

# 佐力药业 (300181)

## —重磅收购助力公司更上一层楼

投资评级 推荐 评级调整 评级不变 收盘价 12.41 元

### 投资要点:

近期与公司管理层就公司发展战略和规划进行了交流:

#### 1. 乌灵胶囊有望保持快速增长

公司主导产品乌灵胶囊属于中枢神经系统用药,主要用于失眠、健忘、心悸心烦、神疲乏力、腰膝酸软、头晕耳鸣、少气懒言、脉细或沉无力等症状。

乌灵胶囊是公司研发的一类新药,中药保护期延长到 2020 年 9 月,原料乌灵粉是通过生物发酵获得,申请了专利保护,具有资源垄断属性。乌灵胶囊 2012 年市场占有率 17.25%,近三年在中药安神补脑类药物中始终保持第一位。

乌灵胶囊 2013 年收入 4.08 亿,同比增长 24%,受到招投标周期的影响,今年中报收入 2.21 亿,同比增长 12.26%,增速有所下滑,我们认为乌灵胶囊未来几年仍会保持 20%以上的增速:

- 1) 据南方所统计,目前中枢神经系统药物化学药占比超过 90%,中成药由于具有副作用小,安全性好的特点,08-12 年复合增长率 28%,高于化学药 25.5%增速,行业仍处于快速增长期,而乌灵胶囊具有机理明确,没有依赖性,适合长期用药的特点,目前 4 个多亿的规模远没有到瓶颈期,至少会跟随行业同步增长。
- 2) 乌灵胶囊目前已经进入浙江、上海、广东、新疆等地的基药目录,随着基药招标的推进,进入基药的优势将会逐渐体现出来。
- 3) 公司销售模式以学术推广为主,二三级医院覆盖不到 2000 家,13 年开始进行营销改革,成立招商部门,与终端代理商合作形成与自己销售队伍的互补,快速覆盖二级以上医院。
- 4) 产品目前销售集中在精神科、神经科和中医科,未来有望向其他科室推广。
- 5) 公司与央视合作拍摄乌灵参纪录片,有利于扩大产品的知名度和认知度,利于学术推广。

#### 2. 乌灵产品多元化开启

以乌灵粉为君药开发的灵莲花颗粒和灵泽片已经上市,目前处于导入期,还没有形成销售规模,我们认为这两个药物定位老年人用药,分别用于妇女更年期综合征和男性前列腺增生,随着我国人口老龄化加剧,这两个品种有望成为未来的重磅产品。

#### 3. 重磅收购有望再造一个佐力

7 月初公司公告以 1.5 亿资金收购珠峰冬虫虫草药业(制剂公司) 51%股权,该公司拥有百令片生产批文,目前市场上仅公司和烟台瑞

发布时间: 2014 年 7 月 24 日

### 主要数据

52 周最高/最低价(元)	36.80/10.32
上证指数/深圳成指	2078.49/7375.31
50 日均成交额(百万元)	52.29
市净率(倍)	5.09
股息率	4.03%

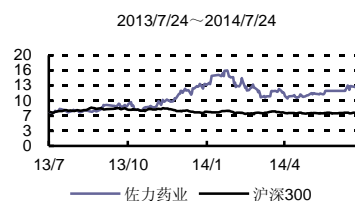
### 基础数据

流通股(百万股)	224.12
总股本(百万股)	316.80
流通市值(百万元)	2781.34
总市值(百万元)	3931.49
每股净资产(元)	2.44
净资产负债率	21.93%

### 股东信息

大股东名称	俞有强
持股比例	30.94%
国元持仓情况	

### 52 周行情图



### 相关研究报告

《国元证券公司研究-佐力药业(300181)独占乌灵资源 多领域扩张》, 2013-7-26

### 联系方式

研究员: 王广军  
 执业证书编号: S0020512080002  
 电话: 021-51097188-1815  
 电邮: wangguangjun@gyzq.com.cn  
 地址: 中国安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券(230000)

批文，华东医药的百令片仍在注册申请当中，但是由于现在拥有原料批文的只有华东医药和制剂公司的母公司珠峰虫草药业，烟台瑞东由于没有原料供应，处于停产状态。公司股东大会已经通过收购制剂公司的议案，13年百令片收入近5000万规模，比照华东医药的百令胶囊目前销售规模超过10亿，未来百令片也有望成为重磅产品。

**结论：**我们认为公司主导产品乌灵胶囊市场空间巨大，远没有到瓶颈期，未来三年仍会保持20%以上增长；乌灵衍生品灵莲花颗粒和灵泽片针对老年病用药市场，前景广阔；收购的百令片也有望成为重磅产品，我们预计2014-2016年公司实现净利润1.04、1.34和1.72亿，同比增长29%、29%和28%，对应PE 38、30和23倍，从估值角度看股价并不便宜，考虑到收购后公司由原来单一产品变为双轮驱动，业绩弹性增强，单产品风险降低，公司市值有望在目前40亿左右水平上再上一个台阶，我们给予公司推荐评级。

**关键假设：**

1. 珠峰冬虫夏草药业收购成功，13-15年实现收入3000万、1亿和1.5亿；
2. 灵莲花颗粒和灵泽片14-15年实现1000万、2000万收入。

**风险提示：**

1. 主导产品推广不达预期以及产品降价的风险；
2. 珠峰冬虫夏草药业股权争议，收购失败的风险；
3. 股东减持的风险；

重要财务指标		单位:百万元			
主要财务指标	2013	2014E	2015E	2016E	
营业收入	419	532	735	951	
收入同比(%)	22%	27%	38%	29%	
归属母公司净利润					
润	81	104	134	172	
净利润同比(%)	31%	29%	29%	28%	
毛利率(%)	86.9%	86.1%	85.3%	85.3%	
ROE(%)	10.5%	13.0%	14.7%	16.4%	
每股收益(元)	0.26	0.33	0.42	0.54	
P/E	49.01	38.03	29.51	23.04	
P/B	5.14	4.93	4.35	3.77	
EV/EBITDA	41	23	19	16	

数据来源：国元证券研究中心

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E	会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	513	446	626	835	<b>营业收入</b>	419	532	735	951
现金	358	264	371	502	营业成本	55	74	108	140
应收账款	42	55	74	97	营业税金及附加	6	8	11	14
其他应收款	2	3	4	6	营业费用	231	287	397	514
预付账款	2	4	5	7	管理费用	57	64	88	114
存货	38	42	64	85	财务费用	1	-6	-6	-11
其他流动资产	70	77	106	139	资产减值损失	1	0	0	0
<b>非流动资产</b>	428	526	476	424	公允价值变动收				
长期投资	0	0	0	0	益	0	0	0	0
固定资产	364	472	422	371	投资净收益	0	0	0	0
无形资产	40	24	16	7	<b>营业利润</b>	69	105	137	180
其他非流动资					营业外收入	22	18	19	19
产	25	30	38	47	营业外支出	1	1	1	1
<b>资产总计</b>	942	972	1102	1259	<b>利润总额</b>	90	121	155	198
<b>流动负债</b>	153	152	173	192	所得税	9	17	20	26
短期借款	75	69	70	70	<b>净利润</b>	81	104	134	172
应付账款	20	27	39	51	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	58	56	64	71	<b>归属母公司净利润</b>	81	104	134	172
<b>非流动负债</b>	16	15	16	16	EBITDA	91	163	195	234
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.56	0.33	0.42	0.54
其他非流动负									
债	16	15	16	16	<b>主要财务比率</b>				
<b>负债合计</b>	169	167	188	207	<b>会计年度</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>
少数股东权益	0	0	0	0	<b>成长能力</b>				
股本	144	317	317	317	营业收入	22.0%	26.8%	38.2%	29.4%
资本公积	409	237	237	237	营业利润	24.0%	50.9%	30.9%	31.5%
留存收益	219	251	360	499	归属于母公司净利润	30.6%	28.9%	28.8%	28.1%
归属母公司股东权益	773	805	913	1052	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	942	972	1102	1259	毛利率(%)	86.9%	86.1%	85.3%	85.3%
					净利率(%)	19.3%	19.6%	18.3%	18.1%
					ROE(%)	10.5%	13.0%	14.7%	16.4%
					ROIC(%)	11.6%	12.8%	16.8%	21.1%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	18.0%	17.2%	17.1%	16.5%
					净负债比率(%)	56.04%	50.11%	45.50%	41.78%
					流动比率	3.36	2.94	3.62	4.36
					速动比率	3.10	2.65	3.24	3.91
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.46	0.56	0.71	0.81

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>经营活动现金流</b>	30	139	129	156
净利润	81	104	134	172
折旧摊销	21	65	64	66
财务费用	1	-6	-6	-11
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-78	-25	-65	-72
其他经营现金				
流	6	2	2	1
<b>投资活动现金流</b>	-22	-157	-4	-4

资本支出	24	150	0	0	应收账款周转率	11	10	11	11
长期投资	0	0	0	0	应付账款周转率	2.91	3.16	3.29	3.13
其他投资现金									
流	2	-7	-4	-4	<b>每股指标 (元)</b>				
<b>筹资活动现金流</b>	<b>-16</b>	<b>-77</b>	<b>-18</b>	<b>-21</b>	每股收益(最新摊薄)	0.26	0.33	0.42	0.54
短期借款	12	-6	1	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.09	0.44	0.41	0.49
长期借款	-20	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	2.44	2.54	2.88	3.32
普通股增加	0	173	0	0	<b>估值比率</b>				
资本公积增加	0	-173	0	0	P/E	49.01	38.03	29.51	23.04
其他筹资现金					P/B	5.14	4.93	4.35	3.77
流	-7	-71	-19	-22	EV/EBITDA	41	23	19	16
<b>现金净增加额</b>	<b>-8</b>	<b>-94</b>	107	131					

数据来源: 国元证券研究中心

## 国元证券投资评级体系：

### (1) 公司评级定义

#### 二级市场评级

强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上
推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%” 之间
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上

### (2) 行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。特此声明。

## 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具有以下业务资质：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务。

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员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，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。市场有风险，投资需谨慎。

## 免责条款：

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn