

投资评级

中性（下调）

上市以来股价走势图



公司基本情况

总股本(万股)	8,000
流通股本(万股)	2,000
每股净资产(元)	8.23
资产负债率(%)	18.52

相关报告

《佐力药业(300181): 专注心理疾病领域, 细分市场的大品牌》

2011-1-31

《佐力药业(300181): 乌灵胶囊增长 21%, 看好产品前景——2010 年年报点评》

2011-3-18

研发部

宋凯

SAC 执业证书编号: S1340511070001

联系电话: 010-68858138

Email: songkai@cnpsec.com

主导产品增速低于预期

——佐力药业(300181) 半年报点评

事件:

公司公布了 2011 年中期报告,实现营业收入 1.27 亿元,同比增长了 6.75%,营业利润 2214 万元,同比增长了 31.98%,利润总额 2871 万元,同比增长了 34.71%,归属于母公司净利润 2562 万元,同比增长了 34.14%。扣除非经常性损益后归属母公司净利润增速为 25.72%。基本每股收益为 0.35 元。

点评:

● **主导产品增速低于预期,整体盈利能力提升。**公司主导产品乌灵胶囊实现营业收入 1.19 亿元,同比增长了 13.58%,毛利率 89.53%,同比上升了 0.82 个百分点。产品的增速低于我们的预期。公司除乌灵胶囊外的其他产品收入规模大幅下降,公司整体毛利率达到 84.29%,同比上升了 4.92 个百分点,是导致公司净利润增速高于收入增速的主要原因。

● **核心地区收入增长稳健,华北华西增速高。**受益于公司的营销网络建设,公司产品销售地区分布趋于合理。公司主要阵地华东地区营业收入为 6535 万元,增速为 5.10%,占公司收入比重的将近 52%;华西与华北地区收入增长显著,营业收入分别达到了 1100 万元和 2344 万元,增速分别为 12.91% 和 12.81%。

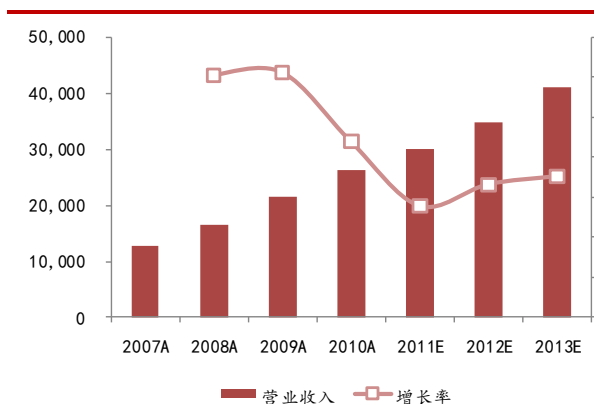
● **销售费用增长高,总体费用率上升。**报告期内公司销售费用为 6767 万元,同比增长了 12.05%,销售费用率 53.41%,同比上升了 2.53 个百分点。公司产品单一,销售费用率较高,对净利润影响比较大。同时公司管理费用率达到 13.28%,同比上升了 3.11 个百分点,研发投入和员工的增加导致公司管理费用率上升。公司报告期内期间费用率为 65.35%,同比上升了 1.37 个百分点。

● **投资亮点。**公司围绕乌灵系列产品的深入研发是公司未来的看点之一。新药方面,公司 6 月初收到了药审中心对灵泽片的现场检查通知书;研发方面,公司加强抗抑郁复方制剂的临床前研究工作,深入研究乌灵菌粉的有效成分和活性物质,探索新的临床应用范围。公司在神经系统中成药领域具有较强的优势,公司未来对该领域的深入研究和新药开发将加强公司的市场地位,并降低产品单一的风险。

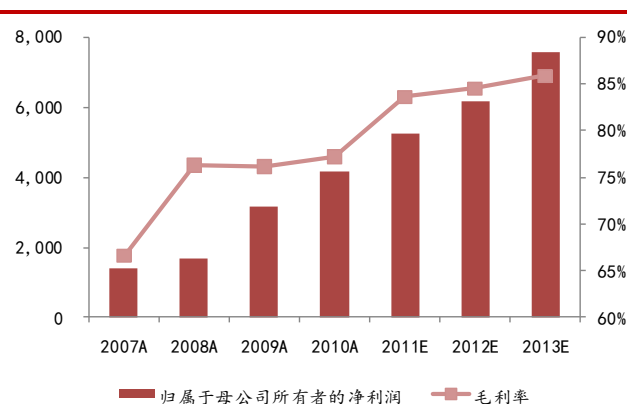
● **盈利预测与投资评级。**按照公司总股本 8000 万股计算,我们预计公司 2011-2013 年每股收益为 0.65 元、0.77 元和 0.94 元,对应前一交易日收盘价 21.85 元的动态市盈率为 33 倍、28 倍和 23 倍。公司主要产品增速低于预期,产品单一风险较大,费用率较高。目前公司不具备明显的估值优势,我们下调公司的投资评级为“中性”。

● **风险提示。**销售费用率继续上升的风险。

图表 1：营业收入及增速情况（万元）



图表 2：净利润和毛利率情况（万元）



数据来源：公司公告，中邮证券研发部

图表 3：佐力药业盈利预测（单位：万元）

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	21,535	26,266	29,924	34,894	41,047
增长率	30.59%	21.97%	13.93%	16.61%	17.64%
营业成本	4,524	5,214	4,900	5,407	5,807
毛利率	76.15%	77.18%	83.62%	84.51%	85.85%
营业税金及附加	294	394	449	524	616
销售费用	11,231	13,548	16,010	18,194	21,427
管理费用	2,220	3,077	3,920	4,498	5,307
财务费用	678	677	-494	-541	-460
期间费用率	65.61%	65.88%	64.95%	63.48%	64.01%
资产减值损失	19	-56	50	80	88
公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0
营业利润	2,568	3,411	5,088	6,732	8,262
加：营业外收入	1,043	1,170	850	0	0
减：营业外支出	155	48	200	0	0
其中：非流动资产处置净损失	49	0	0	0	0
利润总额	3,456	4,533	5,738	6,732	8,262
减：所得税	297	385	499	572	706
所得税率	8.61%	8.50%	8.70%	8.50%	8.54%
净利润	3,158	4,148	5,239	6,160	7,556
减：少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者的净利润	3,158	4,148	5,239	6,160	7,556
增长率	89.78%	31.32%	26.31%	17.58%	22.66%
基本每股收益(元)	0.53	0.69	0.65	0.77	0.94

数据来源：公司公告，中邮证券研发部

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20%以上；
- 谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
- 中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；
- 回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10%以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5%以上；
- 中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；
- 弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5%以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10%以上；
- 谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；
- 中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5%之间；
- 回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5%以上；

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的业务资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券有限责任公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

本报告旨在发送给中邮证券有限责任公司的特定客户及其他专业人士。报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司（以下简称“公司”）是经中国证券监督管理委员会批准设立，注册地及公司总部设在西安，目前主要从事证券经纪、证券自营、证券投资咨询、证券投资基金销售业务的一家正处于稳健成长中的证券公司。公司股东为：中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司、西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局，公司注册资本金为 5.6 亿元人民币。

公司的前身“西安华弘证券经纪有限责任公司”成立于 2002 年，从事单一经纪业务。2006 年 4 月，公司完成了第一次增资扩股，引进中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司三家股东；2009 年 3 月，公司新增证券自营和证券投资咨询业务资格，完成了由单一业务范围向多元化经营的突破；2009 年 10 月，经中国证监会和国家工商总局审批同意后，公司在西安市工商局办理了登记注册手续，正式更名为“中邮证券有限责任公司”；2009 年 10 月 21 日，西安市工商局为公司换发了新的《经营证券业务许可证》；2010 年 11 月，公司取得证券投资基金销售业务资格，使得公司经营业务种类更趋多元化。

公司现下设四个证券营业部，分别为西安南大街证券营业部、西安电子二路证券营业部、阎良人民路证券营业部和北京西直门北大街证券营业部。公司现有员工 200 余名，保有客户数量 5 万余人，管理客户资产逾 50 亿元。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证券监督管理委员会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国工商银行、中国建设银行、中国银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。