

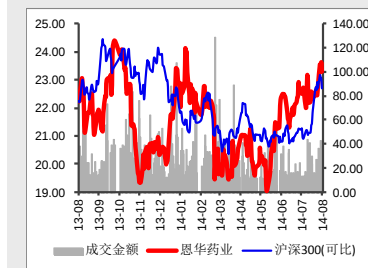
医药：恩华药业（002262）中报点评

2014 年 08 月 08 日

稳健增长，静待新品招标

推荐（维持）

市场表现 截至 2014.08.07



市场数据	2014-08-07
A 股收盘价 (元)	23.30
一年内最高价 (元)	24.42
一年内最低价 (元)	18.89
上证指数	2,187.67
市净率	9.8
总股本 (万股)	39,312
实际流通 A 股 (万股)	32,916
限售流通 A 股 (万股)	6,396
流通 A 股市值 (亿元)	76.69

分析师：黄彬

执业编号：S1490514030003

电话：010-58566807

邮箱：hangbin@hrsec.com.cn

⑤ 事件：

恩华药业公布 2014 年半年度报告。营业收入 12.18 亿元，同比增长 12.90%；净利润 1.24 亿元，同比增长 25.25%；扣非后净利润 1.24 亿元，同比增长 26.14%；每股收益 0.31 元。二季度单季实现营业收入 6.08 亿元，同比增长 12.02%；净利润 7583 万元，同比增长 25.16%。

⑤ 下半年增速有望加快

2014 年上半年公司实现营业收入同比增长 12.90%，增速略低于公司 15% 的经营计划。同期实现归属母公司净利润同比增长 25.25%，符合公司 25% 的经营计划。13 年上半年公司盈利基数较高，三季度受商业贿赂影响基数较低，预计公司下半年同比增速会好于上半年，全年净利润增速将高于 25% 的经营计划。

⑤ 麻醉类稳定增长，精神类增速放缓

2014 年上半年麻醉类实现营业收入 2.85 亿元，同比增长 21.28%。麻醉类产品线主要是咪达唑仑和依托咪酯。在新一轮基药招标中咪达唑仑中标情况较好，但部分省份中标价有下调，预计上半年增速在 10% 左右。依托咪酯脂肪乳注射液竞争格局良好，预计上半年增速在 30% 左右。2014 年上半年精神类实现营业收入 2.15 亿元，同比增长 13.94%，同比增速明显放缓，推测主要原因是老产品利培酮竞争激烈增速放缓。神经类实现营业收入 2387 万元，同比增长 50.38%。原料药实现营业收入 7058 万元，同比增长 90.20%。

⑤ 招标进程慢于预期，静待新品放量

由于 13 年招标进展缓慢，新品右美托咪定、芬太尼、丙泊酚和度洛西汀无法放量。14 年非基药招标进度仍慢于预期，预计上述新品对整体业绩的贡献仍非常有限。阿立派唑年内有望获批，其他在研产品瑞芬太尼、普瑞巴林、卡巴拉汀等有望在一两年内陆续获批，足以支撑公司未来 3-5 年的成长。招标延后使公司有充足的时间进行市场培育，待招标启动公司加速成长可期。

⑤ 盈利预测与投资建议

预计 14-16 年 EPS 分别为 0.59 元、0.79 元、1.00 元，对应市盈率分别为 39 倍、30 倍和 23 倍。我国精麻类药品的应用程度还有较大的提升空间，行业发展前景确定。公司是国内唯一专注中枢神经系统药物的企业，产品线与营销网络均已非常完善，3-5 年内有充足产品支撑成长，维持“推荐”评级。

证券研究报告

⑤ 风险提示

药品招标降价；新品获批的不确定性

财务数据与估值

会计年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营收入（百万元）	1,982.5	2,236.1	2,551.3	3,110.6	3,795.4
同比增长(+/-%)	24.9%	12.8%	14.1%	21.9%	22.0%
营业利润（百万元）	163.9	203.2	275.6	367.0	467.3
同比增长(+/-%)	38.1%	24.0%	35.6%	33.2%	27.3%
净利润（百万元）	138.1	172.5	233.1	310.0	394.2
同比增长(+/-%)	31.2%	24.9%	35.2%	33.0%	27.2%
每股收益（元）	0.36	0.45	0.59	0.79	1.00
PE	65.57	51.97	39.29	29.54	23.23
PB	8.01	9.11	9.15	6.27	5.11

资产负债表

单位：百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	993.9	1,152.5	1,319.9	1,563.6	1,991.4
现金	366.1	427.8	510.3	734.8	983.7
交易性投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收票据	9.6	9.2	10.2	12.4	15.2
应收款项	388.7	461.6	538.8	501.7	612.1
其他应收款	9.8	18.7	20.6	25.1	30.6
存货	153.5	190.4	217.1	262.0	316.3
其他	66.2	44.8	22.9	27.6	33.3
非流动资产	350.9	413.9	420.9	426.2	430.2
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	204.6	221.8	253.4	240.7	224.8
无形资产	33.0	65.7	99.4	131.5	162.0
其他	113.4	126.4	68.1	54.0	43.3
资产总计	1,344.8	1,566.3	1,740.7	1,989.9	2,421.6
流动负债	636.0	702.3	714.0	735.7	884.6
短期负债	247.3	279.0	95.8	0.0	0.0
应付账款	224.8	239.9	381.5	460.3	555.8
预收账款	21.7	29.6	28.8	34.8	44.3
其他	142.2	153.8	207.9	240.5	284.5
长期负债	26.4	27.8	27.4	37.7	44.5
长期借款	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
其他	26.2	27.6	27.1	37.5	44.3
负债合计	662.4	730.1	741.3	773.4	929.2
股本	234.0	327.6	327.6	327.6	327.6
资本公积金	46.7	11.6	11.6	11.6	11.6
留存收益	399.8	498.9	662.1	879.1	1,155.1
少数股东权益	1.9	-1.8	-1.8	-1.8	-1.8
母公司所有者权益	680.5	838.0	1,001.2	1,218.3	1,494.2
负债及权益合计	1,344.8	1,566.3	1,740.7	1,989.9	2,421.6

现金流量表

单位：百万元

经营活动现金流	150.7	182.1	385.8	446.7	401.3
净利润	138.1	172.5	233.1	310.0	394.2
折旧摊销	32.0	36.8	37.5	39.2	40.8
财务费用	13.7	17.2	5.8	-0.3	-3.1
投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营运资金变动	-33.3	-43.2	105.7	97.7	-37.1
其他	0.1	-1.3	3.6	0.1	6.5
投资活动现金流	-77.9	-117.4	-44.0	-44.0	-44.0
资本支出	-79.5	-119.0	-44.0	-44.0	-44.0
其他投资	1.6	1.5	0.0	0.0	0.0
筹资活动现金流	72.1	90.1	-259.4	-178.1	-108.4
借款变动	54.0	31.7	-183.2	-95.8	0.0
普通股增加	0.0	93.6	0.0	0.0	0.0
资本公积增加	0.0	-35.1	0.0	0.0	0.0
股利分配	-11.7	-18.7	-69.9	-93.0	-118.3
其他	29.8	18.6	-6.3	10.7	9.9

利润表

单位：百万元

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1,982.5	2,236.1	2,551.3	3,110.6	3,795.4
营业成本	1,226.8	1,340.2	1,525.9	1,841.2	2,223.3
营业税金及附加	16.6	18.8	20.4	24.9	30.4
营业费用	455.7	542.7	599.5	731.0	891.9
管理费用	105.0	106.1	119.9	146.2	178.4
财务费用	11.0	12.7	5.8	-0.3	-3.1
资产减值损失	3.5	12.2	4.1	0.6	7.3
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	163.9	203.2	275.6	367.0	467.3
营业外收入	2.6	3.0	2.8	2.9	2.9
营业外支出	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
利润总额	165.7	205.3	277.6	369.1	469.3
所得税	27.6	32.9	44.4	59.1	75.1
净利润	138.1	172.5	233.1	310.0	394.2
少数股东权益	-1.6	-3.8	0.0	0.0	0.0
归属母公司所有者净利润	139.7	176.3	233.1	310.0	394.2
EPS (元)	0.36	0.45	0.59	0.79	1.00

主要财务比率

单位：百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
同比增长率					
营业收入	24.9%	12.8%	14.1%	21.9%	22.0%
营业利润	38.1%	24.0%	35.6%	33.2%	27.3%
净利润	31.2%	24.9%	35.2%	33.0%	27.2%
盈利能力					
毛利率	38.1%	40.1%	40.2%	40.8%	41.4%
净利率	7.0%	7.7%	9.1%	10.0%	10.4%
ROE	20.5%	21.0%	23.3%	25.4%	26.4%
ROIC	19.0%	19.6%	25.9%	30.3%	31.2%
偿债能力					
资产负债率	49.3%	46.6%	42.6%	38.9%	38.4%
流动比率	1.56	1.64	1.85	2.13	2.25
速动比率	1.32	1.37	1.54	1.77	1.89
营运能力					
资产周转率	1.47	1.43	1.47	1.56	1.57
存货周转率	7.99	7.04	7.03	7.03	7.03
应收账款周转率	4.98	4.75	4.65	6.05	6.05
每股资料（元）					
每股收益	0.36	0.45	0.59	0.79	1.00
每股经营现金	0.66	0.59	0.98	1.36	1.23
每股净资产	2.91	2.56	2.55	3.72	4.56
每股股利	0.03	0.05	0.18	0.22	0.27
估值比率					
PE	65.57	51.97	39.29	29.54	23.23
PB	8.01	9.11	9.15	6.27	5.11

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15%以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5%以上
推 荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5%到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5%到 5%内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5%以上
卖 出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15%以上		

免责声明

黄彬,在此声明,本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿等。华融证券股份有限公司(已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格)已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司(以下简称本公司)的资产管理和证券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和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告,但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权,任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播,不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供本公司客户参考之用,不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求,在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠,但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证,也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方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,敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券股份有限公司市场研究部

地址:北京市西城区金融大街8号A座5层(100033)

传真:010-58568159

网址: www.hrsec.com.cn