

乌灵胶囊高增长可期 今年业绩期待突破

事件

我们近日调研了佐力药业并与公司管理层就未来发展进行了沟通。

评述

2010年业绩稳步增长，2011年期待突破。公司2010年实现营业收入和净利润分别为2.6亿元和4148万元，同比增长22%和31%，期间费用率65.88%，小幅上升0.27个百分点，每股收益0.52元。其中收入占比接近90%的主打产品乌灵胶囊达到2.33亿元，同比增长超过20%，毛利率小幅提升1个百分点，已经接近90%。公司2011年将围绕乌灵胶囊等产品继续营销网络的建设等工作，提高市场占有率，推进乌灵胶囊产品收入的快速增长。

产能问题解决，乌灵胶囊高增长可期。公司过去两年一直受制于产能不足等问题，尤其是乌灵胶囊的原料乌灵菌粉，公司产能只有110吨，2009年和2010年产能利用率已经超过100%，上市后公司募投项目为新增乌灵菌粉产能200吨，这样可以解决乌灵胶囊原料供应问题，推动乌灵胶囊的可持续增长，该项目已经投产，预计明年年初达产。

开发新市场，降价可能性较小。2010年公司乌灵胶囊70%的收入都来源于北京，上海，浙江和广东四个省市，今年公司重点是要开发江苏和山东两省。乌灵胶囊国家最高零售价格是50.3元/盒（18粒装），过去几年公司产品出厂价在15-16元/盒波动（18粒装），各省招标价格39-42元/盒（36粒装）。作为国家一类新药，预计产品价格可以保持平稳，降价风险不大，公司有自己的政府事务部，也会和政府积极沟通，我们认为创新药降价的可能性比较小。

后续产品需要时间来成长。公司二线产品收入过千万的只有乙酰螺旋霉素片，灵莲花颗粒已经开始销售，但规模较小，公司希望今年可以拿到灵泽片的生产批文。我们认为公司二线产品还需要时间来培育，2012年以后有望成长为重点产品。

盈利预测和估值。公司上市后超募资金接近2.6亿元，未来不排除对行业同类新产品进行并购。此外公司还将会加大费用控制力度，目前较高的期间费用率有下降的可能。综合来看，我们预计公司2011年和2012年每股收益分别为0.70元和0.91元，相当于2011年和2012年36倍和27倍的PE

佐力药业 300181

首次

增持

分析师：李伟志 袁舰波

投资咨询执业证书编号：

S0630511010006 S0630511010009

联系信息：

010-59707107

liwz@longone.com.cn

日期

分析：2011年04月12日

调研：有

价格

当前市价：24.95元

半年目标：28.00元

股价表现



公司估值

	2010	2011E	2012E
EPS	0.52	0.7	0.91
PE	48	36	27

注：EPS为最新股本摊薄后数据

估值水平，短期估值合理，但鉴于公司独家产品市场潜力较大，成长性良好，我们给予公司长期“增持”的投资评级，6个月目标价格28元。

盈利预测简表

万元	2010	2011E	2012E
营业收入	26266	32833	41041
增长率	22%	25%	25%
毛利率	80%	80%	80%
净利润	4147	5560	7278
增长率	31%	35%	30%
每股收益(元)	0.52	0.70	0.91

数据来源：东海证券 wind

作者简介

李伟志: 东海证券医药行业高级分析师, 英国理学优秀硕士, 拥有四年证券行业从业经历, 对医药上市公司的核心竞争力和投资价值研究较深, 主要负责中药和生物制药子行业的研究。重点跟踪公司: 康恩贝, 仁和药业, 胜利股份, 丰原药业, 兰生股份等。

袁舰波: 东海证券医药行业首席分析师, 南京大学理学学士, 复旦大学 MBA, 拥有十多年的医药及证券行业从业经历, 具备丰富的营销、管理及证券分析经验, 对企业的核心竞争能力和投资价值具有独到的研究。重点跟踪公司: 益佰制药、康缘药业、升华拜克等。

评级定义

市场指数评级	看多——未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
	看平——未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
	看空——未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配——未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	标配——未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	低配——未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入——未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持——未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性——未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用, 并不构成对客户的投资建议, 并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证, 建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料, 但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断, 并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下, 本公司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, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

资格说明

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

联系方式

北京 东海证券研究所	上海 东海证券研究所
中国 北京 100089	中国 上海 200122
西三环北路 87 号国际财经中心 D 座 15F	世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11F
电话: (8610) 66216231	电话: (8621) 50586660
传真: (8610) 59707100	传真: (8621) 50819897