

市场飞来枝忘忧草

——佐力药业投资价值分析报告——

合理估值

27.83 元~32.60 元

内容摘要:

- 佐力药业是一家专门从事药用真菌——乌灵参生物发酵技术生产相关中药产品的现代生物技术企业，公司经营稳健，管理严谨，经过十余年的发展，已经成功将乌灵参系列产品推向市场；
- 佐力药业的主营产品乌灵胶囊是国家中药一类新药，国内独家生产，现为中药保护品种。佐力药业的核心技术——“珍稀药用真菌乌灵参的工业化生产关键技术及其临床应用”属国家秘密技术，受国家保护。
- 公司乌灵胶囊是国家医保目录产品，目前已经进入除内蒙、新疆、贵州以外的 30 多个省市自治区市场，市场排名居同类产品第一；
- 乌灵胶囊未来几年将进入高速增长期，乌灵系列产品开发也已取得进展，公司未来 3 年业绩将保持 30% 以上的年均增长；
- 公司募集资金主要投向原料发酵以及胶囊生产线的扩产，其中原料发酵生产线作为国家 2009 年预算内投资项目已经完成土建，而营销网络建设和研发中心的建设有助于公司进一步提高竞争力；
- 综合分析公司所处行业特点、公司产品独占性和未来市场空间等因素，我们认为公司的合理估值范围应该在 27.83~32.60 元之间，对应 2011 年的动态市盈率为 35 倍~41 倍。

盈利指标	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入（万元）	21,534.98	28,000.00	36,115.60	46,960.00
增长率（%）	30.59%	30.02%	28.98%	30.03%
毛利（万元）	17,010.48	22,171.15	29,375.88	37,992.51
毛利率（%）	78.99%	79.18%	81.34%	80.90%
归属母公司股东的净利润（万元）	3,158.43	4,305.24	6,356.49	8,086.51
增长率（%）	89.78%	36.30%	47.60%	27.20%
摊薄后每股收益（元）	0.395	0.538	0.795	1.011

研究员

张仕元

执业证号：S1250210080002

电话：010-57631193

邮箱：zsy@swsc.com.cn

发行概况

发行前总股本（万股）	6,000
本次发行（万股）	2,000
发行后总股本（万股）	8,000
2009 年每股收益（摊薄后）	0.395 元
2009 年扣除非经常性损益后的每股收益（摊薄后）	0.387 元

主要财务指标（2010z）

每股净资产（发行前）	3.08 元
毛利率	79.38%
流动比率	1.70
速动比率	1.47
应收账款周转率	2.25
资产负债率（合并报表）	42.57%
净资产收益率（加权平均）	10.68%

目 录

1. 公司及本次发行概况	2
1.1 公司简介	2
1.2 本次发行基本情况	2
2. 投资亮点	3
2.1 稀世珍宝乌灵参，良药乌灵胶囊	3
2.2 独家品种，抢占先机	3
2.3 市场潜力巨大，且在逐步释放	4
2.4 研发实力雄厚，持续发展有保障	4
3. 行业背景及公司地位	4
3.1 医药及中医药行业背景	4
3.2 公司在药用真菌行业具有明显优势	6
4. 公司产品分析	7
4.1 世间宝物——乌灵参	7
4.2 现代鹿哨人——佐力药业	7
4.3 中枢神经良药——乌灵胶囊	8
4.4 中枢神经系统用药市场潜力巨大	10
4.5 治疗中枢神经障碍，中药优势明显	11
5. 公司财务分析	12
6. 募投项目分析	14
6.1 新增年产 200 吨乌灵菌粉生产技术升级改造和扩产项目	14
6.2 新增年产 4.5 亿粒乌灵胶囊建设项目	15
6.3 药用真菌研发中心建设项目	15
6.4 市场营销网络建设项目	15
7. 盈利预测	16
8. 估值分析	18
8.1 相对估值	18
8.2 估值结论	19
9. 风险提示	20

插图目录

图 1: 1990-2009 年全国医药行业工业总产值.....	5
图 2: 1990-2009 年我国医药工业与 GDP 增长趋势分析.....	5
图 3: 1990-2009 年全国医药行业工业总产值.....	6
图 4: 乌灵参子实体.....	7
图 5: 乌灵参子实体.....	7
图 6: 公司产品-乌灵胶囊.....	9
图 7: 2004-2008 年我国医院轻中度心理障碍用药市场发展趋势.....	11
图 8: 2000-2009 年公司主导产品销售趋势.....	12
图 9: 1990-2009 年我国医药工业与 GDP 增长趋势分析.....	12
图 10: 佐力药业市场结构分析.....	20

表格目录

表 1: 佐力药业本次公开发行前后股权结构变化情况.....	3
表 2: 国内菌类一类新药公司及产品名称.....	6
表 3: 医院市场神经系统疾病中十大中成药品种.....	9
表 4: 2007-2009 年安神补脑药类产品竞争格局.....	10
表 5: 全球及国内抗抑郁药市场增长分析.....	10
表 6: 公司偿债能力指标.....	13
表 7: 同行业可比上市公司 2009 年偿债能力指标.....	13
表 8: 公司营运能力相关数据.....	13
表 9: 同行业可比上市公司 2009 年营运能力对比表.....	13
表 10: 公司期间费用指标.....	14
表 11: 主营业务分项预测.....	16
表 12: 盈利预测表.....	17
表 13: 创业板医药类可比上市公司.....	19
表 14: 中小板医药类可比上市公司.....	19

1. 公司及本次发行概况

1.1 公司简介

浙江佐力药业股份有限公司成立于 2000 年 1 月 28 日，注册资本 6000 万元人民币，总资产 3.22 亿元人民币，是一家集科研、生产、销售于一体的国家级高新技术企业；公司以“辅佐人类身体健康，致力祖国医药发展”为宗旨，立足于药用真菌生物发酵技术生产中药产品，通过多年的研发、改进，实现了珍稀中药材——乌灵参的产业化生产，实现了传统中药材和现代生物技术的结合，填补了中药材领域的空白。

公司目前的主要产品“乌灵菌粉”和“乌灵胶囊”于 1998 年 4 月获国家卫生部颁发的两个国家一类中药新药证书，“乌灵菌粉”和“乌灵胶囊”是从我国珍稀药用真菌乌灵参中分离获得菌种，运用先进生物工程技术精制而成的现代药材及制剂。1999 年 12 月，“真菌中药乌灵参”通过“浙江省高新技术成果认定”；2004 年，乌灵胶囊已进入《国家基本医疗保险和工伤保险药品目录》（2004 版）并于 2009 年再次进入《国家基本医疗保险和工伤保险药品目录》（2009 版）；2006 年 9 月取得国家食品药品监督管理局（SFDA）颁发的《中药保护品种证书》。

公司的专有技术——“珍稀药用真菌乌灵参的工业化生产关键技术及其临床应用”是其核心技术，属国家秘密技术。2010 年 2 月 11 日，发行人取得科学技术部、国家保密局联合颁发的秘密技术证书（证书编号：MMJS2009YY042），保密期限 5 年。国家秘密技术对发行人专有技术的保护提升到国家级别，对发行人乌灵系列产品的研究、生产和业务的拓展提供有效的支撑和保障。

1.2 本次发行基本情况

俞有强先生系本公司的控股股东、实际控制人。本次发行前，俞有强先生持有公司 2,475 万股股份，占公司总股本的 41.25%。同时，俞有强先生控制的浙江德清隆祥担保投资有限公司持有公司 240 万股股份，占公司总股本的 4%。发行后俞有强先生仍持有公司 30.94% 的股权。

佐力药业本次拟在深圳创业板发行 2,000 万股 A 股，占发行后总股本的 25.00%。发行前后公司股权结构变化如下：

表 1：佐力药业本次公开发行前后股权结构变化情况

类 型	发行前		发行后	
	持股数（万股）	持股比例	持股数（万股）	持股比例
俞有强	2,475	41.25%	2,475	30.94%
浙江康恩贝制药股份有限公司	1,560	26.00%	1,560	19.50%
姚晓春	300	5.00%	300	3.75%
浙江德清隆祥担保投资有限公司	240	4.00%	240	3.00%
王戈迪	240	4.00%	240	3.00%
董弘宇	225	3.75%	225	2.81%
江南	150	2.50%	150	1.88%
陈宛如	120	2.00%	120	1.50%
其他25名自然人股东合计	690	11.50%	690	8.63%
本次发行的股份	--	--	2,000	25.00%
合 计	6,000	100.00%	8,000	100.00%

资料来源：公司招股书，西南证券研发中心

2. 投资亮点

2.1 稀世珍宝乌灵参，良药乌灵胶囊

乌灵参生长于温暖山丘坡地或河堤土坡上的土栖白蚁死亡或搬迁后的废弃蚁穴中，因此采收十分困难，极为珍稀。在《四川中药志》和《四川省中药材标准》（1987 年版）中记载“乌灵参——性温、味甘，具有补气固肾、健脾除湿、镇静安神之功效。主治脾虚少食、产后及术后失血过多、产后乳少、胃下垂、疝气、心悸失眠、小儿惊风及跌打损伤等病症”，是不可多得的世间宝物。

公司从乌灵参中分离获得菌种，运用先进生物发酵技术精制而成现代药用真菌中药材乌灵菌粉，进而以乌灵菌粉为原料研制出中枢神经系统良药——乌灵胶囊。乌灵胶囊作为纯中药制剂，以其独特的作用机理用于神经衰弱，焦虑、抑郁症状的缓解和失眠症的治疗。在十几年的临床应用中，乌灵胶囊的有效性、安全无副作用和无依赖性得到了广泛认同。

2.2 独家品种，抢占先机

由于自然界中的乌灵参对于生长环境要求极其苛刻，野生的乌灵参非常稀少，且不易采收，因此其知名度和应用并不广泛。产品发明人陈宛如教授经过多年研究试验，研制成功了乌灵参人工菌种分离、复壮及发酵等核心技术，并最终在佐力药业实现了乌灵菌的规模化、产业化生产。2010 年 2 月，公司该项专有技术——“珍稀药用真菌乌灵参的工业化生产关键技术及其临床应用”取得了科学技术部、国家保密局联合颁发的秘密技术证书，成为国家级保护的秘密技术。

以乌灵菌粉为原料，公司延伸推出了乌灵胶囊这一产品。由于乌灵菌粉的产业化生产仅此一家，因此乌灵胶囊也是国内独家生产。目前，乌灵胶囊已获批为国家中药一类新药，现为中药保护品种，保护期至 2013 年 9 月 28 日，保护期满后可以申请续保七年，且保护期内国内企业将不能进行乌灵胶囊的仿制和改剂型申请，为公司产品树立了较强的进入壁垒。此外，公司也在进一步研发其他乌灵系列产品，目前已获取以乌灵菌粉为君药开发的灵莲花颗粒产品的生产批文，为公司进一步扩展市场抢得先机。

2.3 市场潜力巨大，且在逐步释放

2006 年我国神经系统用药销售额达 160.42 亿元。根据 IMS 对我国医院系统治疗轻中度心理障碍用药市场统计数据显示，2004-2008 年该市场年均复合增长率为 19.5%，其中中药品种的年均复合增长率达到 27.4%，高于西药品种 16.0% 的年均复合增长率。从中药品种占市场份额和增长率来分析，可以看到在这一治疗领域，中药的地位相当重要而且发展潜力巨大。然而国内轻中度心理障碍患者中主动接受药物治疗的比例尚不到 10%，随着经济的发展、生活水平的提高及对生活质量态度的改变，人们对此病的重视程度会不断提高，由此产生的巨大市场潜力会逐渐显现出来。

2.4 研发实力雄厚，持续发展有保障

公司坚持自主创新、产学研合作和新产品引进相结合的研发模式，围绕珍稀中药材乌灵参延伸开发系列产品的研发战略，成功开发完成两个国家中药一类新药乌灵菌粉和乌灵胶囊；治疗更年期综合症的国家新药（中药第六类）——灵莲花颗粒已取得新药证书、生产批件和专利证书；抗抑郁中药复方制剂金灵解郁片也已完成临床前研究。

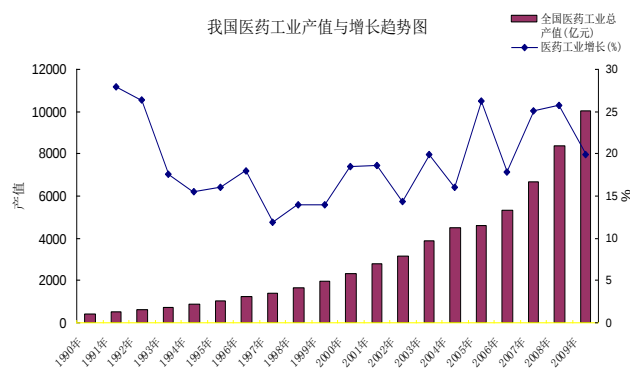
随着公司研发实力的不断增强，公司乌灵系列产品也得到进一步扩充，为未来的持续发展提供了有力的产品和市场保障。

3. 行业背景及公司地位

3.1 医药及中医药行业背景

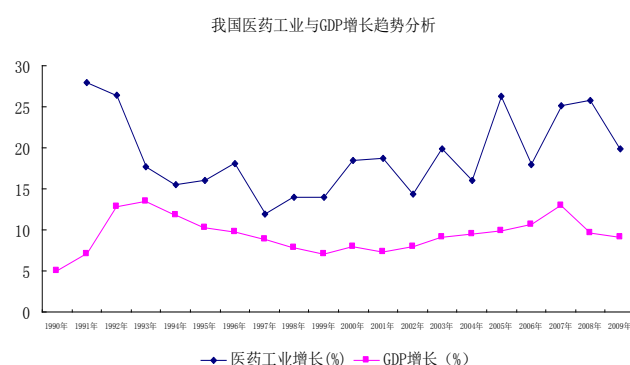
医药行业是非周期性的朝阳产业，随着我国经济的持续发展，人民收入水平的提高以及老龄化带来的健康需求增加，我国医药行业近 20 年来一直保持较高的发展态势。1990~2009 年，医药工业产值年均递增 19.14%，期间行业弹性系数为 2.05，显示出医药行业具有很高的成长性；特别是自 2007 年以后，我国加快了农村合作医疗体系和城市基本医疗保障体系的建设力度。2009 年我国颁布了新的医疗体制改革方案，掀开了医药产业发展的新篇章，行业发展再次提速，当年我国医药工业实现产值 10,048 亿元，同比增长 19.89%。2007-2009 年，我国医药行业平均增长速度是同期 GDP 的 2.265 倍，高出此前十年平均比值 13.4%。

图 1：1990-2009 年全国医药行业工业总产值



资料来源：西南证券研发中心

图 2：1990-2009 年我国医药工业与 GDP 增长趋势分析

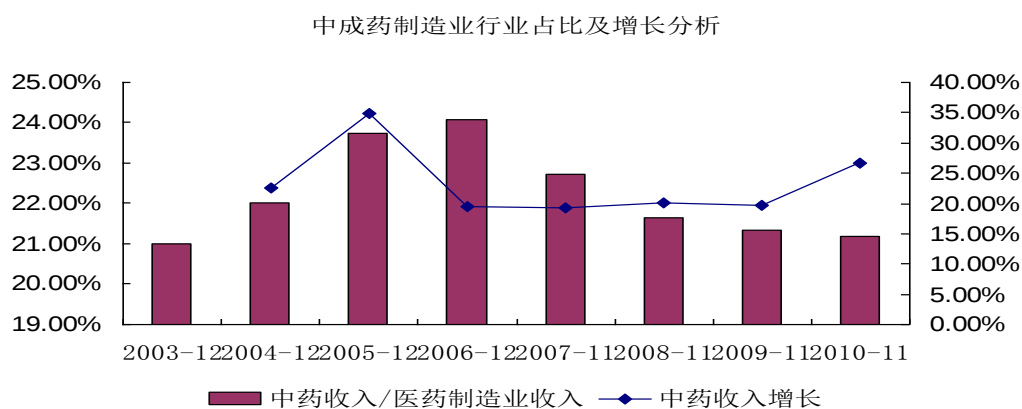


资料来源：国家统计局，西南证券研发中心

中国有着庞大的人口规模，而随着人口老龄化、城市化进程加快以及生活方式的改变，各种常见疾病、尤其是慢性病的发病率正在迅速抬头。卫生部 2009 年 2 月 27 日公布的第四次国家卫生服务调查结果显示：随着我国工业化、城镇化和人口老年化进程加快，我国居民医疗卫生服务需要量明显增加，尤其是慢性疾病持续上升，疾病负担日益加重。2008 年，调查地区居民慢性病患者率（按病例数计算）为 20%。以此推算，全国有医生明确诊断的慢性病例数达到 2.6 亿。其中，自 1993 年到 2008 的 15 年间，我国高血压患者从 11.9% 上升到 54.9%，增长 4.6 倍，糖尿病患者从 1.9% 上升到 10.7%，增长 5.6 倍；从最近 15 年的统计数据看，农村高血压患者增长了 6.5 倍，糖尿病患者增长了 12 倍，特别是最近 5 年，增速分别是 2.3 倍和 2.5 倍，明显快于前 10 年。显示我国无论是城市还是农村，都进入了一个居民健康需求快速增长的黄金期。

中医药是我国民族医学科学的特色和优势，是中华民族优秀传统文化的重要组成部分。改革开放给中药工业发展带来了前所未有的机遇。我国对中药在医疗保健中的作用给与高度重视，制定并实施了一系列行政法规和政策，不断完善对中药产业的监管，推动中药现代化发展，产品质量稳步提高，使这一中国国粹逐步摆脱剂型简单、工艺落后、产品结构不合理等落后状况。尤其是随着现代生物技术的发展，利用现代生物技术开发传统中药材的药值，已经成为中医药产业发展的重要途径。2010 年前 11 月，全国中成药制造工业总收入 2153.6 亿元，占整个医药工业同期总收入的 21.18%，增长率高达 26.76%（见图 3 示）。

图 3：1990-2009 年全国医药行业工业总产值



资料来源：西南证券研发中心

中药产业的现代化不仅仅体现在将传统中药运用现代的制药技术和剂型发展，开发出新的适应现代社会的重要产品；更重要的表现是以中药材为源头，利用现代科学技术开发新的产品或者其他产品。目前常见的是从植物中提取某个单体的化学成分，比如从青蒿中提取青蒿素，从麻黄中提取麻黄素等。随着生物技术的发展，通过对植物、菌类等药材的培养和有效成份的提取，实现中药材的深度挖掘，已经成为现代中药创新药物研究的一种趋势。

3.2 公司在药用真菌行业具有明显优势

药用真菌是指能治疗疾病、具有药用价值的一类真菌，即在菌丝体、子实体、菌核或孢子中能生产诸如氨基酸、蛋白质、维生素、多糖、甙类、生物碱、甾醇类、黄酮类、抗生素及多种矿物质，对人体有保健作用，对疾病有预防、抑制或治疗作用的真菌。

真菌的药用历史悠久，在 2000 年前的药物本草《神农本草经》中就有记载，是我国传统药物中的重要组成部分。但是直到上世纪 60 年代历经 1900 余年，药用真菌有名可查的也仅有 40 种左右，相对于其他中草药的开发研究，药用真菌领域还是一块处女地。自 1985 年实施《药品管理法》以来，已批准的真菌单方和复方制剂有“香云肝泰片”、“复方灵芝片”、“灵芝胶囊”、“安络痛注射液”、“猪苓多糖注射剂”等一百多个品种，其中有八个是国家中药一类新药（见表 2）。公司是国内五大真菌药用开发的专业企业，也是独家拥有乌灵参开发的公司，显示公司在药用真菌开发方面具备较强的技术优势和品种优势。

表 2：国内菌类一类新药公司及产品名称

公司名称	产品名称	原料名称
杭州中美华东制药有限公司	百令胶囊	蝙蝠蛾被毛孢
江西济民可信金水宝制药有限公司	金水宝胶囊	蝙蝠蛾拟青霉
启东盖天力药业有限公司	槐耳颗粒	槐耳菌质
东北虎药业有限公司	蛹虫草菌粉胶囊	蛹虫草菌粉
佐力药业股份有限公司	乌灵胶囊	乌灵菌粉

资料来源：公司招股书，西南证券研发中心

4. 公司产品分析

4.1 世间宝物——乌灵参

乌灵菌粉系从我国珍稀药用真菌乌灵参中分离获得菌种，运用先进的生物发酵技术精制而成的现代中药材。

乌灵参是温带、亚热带及热带地区的菌类，生长于温暖山丘坡地或河堤土坡上的土栖白蚁死亡或搬迁后的废弃蚁穴中，但因生长于白蚁废弃蚁巢菌圃的特定环境，其子实体（子座）生长在地表，而菌核（乌灵参）生长在离地表 1.5~3 米深的蚁穴中，二者又不在同一季节形成，因此乌灵参的采获十分困难，极为珍稀。正是由于其获取难度较大，相对于其他如灵芝、虫草、银耳等真菌类中药材而言，古代中药材书籍中记载较少。直至清光绪版《灌县志》卷 12 物产志药记载“乌苓（灵）参其苗出土易长、根延数丈、结实虚悬室窟中，当雷震时必转动，故谓之‘雷震子’，圆而黑，其内白色，能益肾气”（如图 4、5 示）。本品因色乌黑、具有人参样补气作用而功效灵验得名。在《四川中药志》和《四川省中药材标准》（1987 年版）中记载“乌灵参——性温、味甘，具有补气固肾、健脾除湿、镇静安神之功效。主治脾虚少食、产后及术后失血过多、产后乳少、胃下垂、疝气、心悸失眠、小儿惊风及跌打损伤等病症”。民间偏方多以其炖鸡食用以治疗失眠症。

图 4：乌灵参子实体



资料来源：西南证券研发中心

图 5：乌灵参子实体



资料来源：西南证券研发中心

在 19 世纪末有外国学者 Berkeley、Petch、Jumella 等人对其进行野外挖掘和研究，我国 30 年代周家炽教授（蔡鄂将军的女婿）对乌灵参的生长和形态曾有所描述。由于乌灵参生存环境独特而且一般深埋于地下，因此该产品极难获得，偶有当作不名生物鲜见于报端。独特的生存环境也给该菌的人工栽培工作带来了难度，因此在上世纪 90 年代以前一直没有人类规模应用的报道。

4.2 现代鹿哨人——佐力药业

据传在我国东北地区，古代有人能够模仿鹿鸣声以吸引母鹿衔灵芝而来，因此不仅能够采得鹿茸，而且能够得到世间宝物——天然灵芝。而今天，我们又见到了现实生活中的吹鹿哨者——乌灵参的开发者佐力药业。

由于乌灵参采获困难，而且是从废弃白蚁巢菌圃中分离取得，生长环境特殊，因此不如灵芝、银耳等容易人工栽培。二十世纪 70 年代初，我国浙江大学著名的生物学教授陈宛如女士在研究白蚁时无意中发现了乌灵参。此后，陈教授和她的研究小组历经二十余年，解决了该菌的分离、鉴定、保存、人工复壮、以及工业化发酵生产菌丝体的技术难题，佐力药业利用从乌灵参中分离获得的菌种，运用现代生物发酵技术进一步优化了乌灵菌粉的规模化生产。乌灵菌深层发酵工艺具有生产周期短、成本低、菌丝体干重得率高的特点。经菌种、菌体、形态特征和复栽试验三方面对比研究证明，发酵生产的乌灵参菌丝体与天然乌灵参两者是相同的，化学成分、药理及临床比较研究结果也一致的，发酵菌体与天然乌灵参一样，服用安全、无毒。佐力药业采用独特的防退化、防变异的菌种复壮与保存技术，保持了乌灵菌生产菌株遗传物质和优良性状的稳定。佐力药业利用生物发酵技术生产乌灵菌粉，解决了野生乌灵参人工采集难的资源瓶颈问题——成为当代鹿哨人。“珍稀药用真菌乌灵参的工业化生产关键技术及其临床应用”也于 2010 年 2 月 11 日取得科学技术部、国家保密局联合颁发的秘密技术证书（证书编号：MMJS2009YY042）。

4.3 中枢神经良药——乌灵胶囊

乌灵菌粉含有丰富的氨基酸、维生素和各种营养物质，氨基酸组成中以谷氨酸(Glu)含量最高，Glu 不仅参与能量代谢和蛋白质合成，在生理浓度下，还参与神经突触间兴奋性信息的传导，与长时程增强(LTP)密切相关，从而促进学习记忆形成。Glu 经谷氨酸脱羧酶 (GAD) 的作用又能生成抑制性递质 γ -氨基丁酸 (GABA)。

通过作用机理研究发现，乌灵菌粉中某些成分能使脑组织有选择性的增加对 Glu 和 GABA 的摄取量，从而达到调节中枢神经系统功能的作用；乌灵菌粉所含 Glu 和维生素 B6 可明显增强谷氨酸脱羧酶 (GAD) 的活性，从而增加脑内 GABA 的合成；连续服用乌灵菌粉可激活抑制性 GABA 受体，使 GABA 更好地发挥抑制性神经介质的作用。

乌灵胶囊以其独特的作用机理具有养心安神，补肾健脑的功能，用于神经衰弱的心肾不交证，主要用于神经衰弱，焦虑、抑郁症状的缓解和失眠症的治疗。乌灵胶囊自 1998 年获得国家中药一类新药以来，一直作为处方药主要在全国各医院使用。随着医院使用病例数的增加，乌灵胶囊用于治疗神经衰弱的有效性、安全性得到了认同，尤其是药品安全性的验证和广泛认同。2004 年，乌灵胶囊入选《国家基本药物目录》，并于 2005 年被《国家药典》（2005 年版）收录，2005 年 12 月，经国家食品药品监督管理局批准，乌灵胶囊转为 OTC 品种。2006 年 9 月 28 日，发行人申请的乌灵胶囊被国家食品药品监督管理局列为国家二级中药保护品种；2010 年被国家列为保密品种。

图 6：公司产品-乌灵胶囊



资料来源：西南证券研发中心

佐力药业凭借产品的独特优势，近几年稳步发展，占据了明显的市场优势地位。国家食品药品监督管理局南方经济研究所在《2009 年度中国医药市场发展蓝皮书》中公布的医院神经系统疾病用药中，十大中成药品种前 10 位的市场集中度为 59.27%，其中乌灵胶囊排名第二（如表 3 示）。除排名第一位的天麻素注射液为注射剂型外，其余产品均为口服剂型，乌灵胶囊在口服剂型中市场排名第一位。

表 3：医院市场神经系统疾病中十大中成药品种

排位	通用名	份额
1	天麻素注射液	11.10%
2	乌灵胶囊	9.45%
3	新乐康片	6.62%
4	养血清脑颗粒	6.48%
5	全天麻胶囊	5.95%
6	百乐眠胶囊	5.49%
7	心神宁片	4.11%
8	通天口服液	3.66%
9	清脑复神液	3.53%
10	圣约翰草提取物片	2.88%

资料来源：西南证券研发中心。（注：天麻素注射液、全天麻胶囊生产厂家众多，乌灵胶囊是公司的独家产品）

根据中国医药经济信息网对全国临床用药终端竞争格局统计数据，2007-2009 年，乌灵胶囊均居神经系统用药类中安神补脑药类第一名。

表 4：2007-2009 年安神补脑药类产品竞争格局

排名	2009 年		2008 年		2007 年	
1	乌灵胶囊	15.67%	乌灵胶囊	17.10%	乌灵胶囊	15.20%
2	百乐眠胶囊	12.68%	新乐康片	11.90%	新乐康片	11.78%
3	新乐康片	10.63%	百乐眠胶囊	9.96%	甜梦胶囊	9.04%
4	舒眠胶囊	8.41%	心神宁片	7.46%	枣仁安神胶囊	7.08%
5	清脑复神液	6.00%	清脑复神液	6.41%	心神宁片	5.74%
6	心神宁片	5.88%	珍宝丸	4.65%	舒神灵胶囊	4.40%
7	珍宝丸	4.41%	甜梦胶囊	4.64%	灵芝胶囊	4.16%
8	枣仁安神胶囊	4.18%	枣仁安神胶囊	4.04%	清脑复神液	4.04%
9	甜梦胶囊	3.53%	七叶神安片	2.80%	百乐眠胶囊	4.01%
10	复方活脑舒胶囊	2.74%	补脑安神胶囊	2.62%	七叶神安片	3.14%
	其他类别	25.87%	其它类别	28.29%	其他类别	31.39%

资料来源：西南证券研发中心

4.4 中枢神经系统用药市场潜力巨大

中枢神经系统用药是全球第二大药品市场，是增长最快的市场之一。2006 年全球中枢神经系统（CNS，即 CentralNervousSystem）药物总销售额为 900 亿美元，而 2008 年已上升为 1048 亿美元。从销售额来看，在 CNS 市场中占据最大一部分的是抗抑郁类药（如表 5 示），占据 23% 的市场份额；紧随其后的是抗精神病药，占据 22.6% 的份额；抗癫痫药占据了 16.8% 的市场。增长最为迅速的几部分市场有睡眠障碍治疗市场，增长速度为 14.8%；其次是注意力缺陷多动症治疗药，增长速度为 10.8%；阿尔茨海默氏病治疗药，增长速度为 10.7%；抗精神病药增长速度为 10.2%。

表 5：全球及国内抗抑郁药市场增长分析

	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年
全球市场(亿美元)	199.37	207.07	197.81	203.36	200.25
增长率(%)	-3.43%	3.86%	-4.47%	2.81%	-1.53%
国内批发市场(亿元)	3.96	4.91	5.28	5.95	
增长率(%)	20.00%	23.89%	7.60%	12.70%	

资料来源：医药经济信息 总第 511 期，西南证券研发中心

据统计资料显示：全球每年用于抑郁症医疗上的费用总计约为 600 亿美元。美国每年都有 1100 万人患临床抑郁症，每年因此而造成的经济支出达到 437 亿美元，且大约 15% 的抑郁症患者最终会以自杀了结一生。世界卫生组织发表的《2001 年世界卫生报告》强调，抑郁症目前已成为世界第四大疾患，全球抑郁患者已达人口总数的 5%，而到 2020 年时可能成为仅次于心脏病的第二大疾病。

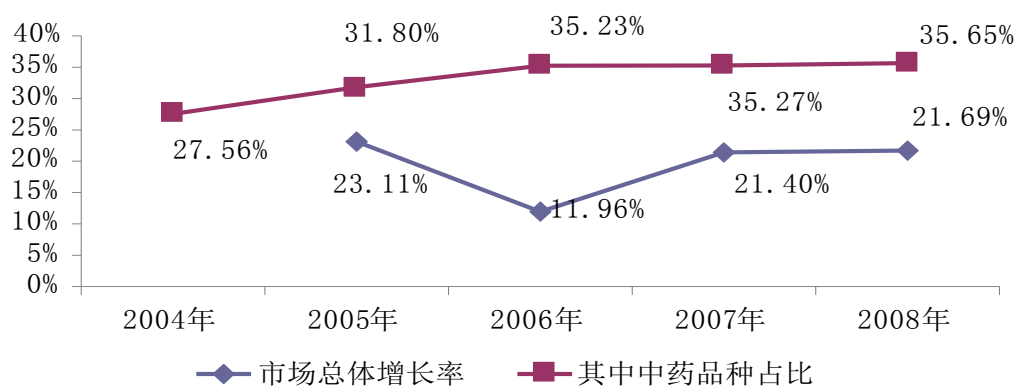
国内市场，轻中度心理障碍的发病率与国外基本一致，但由于临床的诊断与治疗手段的相对落后，加之患者本身对这类疾病的认识不足，导致就诊率、诊断率、治疗率偏低。但伴

随城市居民生活工作压力加大,以及老年化社会的到来,我国神经系统用药市场规模呈现快速增长的势头,目前我国抑郁症者已超过 3500 万,其中女性为男性的两倍。因此国内近几年一些改善生活紧张压力、工作紧张压力以及改善生活质量的药物得到迅速的发展,如精神兴奋药中的抗抑郁药类产品(如表三示)、精神刺激和益智类药系列、安眠药系列等,而数据显示国内患者中主动接受药物治疗的比例尚不到 10%,可见对此病的重视程度仍有待提高,由此产生的巨大市场潜力还没有完全显现出来。

除重、中、轻度心理障碍外,现代人群因为各种因素导致的睡眠障碍也日益增加。据 WHO 统计,全球目前有近 1/4 的人受到失眠困扰,我国也有 10% 的人存在睡眠障碍,中国人每年花 100 亿治失眠。随着人们对“睡眠卫生”的日益重视,在竞争激烈的失眠治疗市场,中药可望像心脑血管药物,超越西药成为主流。Business Insight 的数据表明,全球 2008 年天然镇静催眠药销售额达 3.32 亿美元,同比增长 12.8%,占整个市场份额的 6.6%,显示天然镇静催眠药正逐渐受到市场关注。

根据 IMS 对我国医院系统治疗轻中度心理障碍用药市场统计数据显示,2004-2008 年该市场年均复合增长率为 19.5%,其中中药品种的年均复合增长率达到 27.4%,高于西药品种 16.0% 的年均复合增长率。从中药品种占市场份额和增长率来分析,可以看到在这一治疗领域,中药的地位相当重要而且发展潜力巨大。

图 7: 2004-2008 年我国医院轻中度心理障碍用药市场发展趋势



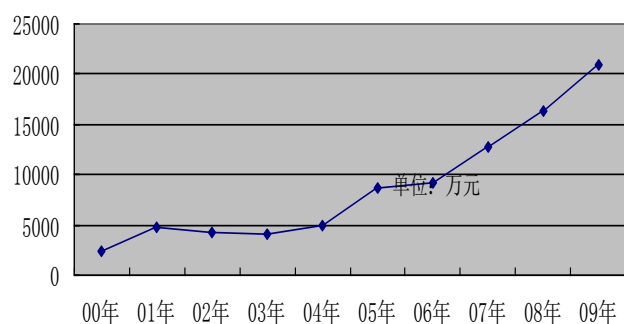
资料来源: 公司招股书, 西南证券研发中心

4.5 治疗中枢神经障碍, 中药优势明显

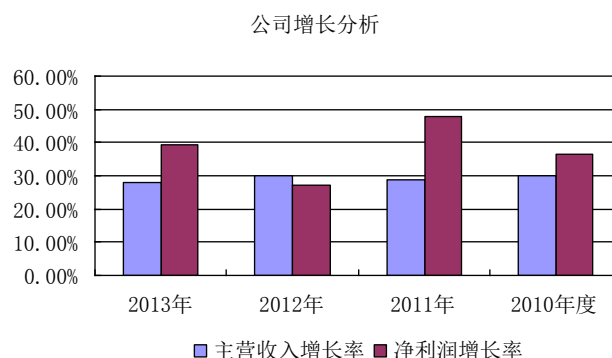
近几年来, 临床治疗中发现化学药物治疗抗抑郁症有比较明显的副作用。美国加州大学旧金山医学院助教伍莉(MarsWhooley)的一项最新研究发现, 服用抗抑郁药后, 会增加老年人骨折的危险性(达到 70%); 同时也有证据显示, 儿童使用抗抑郁药物治疗有可能诱发自杀等现象。然而, 在我国对抑郁症的防治和治疗上, 也积累了比较丰富的经验, 《黄帝内经》中就有许多相关记载。因此有人认为, 中药抗抑郁新药代表未来 5 年的市场方向。因此, 鉴于抗抑郁化学药的副作用, 医学界更为迫切地希望传统草药中寻找有效成分以用于治疗抑郁症。

为解决现有抗抑郁药的效应滞后问题，提高有效性、增加安全性，人们采取了很多措施，如药物的合用、研发双重甚至三重作用机制的抗抑郁药、作用机制的探索等。在安全性和起效时间等方面确实有不同程度的改进，但是每种抗抑郁药仍都有应用范围和限制。

公司主导产品从机理上分析，具备双向调节作用，其镇静安神的功效更能够被患者所接受，这也是公司不断成长的主要原因。从全球市场看，天然药物贯叶连翘是一个具有清心明目、调经活血、止血生肌、解毒消炎多种功效的药用植物，属于藤黄科金丝桃属类。国外称这一类药物为“St. John's wort”，即圣约翰草提取物。2000年8月，国家食品药品监督管理局（SFDA）批准了德国威玛舒培博士大药厂的圣约翰草提取物片剂进入中国，商品名为“路优泰”。目前该品种已经和百忧解（氟西汀）平分秋色。

图 8：2000-2009 年公司主导产品销售趋势


资料来源：西南证券研发中心

图 9：1990-2009 年我国医药工业与 GDP 增长趋势分析


资料来源：国家统计局，西南证券研发中心

佐力药业公司正在研发的金灵解郁片由二味常用中药组成，为纯中药制剂。它在以西药抗抑郁代表药物路优泰作为阳性对照药，其主要药效实验结果显示疗效优于路优泰，且毒理试验未见明显毒副作用。具有阻断 DA、NA 和 5-羟色胺再摄取“三重作用”，预期该药比现有市销药物的抗抑郁作用更佳且起效更快。

5. 公司财务分析

公司作为一家经营十余年的稳步增长型企业，近几年随着公司产品进入国家医保目录，公司的市场也在快速发展，近几年公司一直处于快速增长期，按照药品市场的一般规律分析，公司未来三年仍然有希望保持 30% 以上的增长速度（如图 8 示）。资产质量和管理水平也随着股权结构的改善在不断提高（公司主要财务指标如表 6 示）。数据显示，公司资本结构合理，负债比率一直保持在 50% 以下，固定资产占比和有形资产占比比例比较高，显示公司的资产质量良好。

从偿债能力看，公司的偿债能力近几年不断提升，流动比率从 2008 年的 0.84 提高到 2010 年上半年的 1.70，速动比率和流动比率差异不大，显示公司存货数量较小，库存折价风险低。而有形资产与负债的比也由 2008 年的 0.90 提高到 1.13。已获利息倍数也有大幅提升。

表 6：公司偿债能力指标

财务指标	2010/6/30	2009/12/31	2008/12/31	2007/12/31
流动比率（倍）	1.70	1.48	0.84	0.91
速动比率（倍）	1.47	1.25	0.75	0.75
资产负债率（%）	42.57	44.35	46.73	42.50
息税折旧摊销前利润（万元）	3,007.85	5,063.71	3,320.73	2,983.60
利息保障倍数（倍）	8.27	7.59	4.52	4.92

资料来源：公司招股书

表 7：同行业可比上市公司 2009 年偿债能力指标

项目	佐力药业	可比上市公司	可比上市公司					
		平均数	安科生物	独一味	上海凯宝	恩华药业	福瑞股份	红日药业
流动比率（倍）	1.48	4.90	9.12	3.03	6.42	1.46	1.85	7.50
速动比率（倍）	1.25	4.51	8.78	2.21	6.24	1.15	1.36	7.33
资产负债率（%）	44.4	24.06	8.66	21.63	14.81	49.27	37.26	12.71

资料来源：公司招股书，上市公司 2009 年年报

从营运能力看，公司也在稳步提高，存货周转和应收账款周转明显加快，显示公司在加快市场拓展的过程中，管理水平也在同步提升。因此在管理水平提高的同时，公司盈利能力也在快速增长，在公司收入增长保持 30% 的同时，利润增长开始发力，表明公司的产品开始进入良性增长周期。

表 8：公司营运能力相关数据

项目	2010/6/30	2009 年度	2008 年度
存货周转率（次/年）	1.38	3.08	2.65
应收账款周转率（次/年）	2.25	4.23	3.86

资料来源：公司招股书

表 9：同行业可比上市公司 2009 年营运能力对比表

项目	佐力药业	可比上市公司	可比上市公司					
		平均数	安科生物	独一味	上海凯宝	恩华药业	福瑞股份	红日药业
存货周转率（次/年）	3.08	3.17	3.75	2.17	2.42	6.47	1.91	2.27
应收账款周转率（次/年）	4.23	5.09	6.20	2.86	5.21	7.37	3.79	446.31

资料来源：公司招股书，上市公司 2009 年年报

作为一个新的国家一类新药，而且是一个刚刚被社会逐步认同的新市场中，公司的主导产品在推向市场的过程并不是一帆风顺的。这一点我们从公司的销售费用占比就可以看到。公司销售费用与收入占比一直在 50% 左右，这一点要高出 17%-23% 的行业平均水平，也高出今年上市的创业板其他公司的水平（如表 10 示）。因为公司向医师推荐的是一个全新的、而且对于百姓及医师均相当陌生的物质。

尽管如此，公司除销售费用占比较高外，其他指标并不逊色于 2010 年上市的其他生物医药公司，综合评价总体处于平均偏上水平。管理水平和成长性要明显好于已上市的大部分生物医药企业。

表 10：公司期间费用指标

项目	2010 年上半年		2009 年度		2008 年度		2007 年度	
	金额 (万元)	占营收比 (%)	金额 (万元)	占营收比 (%)	金额 (万元)	占营收比 (%)	金额 (万元)	占营收比 (%)
销售费用	6,038.71	50.88	11,230.72	52.15	8,593.07	52.11	5,986.88	47.30
管理费用	1,207.18	10.17	2,220.04	10.31	2,322.22	14.08	1,401.62	11.07
财务费用	347.01	2.92	678.38	3.15	690.78	4.19	547.08	4.32
合计	7,592.90	63.98	14,129.14	65.61	11,606.07	70.38	7,935.58	62.69

资料来源：公司招股书

6. 募投项目分析

公司本次发行 2000 万股，主要投资项目有四：分别是：1、新增年产 200 吨乌灵菌粉生产技术升级改造和扩产项目；2、新增年产 4.5 亿粒乌灵胶囊建设项目；3、药用真菌研发中心建设项目；4、市场营销网络建设项目。

6.1 新增年产 200 吨乌灵菌粉生产技术升级改造和扩产项目

目前公司乌灵菌粉的发酵生产线始建于 1998 年，扩建于 2003 年，发酵生产线每天可生产 2.5 罐，日最大生产量约 375kg，年生产能力为 110 吨左右。近几年来，随着消费人群的不断扩大和乌灵胶囊市场的快速拓展，同时随着即将实施的 2010 年版药典中乌灵菌粉的质量标准将进一步提高，对乌灵菌粉的需求也迅速增加，发酵生产线的产能面临了严峻的考验。2009 年公司乌灵菌粉发酵线产量已经达到 110 吨左右，预计 2010 年计划产量将超过 130 吨，整条生产线产能已经饱和。为满足公司持续发展的需求，乌灵菌粉生产线扩产和技术升级已是刻不容缓，因此公司决定实施本项目，扩产新建一条年产 200 吨现代化的乌灵菌粉生产线，对公司现有“乌灵菌粉”生产线进行技术升级改造，实现乌灵菌粉质量更稳定、优质、可控，从而满足日益增长的市场需求。

该项目达产后，将形成年产 200 吨乌灵菌粉的产能，其中 150 吨为新增年产 4.5 亿粒乌灵胶囊建设项目所需原料，剩余部分乌灵菌粉供公司生产乌灵系列产品所需。

“新增年产 200 吨乌灵菌粉生产技术升级改造和扩产项目”已列入国家发展和改革委员会、工业和信息化部“重点产业振兴和技术改造（第三批）2009 年新增中央预算内投资计划”。目前已经完成土建工程，2011 年将完成安装及 GMP 认证。

6.2 新增年产 4.5 亿粒乌灵胶囊建设项目

项目达产后，将形成年产 4.5 亿粒乌灵胶囊的产能，该项目与新增年产 200 吨乌灵菌粉生产技术升级改造和扩产项目总共建设投资 11,366.66 万元，两个项目投产以后预计年收入 40,275 万元，达产以后年净利润达 7,774.82 万元，

6.3 药用真菌研发中心建设项目

考虑到药用真菌药物是很有潜力的一个领域，且公司一直致力于药用真菌药物的研发、生产和销售，并已经取得了一定成果。通过建设专业化的药用真菌研发中心，构建国内一流的新药开发平台，能够极大地提高公司技术创新能力及市场竞争能力，同时为公司在研品种“乌灵菌粉重大生产技术改造”、“金灵解郁片的研制”、“骨密宁提取物与制剂的研制”、“灵泽片的研制”、“乌灵多糖及制剂的研制”、“5-MM 原料和制剂的研制”等项目研究提供硬件支撑，为公司实现“以乌灵系列产品为起点，以药用真菌的产业化为己任，打造国内药用真菌制药领域的专业化制药公司”的战略目标提供保障。

本项目总投资为 3000 万元。其中金灵解郁片是公司未来具有潜力的在研品种。该品种由二味常用中药组成，为纯中药制剂。在以进口抗抑郁植物药代表药物路优泰（圣 约翰草提取物）作为阳性对照药的研究中，其主要药效实验结果显示疗效优于路优泰，且毒理试验未见明显毒副作用。具有阻断 DA、NA 和 5-羟色胺再摄取“三重作用”，预期该药比现有市销药物的抗抑郁作用更佳且起效更快，前景很好。

6.4 市场营销网络建设项目

公司目前主要的营销模式是自建专业化营销体系和队伍，同时兼有部分的区域代理模式。我们的发展方向是进一步扩大专业化学术化营销体系，同时加入新的 DTC 和 DFC 营销模式，DTC（Direct-to-Consumer）是指直接面对消费者的营销模式，它包括任何以终端消费者为目标而进行的传播活动；DFC（direct-from-consumer）营销是一个患者直接反馈他们的症状缓解情况、治疗满意程度、服药方便性、生活质量等数据，然后系统将这些数据自动整合成报告转给处方医生，以帮助其评估和完善处方决定。这些直接来自患者的数据为医生提供了便捷、及时和有效的帮助，因而提高了患者的治疗效果。这个新的立体营销服务网络把各项工作的关注度集中于产品消费的最终端——医生和患者，通过面对医生和患者的一系列专业性传播工作，与医生和患者建立良好的互动，从而进一步带动销量的增长。

公司要在近几年内做到 5-8 亿的销售规模，并成为业内领先的专业制药企业，必须在产品研发、营销服务网络建设和品牌提升等诸多方面取得突破，其中，建设完善全国营销服务网络乃是重中之重。从公司目前在国内的布局看，还有新疆、内蒙和贵州未开发，其中新疆在医药市场的版图占有一定的份额。因此，加快营销网络建设，有利于公司未来两年实现利润倍增计划。

从以上分析，公司投资项目可操作性强，市场见效快，有利于公司的快速成长。

7. 盈利预测

盈利预测假设：

- ✓ 公司产品价格保持稳定，因为公司原料主要来自于发酵，因此药材价格波动对公司成本影响很小；
- ✓ 公司原料发酵项目和制剂生产线项目于 2012 年全部建成并通过 GMP 认证，产品生产能够满足公司市场需求；
- ✓ 随着公司市场的完善，公司费用率将持续下降；
- ✓ 公司未来两年不进行股本扩张，总股本保持在 8000 万股；
- ✓ 公司税收政策及福利企业补贴政策保持不变。

表 11：主营业务分项预测

分项名称	指标	2009A	2010z	2010E	2011E	2012E
乌灵胶囊	产量（万粒）	21,916.08	12,520.98	28,836.67	36,300.00	48,000.00
	均价（元/粒）	0.898	0.889	0.896	0.895	0.895
	销量（万粒）	21,422.88	11,810.16	27,900.00	36,300.00	48,000.00
	销售收入（万元）	19,240.17	10,501.30	25,012.00	32,488.50	42,960.00
	增长率（%）	28.56%	43.52%	30.00%	29.89%	32.23%
	毛利率（%）	88.22%	88.69%	87.57%	89.14%	87.50%
乙酰螺旋霉素片	产量（万板）	3,840.95	2,029.03	3,684.83	3,700.00	3,700.00
	均价（元/板）	0.435	0.425	0.425	0.425	0.425
	销量（万板）	3,725.27	1,855.92	3,463.74	3,552.00	3,552.00
	销售收入（万元）	1,618.95	788.68	1,489.41	1,509.60	1,509.60
	增长率（%）	19.16%	-7.97%	-8.00%	1.36%	0.00%
	毛利率（%）	-2.06%	-3.85%	-1.85%	-1.95%	-1.95%
其他产品	销售收入（万元）	675.87	577.92	1,498.59	2,117.50	2,490.40
	增长率（%）	308.23%	--	121.73%	41.30%	17.61%
	毛利率（%）	10.37%	21.98%	20.00%	21.00%	17.27%
合计	销售收入（万元）	21,534.98	11,867.90	28,000.00	36,115.60	46,960.00
	综合毛利率（%）	78.99%	79.38%	79.20%	81.34%	80.90%

资料来源：公司招股书，西南证券研发中心

表 12：盈利预测表（单位：万元）

项目	2009 年度	2010 年 1-6 月	2010 年度	2011 年度	2012 年度
一、营业收入	21,534.98	11,867.90	28,000.00	36,115.60	46,960.00
增长率	30.60%		30.00%	29.00%	30.00%
减：营业成本	4,524.43	2,447.61	5,828.85	6,739.72	8,967.49
成本率	21.00%	20.60%	20.80%	18.70%	19.10%
营业税金及附加	294.26	174.32	493.15	541.73	704.40
销售费用	11,230.72	6,038.71	14,051.35	18,780.11	24,419.20
费用率	52.20%	50.90%	50.20%	52.00%	52.00%
管理费用	2,220.04	1,207.18	3,078.92	3,164.05	3,943.6
费用率	10.30%	10.20%	11.00%	8.80%	8.40%
财务费用	678.38	347.01	604.77	400.00	400.00
三项费用率	65.60%	64.00%	63.30%	61.90%	61.20%
资产减值损失	19.44	-24.77			
投资收益	0.10	0	0		
二、营业利润	2,567.82	1,677.83	3,942.96	6,489.99	8,525.31
营业利润率	11.90%	14.10%	14.10%	18.00%	18.20%
增长率	238.70%		53.60%	64.60%	31.40%
加：营业外收入	1,043.29	478.85	924.2	940.00	940.00
减：营业外支出	155.23	25.12	63.25	100.00	100.00
其中：非流动资产处置损失	4880	0	0		
三、利润总额	3,455.87	2,131.56	4,803.91	7,329.99	9,365.31
（亏损总额以“-”号填列）					
减：所得税费用	297.44	221.54	498.67	973.5	1,278.8
四、净利润	3,158.43	1,910.02	4,305.24	6,356.49	8,086.51
（净亏损以“-”号填列）					
净利润率	14.70%	16.10%	15.40%	17.60%	17.20%
增长率	89.80%		36.30%	47.60%	27.20%
五、每股收益					
摊薄每股收益	0.395	0.239	0.538	0.795	1.011

资料来源：公司招股书，西南证券研发中心

8. 估值分析

8.1 相对估值

相对估值方法中，我们分别采用 PE 估值和 PEG 估值对公司进行评估。

PE 估值

佐力药业在日益激烈的市场环境中，找准自己的定位，将企业生产经营目标定位在药用真菌领域，利用现代生物技术发展传统中药的技术领先型企业，通过 5—10 年的努力，成为国内药用真菌领先品牌。

公司不断加强对乌灵菌粉的深度研究，并对乌灵系列产品进行系统的规划，努力探索其发展的新方向。近年来继两个国家一类新药“乌灵胶囊”和“乌灵菌粉”后，又重点进行了“乌灵菌粉”的深入开发和二次开发。具有知识产权的乌灵系列产品“灵莲花”于 2009 年 5 月获国家新药证书、“灵泽片”也已完成所有的临床研究，正上报申请新药证书，另一乌灵系列抗抑郁产品已完成临床前研究。

公司主导产品的乌灵胶囊在临床上的应用已突破传统意义上的神经内科和精神科，随着临床各科室对心理障碍的认知和诊断能力的提高，乌灵胶囊已被广泛推介和使用在诸如心脏神经症、肠易激综合症、产后抑郁症、以及多种急慢性疾病伴发焦虑抑郁症状的治疗上。如公司开发的针对妇女更年期用药的灵莲花颗粒具有养阴安神，交通心肾的功能，用于围绝经期综合症肾阴不足，心肾不交证。

随着公司的上市后的投资项目建设，公司的产能将进一步提高，市场网络进一步完善，公司将进入一个新的快速发展时期。

根据公司主营业务情况，我们选取了创业板和中小板的中药类上市公司作为可比公司。其中创业板 2009~2011 年可比公司平均市盈率分别为 79 倍、53 倍和 37 倍，中小板 2009~2011 年可比公司平均市盈率分别为 73 倍、52 倍和 38 倍。

综合可比市盈率水平，同时考虑公司乌灵系列产品的稀缺性和良好市场空间所享有的溢价，我们认为佐力药业的合理市盈率水平应在 35 倍~41 倍，对应的估值区间应在 27.83 元~32.60 元。

表 13：创业板医药类可比上市公司

代码	名称	EPS			PE			PE	PE
		09A	10E	11E	09A	10E	11E	(发行后)	(发行前)
300147.SZ	香雪制药	0.553	0.587	0.785	62.19	58.59	43.81	82.90	61.80
300142.SZ	沃森生物	1.018	1.508	2.419	119.84	80.90	50.43	133.8	101.06
300122.SZ	智飞生物	0.579	0.722	0.973	59.48	47.70	35.40	66.63	60.29
300119.SZ	瑞普生物	0.829	1.385	1.833	79.36	47.50	35.89	74.07	55.56
300086.SZ	康芝药业	0.976	1.537	2.148	69.65	44.23	31.65	62.50	47.24
300049.SZ	福瑞股份	0.358	0.777	1.053	81.51	37.55	27.71	82.80	61.66
平均					78.67	52.75	37.48	83.78	64.60

资料来源：wind，西南证券研发中心。股票价格取 2011.1.14 收盘价

表 14：中小板医药类可比上市公司

代码	名称	EPS			PE			PE	PE
		09A	10E	11E	09A	10E	11E	(发行后)	(发行前)
002437.SZ	誉衡药业	0.930	1.286	1.975	74.06	53.56	34.88	54.35	40.65
002433.SZ	太 安 堂	0.539	0.615	0.912	56.60	49.61	33.45	57.35	43.22
002424.SZ	贵州百灵	0.760	0.988	1.383	43.01	33.09	23.64	52.63	39.60
002422.SZ	科伦药业	1.783	2.792	3.969	79.48	50.76	35.71	48.16	36.10
002412.SZ	汉森制药	0.666	0.888	1.137	69.65	52.24	40.80	55.08	40.68
002411.SZ	九 九 久	0.312	0.579	0.894	108.01	58.20	37.70	71.95	53.72
002393.SZ	力生制药	0.847	1.010	1.234	53.94	45.24	37.03	54.88	41.28
002390.SZ	信邦制药	0.538	0.696	0.896	74.31	57.44	44.62	63.46	47.14
002349.SZ	精华制药	0.410	0.541	0.680	93.78	71.07	56.54	73.33	53.51
平均					72.57	52.36	38.26	59.02	43.99

资料来源：wind，西南证券研发中心。股票价格取 2011.1.14 收盘价

PEG 估值

我们预计公司未来三年净利润的复合增长率可达到 37%左右，考虑到公司产品特点及医药行业成长性等因素，我们按照 PEG 为 0.95 倍计算，得出公司的 PEG 估值为 27.94 元。

8.2 估值结论

综合可比板块及公司的估值水平，同时考虑公司产品独占性及未来市场增长空间，我们认为公司合理估值区间应在 27.83 元~32.60 元，对应 2011 年的动态市盈率约为 35 倍~41 倍。

9. 风险提示

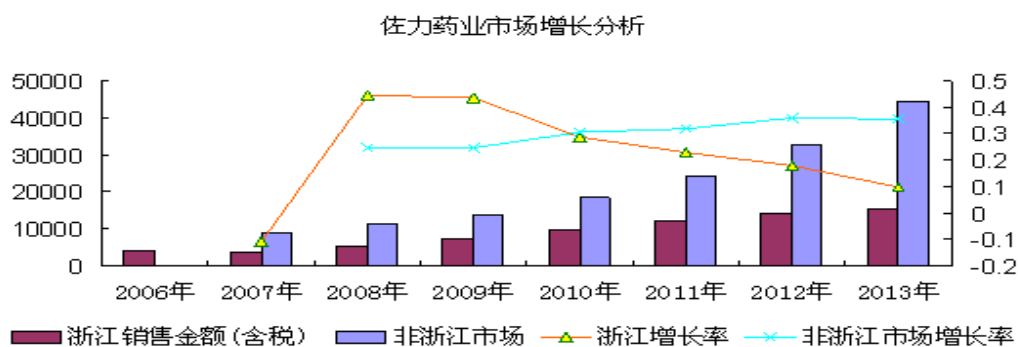
随着国家医疗卫生改革的推进，公司所处的行业环境已经发生质的改变，社会医疗保障体系的建设，不仅使原有的约 40% 生病该去医院就诊而没就医的人群进入药品消费群体，而且收入的增长还在不断提高人们对健康的支出，医药行业自 2007 年开始已经进入了一个长达八年的“黄金发展期”。

公司作为一家快速成长的生物医药公司，利用现代生物技术开发传统中药，是国内制药领域颇具特色的企业。经过 10 余年的发展，公司无论在企业经营、市场拓展、资金筹措方面的风险均已大大降低。而且公司的生物技术还可以拓展到更多的产品开发领域。

从产品看，作为一个具有特色的传统中药独家品种，国家二级中药保护品种和国家保密品种，公司享有较高的市场独占性，利用现代生物技术进行乌灵菌的发酵生产，可以规避产品原材料的价格波动，菌种保存、鉴定、复壮及发酵技术具有国家专利保护，因此公司在市场竞争中来自于同品种的风险几乎没有。

作为国家医保目录的品种，市场拓展最近几年获得了很大的突破，除新疆、内蒙和贵州外，公司均设立了相对完备的网络体系，而且这种市场网络还将随着公司的上市不断的加强，因此公司的市场风险控制能力已经显著提升。从目前看，公司收入有三分之一收入来自于浙江本地市场。

图 10：佐力药业市场结构分析



资料来源：佐力药业年报、西南证券研发中心

从公司股权结构以及管理团队看，最近几年一直保持稳定，而且公司绝大部分核心员工持有公司股权，在一个刚进入成长期的公司，公司在股权结构、管理层变动方面的风险比较低。

当然，公司在未来产品开发方面，仍然存在一定的新产品开发风险。

西南证券投资评级说明

西南证券公司评级体系：买入、增持、中性、回避

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

西南证券行业评级体系：强于大市、跟随大市、弱于大市

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券研究发展中心

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编：100030

电话：（010）57631232/1230

邮箱：market@swsc.com.cn

网址：http://yf.swsc.com.cn/