

**评级：强烈推荐（维持）**
**医药**
**公司半年报点评**
**证券研究报告**

分析师 吕丽华 S1080510120003

联系人 于洋 S1080111080036

电话：0755-82485014

邮件：yuyang2@fcsc.cn

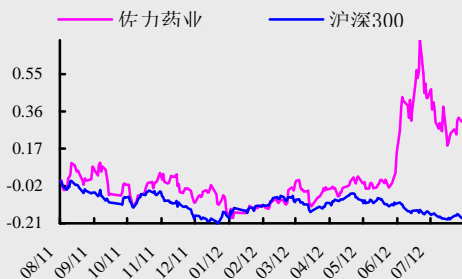
## 佐力药业(300181): 乌灵胶囊增长提速, 看好公司长期成长性

**交易数据**

上一日交易日股价(元)	16.23
总市值(百万元)	2,337
流通股本(百万股)	88
流通股比率(%)	61.14

**资产负债表摘要(06/12)**

股东权益(百万元)	714
每股净资产(元)	8.93
市净率(倍)	1.82
资产负债率(%)	16.99

**公司与沪深300指数比较**

**相关报告**

**事件：**佐力药业发布中报，实现营业收入 1.60 亿元，同比增长 25.92%，净利润 3052 万元，同比增长 19.13%，扣非后净利润同比增长 21.84%，符合预期。

**点评：**

- 营销显效，乌灵胶囊增长提速：**公司主导产品乌灵胶囊上半年增长 28.63%，较 10、11 年 16.2%、7.6% 的增速明显提速。公司已建成了覆盖除湖南、西藏、广西等个别省份外的全国性的营销体系，营销体系建设的逐步推进促使乌灵胶囊大幅放量。(1)销售人员从 2011 年中期的 300 人左右增加至目前的 400 人左右，其中浙江地区 100 人；(2)目前乌灵胶囊的主要销售区域为浙江、上海、北京广东地区，2011 年，乌灵胶囊在浙江和上海进入了基药增补目录，销售渠道逐步下层；(3)在应用科室方面，乌灵胶囊除神经内科外，逐步向精神科、中医科、老年科等科室推广。考虑到受上半年胶囊行业事件影响，乌灵胶囊下半年增长将继续提速，预计全年增长 30% 左右。
- 后续产品值得期待：**乌灵参是我国国宝级的珍稀中药材，具有很高的药用价值，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，公司围绕乌灵菌粉开发出的灵莲花颗粒和灵泽片目前还处于市场推广期，预计 2014 年开始为公司陆续贡献利润。
- 乌灵胶囊空间广阔，有望成为 10 亿级别的大品种。**乌灵胶囊目前在临床上主要作为安神类中药应用，公司持续在销售上高投入，努力提升中药在抗抑郁领域的接受程度。目前我国有 3600 万的抑郁患者，在抗抑郁市场年均增速 25% 的背后是不足 10% 的治疗比率，在国家、个人双重精神卫生意识觉醒的背景下，抑郁治疗比率有望提升，行业增长有望提速。而乌灵胶囊即使只覆盖 10% 的抑郁患者，按照人均用药金额 720 元（2 个月疗程）计算，市场空间 25 亿以上，空间巨大。
- 维持“强烈推荐”评级。**我们调整公司 12-14 年 EPS 为 0.46、0.60、0.75 元，分别同比增长 31.1%、29.3%、25.5%。对应目前股价 PE 为 35.5、27.5、21.9 倍。考虑到乌灵胶囊巨大的成长空间，我们依然维持“强烈推荐”评级。
- 风险提示：**股东减持的风险、新产品推广进度低于预期



## 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	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	<b>528.5</b>	<b>574.4</b>	<b>669.6</b>	<b>782.2</b>	<b>一、营业收入</b>	<b>279.3</b>	<b>350.6</b>	<b>441.8</b>	<b>556.7</b>
货币资金	424.3	427.7	484.6	553.3	减:营业成本	43.7	51.9	60.5	72.8
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0	营业税金及附加	3.7	5.2	6.6	8.4
应收款项	73.7	116.9	150.8	190.1	销售费用	151.7	193.5	243.0	306.2
预付款项	4.4	5.3	6.2	5.9	管理费用	35.8	40.4	53.0	66.8
存货	17.3	20.6	24.0	28.9	财务费用	-2.2	-3.9	-5.1	-5.5
其他流动资产	8.8	3.9	3.9	3.9	资产减值损失	0.8	1.2	0.7	0.8
<b>非流动资产</b>	<b>315.4</b>	<b>336.4</b>	<b>329.8</b>	<b>323.3</b>	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	191.4	181.6	171.6	161.6	<b>二、营业利润</b>	<b>45.9</b>	<b>62.5</b>	<b>83.1</b>	<b>107.3</b>
在建工程	91.3	109.6	113.1	116.6	加:营业外收入	13.3	13.0	13.4	13.8
油气和生物性资产	0.0	0.0	0.0	0.0	减:营业外支出	2.5	1.2	0.6	0.7
无形及递延性资产	32.2	44.5	44.5	44.5	<b>三、利润总额</b>	<b>56.6</b>	<b>74.4</b>	<b>96.0</b>	<b>120.4</b>
其它非流动资产	0.4	0.6	0.6	0.6	减:所得税费用	5.7	7.6	9.6	12.0
<b>资产总计</b>	<b>843.9</b>	<b>910.8</b>	<b>999.4</b>	<b>1,105.5</b>	<b>四、净利润</b>	<b>50.9</b>	<b>66.8</b>	<b>86.4</b>	<b>108.4</b>
<b>流动负债</b>	<b>118.7</b>	<b>114.6</b>	<b>116.8</b>	<b>114.6</b>	<b>归属母公司净利润</b>	<b>50.9</b>	<b>66.8</b>	<b>86.4</b>	<b>108.4</b>
短期借款	71.0	70.0	70.0	70.0	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0
应付账款	23.8	25.3	29.9	28.3	<b>五、总股本(百万股)</b>	<b>144.0</b>	<b>144.0</b>	<b>144.0</b>	<b>144.0</b>
预收帐款	0.8	2.6	3.2	4.0	<b>EPS(元)</b>	<b>0.35</b>	<b>0.46</b>	<b>0.60</b>	<b>0.75</b>
其它流动负债	23.1	16.6	13.7	12.3					
<b>非流动负债</b>	<b>41.3</b>	<b>46.1</b>	<b>46.1</b>	<b>46.1</b>	<b>主要财务比率</b>				
长期借款	30.0	30.0	30.0	30.0	<b>会计年度</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
专项及预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	<b>成长能力</b>				
其它非流动负债	11.3	16.1	16.1	16.1	营业收入	6.3%	25.5%	26.0%	26.0%
<b>负债合计</b>	<b>160.0</b>	<b>160.7</b>	<b>163.0</b>	<b>160.7</b>	营业毛利	12.0%	26.8%	27.6%	26.9%
<b>少数股东权益</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	主业盈利	10.3%	34.3%	31.7%	30.4%
股本	80.0	80.0	80.0	80.0	母公司净利	22.8%	31.1%	29.3%	25.5%
资本公积与其它	485.3	490.4	490.4	490.4	<b>获利能力</b>				
留存收益	118.7	180.4	266.7	375.1	毛利率	84.4%	85.2%	86.3%	86.9%
<b>股东权益合计</b>	<b>683.9</b>	<b>750.7</b>	<b>837.1</b>	<b>945.4</b>	主业盈利/收入	15.9%	17.0%	17.8%	18.4%
<b>负债和股东权益</b>	<b>843.9</b>	<b>910.8</b>	<b>999.4</b>	<b>1,105.5</b>	ROS	18.2%	19.0%	19.5%	19.5%
					ROE	7.4%	8.9%	10.3%	11.5%
					ROIC	6.5%	7.9%	9.2%	10.4%
<b>现金流量表</b>					<b>偿债能力</b>				
<b>会计年度</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	资产负债率	19.0%	17.6%	16.3%	14.5%
<b>经营活动现金流</b>	<b>13.7</b>	<b>19.0</b>	<b>55.2</b>	<b>66.8</b>	利息保障倍数	-22.7	-17.0	-16.8	-19.8
净利润	50.9	66.8	86.4	108.4	速动比率	4.23	4.80	5.49	6.54
折旧摊销	11.6	12.8	10.7	10.8	经营现金净额/当期债务	0.19	0.27	0.79	0.95
财务费用	3.5	0.9	-5.1	-5.5	<b>营运能力</b>				
投资损失	0.0	0.0	0.0	0.0	总资产周转率	0.33	0.38	0.44	0.50
营运资金变动	-52.1	-40.1	-36.7	-46.9	应收款天数	94.94	120.00	122.89	122.96
其它变动	-0.2	-21.4	0.0	0.0	存货天数	143.06	142.99	142.98	143.02
<b>投资活动现金流</b>	<b>-59.8</b>	<b>-13.5</b>	<b>-3.5</b>	<b>-3.5</b>	<b>每股指标(元)</b>				
资本支出	-61.3	-21.0	-3.5	-3.5	主业盈利/股本	0.31	0.41	0.55	0.71
长期投资	0.0	0.0	0.0	0.0	每股经营现金流	0.09	0.13	0.38	0.46
其它变动	1.5	7.6	0.0	0.0	每股净资产	4.75	5.21	5.81	6.57
<b>筹资活动现金流</b>	<b>422.0</b>	<b>1.6</b>	<b>5.1</b>	<b>5.5</b>	<b>估值比率</b>				
债务融资	2.0	-1.0	0.0	0.0	P/E	46.57	35.51	27.46	21.89
权益融资	440.2	0.0	0.0	0.0	P/B	3.47	3.16	2.83	2.51
其它变动	-20.3	2.6	5.1	5.5	P/S	8.49	6.76	5.37	4.26
<b>汇率变动影响</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	P/S	8.49	6.76	5.37	4.26
<b>现金净增加额</b>	<b>375.9</b>	<b>7.1</b>	<b>56.8</b>	<b>68.8</b>	EV/EBITDA	18.02	13.91	10.69	7.88

数据来源:第一创业研究所、公司公告

## 免责声明:

本报告仅供第一创业证券股份有限公司(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

## 第一创业证券股份有限公司

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