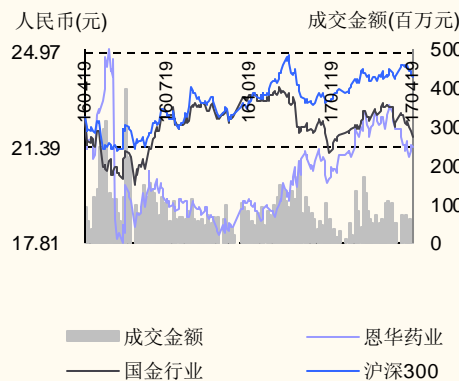


市场价格 (人民币): 21.44 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	524.89
总市值(百万元)	13,522.57
年内股价最高最低(元)	25.07/17.81
沪深 300 指数	3445.88
深证成指	10348.41



相关报告

1. 《年报点评-收入质量提升毛利, 新品放量推升费用》, 2017.2.28
2. 《借力外脑, 品种储备又下一城》, 2017.1.5
3. 《分线改革释放潜力 医保招标助力增长》, 2016.12.20
4. 《医保招标提趋势, 营销改革促成效-恩华药业公司点评》, 2016.12.9
5. 《三季度增长平稳, 新品种表现优异-恩华药业公司点评》, 2016.10.26

孙炜 联系人
weisun@gjzq.com.cn

李敬雷 分析师 SAC 执业编号: S1130511030026
(8621)60230221
lijingl@gjzq.com.cn

收入质量进一步提升, 利润增速有望逐季上扬

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.532	0.491	0.627	0.809	1.059
每股净资产(元)	3.74	3.32	3.89	4.64	5.64
每股经营性现金流(元)	0.42	0.44	0.70	0.83	1.17
市盈率(倍)	54.97	42.56	34.21	26.50	20.24
行业优化市盈率(倍)	25.38	25.38	25.38	25.38	25.38
净利润增长率(%)	15.71%	19.89%	27.61%	29.11%	30.92%
净资产收益率(%)	14.24%	14.78%	16.11%	17.44%	18.79%
总股本(百万股)	485.17	630.72	630.72	630.72	630.72

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 恩华药业 2017 年一季度实现收入 8.38 亿, 同比增长 10.46%, 归母净利润 0.85 亿, 同比增长 21.42%。
- 预计 2017 年 1-6 月净利润增长 15-30%。

经营分析

- **制剂收入质量进一步提升:** 母公司收入增速 14.28%, 营业成本较少 10.38%, 与我们年报的点评相符, 公司逐步减少低毛利老产品的销售, 导致表现增速较低, 但是核心品种占比的提高, 大幅拉高整体毛利率。
- **整体销售费用率比上年同期增加 4.37%:** 母公司销售费用率 (制剂业务) 47.67%, 相比 16 年三、四季度 52% 左右有所下降, 反映了销售政策调整初有成效, 未来还有下降空间; 其他业务销售费用增加近 4000 万, 增长 100%。
- **管理费用增长 60.3%, 研发投入支出加大:** 公司普瑞巴林等品种处于撤回重报阶段, 1.1 类新药 DP-VPA 筹备 II 期, 数个品种进入一致性评价, 导致研发支出加大。

盈利调整

- 我们维持公司 2017/2018/2019 净利润 395/510/668 百万人民币的盈利预测, 对应增速 27.54%/29.11%/30.92%。

投资建议

- 我们认为一季报给全年增速上扬开了好头, 随着新产品销量占比的提高, 毛利率进一步提升, 销售费用率随市场导入完成将有所下降; 管理费用的投入略有不确定性, 排除这个因素, 净利润增速有望超过 25%, 维持逐季增速上扬的判断。
- 我们认为在医保调整和新产品中标顺利的背景下, 麻醉线收入增速在右美托咪定的带动下有望回到 20%, 精神神经线尽管利培酮形成一定拖累, 但是丁螺环酮、加巴喷汀有望稳步增长, 阿立哌唑、度洛西汀有望超预期, 贡献弹性。
- 公司是市场难得的新产品处于放量期且能够提供内生增长弹性的标的, 目前股价对应 17 年 34.2x P/E, 继续维持买入评级。

风险提示

- 产品降价风险; 新产品中标低于预期; 限售股解禁; 非制剂业务的拖累。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	2,501	2,767	3,018	3,385	3,794	4,250
增长率		10.6%	9.1%	12.2%	12.1%	12.0%
主营业务成本	-1,508	-1,608	-1,627	-1,763	-1,915	-2,063
%销售收入	60.3%	58.1%	53.9%	52.1%	50.5%	48.5%
毛利	994	1,159	1,391	1,622	1,879	2,187
%销售收入	39.7%	41.9%	46.1%	47.9%	49.5%	51.5%
营业税金及附加	-23	-25	-34	-34	-38	-42
%销售收入	0.9%	0.9%	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-557	-660	-816	-926	-1,028	-1,122
%销售收入	22.3%	23.9%	27.0%	27.4%	27.1%	26.4%
管理费用	-126	-151	-175	-208	-231	-259
%销售收入	5.0%	5.4%	5.8%	6.2%	6.1%	6.1%
息税前利润 (EBIT)	288	323	366	454	582	763
%销售收入	11.5%	11.7%	12.1%	13.4%	15.3%	18.0%
财务费用	-14	-12	2	5	8	13
%销售收入	0.5%	0.4%	-0.1%	-0.2%	-0.2%	-0.3%
资产减值损失	-15	-17	-24	-7	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	1	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	259	294	344	452	588	775
营业利润率	10.4%	10.6%	11.4%	13.4%	15.5%	18.2%
营业外收支	1	7	14	10	10	10
税前利润	261	301	358	462	598	785
利润率	10.4%	10.9%	11.9%	13.6%	15.8%	18.5%
所得税	-40	-46	-57	-72	-93	-122
所得税率	15.2%	15.2%	15.8%	15.5%	15.5%	15.5%
净利润	221	255	302	390	505	663
少数股东损益	-2	-3	-8	-5	-5	-5
归属于母公司的净利润	223	258	310	395	510	668
净利率	8.9%	9.3%	10.3%	11.7%	13.5%	15.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	221	255	302	390	505	663
非现金支出	59	66	75	87	103	120
非经营收益	17	12	-4	-1	-2	-5
营运资金变动	-136	-129	-96	-36	-81	-43
经营活动现金净流	160	204	277	441	526	735
资本开支	-261	-216	-101	-40	-30	-20
投资	14	0	-18	0	0	0
其他	0	0	-120	0	0	0
投资活动现金净流	-247	-216	-238	-40	-30	-20
股权募资	0	537	1	0	0	0
债权募资	93	-134	25	-84	-31	-123
其他	-38	-41	-41	-47	-46	-43
筹资活动现金净流	55	362	-15	-132	-76	-165
现金净流量	-32	350	23	270	420	550

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	407	745	760	1,030	1,450	2,000
应收款项	590	645	765	790	916	1,061
存货	215	271	297	314	315	339
其他流动资产	27	33	196	201	207	214
流动资产	1,239	1,694	2,017	2,334	2,888	3,614
%总资产	64.5%	66.4%	67.8%	71.6%	77.0%	82.3%
长期投资	22	20	61	61	61	61
固定资产	532	686	730	702	642	555
%总资产	27.7%	26.9%	24.5%	21.5%	17.1%	12.6%
无形资产	83	82	80	78	76	73
非流动资产	683	857	957	927	865	775
%总资产	35.5%	33.6%	32.2%	28.4%	23.0%	17.7%
资产总计	1,923	2,551	2,975	3,261	3,753	4,389
短期借款	372	238	263	213	183	59
应付款项	407	385	468	485	529	573
其他流动负债	51	66	85	86	97	186
流动负债	829	689	816	785	809	819
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	34	34	35	0	0	0
负债	864	724	851	785	809	820
普通股股东权益	1,043	1,815	2,096	2,453	2,926	3,556
少数股东权益	16	13	28	23	18	13
负债股东权益合计	1,923	2,551	2,975	3,261	3,753	4,389

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.568	0.532	0.491	0.627	0.809	1.059
每股净资产	2.654	3.740	3.323	3.889	4.638	5.638
每股经营现金净流	0.408	0.421	0.439	0.700	0.834	1.165
每股股利	0.060	0.060	0.060	0.060	0.060	0.060
回报率						
净资产收益率	21.40%	14.24%	14.78%	16.11%	17.44%	18.79%
总资产收益率	11.61%	10.13%	10.41%	12.12%	13.60%	15.22%
投入资本收益率	17.05%	13.24%	12.90%	14.26%	15.72%	17.77%
增长率						
主营业务收入增长率	11.86%	10.60%	9.08%	12.15%	12.11%	12.00%
EBIT增长率	26.17%	12.05%	13.46%	24.03%	28.16%	31.19%
净利润增长率	26.68%	15.71%	19.89%	27.61%	29.11%	30.92%
总资产增长率	22.75%	32.68%	16.62%	9.63%	15.07%	16.95%
资产管理能力						
应收账款周转天数	74.2	76.7	79.8	80.0	83.0	86.0
存货周转天数	49.0	55.1	63.7	65.0	60.0	60.0
应付账款周转天数	54.3	47.8	50.3	50.0	50.0	50.0
固定资产周转天数	34.5	33.5	49.8	52.2	49.4	40.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-3.32%	-27.72%	-23.39%	-32.96%	-43.04%	-54.34%
EBIT利息保障倍数	21.3	26.8	-212.6	-83.8	-76.8	-58.5
资产负债率	44.92%	28.37%	28.61%	24.07%	21.56%	18.69%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	12	13	24
增持	0	0	2	2	5
中性	0	0	1	1	2
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	1.27	1.25	1.29

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

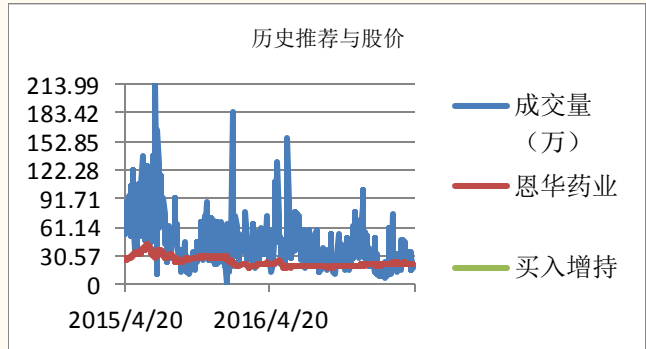
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2015-10-26	买入	29.76	40.00~40.00
2	2016-03-29	买入	21.30	25.00~30.00
3	2016-08-01	买入	19.05	N/A
4	2016-10-26	买入	19.00	N/A
5	2016-12-09	买入	20.65	N/A
6	2016-12-20	买入	21.19	20.00~25.00
7	2017-01-05	买入	21.19	N/A
8	2017-02-28	买入	22.26	N/A

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD