

评级：强烈推荐（维持）

医药/中药

公司跟踪报告

证券研究报告

分析师：吕丽华 S1080209110062

联系人：于洋 S1080111080036

电话：0755-82485014

邮件：yuyang2@fcsc.cn

佐力药业（300181.SZ）跟踪报告

——中标价上调影响不大，关注公司长期成长性

事件：2011年12月8日，浙江省物价局公布浙江省2011年第二批国家基本药物和省增补非基本药物目录药品基层统一采购价，乌灵胶囊的中标价格得到相应上调，其中36粒规格的中标价上调11%，第二批基药招标结果将于12月20日开始执行。

- **此次中标价格上调实质影响不大，关注其他地区中标价的调整。**此次浙江省中标价格的上调只针对实施基本药物制度的基层医疗卫生机构，其他医疗卫生机构、零售药店等仍按现行有关药品销售价格政策执行。而在公司目前的销售体系中，乌灵胶囊以二级以上医院为主要目标市场，其中已经覆盖三级以上医院约400家，二级以上医院600多家，基层医疗卫生机构并不是乌灵胶囊主要目标终端。按照如下假设：乌灵胶囊在浙江省的销售额占销售总额的30%左右，乌灵胶囊在基层医疗卫生机构销售额占浙江省销售总额的20%左右，即使此次价格上调的部分全部转化成净利润，对公司净利润的影响只在150万-200万之间。

表格一：此次浙江省基本药物招标中乌灵胶囊的价格

| 规格 | 当前中标价 | 浙江之前中标价 | 目前其他地区中标价格范围 |
|----------|---------|---------|---------------|
| 0.33g*18 | 23.51 元 | - | 20.03-22.00 元 |
| 0.33g*36 | 47.02 元 | 42.36 元 | 39.82-43.51 元 |
| 0.33g*54 | 70.54 元 | - | 58.71 元 |

数据来源：浙江省物价局，第一创业研究所

- **乌灵胶囊的长期成长性是我们看好公司的核心逻辑。**乌灵胶囊在轻中度心境障碍用药领域具有显著优势。西药在该用药领域疗效并不具有显著优势，副作用却十分明显。中药具有治疗效果不弱，副作用小，依从性好的优势，年均增长率达27.4%，而同期西药仅为16%。乌灵胶囊是与西药黛力新做过随机双盲临床试验的中药品种，学术基础好，是中药该领域的NO.1。
- **五年五个新药形成产品群效应。**公司早在2000年开始就以乌灵菌粉为核心原料药研发了六类新药，预计在未来五年内将有五个新药上市。其作用不光是对产品线的补充，更能够与乌灵胶囊相呼应形成产品群效应。二线品种灵莲花颗粒主治妇女更年期综合症，已经处于前期市场推广阶段，现已进入甘肃、山西、内蒙、辽宁等地医保，中标价格在80元左右，预计市场空间5亿以上。另外待上市品种灵泽片用于治疗良性前列腺增生，目前已通过现场检查，即将拿到新药证书。
- **维持对公司“强烈推荐”的投资评级。**我们认为此次中标价上调对公司实质业绩影响不大，依然维持我们之前的盈利预测。对公司2011-2013年的EPS预测分别为0.69元、0.97元、1.53元，复合增速48%，对应当前股价的PE 2011-2013分别是31.7倍、22.5倍、14.3倍。我们认为公司以其风险小，空间大，结合其未来三年40%以上的复合增速，维持“强烈推荐”评级。



佐力药业盈利预测

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位:百万元 | | | | | 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E | 会计年度 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
| 流动资产 | 121.4 | 550.8 | 631.7 | 768.3 | 一、营业收入 | 262.7 | 279.2 | 349.6 | 492.2 |
| 货币资金 | 44.8 | 449.0 | 504.1 | 591.3 | 减: 营业成本 | 52.1 | 40.7 | 40.4 | 50.7 |
| 交易性金融资产 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 营业税金及附加 | 3.9 | 3.9 | 5.1 | 7.2 |
| 应收款项 | 49.8 | 83.0 | 108.5 | 153.2 | 销售费用 | 135.5 | 152.1 | 186.9 | 252.8 |
| 预付款项 | 4.5 | 6.1 | 6.4 | 8.1 | 管理费用 | 30.8 | 34.0 | 40.7 | 51.7 |
| 存货 | 14.6 | 11.5 | 11.4 | 14.3 | 财务费用 | 6.8 | -2.8 | -1.2 | -1.5 |
| 其他流动资产 | 7.7 | 1.3 | 1.3 | 1.3 | 资产减值损失 | -0.6 | 0.5 | 0.5 | 0.9 |
| 非流动资产 | 227.3 | 181.7 | 173.5 | 165.2 | 加: 公允价值变动收益 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 股权投资 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 投资收益 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 债权与公允价值资产 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 其中: 联营企业收益 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 固定资产 | 141.7 | 148.7 | 141.6 | 134.4 | 二、营业利润 | 34.1 | 50.7 | 77.3 | 130.3 |
| 在建工程 | 52.3 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 加: 营业外收入 | 11.7 | 14.0 | 14.4 | 14.8 |
| 油气和生物性资产 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 减: 营业外支出 | 0.5 | 1.8 | 0.7 | 0.8 |
| 无形及递延性资产 | 33.0 | 32.6 | 31.5 | 30.4 | 三、利润总额 | 45.3 | 62.9 | 90.9 | 144.3 |
| 其它非流动资产 | 0.3 | 0.4 | 0.4 | 0.4 | 减: 所得税费用 | 3.9 | 7.5 | 13.6 | 21.6 |
| 资产总计 | 348.6 | 732.5 | 805.2 | 933.5 | 四、净利润 | 41.5 | 55.5 | 77.3 | 122.7 |
| 流动负债 | 91.4 | 121.7 | 121.9 | 127.5 | 归属母公司净利润 | 41.5 | 55.5 | 77.3 | 122.7 |
| 短期借款 | 59.0 | 83.0 | 83.0 | 83.0 | 少数股东损益 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 应付账款 | 13.3 | 14.9 | 16.9 | 22.0 | 五、总股本(百万股) | 80.0 | 80.0 | 80.0 | 80.0 |
| 预收帐款 | 5.0 | 2.3 | 2.0 | 2.7 | EPS(元) | 0.52 | 0.69 | 0.97 | 1.53 |
| 其它流动负债 | 14.2 | 21.5 | 20.0 | 19.8 | | | | | |
| 非流动负债 | 50.0 | 39.9 | 39.9 | 39.9 | 主要财务比率 | | | | |
| 长期借款 | 40.0 | 30.0 | 30.0 | 30.0 | 会计年度 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
| 专项及预计负债 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 成长能力 | | | | |
| 其它非流动负债 | 10.0 | 9.9 | 9.9 | 9.9 | 营业收入 | 22.0% | 6.3% | 25.2% | 40.8% |
| 负债合计 | 141.5 | 161.6 | 161.7 | 167.4 | 营业毛利 | 23.8% | 13.3% | 29.6% | 42.8% |
| 少数股东权益 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 主业盈利 | 23.4% | 20.2% | 58.0% | 69.5% |
| 股本 | 60.0 | 80.0 | 80.0 | 80.0 | 母公司净利 | 31.3% | 33.7% | 39.4% | 58.7% |
| 资本公积与其它 | 75.3 | 485.3 | 485.3 | 485.3 | 获利能力 | | | | |
| 留存收益 | 71.9 | 123.2 | 200.5 | 323.2 | 毛利率 | 80.1% | 85.4% | 88.4% | 89.7% |
| 股东权益合计 | 207.2 | 688.4 | 765.7 | 888.4 | 主业盈利/收入 | 15.3% | 17.4% | 21.9% | 26.4% |
| 负债和股东权益 | 348.6 | 732.5 | 805.2 | 933.5 | ROS | 15.8% | 19.9% | 22.1% | 24.9% |
| | | | | | ROE | 20.0% | 8.1% | 10.1% | 13.8% |
| | | | | | ROIC | 13.5% | 6.9% | 8.8% | 12.3% |
| 现金流量表 | | | | | 偿债能力 | | | | |
| 会计年度 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E | 资产负债率 | 40.6% | 22.1% | 20.1% | 17.9% |
| 经营活动现金流 | 64.8 | 11.8 | 58.7 | 85.7 | 利息保障倍数 | 6.1 | -19.8 | -62.2 | -81.3 |
| 净利润 | 41.5 | 55.5 | 77.3 | 122.7 | 速动比率 | 1.08 | 4.42 | 5.08 | 5.90 |
| 折旧摊销 | 9.8 | 10.4 | 8.8 | 9.2 | 经营现金净额/当期债务 | 1.10 | 0.14 | 0.71 | 1.03 |
| 财务费用 | 6.8 | -2.8 | -1.2 | -1.5 | 营运能力 | | | | |
| 投资损失 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 总资产周转率 | 0.75 | 0.38 | 0.43 | 0.53 |
| 营运资金变动 | 6.6 | -29.3 | -26.1 | -44.7 | 应收款天数 | 68.30 | 106.99 | 111.73 | 112.09 |
| 其它变动 | 0.1 | -21.9 | 0.0 | 0.0 | 存货天数 | 101.05 | 101.28 | 101.21 | 101.18 |
| 投资活动现金流 | -33.6 | -49.4 | -4.8 | 0.0 | 每股指标(元) | | | | |
| 资本支出 | -38.7 | -54.2 | -4.8 | 0.0 | 主业盈利/股本 | 0.50 | 0.61 | 0.96 | 1.62 |
| 长期投资 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 每股经营现金流 | 0.81 | 0.15 | 0.73 | 1.07 |
| 其它变动 | 5.1 | 4.8 | 0.0 | 0.0 | 每股净资产 | 2.59 | 8.61 | 9.57 | 11.11 |
| 筹资活动现金流 | -15.4 | 441.8 | 1.2 | 1.5 | 估值比率 | | | | |
| 债务融资 | -0.5 | 14.0 | 0.0 | 0.0 | P/E | 41.26 | 30.85 | 22.14 | 13.95 |
| 权益融资 | 0.0 | 425.8 | 0.0 | 0.0 | P/B | 8.26 | 2.49 | 2.23 | 1.93 |
| 其它变动 | -14.9 | 1.9 | 1.2 | 1.5 | P/S | 6.52 | 6.13 | 4.90 | 3.48 |
| 汇率变动影响 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | EV/EBITDA | 26.76 | 23.62 | 15.68 | 9.04 |
| 现金净增加额 | 15.7 | 404.2 | 55.2 | 87.2 | | | | | |

数据来源: 公司公告, 第一创业研究所

免责声明:

本报告仅供第一创业证券有限责任公司(以下简称“本公司”)研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料,本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。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

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本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本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、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有,未经本公司授权,不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用,否则本公司保留追究法律责任的权利;任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任,因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告,未经授权的任何使用行为都是不当的,都构成对本公司权利的损害,由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险,投资需谨慎。

投资评级:

| 评级类别 | 具体评级 | 评级定义 |
|--------|------|-----------------------------|
| 股票投资评级 | 强烈推荐 | 预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上 |
| | 审慎推荐 | 预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间 |
| | 中性 | 预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间 |
| | 回避 | 预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上 |
| 行业投资评级 | 推荐 | 行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数 |
| | 中性 | 行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数 |
| | 回避 | 行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数 |

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL: 021-68551658 FAX: 021-68551281

P.R.China: 200135