

主业稳健增长符合预期，移动医疗与国际合作未来值得期待

——恩华药业（002262）2016 年中报点评

2016 年 08 月 1 日

推荐/首次覆盖

恩华药业

财报点评

杨若木	分析师	执业证书编号: S1480510120014
	yangrm@dxzq.net.cn	010-66554032
缪牧一	联系人	
	miaomy@dxzq.net.cn	010-66554035

事件:

恩华药业发布年中报，上半年实现营业收入 15.15 亿元，同比增长 12.67%；归属于上市公司股东的净利润 1.72 亿元，同比增长 17.48%；归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 1.72 亿元，同比增长 17.45%。实现 EPS 为 0.27 元。

公司 2016 年 Q2 实现营业收入 7.56 亿元，同比增长 12.89%；实现归属于上市公司股东的净利润 1.02 亿元，同比增长 17.8%；归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 1.01 亿元，同比增长 17.27%。实现 EPS 为 0.16 元。

观点:

1、上半年业绩稳健增长符合预期，麻醉产品线超预期增长。

公司 Q2 业绩增速为 17.8%，与 Q1 业绩增速 16.02%相比略有提升。公司预期 2016 年可实现业务收入、利润总额及净利润分别比 2015 年审计后数据增长 12.00%、20.00%、20.00%左右。对比 2016 年上半年数据，公司实现的业务收入增速符合预期，上半年实现的利润总额及净利润均超过了全年计划的 50%。

分业务构成来看，公司上半年商业收入增速 7.43%，工业收入增速 17.54%。工业端营业成本比上年同期增加 23.95%，毛利率比上年下降 1.37%。

分产品线来看，麻醉线收入增速约 33.33%、精神线增速约 15.32%、神经线增速约 11.84%、原料药下降 50.22%。麻醉产品线收入增速加快，主要受益于公司持续推进的销售改革以及招标放量。

分产品看，结合终端数据(第三方)分析，我们推算公司麻醉线中咪达唑仑增速 10-15%，依托咪酯增速 20-25%，潜力品种右美托咪定增速达到 50-60%，丙泊酚因为基数较小销售增速预计 90-100%，瑞芬太尼销量 1000 万左右，以上几个产品销售增速带动了麻醉线收入增速的提升。精神线中，利培酮总体估计在 5-10%，齐拉西酮增速在 10%以上，度洛西汀放量较快，增速 100%以上，丁螺环酮增速 20-30%左右，阿立哌唑销量 1000 万以上。神经线中，加巴喷丁增速在 30%以上，小品种公司逐渐取消销售，导致整体神经线增速放缓。

从 2016 年至今, 随着各省招标的进行, 恩华药业主要新品种右美托咪定在广西中标, 阿立哌唑在广西、河南、河北、宁夏、上海中标, 丙泊酚在广东、宁夏、海南、陕西、天津中标, 盐酸度洛西汀在福建、广西、四川中标, 上半年新品招标有进展, 持续进行。(其他老品种上半年中标情况见表 1) 下半年受益于招标的持续进行和中标产品的放量, 业绩增速有望继续保持。

三大费用率方面销售费用率同比提升 17.41%, 管理费用率同比提升 13.17%, 财务费用率同比下降 112.27%。

表 1:恩华药业部分品种 2016 年初至今中标情况

通用名	规格	中标价格	省份	时间
盐酸度洛西汀肠溶片	20mg	82.4	福建	16.1.29
依托咪酯乳状注射液	10ml:20mg	43.21	甘肃	16.1.13
丙泊酚	20ml:0.2g	27.69	广东	16.7.5
阿立哌唑片	10mg	2.274	广东	16.7.5
多沙普仑	0.1g	20.14	广东	16.5.5
依托咪酯乳状注射液	20mg	39.62	广东	16.7.5
阿立哌唑片	10mg	84.89	广西	16.5.26
盐酸多沙普仑注射液	5ml:0.1ug	22.9	广西	16.7.1
氟马西尼注射液	5ml:0.5mg	71.04	广西	16.5.18
加巴喷丁胶囊	0.4g	66.95	广西	16.7.1
利鲁唑片	50mg	21	广西	16.7.1
利培酮分散片	1mg	68	广西	16.7.1
氯氮平口腔崩解片	25mg	12.61	广西	16.7.1
氢溴酸西酞普兰片	20mg	50.43	广西	16.7.1
盐酸丁螺环酮片	5mg	52.82	广西	16.7.1
盐酸度洛西汀肠溶片	20mg	95.73	广西	16.7.1
盐酸氯米帕明片	25mg	26	广西	16.7.1
盐酸纳洛酮注射液	1ml:0.4mg	14.5	广西	16.5.18

盐酸齐拉西酮胶囊	20mg	55.52	广西	16.7.1
盐酸右美托咪定注射液	2ml:200ug	134.97	广西	16.5.26
依托咪酯乳状注射液	10ml:20mg	43.22	广西	16.7.1
注射用甲磺酸齐拉西酮	20mg	146.96	广西	16.7.1
阿立哌唑片	10mg	93	海南	16.2.2.
丙泊酚注射液	20ml:0.2g	17.8	海南	16.2.2.
氟马西尼	5ml:0.5mg	355.2	海南	16.3.8
纳洛酮	1ml:0.4mg	92.6	海南	16.3.8
碳酸锂缓释片	0.3g	65	海南	16.5.3
盐酸氯米帕明片	25mg	16.84	海南	16.2.2.
阿立哌唑片	10mg	24	河北	16.4.8
加巴喷丁胶囊	100mg	23.37	湖北	16.5.4
盐酸丁螺环酮片	5mg	43.49	湖北	16.3.7
依托咪酯乳状注射液	10ml:20mg	38.5	湖北	16.5.4
氟马西尼注射液	5ml:0.5mg		吉林	16.6.1
盐酸纳洛酮注射液	1ml:0.4mg		吉林	16.6.1
阿立哌唑片	10mg	2.855	宁夏	16.5.25
丙泊酚	20ml:0.2g	15.9	宁夏	16.5.25
右美托米啉	2ml:200ug	124.3	宁夏	16.5.25
依托咪酯乳状注射液	10ml:20mg	42.5	青海	16.6.21
甲磺酸罗哌卡因注射液	10ml:89.4mg	13.7	山东	16.6.28
利培酮片	1mg	39	山东	16.6.28
丙泊酚注射液	20ml:0.2g	17.4	陕西	16.5.31
氟马西尼注射液	5ml:0.5mg	53.7	陕西	16.2.29
利培酮片	1mg	43.3	陕西	16.5.31
阿立哌唑片	10mg	90.7	上海	16.4.26
碳酸锂缓释片	0.3g	68.8	上海	16.5.17

硝西洋片	5mg	18.8	上海	16.4.26
氟马西尼注射液	5ml:0.5mg		四川	16.6.16
加巴喷丁胶囊	0.1g	24.17	四川	16.6.16
利培酮分散片	1mg	63.39	四川	16.6.16
利培酮片	1mg	39.85	四川	16.6.16
氯氮平口腔崩解片	25mg	11.58	四川	16.7.12
盐酸丁螺环酮片	5mg	45.07	四川	16.6.16
盐酸度洛西汀肠溶片	20mg	93.87	四川	16.6.16
盐酸纳洛酮注射液	1ml:0.4mg		四川	16.6.16
盐酸齐拉西酮胶囊	20mg	47.88	四川	16.6.16
依托咪酯乳状注射液（依托咪酯脂肪乳注射液）	10ml:20mg	39.2	四川	16.6.16
注射用甲磺酸齐拉西酮	20mg	146.96	四川	16.7.12
包醛氧淀粉胶囊	10ml:20mg	38.19	天津	16.3.21
丙泊酚注射液	20ml:0.2g	15	天津	16.3.21
利培酮分散片	1mg	59.63	天津	16.3.21
氢溴酸西酞普兰片	20mg	25.4	天津	16.3.21
利鲁唑片	50mg		浙江	16.4.21

资料来源：各省最新招标采购目录，东兴证券研究所

2、移动医疗领域再下一城，精神麻醉双管齐下

报告期内，公司设立全资子公司“北京医华移动医疗科技有限公司”，将针对麻醉和重症这些恩华主营产品所在领域，打造国内临床一线的学术骨干医生专业交流互动的移动医疗第一品牌。这是继公司投资江苏好欣晴移动医疗科技有限公司之后对于移动医疗的进一步尝试。公司多年来深耕精麻领域，在拥有丰富资源的基础上着力打造移动医疗平台。医华移动的落地体现了公司做移动医疗的决心。江苏好欣晴专注于精神领域、打造医患沟通的移动医疗平台，而医华移动是聚焦麻醉领域打造医生之间沟通交流的移动医疗平台。二者都是移动医疗平台，但领域不同，定位人群不同，功能不同，虽然短期内在业绩方面难以得到体现，但长期来看，网络医疗服务和医生互动平台都是未来发展的大趋势和方向，在精麻领域也尚未出现移动医疗的龙头品牌，公司在此时布局有利于提升恩华在医生中的品牌影响力，同时有望形成线上线下互动从而降低营销成本。

3、后续产品梯队丰富，开启国际化合作新篇章

公司研发工作一直稳步推进，后续产品梯队丰富。在报告期内，公司获得了盐酸阿芬太尼注射液（原化学药品第 3.1 类）、盐酸他喷他多片（原化学药品第 3.1 类）、盐酸右美托咪定注射液（原化学药品第 3.4 类）及盐酸度洛西汀肠溶片（原化学药品第 3.4 类）盐酸鲁拉西酮片剂（化学药品第 3.1 类）5 个产品的《药物临床试验批件》；获得了 8 项发明专利，申报 4 项发明专利。

报告期内，公司还与美国立博公司（LIPOSEUTICAL Inc, LSI）就其在中国境内开发和销售新型丙泊酚注射剂的独家许可与合作事宜进行洽谈，并签署了《产品许可暨股份认购协议》。根据协议，恩华投资 200 万美元作为首付款，获得新型丙泊酚注射剂 ProSQ 在中国境内的研究、开发、使用、制造、销售等权利。同时恩华获得了 LSI 4% 的股权，未来 ProSQ 美国销售收益也将按照一定比例支付给恩华。ProSQ 在中国上市后（上市里程碑付款 150 万美元），恩华也会按照约定比例从其年净利润额中提成给 LSI。ProSQ 是水溶性注射剂，克服了目前丙泊酚乳剂注射痛、脂质代谢等问题，上市后有望逐步替代原有乳剂，前景广阔。而此我们认为此次与 LSI 的合作是恩华开启国际化布局的第一步，未来恩华有望通过外延式发展引入更多优质的品种丰富产品梯队，外延后续依然值得期待。

结论：

我们预计 2016-2018 年归母净利润分别为 3.07 亿元、3.82 亿元、4.67 亿元，EPS 分别为 0.49、0.60、0.74，对应 PE 分别为 39x，32x，26x。我们认为，随着各省招标逐步推进，和后续丰富的产品储备，公司未来有望实现收入和利润稳步增长。另外，公司布局移动医疗再下一城，国际化开启新篇章，外延方面后续值得期待。5 月份公司股东已减持完毕，短期来看股价不利因素已经消除。总经理孙家权先生 6 月首次以自有资金买入公司股票，彰显对公司未来的信心。我们看好公司长期发展，首次覆盖，给予“推荐”评级。

公司盈利预测表

资产负债表		单位:百万元					利润表		单位:百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		
流动资产合计	1239	1694	1931	2315	2775	营业收入	2501	2767	3125	3550	3997		
货币资金	407	745	862	1120	1447	营业成本	1508	1608	1777	1943	2121		
应收账款	555	607	685	778	876	营业税金及附加	23	25	28	32	36		
其他应收款	25	33	37	42	47	营业费用	557	660	750	870	979		
预付款项	27	33	34	35	36	管理费用	126	151	184	227	276		
存货	215	271	276	302	330	财务费用	14	12	0	0	0		
其他流动资产	0	1	28	28	28	资产减值损失	14.82	16.60	0.00	0.00	0.00		
非流动资产合计	683	857	833	807	778	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00		
固定资产	237	254	238	235	250	营业利润	259	294	385	478	584		
无形资产	83	82	74	65	57	营业外收入	3.67	7.85	0.00	0.00	0.00		
其他非流动资产	40	58	58	58	58	营业外支出	2.23	0.77	0.00	0.00	0.00		
资产总计	1923	2551	2764	3122	3554	利润总额	261	301	385	478	584		
流动负债合计	829	689	495	526	561	所得税	40	46	77	96	117		
短期借款	372	238	0	0	0	净利润	221	255	308	383	468		
应付账款	209	212	237	259	283	少数股东损益	-2	-3	2	2	3		
预收款项	21	18	18	19	19	归属母公司净利润	223	258	306	380	465		
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	397	433	409	505	613		
非流动负债合计	34	35	35	35	35	BPS (元)	0.57	0.54	0.49	0.60	0.74		
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率							
应付债券	0	0	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		
负债合计	864	724	551	583	617	成长能力							
少数股东权益	16	13	14	17	20	营业收入增长	11.86%	10.60%	12.94%	13.61%	12.58%		
实收资本(或股本)	393	485	631	631	631	营业利润增长	27.72%	13.26%	30.92%	24.34%	22.17%		
资本公积	12	535	535	535	535	归属于母公司净利润	18.45%	24.32%	18.45%	24.32%	22.17%		
未分配利润	553	682	820	991	1200	获利能力							
归属母公司股东权益	1043	1815	2220	2544	2939	毛利率(%)	39.73%	41.88%	43.11%	45.28%	46.92%		
负债和所有者权益	1923	2551	2764	3122	3554	净利率(%)	8.85%	9.23%	9.85%	10.78%	11.70%		
现金流量表		单位:百万元					总资产净利润(%)						
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE(%)	21.40%	14.24%	13.78%	14.96%	15.82%		
经营活动现金流	160	204	256	314	397	偿债能力							
净利润	221	255	308	383	468	资产负债率(%)	45%	28%	20%	19%	17%		
折旧摊销	124	127	0	26	28	流动比率	1.49	2.46	3.90	4.40	4.95		
财务费用	14	12	0	0	0	速动比率	1.24	2.07	3.35	3.82	4.36		
应收账款减少	0	0	-78	-93	-98	营运能力							
预收账款增加	0	0	0	0	1	总资产周转率	1.43	1.24	1.17	1.20	1.19		
投资活动现金流	-247	-216	0	0	0	应收账款周转率	5	5	5	5	5		
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	应付账款周转率	11.15	13.14	13.90	14.31	14.74		
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)							
投资收益	0	0	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.57	0.54	0.49	0.60	0.74		
筹资活动现金流	56	362	-138	-57	-70	每股净现金流(最新)	-0.08	0.72	0.19	0.41	0.52		
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	2.65	3.74	3.52	4.03	4.66		
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率							
普通股增加	66	92	146	0	0	P/E	33.54	35.28	39.26	31.58	25.85		
资本公积增加	0	523	0	0	0	P/B	7.18	5.09	5.41	4.72	4.09		
现金净增加额	-31	350	118	257	327	EV/EBITDA	18.80	20.17	27.27	21.60	17.25		

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长, 9 年证券行业研究经验, 擅长从宏观经济背景下, 把握化工行业的发展脉络, 对周期性行业的业绩波动有比较准确判断, 重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名, “今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名, 金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师, 《证券通》化工行业金牌分析师。

联系人简介

缪牧一

美国罗切斯特大学会计学理学硕士, 2016 年 6 月加盟东兴证券研究所, 从事医药行业研究, 重点专注于医药政策下的投资机会。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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。

我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, 也可能为这些公司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。本报告版权仅为我公司所有, 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, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

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介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。