

佐力药业 (300181)

推荐 (首次)

中期稳健增长

市场数据

报告日期	2011-7-25
收盘价(元)	22.04
总股本(百万股)	80.00
流通股本(百万股)	20.00
总市值(百万元)	1763.20
流通市值(百万元)	440.80
净资产(百万元)	658.61
总资产(百万元)	808.29
每股净资产	8.23

主要财务指标

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	263	302	361	448
同比增长(%)	22.0%	15.1%	19.5%	24.0%
净利润(百万元)	41	56	69	88
同比增长(%)	31.3%	35.4%	23.6%	26.5%
毛利率(%)	80.1%	79.9%	80.3%	80.9%
净利率(%)	15.8%	18.6%	19.2%	19.6%
净资产收益率(%)	20.0%	7.9%	8.9%	10.1%
每股收益(元)	0.52	0.70	0.87	1.10
每股经营现金流	0.81	1.09	0.69	1.17

相关报告

《专注于乌灵参的神经类中成药企业》2011-1-31

投资要点

事件:

佐力药业公布 2011 半年报: 公司实现营业收入 1.27 亿元, 同比增长 6.8%; 营业利润 2214 万元, 同比增长 32%; 利润总额 2871 万元, 同比增长了 34.7%, 归属于母公司净利润 2562 万元, 同比增长 34.1%。扣除非经常性损益后归属母公司净利润增速为 25.7%, EPS 为 0.35 元。

点评:

分析师 王晞

021-38565926

wangx@xyzq.com.cn

SAC:S0190510110011

联系人: 季文华

021-388565748

jiwh@xyzq.com.cn

- **主业增长略低于预期。**报告期内, 公司主导产品乌灵系列实现收入 1.2 亿元, 同比增长 13.6%; 毛利率 89.53%, 同比上升 0.82%。其它产品, 如阿奇霉素等属于普药品种, 公司不盈利, 毛利率为-1.88%, 销售收入大幅下滑, 仅为 726 万, 同比减少 41.3%。我们推测, 公司未来的战略重心集中在乌灵系列中药, 普药品种不作为重点发展。
- **费用水平有所上升。**公司销售费用率 53.17%, 同比上升 2.3%, 主要原因是公司正在深入推广乌灵胶囊, 加强医院新科室的开发, 开拓新医院; 管理费用率 12.7%, 同比上升 2.5%, 主要原因是报告期内公司加大对研发的投入, 研发费用占营业收入的比例达到 3.98%, 同比提高 1%; 由于募集资金到位, 存款利息收入达到 170 万元, 财务费用率下降 149%。
- **产品优势突出。**1) 主导产品乌灵胶囊属于国家一类新药和中药保护品种, 产品保护期可延伸至 2020 年, 进入壁垒较高。2) 乌灵胶囊用于治疗神经衰弱、焦虑、失眠等神经系统疾病, 疗效显著, 居安神补脑类药物中首位。公司主导产品优势较为突出, 具有很大的看点。

- **乌灵胶囊有望成为大品种。**目前，乌灵胶囊已经覆盖 2000 多家医院，其中三甲医院有 400 多家，且在浙江和上海已经进入基药目录。乌灵胶囊原来只在神经内科推广，公司正在尝试开拓新的科室，如心内科、消化内科和肿瘤科等，未来有望加快产品推广的步伐。我国中枢神经系统疾病市场将近 200 亿，增长速度高达 20%，市场空间非常广阔，乌灵胶囊有望成为重磅品种。
- **后续产品稳步推进。**公司抗前列腺增生中药灵泽片目前已经通过国家药审中心的技术审评，并于 6 月份收到药品生产现场检查通知书；二线产品灵莲花颗粒主要治疗更年期综合症，目前正处于产品导入阶段，新产品的稳步推进有望化解公司单一产品的风险。
- **盈利预测。**公司上市后超募资金超过 2 个亿，未来不排除对其它同类企业进行并购，或者改善营销等，从而提高业绩增长的步伐。此外，我们认为，公司二股东康恩贝在 OTC 运作方面，拥有丰富的经验，未来也有望给予一定的支持，以帮助佐力药业做大主导产品。我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.7，0.87 和 1.10 元，首次覆盖，给与推荐评级。

表 1、佐力药业分季度业绩对比（单位：百万元、元、%）

主要数据	10-3Q	10-4Q	11-1Q	11-2Q	QOQ	2009	2010	YOY		说明
营业收入	0	0	51	76	48.2%	215	263	22.0%		
营业成本	0	0	9	11	33.2%	45	52	15.3%		
毛利	0	0	43	64	51.2%	170	211	23.8%		
销售费用	0	0	27	41	51.3%	112	135	20.6%		开拓新的医院
管理费用	0	0	9	8	-3.5%	22	31	38.6%		研发投入加大
财务费用	0	0	-0	-1	180.6%	7	7	-0.2%		超募资金存入银行
资产减值	0	0	0	0	209.1%	0	-1	-389.6%		
公允价值	0	0	0	0		0	0			
投资收益	0	0	0	0		0	0	-100.0%		
营业利润	0	0	7	15	125.3%	26	34	32.8%		
利润总额	0	0	8	20	138.4%	35	45	31.2%		
净利润	0	0	8	18	123.4%	32	41	31.3%		
EPS	#DIV/0!	0.000	0.099	0.221	123.4%	0.526	0.691	31.3%		
销售费用率	#DIV/0!	#DIV/0!	52.8%	53.9%	1.1%	52.2%	51.6%	-0.6%		
管理费用率	#DIV/0!	#DIV/0!	16.8%	10.9%	-5.8%	10.3%	11.7%	1.4%		
财务费用率	#DIV/0!	#DIV/0!	-0.9%	-1.7%	-0.8%	3.2%	2.6%	-0.6%		
所得税率	#DIV/0!	#DIV/0!	6.6%	12.5%	5.9%	8.6%	8.5%	-0.1%		
毛利率	#DIV/0!	#DIV/0!	83.3%	85.0%	1.7%	79.0%	80.1%	1.2%		
净利润率	#DIV/0!	#DIV/0!	15.5%	23.4%	7.9%	14.7%	15.8%	1.1%		

资料来源：天软投资系统

附表

资产负债表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	121	481	458	521
货币资金	45	392	352	390
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	30	35	42	53
其他应收款	8	9	11	13
存货	15	17	20	24
非流动资产	227	327	397	433
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	142	233	317	365
在建工程	52	51	51	40
油气资产	0	0	0	0
无形资产	29	25	21	17
资产总计	349	808	855	954
流动负债	91	88	66	77
短期借款	49	0	0	0
应付票据	1	2	3	3
应付账款	13	15	18	21
其他	29	71	45	52
非流动负债	50	10	10	10
长期借款	40	0	0	0
其他	10	10	10	10
负债合计	141	98	76	87
股本	60	80	80	80
资本公积	68	494	494	494
未分配利润	72	124	187	268
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	207	710	779	867
负债及权益合计	349	808	855	954

现金流量表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	41	56	69	88
折旧和摊销	10	13	19	24
资产减值准备	2	0	0	0
无形资产摊销	2	2	2	2
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	7	-1	-3	-3
投资损失	0	0	0	0
少数股东损益	0	0	0	0
营运资金的变动	-10	-34	39	14
经营活动产生现金流量	76	87	55	93
投资活动产生现金流量	-45	-99	-98	-58
融资活动产生现金流量	-7	359	3	3
现金净变动	23	347	-40	38
现金的期初余额	30	45	392	352
现金的期末余额	53	392	352	390

利润表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	263	302	361	448
营业成本	52	61	71	86
营业税金及附加	4	5	5	7
销售费用	135	155	184	228
管理费用	31	32	38	45
财务费用	7	-1	-3	-3
资产减值损失	-1	0	0	-0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	34	51	66	86
营业外收入	12	11	11	11
营业外支出	0	1	1	1
利润总额	45	61	76	96
所得税	4	5	6	8
净利润	41	56	69	88
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	41	56	69	88
EPS (元)	0.52	0.70	0.87	1.10

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长性(%)				
营业收入增长率	22.0%	15.1%	19.5%	24.0%
营业利润增长率	32.8%	50.5%	27.9%	30.3%
净利润增长率	31.3%	35.4%	23.6%	26.5%
盈利能力(%)				
毛利率	80.1%	79.9%	80.3%	80.9%
净利率	15.8%	18.6%	19.2%	19.6%
ROE	20.0%	7.9%	8.9%	10.1%

偿债能力(%)

资产负债率	40.6%	12.2%	8.9%	9.1%
流动比率	1.33	5.45	6.94	6.76
速动比率	1.17	5.25	6.63	6.44

营运能力(次)

资产周转率	0.81	0.52	0.43	0.50
应收帐款周转率	6.25	8.77	8.93	9.08

每股资料(元)

每股收益	0.52	0.70	0.87	1.10
每股经营现金	0.81	1.09	0.69	1.17
每股净资产	2.59	8.87	9.74	10.84

估值比率(倍)

PE	42.14	31.12	25.18	19.91
PB	8.44	2.46	2.24	2.02

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503

邮编: 518048

传真: 0755-82562090

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyjq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准, 已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与

定期报告点评

本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。