

春华秋实 乌灵系列又添新成员 —新药灵泽片上市点评

佐力药业 (300181)

买入/维持评级

股价: RMB18.8

分析师

胡骥
SAC 执业证书编号:s1000511110003
0755-83201063
huji@mail.htlhsc.com.cn

联系人

姚艺
0755-82125057
yaoyi@mail.htlhsc.com.cn

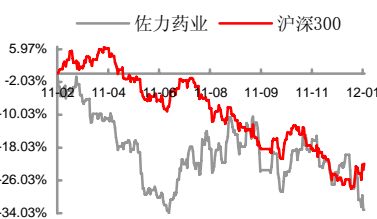
相关研究

《深耕乌灵 厚积薄发》-2011/12/26

基础数据

总股本 (百万股)	80
流通 A 股 (百万股)	80
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	1,504

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

- **乌灵系列产品进一步丰富。**公司 2012 年 1 月 19 日公告称治疗前列腺增生的中药六类新药灵泽片成功上市, 批准文号为 Z20110050。灵泽片是继乌灵胶囊、灵莲花颗粒后乌灵参成功产业化的又一品种。基于抗前列腺增生药物市场的高弹性以及产品“治疗+保健”的差异化亮点, 灵泽片将成为公司又一利润增长点。
- **抗前列腺增生药物市场空间广阔。**基于未来十年中国老龄化进程的加速, BPH 患者随健康意识的提高就诊率的逐步提升, 以及前列腺增生开始逐步纳入更多地区医保报销体系。我们判断未来十年抗前列腺增生药物市场将迎来快速增长。
- **灵泽片值得期待。**BPH 属慢性病, 需长期用药。毒副作用小, 重调理兼保健功效的中成药近年越发受到临床关注, 样本医院采购规模保持快速增长, 且显著快于同期抗前列腺增生药物医院市场整体增速。虽然目前市场上中成药品种很多, 但灵泽片以乌灵菌粉为君药, 除对 BPH 有一定缓解作用, 无明显毒副作用外, 还具有补肾健脑、改善睡眠、抗疲劳及提高机体免疫力的保健功效, 适合老年患者服用。因此看好灵泽片未来的市场前景。
- **乌灵参价值独家挖掘者。**乌灵参是我国国宝级的珍稀中药材, 具有很高的药用价值, 对神经系统, 内分泌系统等疾病具有显著的疗效, 此外还有多种保健养生功效。目前乌灵参的产业化才刚刚起步, 佐力药业作为乌灵参价值唯一的开拓者, 围绕乌灵参做大产品系列, 将是一条非常好的盈利之路, 值得我们长期关注。
- **公司同时发布了 2011 年业绩预告, 基本符合预期:** 2011 年归属上市公司股东净利润 5058-5236 万元, 同比增长 21.95%-26.24%, 基本符合我们预期。
- **盈利预测:** 维持公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.67、0.87 和 1.12 的预测, 对应 2011-2013 年 PE 分别为 28、22 和 17 倍, 维持公司“买入”评级。
- **风险提示:** 公司营销推广进度缓慢

经营预测与估值

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	262.7	283.0	328.0	390.0
(+/-%)	22.0	7.7	15.9	18.9
归属母公司净利润(百万元)	41.5	54.0	70.0	90.0
(+/-%)	31.3	30.2	29.6	28.6
EPS(元)	0.52	0.67	0.87	1.12
P/E(倍)	36.1	28.0	21.6	16.7

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

目 录

乌灵系列又添新品种	4
灵泽片将成为公司又一利润增长点	4
抗前列腺增生药物市场将快速增长	4
不容小视的中成药市场	5
灵泽片不乏亮点	5
风险提示	6

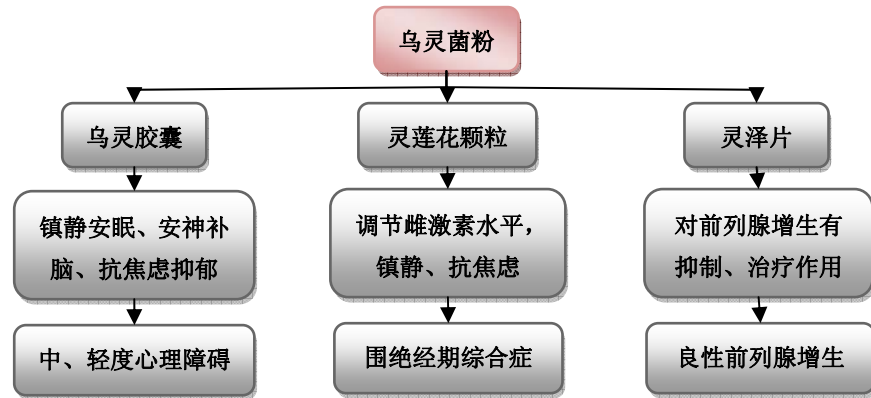
图表目录

图 1: 乌灵参的产业化	4
图 2: 2005-2010 年抗前列腺增生药物医院市场销售规模.....	4
图 3: 近年样本医院抗前列腺增生中成药采购规模保持快速增长	5
图 4: 2010 年样本医院抗前列腺增生中成药市场竞争格局	5
图 5: 乌灵参的保健养生功效更为丰富	6

乌灵系列又添新品种

灵泽片是继乌灵胶囊、灵莲花颗粒后乌灵参产业化的第三个品种，用于良性前列腺增生的治疗，具有益肾活血、软坚散结、利尿除湿的功能外，还具有“乌灵菌粉”特有的补肾健脑、改善睡眠、抗疲劳及提高机体免疫力等保健功效。

图 1：乌灵参的产业化



资料来源：招股说明书，华泰联合证券研究所

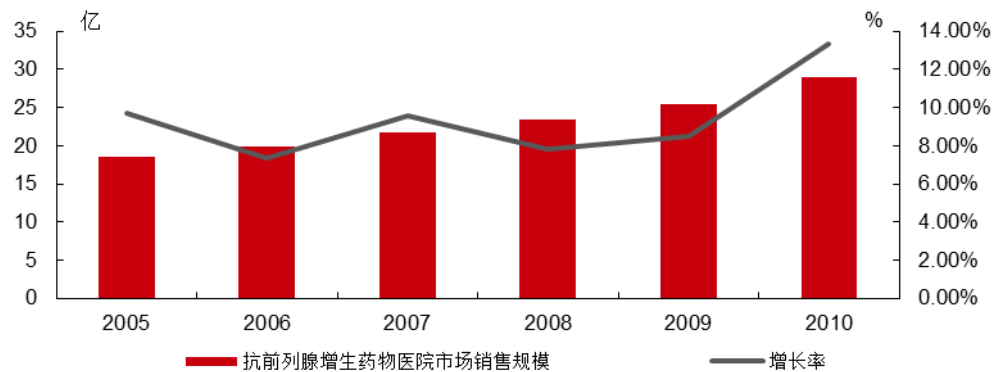
考虑到新药上市需 2-3 年的临床推广期，短期灵泽片对公司业绩的贡献不大。中长期来看，基于抗前列腺增生药物市场的高弹性以及产品“治疗+保健”的差异化亮点，灵泽片将成为公司又一利润增长点。

灵泽片将成为公司又一利润增长点

抗前列腺增生药物市场将快速增长

良性前列腺增生（BPH）是由于实质细胞数量增多造成的前列腺体积增大，属老年男性常见病之一。我国拥有广泛的患病人群，老年人口 2010 年已达 1.9 亿，60-75 岁的男性约 78% 患有 BPH，其中 25% 需要治疗。目前该市场的规模较小，2010 年医院市场仅有 28.9 亿元，但有加速提升的趋势，2010 年增长 13.33%，为近 5 年最高。

图 2：2005-2010 年抗前列腺增生药物医院市场销售规模



资料来源：SFDA 南方所，华泰联合证券研究所

目前市场规模较小的原因主要在于 BPH 患者对疾病的认识不足，就诊率不高。2010 年发布的《良性前列腺增生症防治进展蓝皮书》指出 BPH 病程超过 5 年的患者占

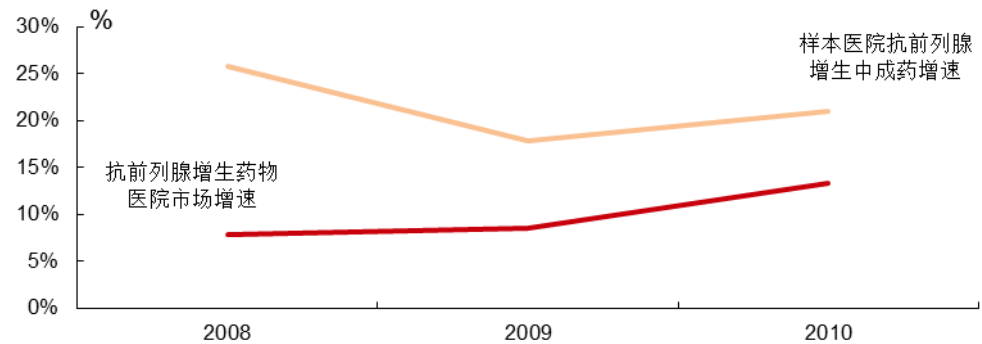
52.5%，其中接受药物治疗超过 5 年的患者仅占 39.2%。此外前列腺增生尚未完全纳入各个省市的医保报销体系也影响了患者就医的意愿。

基于未来十年中国老龄化进程的加速，BPH 患者随健康意识的提高就诊率的逐步提升，以及前列腺增生开始逐步进入更多地区医保报销的体系。我们判断未来十年抗前列腺增生药物市场将迎来快速增长。

不容小视的中成药市场

目前主导抗前列腺增生药物市场的主要是以 5 α -还原酶抑制剂和 α 1-肾上腺素受体拮抗剂为代表的西药品种。但 BPH 属慢性病，需长期用药，毒副作用小，重调理兼保健功效的中成药同样不可或缺，而且越发受到临床的关注，近年样本医院采购规模保持快速增长，且显著快于同期抗前列腺增生药物医院市场整体增速。

图 3：近年样本医院抗前列腺增生中成药采购规模保持快速增长

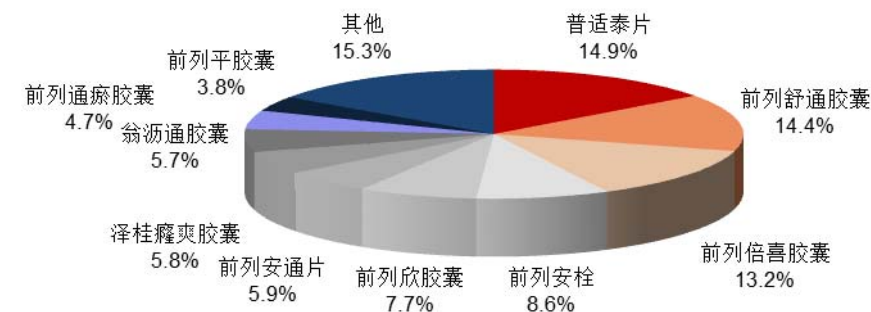


资料来源：SFDA 南方所，华泰联合证券研究所

灵泽片不乏亮点

治疗前列腺增生的中成药品种很多，2010 年样本医院 CR₄ 为 51.14%，市场竞争较为激烈。灵泽片以乌灵菌粉为君药，对 BPH 有一定缓解作用，无明显毒副作用，因含珍稀中药材乌灵菌粉，随具有补肾健脑、改善睡眠、抗疲劳及提高机体免疫力的保健功效，适合老年患者服用。相信灵泽片的差异化亮点能使其在市场中占据一定份额。

图 4：2010 年样本医院抗前列腺增生中成药市场竞争格局

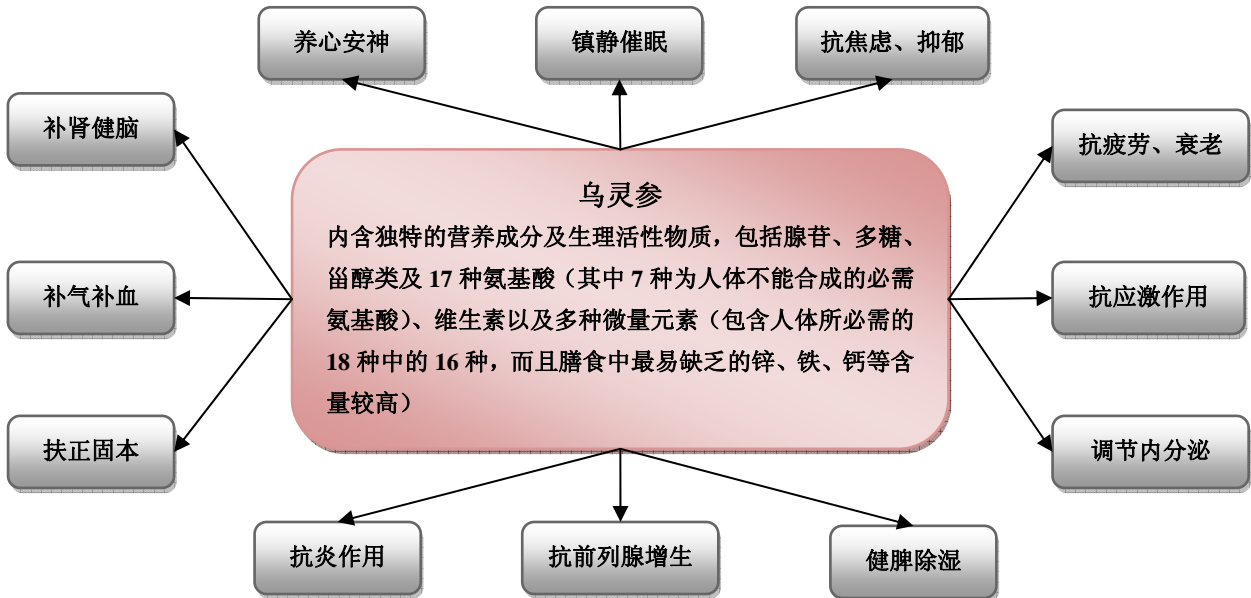


资料来源：SFDA 南方所，华泰联合证券研究所

目前占据市场份额第一的普适泰是瑞典玛西亚普强制药公司 70 年代开发的天然植物花粉提取物，对 BPH 有一定缓解作用，无明显毒副作用，含有多种维生素、氨基酸和微量元素，有增强体质、改善食欲和睡眠等保健作用。灵泽片与普适泰相比，对

BPH 的缓解效果可能差异不大，但因含乌灵菌粉，其保健养生功效更为丰富，更适合老年患者服用。

图 5：乌灵参的保健养生功效更为丰富



资料来源：医学领域学术期刊整理，华泰联合证券研究所

此外，由于西药有一定毒副作用，中药重调理兼保健的特性，临床也开始尝试中西药的联合使用，有研究用爱普列特（ 5α -还原酶抑制剂）和乌灵参联合治疗 BPH。结果发现爱普列特通过非竞争性抑制 5α -还原酶活性，阻滞睾酮向双氢睾酮（DHT）转化，降低前列腺体内 DHT 水平，使腺体缩小；乌灵参通过抑制 ACE 活性，阻滞 A-II 与其受体结合，限制前列细胞的增殖，降低交感神经活性，改善睡眠，减轻症状，以及利尿等作用，两者合用不良反应小，有一定应用前景。

风险提示

公司营销推广进度缓慢

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	537	554	611	营业收入	263	283	328	390
现金	45	406	409	443	营业成本	52	46	48	66
应收账款	30	72	82	95	营业税金及附加	4	4	4	5
其他应收款	8	2	2	2	营业费用	135	153	180	203
预付账款	4	6	4	4	管理费用	31	34	38	37
存货	15	17	18	24	财务费用	7	-3	-8	-9
其他流动资产	20	35	39	43	资产减值损失	-1	0	0	0
非流动资产	227	312	353	344	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	142	146	320	0	营业利润	34	49	66	88
无形资产	29	25	26	23	营业外收入	12	12	12	12
其他非流动资产	57	140	7	7	营业外支出	0	2	1	1
资产总计	349	849	907	956	利润总额	45	60	77	99
流动负债	91	103	103	83	所得税	4	6	7	10
短期借款	49	50	50	40	净利润	41	54	70	90
应付账款	13	13	14	17	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	30	40	39	25	归属母公司净利	41	54	70	90
非流动负债	50	39	28	7	EBITDA	51	55	72	98
长期借款	40	30	20	0	EPS (元)	0.69	0.67	0.87	1.12
其他非流动负	10	9	8	7					
负债合计	141	142	131	90	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	60	80	80	80	成长能力				
资本公积	68	494	494	494	营业收入	22.0%	7.6%	15.9%	18.9%
留存收益	80	133	203	292	营业利润	32.8%	44.2%	33.3%	34.3%
归属母公司股	207	707	777	866	归属母公司净利	31.3%	29.2%	29.7%	28.9%
负债和股东权	349	849	907	956	获利能力				
					毛利率(%)	80.1%	83.6%	85.3%	83.0%
					净利率(%)	15.8%	19.0%	21.2%	23.0%
					ROE(%)	20.0%	7.6%	8.9%	10.3%
					ROIC(%)	13.8%	10.3%	11.4%	15.2%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	40.6%	16.7%	14.4%	9.4%
					净负债比率(%)	69.98	63.54	61.20	44.67
					流动比率	1.33	5.23	5.39	7.41
					速动比率	1.17	0.00	5.22	7.11
					营运能力				
					总资产周转率	0.81	0.47	0.37	0.42
					应收账款周转率	6	5	4	4
					应付账款周转率	4.15	3.62	3.56	4.25
					每股指标(元)				
					每股收益(最新)	0.69	0.67	0.87	1.12
					每股经营现金流	0.81	0.18	0.76	0.94
					每股净资产(最	2.59	8.84	9.71	10.83
					估值比率				
					P/E	42.16	32.62	25.16	19.52
					P/B	8.44	2.47	2.25	2.02
					EV/EBITDA	35	32	25	18

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起6个月内
基准市场指数 沪深300(以下简称基准)

股票评级

买入 股价超越基准20%以上
增持 股价超越基准10%-20%
中性 股价相对基准波动在±10%之间
减持 股价弱于基准10%-20%
卖出 股价弱于基准20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
中性 行业股票指数基本与基准持平
减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦25层
邮政编码: 518048

电话: 86 755 8249 3932
传真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路68号时代金融中心45层
邮政编码: 200120

电话: 86 21 5010 6028
传真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合”)签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制,但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给了华泰联合客户作参考之用,在任何情况下并不构成私人咨询建议,也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况;同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险,投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,华泰联合不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下,华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务,可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准,采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定,分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定,但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关,其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权,未经华泰联合事先书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。