罗氏、Hexal 等厂家
成长品种	齐拉西酮(注射剂型)	非典型抗精神病药	3600 万	公司市场份额 14%, 辉瑞、重庆圣华曦等厂家
	利培酮分散片	2010 年, 精神分裂症一线用药	9936 万	公司市场份额 6%, 华海、西安杨森、齐鲁、常州四药等厂家
	丁螺环酮	抗焦虑一线用药	800 万	公司市场份额 67%, 北大医药、北京华素
	度洛西汀	2012 年, 抗抑郁药物	8650 万	公司市场份额小, 礼来、上海中西等厂家
	右美托咪啶	2011 年, 气管插管和呼吸机患者镇静治疗	1.8 亿	公司市场份额 2%, 恒瑞医药、四川蜀乐、鲁抗辰欣、四川国瑞等
	丙泊酚	2012 年, 快效、短效静脉麻醉药	7.13 亿元	公司市场份额小, 阿斯利康、费森尤斯、西安力邦等厂家
潜力品种	阿立哌唑	2014 年, 精神分裂症新药	6277 万元	大冢制药、康弘、上海中西等厂家
	瑞芬太尼	2014 年, 新型镇痛药	1.94 亿元	人福医药、国药廊坊

资料来源: 公司公告, 东吴证券研究所

作为国家精神类药品定点生产企业, 恩华药业 (002262) 在麻醉药和精神类药品研发方面具有一定的优势。2014 年, 公司两大品种阿立哌唑、瑞芬太尼获得生产批件。阿立哌唑是基于全新作用机制可治疗成人精神分裂的重磅品种, 全球销售峰值超过 50 亿美元。该品种由大冢制药开发, 目前国内竞争企业还有康弘药业、上海中西药业。

瑞芬太尼是新型的超短效镇静药物, 由于国家政策限制, 目前只有国药廊坊、人福医药 (600079) 及恩华药业 (002262) 获批生产。这两个品种公司还在推广阶段, 未来借助公司的麻精药物销售平台, 上述两个品种有望为公司带来 3-4 亿元的销售收入。

2015 年公司申报的普瑞巴林胶囊有望获批上市, 另外公司还开展了抗精神分裂症一类新药 CY100611-1 和 QLNP, 静脉麻醉一类新药 RMZL、LK396 的成药性系统研究。公司已经形成短期内成熟产品销售

稳健，中期新获批产品增长迅速，远期多项在研重点产品前景良好的良性循环。

3. 定增提高资金储备，员工持股计划激励公司业绩发展

2015 年 6 月，公司以 41.08 元的价格非公开发行 2610.8 万股普通股。通过此次非公开发行，公司获得 5.37 亿元的资金以扩充产能、完善营销网络建设及提高风险抵御能力。在 7 月份，公司还着手规划第一期员工持股计划。此次员工持股计划针对包括总经理孙加权、高爱好、王丰收等高管在内的不超过 460 人的核心员工，规划筹集不超过 8000 万元资金。8 月股东大会通过此次员工持股计划后，公司计划在 6 个月内通过二级市场完成股票购买，此次员工持股锁定期为 24 个月。公司在目前环境下提出的员工持股计划彰显了公司管理层及核心员工对公司未来发展预期的坚定信心。

4. 盈利预测

关键假设：

1、我们预计 2015 年恩华药业（002262）公司实现营业收入 28.12 亿元，同比增速 12.43%，到 2016 年总营收预计可达 32.66 亿元，同比增长 16.11%。

2、恩华药业（002262）的营收根据收入来源可分为麻醉类制剂业务收入、精神类制剂业务收入、神经类制剂业务收入、其他制剂业务收入、医药商业业务收入、原料药业务收入及其他业务收入等七个部分。预计 2015-2016 年麻醉类制剂收入分别为 7.58 亿元和 9.58 亿元；预计 2015-2016 年精神类制剂业务收入分别为 5.33 亿元和 6.52 亿元；预计 2015-2016 年神经类制剂业务收入分别为 6400 万元和 7690 万元；预计 2015-2016 年其他制剂业务收入分别为 9370 万元和 9910 万元；预计 2015-2016 年医药商业业务收入分别为 12.27 亿元和 13.19 亿元，预计 2015-2016 年公司其他业务收入 1420 万元和 1450 万元。

3、公司费率上，公司在 2014 年末有数个新品种推出，预计销售推广费用增加。另外 2015 年为新一轮招标及医院拓展的高峰时间，预计公司的销售推广投入和市场推广费用将会增加，预计公司 2015 年-2016 年销售费用分别为 5.91 亿元和 6.14 亿元，对应销售费率 21.0%和 18.8%。

4、预计 2015 年公司业绩增长较为平稳。我们预计公司 2015-2016 年归属母公司净利润分别为 2.83 亿元和 3.62 亿元，分别同比增长 26.71%和 27.93%，对应 EPS 为 0.58 和 0.75。

5. 投资建议

恩华药业(002262)拥有稀缺的国家定点麻醉及精神药品生产资质，拥有优质的中枢神经系统药物产品线，近年来公司业绩增长稳健，利润增速较快。考虑到公司 2014 年底公司获批阿立哌唑及瑞芬太尼两个大品种在未来的销售增长预期和公司稳健的业绩，预计公司 2015-2017 年摊薄 EPS 分别为 0.58、0.75、0.95，对于 EPS 为 53 倍、41 倍、33 倍，我们首次给予公司“增持”评级。

6. 投资风险

- 1、公司药品招标进展缓慢，未能达到预期市场效果的风险；
- 2、公司新品种市场推广不如预期的风险；
- 3、公司研发产品未能通过临床，研发产品审批不通过的风险；

图表 14: 公司盈利假设性预测

产品	项目	2014A	2015E	2016E	2017E
麻醉类	收入(百万元)	607.5	758.2	957.6	1214.2
	增长率	19.20%	24.80%	26.30%	26.80%
	毛利率	83.70%	84.10%	84.60%	85.20%
精神类	收入(百万元)	443.4	532.5	652.3	816.7
	增长率	16.50%	20.10%	22.50%	25.20%
	毛利率	73.90%	71.90%	73.50%	74.20%
神经类	收入(百万元)	53.9	64.0	76.9	94.4
	增长率	17.60%	18.70%	20.20%	22.70%
	毛利率	64.00%	62.35%	63.10%	64.80%
其他制剂	收入(百万元)	91.4	93.7	99.1	107.7
	增长率	-0.60%	2.50%	5.80%	8.70%
	毛利率	40.33%	40.20%	42.10%	43.50%
制剂业务汇总	收入(百万元)	1196.2	1448.3	1785.9	2233.0
	增长率	16.40%	21.08%	23.31%	25.03%
	毛利率	75.50%	75.8%	77.3%	78.3%
医药商业	收入(百万元)	1185.6	1227.1	1319.1	1478.7
	增长率	4.30%	3.50%	7.50%	12.10%
	毛利率	5.30%	4.90%	5.80%	6.30%
原料药	收入(百万元)	105.7	122.7	145.9	175.2
	增长率	72.40%	16.10%	18.90%	20.10%
	毛利率	14.42%	15.20%	14.80%	15.70%
其他业务	收入(百万元)	13.9	14.2	14.5	15.2
总收入	收入(百万元)	2501.4	2812.4	3265.5	3902.2
	增长率	11.90%	12.43%	16.11%	19.50%
	毛利率	39.5%	42.1%	45.5%	48.1%

资料来源：公司公告，东吴证券研究所

恩华药业（002262）主要财务数据：

资产负债表（百万元）	2014	2015E	2016E	2017E	利润表（百万元）	2014	2015E	2016E	2017E
流动资产	1239.3	1420.5	1753.1	2105.7	营业收入	2501.4	2812.4	3265.5	3902.2
现金	407.4	482.1	683.4	985.4	营业成本	1508.0	1676.9	1911.7	2198.4
应收款项	555.4	624.4	725.0	866.4	营业税金及附加	22.6	25.8	31.2	35.3
存货	214.8	236.5	257.3	286.2	销售费用	557.1	590.5	614.1	644.8
其他	0.2	0.17	0.17	0.17	管理费用	126.2	145.6	172.1	194.3
非流动资产	683.4	731.2	753.1	775.7	财务费用	13.6	16.8	16.2	16.9
长期股权投资	/	/	/	/	投资净收益	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	236.7	398.2	422.1	451.6	资产减值损失	14.8	14.8	14.8	14.8
无形资产	82.6	98.1	102.2	112.5	营业利润	259.5	326.9	415.2	523.2
其他	39.7	40.1	42.3	45.6	营业外净收支	1.4	2.1	1.8	2.3
资产总计	1922.7	2151.7	2506.2	2881.4	利润总额	260.9	330.2	417.2	526.4
流动负债	829.3	879.0	896.6	950.4	所得税费用	39.7	49.2	57.1	69.2
短期借款	372.0	364.6	357.3	350.1	少数股东损益	-2.0	-1.9	-1.8	-1.5
应付账款	208.7	235.8	266.5	301.1	归属母公司净利润	223.3	282.9	361.9	458.7
预收款项	20.6	30.2	35.1	40.6	EBIT	273.0	363.9	516.7	711.4
非流动负债	34.4	25.2	36.5	22.3	EBITDA	317	413	572	771
长期借款	0.2	0	0	0					
其他	/	/	/	/	重要财务与估值指标	2014	2015E	2016E	2017E
负债总计	863.6	904.2	933.1	972.7	每股收益(元)	0.46	0.58	0.75	0.95
少数股东权益	15.8	13.8	14.2	15.6	每股净资产(元)	2.21	2.57	3.24	3.94
归属母公司股东权益	1043.3	1220.6	1464.8	1772.4	发行在外股份(百万股)	393	485	485	485
负债和股东权益总计	1922.7	2139.9	2412.9	2760.1	ROIC(%)	23.40%	41.20%	53.60%	65.10%
					ROE(%)	21.40%	23.20%	25.70%	26.30%
现金流量表（百万元）	2014	2015E	2016E	2017E	毛利率(%)	39.52%	42.11%	45.49%	48.11%
经营活动现金流	160.2	224.3	287.2	361.8	股息率	1.49%	1.89%	2.41%	3.06%
投资活动现金流	-247.2	-186.6	-213.5	-284.7	销售净利率(%)	8.93%	10.06%	11.08%	11.75%
筹资活动现金流	55.5	48.6	59.2	60.7	资产负债率(%)	44.92%	42.02%	37.23%	33.76%
现金净增加额	-31.5	86.3	132.9	137.8	收入增长率(%)	11.90%	12.43%	16.11%	19.50%
折旧和摊销	44.0	49.1	55.3	59.6	净利润增长率(%)	26.70%	26.71%	27.93%	26.74%
无形资产摊销	2.8	3.1	3.3	3.6	P/E	67.26	53.04	41.46	32.71
长期待摊费用摊销	/	/	/	/	P/B	14	12	10	8
现金及现金等价物净增加额	-31.5	86.3	132.9	137.8	EV/EBITDA	49	37	25	22

资料来源：东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在 5%以上；

中性：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月行业指数涨跌幅相对大盘在-5%以下。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

