

公司研究/公告点评

2020年02月26日

医药生物/化学制药 II

投资评级: 买入 (维持评级)

当前价格(元): 11.50
合理价格区间(元): 13.35~14.10

代雯 执业证书编号: S0570516120002
研究员 021-28972078
daiwen@htsc.com

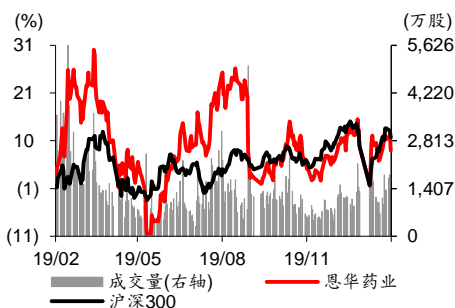
李运 执业证书编号: S0570518060003
研究员 021-38476288
liyun3@htsc.com

岳梅梅 021-38476098
联系人 yuemeimei@htsc.com

相关研究

- 1 《恩华药业(002262 SZ,买入): 精麻龙头, 稳健如常》2019.10
- 2 《恩华药业(002262,买入): 精麻龙头, 稳健如初》2019.07
- 3 《恩华药业(002262,买入): 精麻龙头, 稳健前行》2019.04

一年内股价走势图



资料来源: Wind

精麻龙头, 业绩符合预期

恩华药业(002262)

业绩符合预期

公司 2/26 日发布 19 年业绩快报, 实现营业收入 41.49 亿元 (yoy+7.55%), 归母净利润 6.63 亿元 (yoy+26.32%), 收入端略低于预期, 系出售恩华和润 56% 股权 (现持股 24%), 恩华和润自 19 年 12 月起不再并表。扣除出售股权的一次性利润 5779 万元, 公司 19 年扣非端利润增速仍保持在 20% 以上。考虑到公司: 1) 合并口径不再纳入恩华和润; 2) 加速推进一致性评价工作, 二线品种有望借助集采放量; 3) 仿制药管线逐步上市贡献业绩, 我们略微调整公司 19-21 年 EPS 至 0.65/0.74/0.89 元 (前次 0.63/0.76/0.91 元), 给予 20 年 18-19xPE, 对应目标价 13.35-14.10 元, 维持买入评级。

工业业务保持稳健增长

我们预计 2019 年公司工业板块收入保持 15%-20% 的增长: 1) 成熟品种咪达唑仑与依托咪酯受益于新适应症开发 (临终关怀) 与新规格上市, 9M18 样本医院保持 ~20% 的增长; 2) 右美受集采影响增速下滑, 9M18 样本医院下滑 ~12%; 3) 二线品种保持快速放量趋势, 9M18 样本医院数据显示瑞芬太尼销售翻番, 阿立哌唑 +180%, 度洛西汀 +50%。当前公司二线品种市占率尚低, 未来有望借助集采进一步扩大市场份额, 实现进口替代, 我们预计 20 年二线品种收入仍有望保持高速增长 (度洛西汀 +40%、阿立哌唑 +60%)。

集采多空交织, 公司加快推进一致性评价工作

公司当前加快推进现有品种的一致性评价工作: 1) 利培酮普通片、利培酮分散片、氯氮平片已通过一致性评价; 2) 右美托咪定、氯硝西洋、咪达唑仑、加巴喷丁已提交补充申请。未来有望借助集采进一步扩大二线品种的市场份额。

研发加快落地, 仿制药上市贡献利润

公司 2020 年将有个仿制药逐步上市: 1) 戊乙奎醚于 2020 年 1 月获批上市; 2) 舒芬太尼、地佐辛、羟考酮已提交补充资料, 普瑞巴林申报生产, 有望在 2020 年逐步获批。公司创新药管线有序推进: 1) TRV130 (麻醉镇痛) 海外已申报 NDA; 2) DP-VPA (抗癫痫、偏头痛) 进行 2 期临床; 3) 抗精神病 1 类新药 D20140305-1 开展 1 期临床。

风险提示: 带量采购核心产品降价的风险, 产品研发进展不达预期。

公司基本资料

总股本 (百万股)	1,019
流通 A 股 (百万股)	887.23
52 周内股价区间 (元)	9.54-13.94
总市值 (百万元)	11,723
总资产 (百万元)	4,543
每股净资产 (元)	3.41

资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	3,394	3,858	4,149	3,321	3,898
+/-%	12.46	13.69	7.55	(19.96)	17.36
归属母公司净利润 (百万元)	394.63	524.81	662.95	756.29	904.25
+/-%	27.41	32.99	26.32	14.08	19.56
EPS (元, 最新摊薄)	0.39	0.51	0.65	0.74	0.89
PE (倍)	29.41	22.35	17.68	15.50	12.96

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

盈利预测调整

公司为国内精麻龙头，2019年11月出售旗下负责商业业务的公司恩华和润56%股权，持股比例降为24%（自2019年12月起不再纳入合并报表范围），专注工业领域。2018年公司商业业务贡献收入13.81亿，占比近36%，但由于商业利润率较低（2018毛利率8% vs 工业业务84%）且增长缓慢（1H19+3.5%yoy），故合并口径的改变将对2020年公司收入端将产生较大影响，而对利润端影响较小。考虑到公司：1）合并口径发生变化；2）加速推进一致性评价工作，二线品种有望借助集采放量；3）仿制药管线逐步上市贡献业绩，我们预计公司20-21年收入增速为-20.0%/17.4%，净利润增速为14.1%/19.6%（2020年扣非端仍保持20%以上增长），对应19-21年EPS 0.65/0.74/0.89元（前次0.63/0.76/0.91元），我们给予公司20年18-19xPE（20年行业平均PE为18x），对应目标价13.35-14.10元，维持买入评级。

图表1：盈利预测调整

(人民币百万元)		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	调整前	3,858	4,331	4,831	5,341
	调整后	3,858	4,149	3,321	3,898
	(+/-) %	0.00%	-4.20%	-31.25%	-27.02%
毛利	调整前	2,166	2,492	2,840	3,168
	调整后	2,166	2,477	2,715	3,170
	(+/-) %	0.00%	-0.61%	-4.40%	0.07%
销售费用	调整前	1,193	1,308	1,454	1,592
	调整后	1,193	1,303	1,395	1,618
	(+/-) %	0.00%	-0.37%	-4.07%	1.63%
管理费用	调整前	152	160	179	192
	调整后	152	154	176	203
	(+/-) %	0.00%	-4.20%	-1.52%	5.41%
归母净利润	调整前	525	640	778	923
	调整后	525	663	756	904
	(+/-) %	0.00%	3.64%	-2.74%	-2.06%
EPS	调整前	0.51	0.63	0.76	0.91
	调整后	0.51	0.65	0.74	0.89
	(+/-) %	0.00%	3.66%	-2.72%	-2.04%

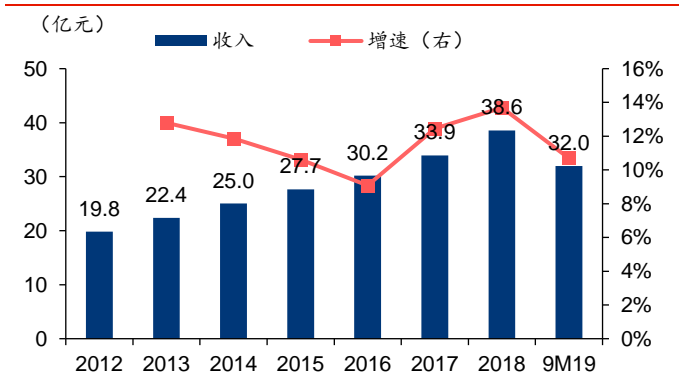
资料来源：公司公告、华泰证券研究所

风险提示

- 1) 当前公司利培酮片剂、右美托咪定注射液已纳入集采，未来可能有更多品种纳入集采，面临带量采购核心产品降价的风险；
- 2) 公司当前加速推进一致性评价工作与新药研发工作，但药物研发面临周期长、投入高、风险大的问题，产品研发进展可能不达预期

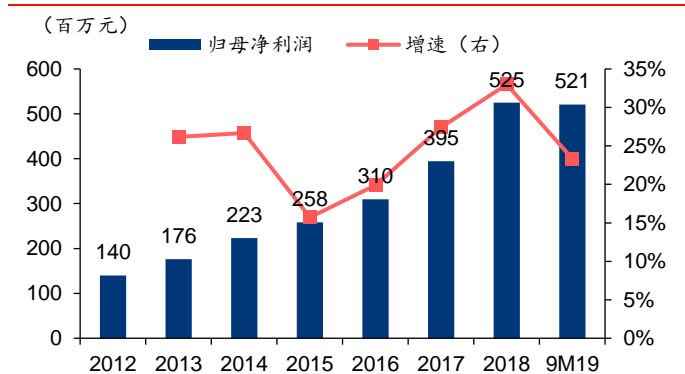
公司经营指标概览

图表2：公司营业收入



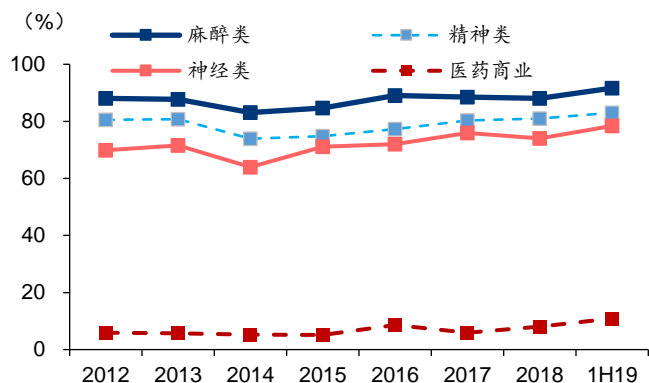
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表3：公司归母净利润



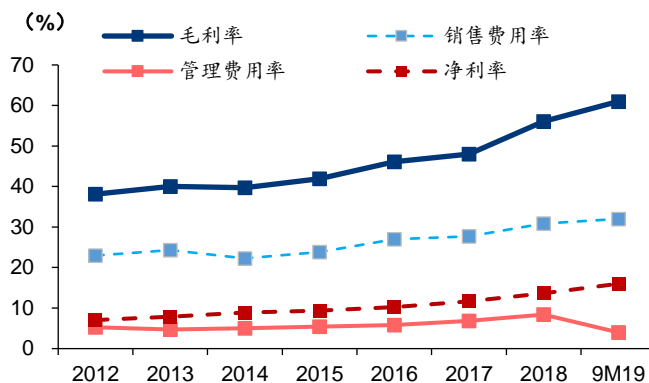
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表4: 公司各项业务毛利率



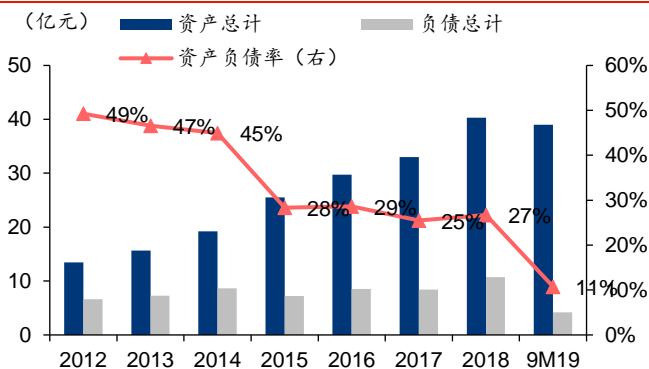
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表5: 公司销售毛利率、净利率和费用率



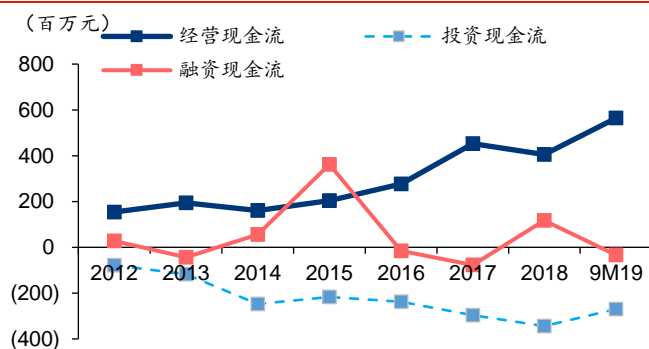
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表6: 公司资产负债率



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表7: 公司现金流量



资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

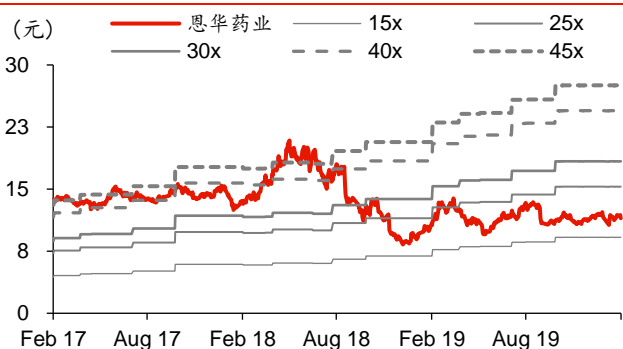
图表8: 可比公司估值表 (更新至 20200226)

公司	代码	收盘价(元) (2020/2/26)	总市值 (亿元)	EPS(元)			P/E(x)			EPS CAGR(%)
				19E	20E	21E	19E	20E	21E	2019E-2021E
通化东宝	600867.SH	12.21	248	0.47	0.57	0.69	26	21	18	21%
华东医药	000963.SZ	20.07	351	1.59	1.92	2.26	13	10	9	19%
丽珠集团	000513.SZ	36.83	307	1.37	1.61	1.88	27	23	20	17%
平均							22	18	15	19%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

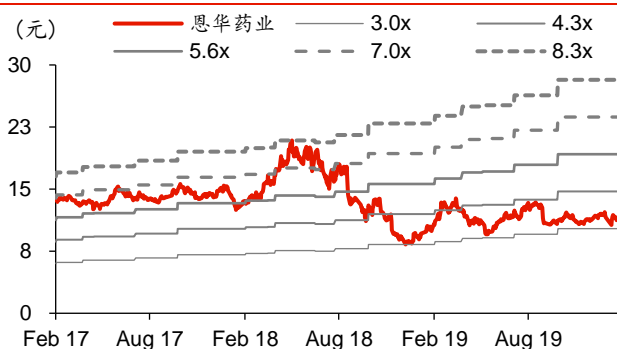
PE/PB - Bands

图表9: 恩华药业历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表10: 恩华药业历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	2,258	2,911	3,569	3,924	4,922
现金	789.91	971.85	1,416	2,385	3,196
应收账款	652.17	858.53	923.32	739.06	867.38
其他应收账款	27.08	38.76	41.68	33.37	39.16
预付账款	39.11	73.04	72.18	26.15	31.43
存货	361.83	410.49	552.70	188.58	228.42
其他流动资产	387.81	558.81	562.74	551.55	559.35
非流动资产	1,044	1,119	1,162	1,157	1,172
长期投资	13.92	17.94	17.94	17.94	17.94
固定投资	411.97	715.53	766.02	786.56	789.97
无形资产	66.72	110.96	128.88	136.15	139.09
其他非流动资产	551.03	274.25	249.46	216.37	224.59
资产总计	3,302	4,030	4,731	5,081	6,094
流动负债	742.08	983.62	1,029	630.62	748.54
短期借款	232.17	317.33	341.28	273.17	320.60
应付账款	240.43	262.95	259.84	94.15	113.14
其他流动负债	269.47	403.34	427.44	263.30	314.80
非流动负债	98.17	91.05	91.07	91.02	91.05
长期借款	0.23	0.23	0.25	0.20	0.23
其他非流动负债	97.94	90.82	90.82	90.82	90.82
负债合计	840.24	1,075	1,120	721.64	839.59
少数股东权益	8.95	(0.86)	(7.99)	(16.12)	(25.85)
股本	1,009	1,020	1,019	1,019	1,019
资本公积	11.08	127.54	127.54	127.54	127.54
留存公积	1,432	1,907	2,472	3,229	4,133
归属母公司股东权益	2,452	2,956	3,619	4,376	5,280
负债和股东权益	3,302	4,030	4,731	5,081	6,094

现金流量表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金	452.35	404.52	596.35	1,161	878.51
净利润	394.63	524.81	662.95	756.29	904.25
折旧摊销	62.02	114.52	143.70	155.98	161.62
财务费用	(6.22)	(15.45)	(15.83)	(32.11)	(65.75)
投资损失	0.76	4.67	4.67	4.67	4.67
营运资金变动	(16.37)	(268.66)	(189.00)	287.10	(113.54)
其他经营现金	17.52	44.64	(10.14)	(11.14)	(12.73)
投资活动现金	(295.87)	(343.89)	(191.99)	(155.36)	(180.87)
资本支出	166.01	170.70	183.58	146.94	172.45
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	129.87	173.20	8.42	8.42	8.42
筹资活动现金	(77.25)	116.74	39.79	(36.05)	113.22
短期借款	(30.83)	85.16	23.95	(68.11)	47.43
长期借款	0.00	0.00	0.02	(0.05)	0.03
普通股增加	378.43	10.87	(0.63)	0.00	0.00
资本公积增加	(378.43)	116.46	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(46.42)	(95.76)	16.46	32.11	65.75
现金净增加额	79.23	177.37	444.16	969.38	810.86

利润表

会计年度 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	3,394	3,858	4,149	3,321	3,898
营业成本	1,766	1,692	1,672	605.81	728.03
营业税金及附加	38.34	48.61	52.28	41.84	49.11
营业费用	941.26	1,193	1,303	1,395	1,618
管理费用	120.78	151.73	153.52	176.03	202.69
财务费用	(6.22)	(15.45)	(15.83)	(32.11)	(65.75)
资产减值损失	21.44	34.44	37.04	29.65	34.79
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	(0.76)	(4.67)	(4.67)	(4.67)	(4.67)
营业利润	445.93	609.90	769.85	878.01	1,049
营业外收入	2.03	1.86	2.00	2.00	2.10
营业外支出	2.73	3.55	3.55	3.55	3.55
利润总额	445.23	608.20	768.29	876.46	1,048
所得税	69.98	89.03	112.47	128.31	153.41
净利润	375.25	519.16	655.82	748.15	894.52
少数股东损益	(19.38)	(5.65)	(7.13)	(8.14)	(9.73)
归属母公司净利润	394.63	524.81	662.95	756.29	904.25
EBITDA	588.11	882.14	1,107	1,254	1,457
EPS (元, 基本)	0.39	0.51	0.65	0.74	0.89

主要财务比率

会计年度 (%)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入	12.46	13.69	7.55	(19.96)	17.36
营业利润	25.98	36.77	26.23	14.05	19.52
归属母公司净利润	27.41	32.99	26.32	14.08	19.56
获利能力 (%)					
毛利率	47.97	56.15	59.70	81.76	81.32
净利率	11.63	13.60	15.98	22.77	23.20
ROE	17.35	19.41	20.16	18.92	18.73
ROIC	25.91	32.51	35.38	40.73	49.59
偿债能力					
资产负债率 (%)	25.45	26.67	23.67	14.20	13.78
净负债比率 (%)	27.66	29.55	30.50	37.88	38.21
流动比率	3.04	2.96	3.47	6.22	6.58
速动比率	2.56	2.54	2.93	5.92	6.27
营运能力					
总资产周转率	1.08	1.05	0.95	0.68	0.70
应收账款周转率	4.97	5.11	4.66	4.00	4.85
应付账款周转率	7.41	6.72	6.40	3.42	7.02
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	0.39	0.51	0.65	0.74	0.89
每股经营现金流(最新摊薄)	0.45	0.40	0.59	1.14	0.86
每股净资产(最新摊薄)	2.43	2.90	3.55	4.29	5.18
估值比率					
PE (倍)	29.41	22.35	17.68	15.50	12.96
PB (倍)	4.73	3.97	3.24	2.68	2.22
EV_EBITDA (倍)	19.93	13.29	10.59	9.35	8.04

资料来源:公司公告, 华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com