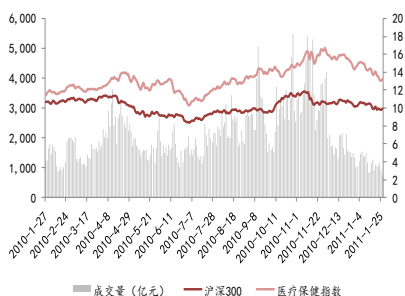


合理价格区间

21.6-25.2 元

行业走势情况



公司基本情况

| | |
|-------------------|---------------|
| 发行日期 | 2011-2-10 |
| 发行后总股本 (万股) | 8000 |
| 发行数量 (万股) | 2000 |
| 网上发行 | 1600 |
| 网下发行 | 400 |
| 第一大股东 | 俞有强 |
| 第一大股东持股比例 (发行前/后) | 41.25%/30.94% |
| 发行前每股净资产 | 3.08 |
| 发行前资产负债率 | 42.57% |

研发部

邵明慧
SAC 执业证书编号: S1340510120001

联系人: 医药研究小组
联系电话: 010-68858138
Email: songkai@cnpsec.com

专注心理疾病领域，细分市场的大品牌

——佐力药业（300181）新股分析报告

摘要:

● 此次发行前，公司总股本为 6000 万股，第一大股东和实际控制人均为俞有强先生，他直接持有公司 2475 万股的股份，占公司发行前总股本的 41.25%，同时，他和其妻子俞友珠女士各持股 50% 的德清县寅幸商贸公司通过德清隆祥持有公司 4% 的股份。公司此次拟发行 2000 万股 A 股，占公司发行后总股本 8000 万股的 25%。此次发行后公司大股东和实际控制人不变。此外，康恩贝（600572，SH）持有公司 1560 万股股份，占公司发行前总股本的 26%。

● **专注于心理障碍治疗领域的中药企业。**公司主要药品为乌灵胶囊，主要用于神经衰弱，焦虑、抑郁症状的缓解和失眠症的治疗。该药物属于神经系统药物。乌灵胶囊是公司的一类新药，公司独家生产。该药物是公司主要的收入和利润来源，2010 年上半年占公司总收入的 88.49%，占公司毛利润的 99%。未来几年该药物将继续是公司最重要的产品。

● **细分领域的龙头企业。**公司产品乌灵胶囊在细分市场享有较高的市场份额。在药品终端分类中，乌灵胶囊属于神经系统药物中成药，在该领域，乌灵胶囊占据 9.45% 的市场份额，是仅次于天麻素注射液的第二大产品，是第一大口服药品。在神经系统用药安神补脑类药物中，乌灵胶囊市场份额在 15% 以上，排名第一。

● **中药神经系统用药行业未来发展空间巨大。**我们认为随着我国现代生活节奏的加快，人民生活经济水平的提高，消费者对因心理因素造成的疾病也由忽视变为重视，消费需求将呈现快速增长的趋势。目前化学药是神经系统用药中的主流，但是随着对我国中成药的不断开发，中药的天然与安全性愈发受到市场追捧，中成药在神经系统用药领域中成药未来将占据更大的市场份额。

● **产品盈利能力强，销售费用率较高。**公司产品乌灵胶囊的毛利率较高，在 88% 以上，具有较强的盈利能力。但是由于公司产品结构较为单一，无法实现销售费用的联动和协同效应，同时目前主要通过医生的处方销售，消费者的自我诊断率低，公司主要通过学术推广的方式加大产品销售，导致公司的销售费用率水平较高。

● **募投项目增加主营产品产能。**此次公司拟募集资金 1.67 亿元，主要用于乌灵胶囊上游原料的扩产和乌灵胶囊制剂的产能扩张。项目达产后乌灵胶囊的产能将增长 150%。

● **盈利预测与估值。**按照公司 IPO 后 8000 万股总股本计算，我们预计公司 2010-2012 年每股收益为 0.53 元、0.72 元和 0.96 元，我们认为给予公司 2011 年 30-35 倍 PE 较为合理，对应股票价格为 21.6-25.2 元。

● **风险提示。**产品结构单一风险；市场营销风险；销售费用率上升风险。

目录

| | |
|------------------------------------|---|
| 1. 公司概况 | 3 |
| 1.1 公司简介 | 3 |
| 1.2 公司股本结构 | 3 |
| 1.3 公司主营业务情况 | 3 |
| 2. 公司所处行业情况 | 4 |
| 2.1 立足药用真菌领域 | 4 |
| 2.2 中药神经系统用药前景广阔 | 4 |
| 3. 公司产品的行业地位——中药神经系统用药领域领先品牌 | 6 |
| 4. 募投项目分析 | 6 |
| 5. 公司盈利预测和估值 | 7 |
| 6. 风险提示 | 8 |

图表目录

| | | |
|-----------------------------------|---------------------------|---|
| 图表 1: 公司股权结构 | 3 | |
| 图表 2: 公司主要产品乌灵胶囊的销售规模和毛利率情况 | 4 | |
| 图表 3: 我国神经系统用药的销售额 | 5 | |
| 图表 4: 我国医院轻中度心理障碍用药市场发展趋势 | 6 | |
| 图表 5: 医院市场神经系统疾病中十大中成药品种 | 图表 6: 国内安神补脑类中药市场份额 | 6 |
| 图表 7: 公司募投项目情况 | 7 | |
| 图表 8: 公司主要产品业绩预测 (单位: 万元) | 7 | |
| 图表 9: 公司利润表预测 (单位: 万元) | 8 | |

1. 公司概况

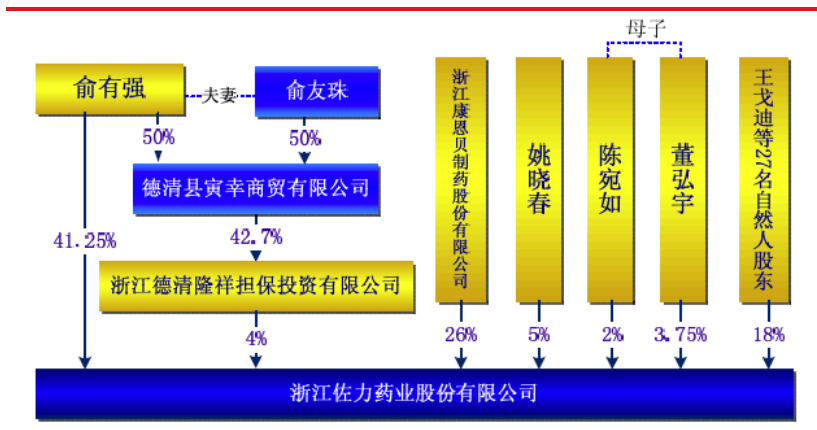
1.1 公司简介

公司致力于药用真菌生物发酵技术生产中药产品，通过对珍稀药用真菌乌灵参的研究，实现了对珍稀药材乌灵参的产业化。目前拥有乌灵系列产品：中药原料药“乌灵菌粉”（国家一类新药）、中药产品“乌灵胶囊”（国家一类新药）、“灵莲花颗粒”（国家中药第六类）。公司专有技术——“珍稀药用真菌乌灵参的工业化生产关键技术及其临床应用”是核心技术，属国家秘密技术，2010年2月11日，发行人取得科学技术部、国家保密局联合颁发的秘密技术证书，保密期限5年。

1.2 公司股本结构

此次发行前，公司总股本为6000万股，第一大股东和实际控制人均为俞有强先生，他直接持有公司2475万股的股份，占公司发行前总股本的41.25%，同时，他和其妻子俞友珠女士各持股50%的德清县寅幸商贸有限公司通过德清隆祥持有公司4%的股份。公司此次拟发行2000万股A股，占公司发行后总股本8000万股的25%。此次发行后公司大股东和实际控制人不变。此外，康恩贝（600572，SH）持有公司1560万股股份，占公司发行前总股本的26%。

图表 1：公司股权结构

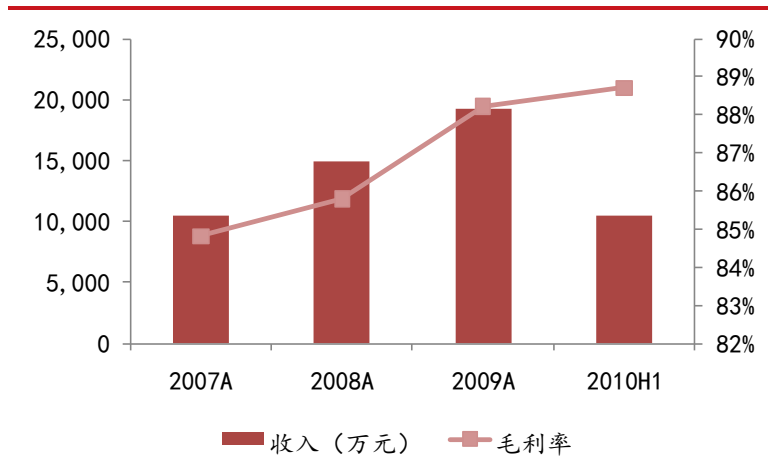


数据来源：公司公告，中邮证券研发部

1.3 公司主营业务情况

公司主要产品为乌灵胶囊，乌灵胶囊的主要成分为乌灵参提取物。该药物是中药神经类药物，主要用于神经衰弱，焦虑、抑郁症状的缓解和失眠症的治疗。该药物的营业收入占公司营业收入的88%以上，由于公司另一主要产品乙酰螺旋霉素近几年为亏损状态，随意公司毛利润几乎全部来自于乌灵胶囊。公司近几年也逐渐弱化了乙酰螺旋霉素的销售，未来乌灵胶囊将成为公司最主要的产品。

图表 2：公司主要产品乌灵胶囊的销售规模和毛利率情况



数据来源：公司公告，中邮证券研发部

2. 公司所处行业情况

2.1 立足药用真菌领域

公司产品乌灵胶囊是乌灵参的提取物，乌灵参是一种生于温暖山坡土层较深处或河堤土坡上土栖白蚁遗弃菌圃腔内的植物，主要分布于我国的分布于江苏、浙江、江西、台湾、广东、四川、云南等地，其所含成分主要包括含多糖，蛋白质，及铁、锰、锡等微量元素。

公司产品所属领域为药用真菌行业，药用真菌是指能治疗疾病、具有药用价值的一类真菌，即在菌丝体、子实体、菌核或孢子中能生产诸如氨基酸、蛋白质、维生素、多糖、甙类、生物碱、甾醇类、黄酮类、抗生素及多种矿物质，对人体有保健作用，对疾病有预防、抑制或治疗作用的真菌。

真菌的药用历史悠久，相对于其他中草药的开发研究，药用真菌领域还是一块处女地。随着人类回归大自然的紧迫要求，取自生物资源中的天然药物将会更受到人们的青睐。

2.2 中药神经系统用药前景广阔

公司的乌灵胶囊主要用于治疗轻中度心理障碍，目前，在我国名列前三位的心理问题症状依次是：抑郁（忧郁）、焦虑、失眠。中国人患抑郁症、焦虑症的人数分别占到总人数的 5%，而在抑郁症患者中，10%至 15%的人会有自杀倾向或行动，患失眠症的占到总人数的 4.2%。据调查，中国人一生中得过抑郁的人占到 30%以上，焦虑的占到 30%以上，失眠者则在 42%以上。有关统计资料表明，在综合医院中，50%反复就诊者，患有抑郁障碍、焦虑障碍、睡眠障碍以及其他不同的精神障碍。与其他患者相比，这些患者的总就诊次数要高七倍之多。

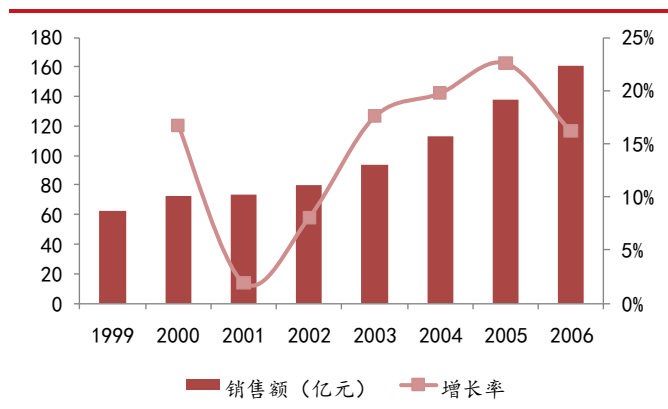
按照卫生部、民政部、公安部、中国残联《中国精神卫生工作规划（2002—2010 年）》

确立的工作目标，普通人群心理健康知识和精神疾病预防知识知晓率 2005 年达到 30%，2010 年达到 50%；儿童和青少年精神疾病和心理行为问题发生率 2010 年降到 12%；精神分裂症治疗率 2005 年达到 50%，2010 年达到 60%；精神疾病治疗与康复工作覆盖人口 2005 年达到 4 亿人，2010 年达到 8 亿人。

中枢神经系统用药是全球第二大药品市场，是增长最快的市场之一。2006 年全球中枢神经系统（CNS）药物总销售额为 900 亿美元，而 2008 年已上升为 1048 亿美元。从销售额来看，在 CNS 市场中占据最大一部分的是抗抑郁类药，占据 23% 的市场份额；紧随其后的是抗精神病药，占据 22.6% 的份额；抗癫痫药占据了 16.8% 的市场。增长最为迅速的几部分市场有睡眠障碍治疗市场，增长速度为 14.8%；其次是注意力缺陷多动症治疗药，增长速度为 10.8%；阿尔茨海默氏病治疗药，增长速度为 10.7%；抗精神病药增长速度为 10.2%。

国内市场，轻中度心理障碍的发病率与国外基本一致，但由于临床的诊断与治疗手段的相对落后，加之患者本身对这类疾病的认识不足，导致就诊率、诊断率、治疗率偏低。但伴随城市居民生活工作压力加大，以及老年化社会的到来，我国神经系统用药市场规模呈现快速增长的势头。1999 年我国神经系统用药市场规模为 62 亿元，2006 年增长到 160 亿元，复合增长率为 14.50%。

图表 3：我国神经系统用药的销售额

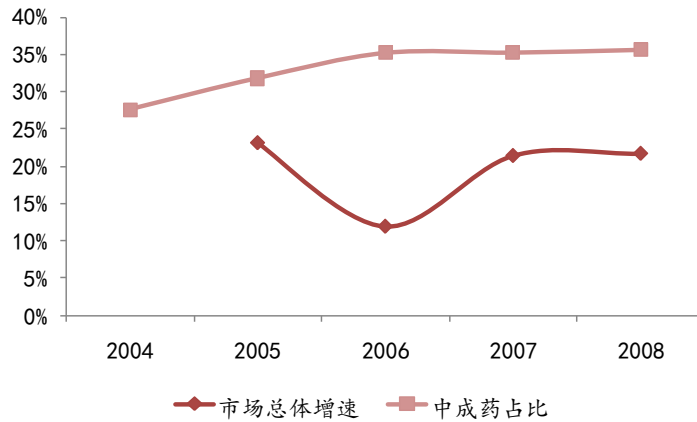


数据来源：公司公告，中邮证券研发部

根据 IMS 对我国医院系统治疗轻中度心理障碍用药市场统计数据显示，2004-2008 年该市场年均复合增长率为 19.5%，其中中药品种的年均复合增长率达到 27.4%，高于西药品种 16.0% 的年均复合增长率 16。从中药品种占市场份额和增长率来分析，可以看到在这一治疗领域，中药的地位相当重要而且发展潜力巨大。

2004 年，我国医院轻中度心理障碍用药的市场中，中成药占比在 27.5% 左右，2005 年至 2008 年，这一份额逐渐增长并稳定在 35% 左右。

图表 4：我国医院轻中度心理障碍用药市场发展趋势



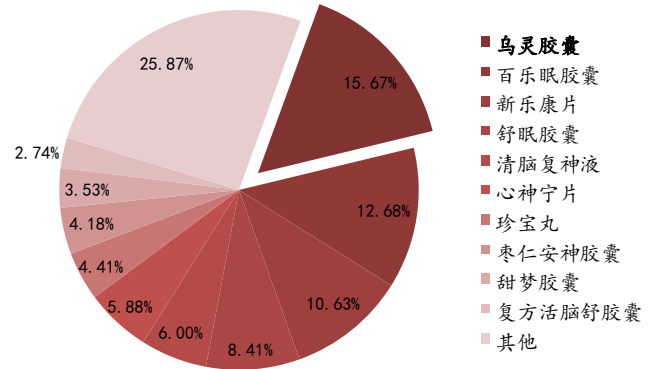
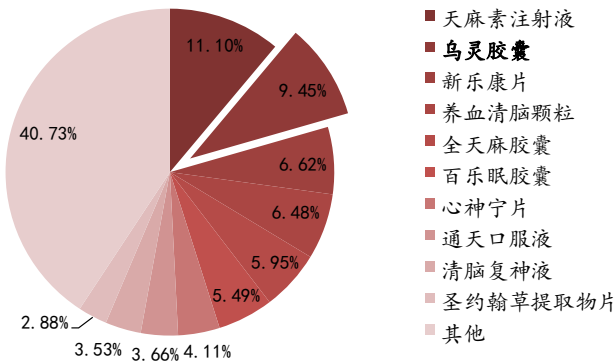
数据来源：公司公告，中邮证券研发部

3. 公司产品的行业地位——中药神经系统用药领域领先品牌

公司产品乌灵胶囊在细分市场享有较高的市场份额。在药品终端分类中，乌灵胶囊属于神经系统药物中成药，医院神经系统疾病用药中十大中成药品种前 10 位中药品种市场集中度为 59.27%，其中乌灵胶囊排名第二。除排名第一位的天麻素注射液为注射剂型外，其余产品均为口服剂型，乌灵胶囊在口服剂型中市场排名第一位。在神经系统用药安神补脑类药物中，乌灵胶囊市场份额在 15% 以上，排名第一。

图表 5：医院市场神经系统疾病中十大中成药品种

图表 6：国内安神补脑类中药市场份额



数据来源：公司公告，中邮证券研发部

4. 募投项目分析

公司此次计划发行 2000 万股 A 股，拟募集资金 1.67 亿元，主要用于乌灵菌粉和乌灵胶囊的产能扩张。项目达产后乌灵胶囊的产能将增长 150%。

图表 7: 公司募投项目情况

| 项目名称 | 投资总额 | 投资计划 | | | |
|-----------------------------|--------|-------|-------|-------|-----|
| | | 第一年 | 第二年 | 第三年 | 第四年 |
| 新增年产 200 吨乌灵菌粉生产技术升级改造和扩产项目 | 9,238 | 2,800 | 3,300 | 3,138 | |
| 新增年产 4.5 亿粒乌灵胶囊建设项目 | 2,991 | | 1,500 | 1,491 | |
| 药用真菌研发中心建设项目 | 3,000 | | 293 | 2,332 | 375 |
| 市场营销网络建设项目 | 1,500 | | 305 | 965 | 230 |
| 合计 | 16,729 | 2,800 | 5,398 | 7,926 | 605 |

数据来源: 公司公告, 中邮证券研发部

公司目前乌灵菌粉的产能为 110 吨/年, 募投项目全部达产后, 产能将达到 270 吨/年, 同时公司乌灵胶囊目前的产能为 3 亿粒/年, 募投项目达产后这一数字将达到 7.5 亿粒/年。

5. 公司盈利预测和估值

乌灵胶囊是公司未来主要的收入与利润来源, 我们预计 2011 年该药品的销售额将超过 3 亿元, 2011 年将达到 3.84 亿元, 毛利率略有下降, 在 88.50% 以上。

图表 8: 公司主要产品业绩预测 (单位: 万元)

| 产品 | 项目 | 2008A | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
|-------------------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 乌灵胶囊 (折合 18 粒) | 产量 (万盒) | 961 | 1,218 | 1,400 | 1,900 | 2,400 |
| | 销量 (万盒) | 949 | 1,190 | 1,330 | 1,815 | 2,304 |
| | 产销率 | 98.74% | 97.75% | 95.00% | 95.50% | 96.00% |
| | 收入 | 14,966 | 19,240 | 22,428 | 30,400 | 38,400 |
| | 增长率 | 43.65% | 28.56% | 16.57% | 35.54% | 26.32% |
| | 毛利率 | 85.80% | 88.22% | 88.80% | 88.70% | 88.50% |
| 公司合计 | 收入 | 16,490 | 21,535 | 24,920 | 33,224 | 41,514 |
| | 增长率 | 30.27% | 30.59% | 15.72% | 33.32% | 24.95% |
| | 毛利率 | 77.37% | 78.99% | 80.73% | 81.98% | 82.69% |

数据来源: 公司公告, 中邮证券研发部

按公司发行后总股本 8000 万股计算，我们预计公司 2010-2012 年的每股收益为 0.53 元、0.72 元和 0.96 元，我们认为给予公司 2011 年 30-35 倍 PE 较为合理，对应股票价格为 21.6-25.2 元。

图表 9：公司利润表预测（单位：万元）

| | 2008A | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
|----------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 营业收入 | 16,490 | 21,535 | 24,920 | 33,224 | 41,514 |
| 增长率 | 30.27% | 30.59% | 15.72% | 33.32% | 24.95% |
| 营业成本 | 3,732 | 4,524 | 4,803 | 5,987 | 7,186 |
| 毛利率 | 77.37% | 78.99% | 80.73% | 81.98% | 82.69% |
| 营业税金及附加 | 244 | 294 | 341 | 454 | 567 |
| 销售费用 | 8,593 | 11,231 | 12,709 | 16,871 | 21,043 |
| 管理费用 | 2,322 | 2,220 | 2,492 | 3,239 | 3,653 |
| 财务费用 | 691 | 678 | 748 | 66 | 83 |
| 期间费用率 | 70.38% | 65.61% | 64.00% | 60.73% | 59.69% |
| 资产减值损失 | 150 | 19 | -50 | 50 | 80 |
| 公允价值变动净收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 758 | 2,568 | 3,878 | 6,556 | 8,901 |
| 增长率 | 64.32% | 238.71% | 51.02% | 69.07% | 35.76% |
| 加：营业外收入 | 1,243 | 1,043 | 900 | 0 | 0 |
| 减：营业外支出 | 198 | 155 | 50 | 0 | 0 |
| 其中：非流动资产处置净损失 | 11 | 49 | 1 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 1,802 | 3,456 | 4,728 | 6,556 | 8,901 |
| 减：所得税 | 138 | 297 | 492 | 787 | 1,246 |
| 所得税率 | 7.66% | 8.61% | 10.40% | 12.00% | 14.00% |
| 净利润 | 1,664 | 3,158 | 4,236 | 5,769 | 7,655 |
| 增长率 | 19.78% | 89.78% | 34.12% | 36.19% | 32.67% |
| 减：少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 1,664 | 3,158 | 4,236 | 5,769 | 7,655 |
| 增长率 | 19.78% | 89.78% | 34.12% | 36.19% | 32.67% |
| 基本每股收益（元） | 0.21 | 0.39 | 0.53 | 0.72 | 0.96 |

数据来源：公司公告，中邮证券研发部

6. 风险提示

公司的主要风险包括：产品结构单一风险；市场营销风险；销售费用率上升风险。

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20% 以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10% 之间；
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10% 以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5% 以上；
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5% 之间；
弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5% 以上；

分析师声明

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券有限责任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、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

本报告旨在发送给中邮证券有限责任公司的特定客户及其他专业人士。报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司（以下简称“公司”）是经中国证券监督管理委员会批准设立，注册地及公司总部设在西安，目前主要从事证券经纪、证券自营、证券投资咨询、证券投资基金销售业务的一家正处于稳健成长中的证券公司。公司股东为：中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司、西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局，公司注册资本金为 5.6 亿元人民币。

公司的前身“西安华弘证券经纪有限责任公司”成立于 2002 年，从事单一经纪业务。2006 年 4 月，公司完成了第一次增资扩股，引进中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司三家股东；2009 年 3 月，公司新增证券自营和证券投资咨询业务资格，完成了由单一业务范围向多元化经营的突破；2009 年 10 月，经中国证监会和国家工商总局审批同意后，公司在西安市工商局办理了登记注册手续，正式更名为“中邮证券有限责任公司”；2009 年 10 月 21 日，西安市工商局为公司换发了新的《经营证券业务许可证》；2010 年 11 月，公司取得证券投资基金销售业务资格，使得公司经营业务种类更趋多元化。

公司现下设四个证券营业部，分别为西安南大街证券营业部、西安电子二路证券营业部、阎良人民路证券营业部和北京西直门北大街证券营业部。公司现有员工 200 余名，保有客户数量 5 万余人，管理客户资产逾 50 亿元。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证券监督管理委员会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国工商银行、中国建设银行、中国银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。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。