

专注于乌灵参产业的细分行业龙头

--佐力药业新股报告


 爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

佐力药业 300181

2011-2-21

投资要点

1. 随着工作、入学、生活等压力不断增大，由于轻中度心理障碍表现出来焦虑、抑郁、失眠症状的人群日益扩大，具有显著疗效、毒副作用轻微、可以长期安全服用的中药发展前景广阔。

2. 公司主导产品乌灵胶囊是国内独家品种，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 2009 年在我国医院神经系统疾病中成用药市场占有率为 9.45%，总排名第二，口服剂市场占有率排名第一。2007-2009 年，乌灵胶囊均居安神补脑药类第一名。

3. 乌灵胶囊产品的销售为公司最主要收入来源，2007-2010 年上半年度，其占销售收入的比重分别为 82.30%、90.76%、89.34%和 88.59%，在毛利额中的占比更大，占 2010 年中期毛利额的 99%。2007-2010 年上半年度，公司综合毛利率呈逐步上升的趋势，分别为 67.79%、77.37%、78.99%和 79.38%。

4. 本次募集资金投资项目分为两类：一类是公司进一步提升主导产品的产能与质量，包括新增年产 200 吨乌灵菌粉生产技术升级改造和扩产项目和新增 4.5 亿粒乌灵胶囊生产线项目；项目达产后年新增销售额 4 亿元，新增净利润达 7000 多万元。另一类是为公司未来发展和扩大市场提供支撑的项目，包括药用真菌研发中心建设项目和市场营销网络建设项目。

5. 预计2011年、2012年营业收入为30145万元、40696万元，净利润为4973万元、6888万元，每股收益为0.62元、0.86元，目标价格为25.80—30.10元，折合2012年市盈率为30—35倍。

风险提示：

公司产品过于单一，新产品开发晚于预期，销售费用偏高。

主要财务数据：

单位:百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	215.35	237.36	301.45	406.96
增长率(%)	30.59	10.22	27.00	35.00
归属母公司股东净利润	31.58	38.40	49.73	68.88
增长率(%)	89.78	21.60	29.50	38.50
每股收益(EPS)	0.53	0.64	0.62	0.86

目标价格： 25.80—30.10 元

发行上市资料

发行股数（万股）	2000
发行前总股本（万股）	6000
发行后总股本（万股）	8000
发行日期	2011/02/10
上市日期	2011/2/22
主承销商	西南证券

行业研究员：张欣

联系人：林兴秋

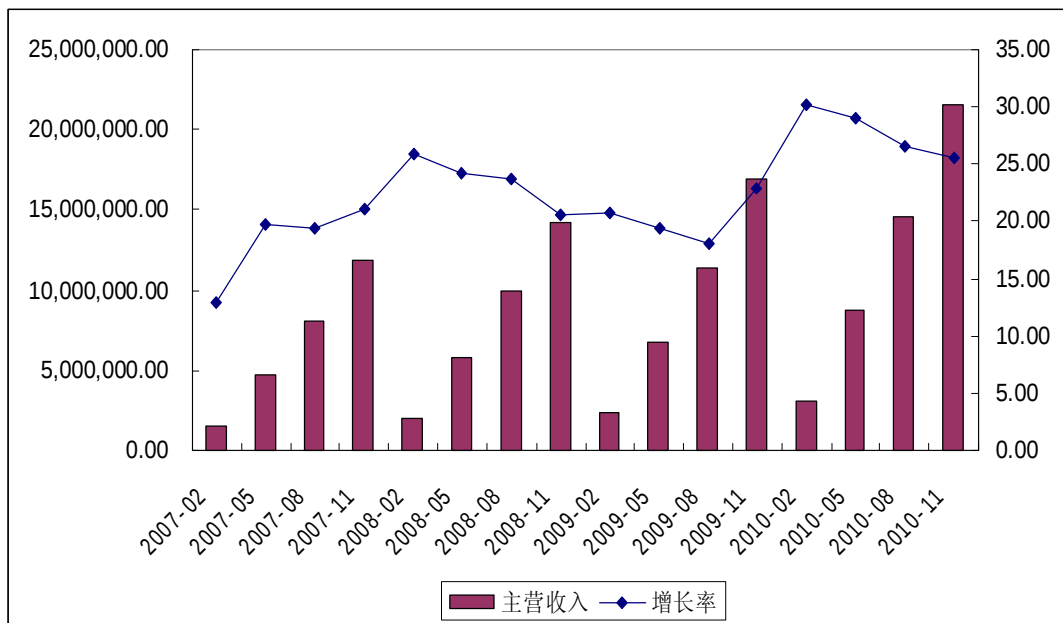
证书编号	S0820208030013
电话	021-32229888-3510
E-mail	linxingqiu@ajzq.com

相关报告

一、工作生活压力加大，中药治疗心理疾病前景看好

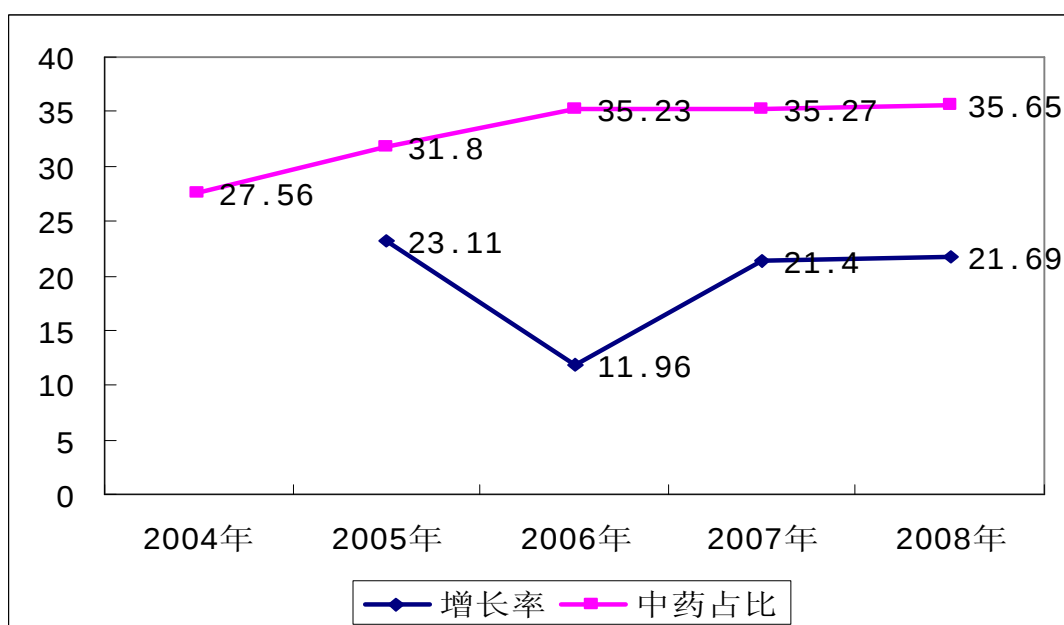
近年来，社会竞争不断加剧，工作、入学、生活等压力不断增大，由于轻中度心理障碍表现出来焦虑、抑郁、失眠症状的人群日益扩大，我国患失眠症的占到总人数的4.2%。而由于化学药普遍具有依赖性强、药物不良反应大等缺点，因此，具有显著疗效、毒副作用轻微、可以长期安全服用的中药将能更好满足市场需求。轻中度心理障碍的用药增长率2008年为21.69%，中药占比从2004年的27.65%增长到35.65%，中药的增长率高于西药。中成药行业整体发展水平良好，营业收入稳定增长。

图1：中成药行业营业收入及增长率



数据来源：wind，爱建证券

图2：神经系统用药增长率及中药占比



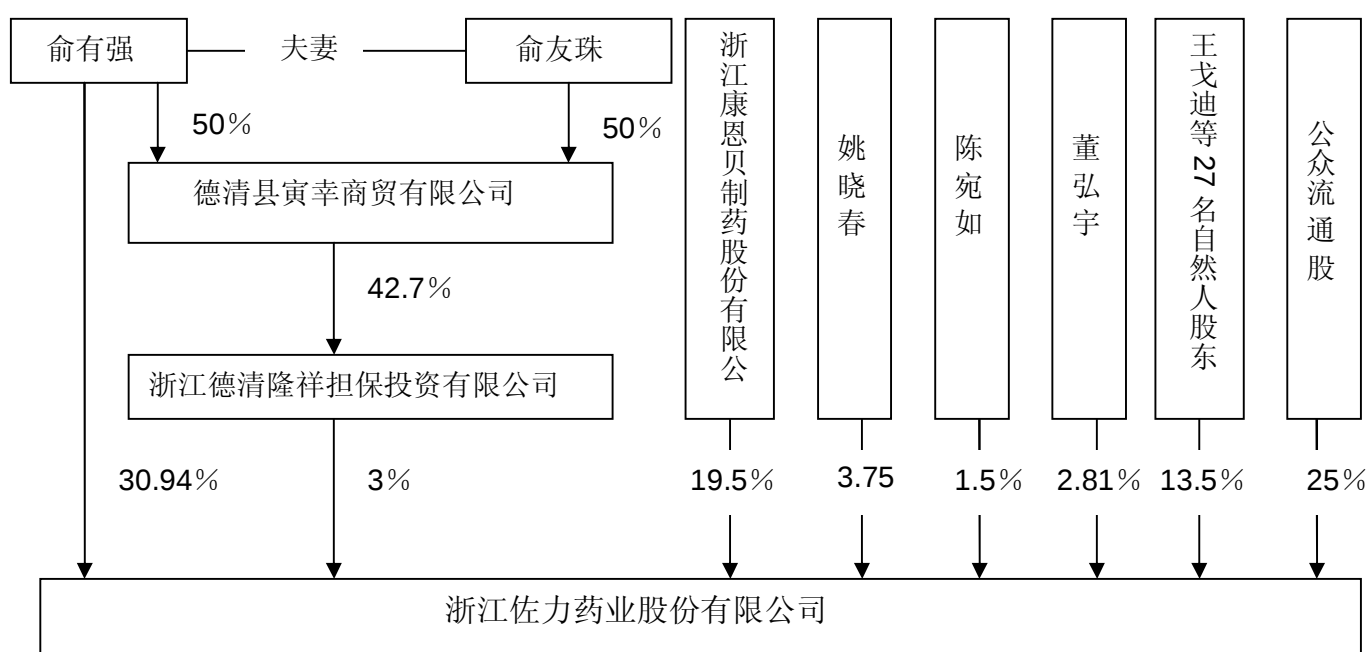
数据来源：公司招股说明书，爱建证券

请务必阅读正文之后的重要声明

二、公司介绍及股权结构

公司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，实现了乌灵参的产业化生产，实现了传统中药材和现代生物技术应用的结合，填补了中药材领域的空白，广泛传播中医药治疗心理障碍及改善情绪的理念，树立了牢固的品牌优势。乌灵胶囊2009年在我国医院神经系统疾病中成药用药市场占有率为9.45%，总排名第二，口服剂市场占有率排名第一；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，乌灵胶囊均居安神补脑药类第一名。公司拟发行2000万股，发行后总股本为8000万股，股权结构如下图所示

图3：公司发行后股权结构



数据来源：公司招股说明书，爱建证券

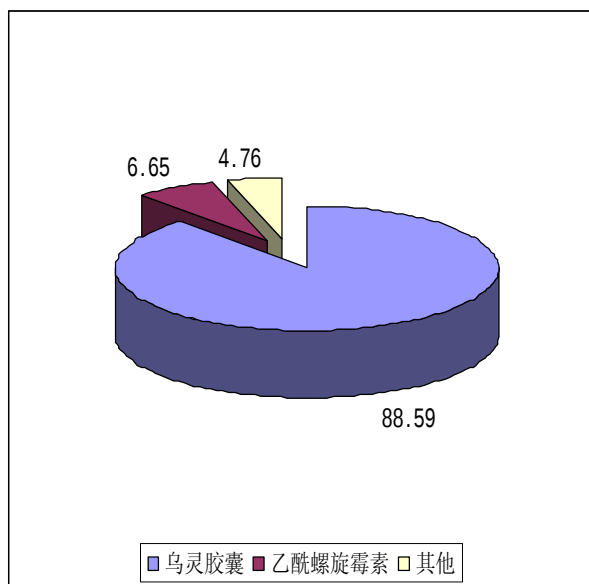
三、公司经营况况

1. 公司的销售产品结构 公司的销售主要由乌灵胶囊、乙酰螺旋霉素片及其他药品组成，其中乌灵胶囊产品的销售为公司最主要收入来源，2007-2010年上半年度，其占销售收入的比重分别为82.30%、90.76%、89.34%和88.59%，在毛利额中的占比更大，占2010年中期毛利额的99%。乙酰螺旋霉素片为普药中最主要的品种，2007-2010年上半年度，其占销售收入的比重为16.64%、8.24%、7.52%和6.65%，由于原材料的涨价，该产品出现亏损，公司已经逐步减少生产。

2. 公司技术优势明显 公司通过生物发酵技术解决了天然乌灵参难以获取的难题，在乌灵菌培育和生产过程中特有的菌种筛选、复壮、发酵等多项技术都有重大创新。发行人通过复壮技术使得菌株保持良好的生物活性与遗传学特性，发行人利用其独特技术实现了乌灵菌的人工培养和大规模生产。乌灵胶囊主要用于神经衰弱，焦虑、抑郁症状的缓解和失眠症的治疗。

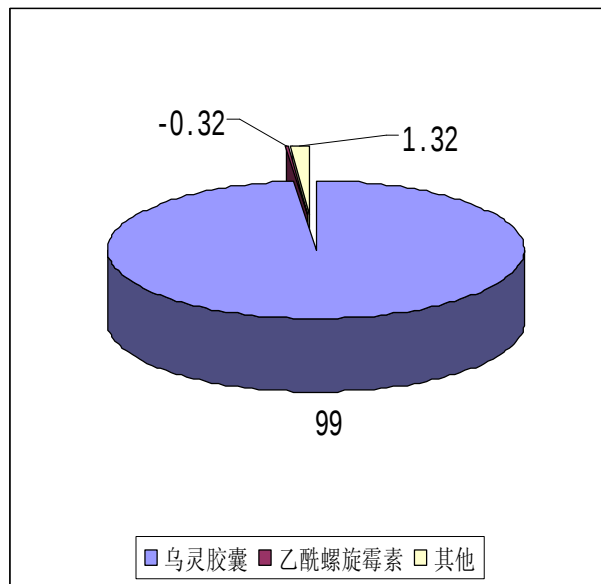
请务必阅读正文之后的重要声明

图4：公司产品在营业收入的占比（单位：%）



数据来源：公司招股说明书，爱建证券

图5：公司产品在毛利额的占比（单位：%）



数据来源：公司招股说明书，爱建证券

3. 乌灵胶囊独占鳌头 公司主导产品是乌灵胶囊，是国内独家品种，是国家中药一类新药，现为中药保护品种（二级），保护期至2013年9月28日，保护期满后可以申请续保七年。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。乌灵胶囊已进入2004版和2009版《国家基本医疗保险和工伤保险药品目录》，具备良好的市场开拓基础。乌灵胶囊在2009年我国医院神经系统疾病中成药用药市场占有率为9.45%，总排名第二，口服剂市场占有率排名第一。

表1：2009年医院市场神经系统十大中成药品种份额

排名	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

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。

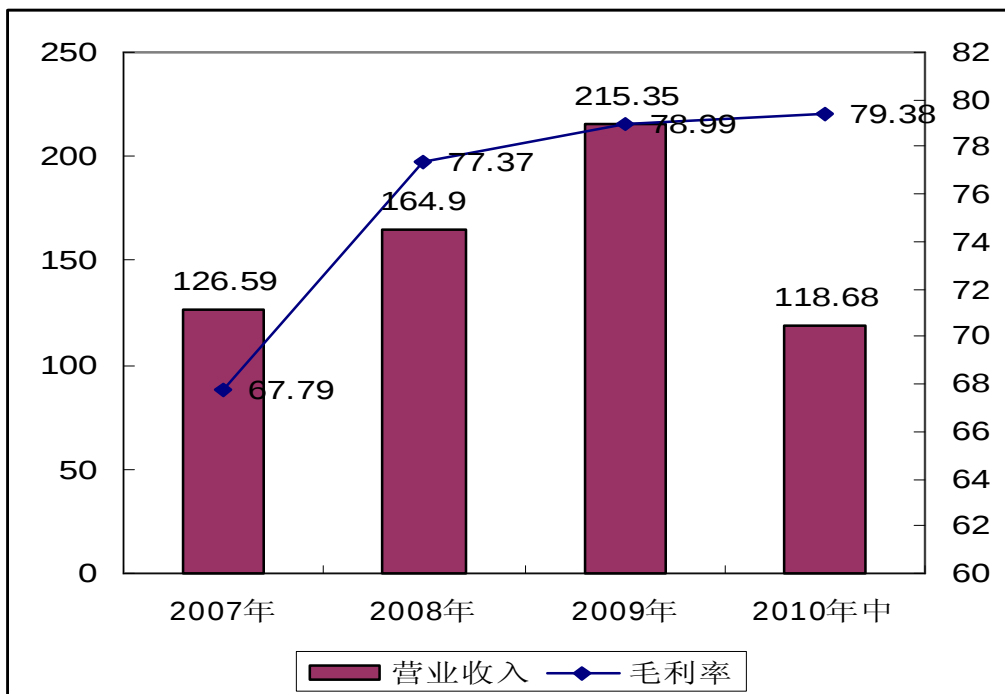
数据来源：公司招股说明书，爱建证券

请务必阅读正文之后的重要声明

公司研究

4. 公司营业收入、毛利率稳步增长 2007-2010年上半年度，公司营业收入分别为12659万元、16490万元、21535万元、11868万元，呈稳步上升的趋势；2007-2010年上半年度，公司综合毛利率分别为67.79%、77.37%、78.99%和79.38%，呈逐步上升的趋势，报告期内毛利率的提升主要是因为公司的乌灵胶囊产销规模不断扩大，销售结构日益优化所致。

图6：公司营业收入及毛利率（收入单位：百万元，毛利率：%）



数据来源：公司招股说明书，爱建证券

5. 公司产品过于单一，销售费用占比偏高 公司产品过于单一，乌灵胶囊占公司的毛利额达99%，盈利能力过于依赖单一产品，若公司能把握市场发展机遇、有效开拓市场，将可能导致乌灵胶囊的市场份额下降，若不能保持持续创新能力，不能开发出新产品以获取利润，将对公司经营业绩产生不利影响。以乌灵菌粉为君药的系列产品灵莲花颗粒已经投产并将上市，将可能会改善公司的盈利结构。销售费用占营业收入的比重偏高，2008—2010年中期分别为52.11%、52.15%、50.88%，高于2009年度行业平均的35.90%。

四、募集资金投向

本次募集资金投资项目分为两类：一类是公司进一步提升主导产品的产能与质量，包括新增年产200吨乌灵菌粉生产技术升级改造和扩产项目和新增4.5亿粒乌灵胶囊生产线项目；乌灵胶囊在神经系统用药中所占份额大，产品质量保证，临床效果良好，产能扩大能提升公司业绩，本项目达产后，将形成年产4.5亿粒乌灵胶囊的产能，项目达产后年新增销售额4亿元，净利润达7000多万元。项目预计在2011年底开始试生产。

另一类是为公司未来发展和扩大市场提供支撑的项目，包括药用真菌研发中心建设项目和市场营销网络建设项目。药用真菌研发中心将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、骨密宁、灵泽片、乌灵多糖的研制等项目研究提供硬件支撑。市场营销网络建设项目。项目建成后公司营销总部将以杭州为中心，辅以各重要职能

请务必阅读正文之后的重要声明

公司研究

部门，形成一张覆盖全国的立体营销网络，全面提升公司营销管理的竞争力。

表2：募集资金投向（单位：万元）

项目名称	投资额	投资期限
新增年产200吨乌灵菌粉生产技术升级改造和扩产项目	9238	2年
新增年产4.5亿粒乌灵胶囊建设项目	2991	2年
药用真菌研发中心建设项目	3000	3年
市场营销网络建设项目	1500	3年

数据来源：公司招股说明书，爱建证券

五、盈利预测

我们预计公司未来2年还是以乌灵胶囊作为销售收入的主要来源，新产品也将逐步推出，以乌灵菌粉为君药的系列产品灵莲花颗粒已经投产并将上市，用于治疗更年期综合症。在研药物灵泽片，属于中药六类新药，是乌灵菌粉与莪术等药材等经提取制备而成，用于治疗前列腺增生，目前已经完成临床研究，进入申请生产批文阶段，预计未来2年内能投产上市。乌灵胶囊的产能扩大及营销网络的建设将促进销售的增长。预计2011年、2012年公司营业收入为30145万元、40696万元，净利润为4973万元、6888万元，每股收益为0.62元、0.86元，目标价格为25.80—30.10元，折合2012年市盈率为30—35倍。

表3：公司主导产品的销售收入预测（产量：亿粒，单位：营业收入：百万元，增长率：%）

	2009	2010E	2011E	2012E
产量	2.26	2.79	3.60	4.80
乌灵胶囊				
销售收入	192.40	208.50	265.80	351.52
增长率	28.56	8.37	27.50	32.23

数据来源：公司招股说明书，爱建证券

请务必阅读正文之后的重要声明

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。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

I 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内,个股相对大盘涨幅15%以上

推 荐 : 预期未来6个月内,个股相对大盘涨幅5%~15%

中 性 : 预期未来6个月内,个股相对大盘变动在±5%以内

回 避 : 预期未来6个月内,个股相对大盘跌幅5%以上

I 行业评级

强于大势: 预期未来6个月内,行业指数相对大盘涨幅5%以上

中 性 : 预期未来6个月内,行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大势: 预期未来6个月内,行业指数相对大盘跌幅5%以上

请务必阅读正文之后的重要声明

重要声明

爱建证券有限责任公司具有证券投资咨询资格，本报告的产生基于爱建证券有限责任公司（以下简称“爱建证券”）及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，爱建证券及其研究人员对上述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，爱建证券不作任何担保。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。本报告中的观点、结论和建议仅供参考，并不构成所述证券的买卖出价或征价，爱建证券不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在法律允许的情况下，我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为“爱建证券有限责任公司”所有，未经书面许可，本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复制件或复制品，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“爱建证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。