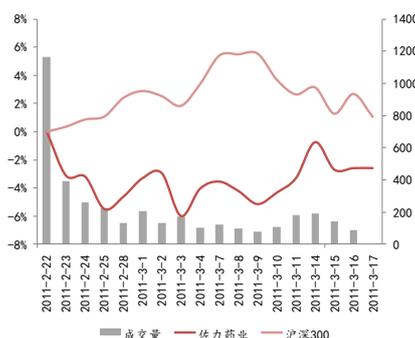


投资评级

谨慎推荐

近一年股价走势图



公司基本情况

总股本(万股)	8,000
流通股本(万股)	1,600
每股净资产(元)	3.45
资产负债率(%)	40.58

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

## 乌灵胶囊增长 21%，看好产品前景

——佐力药业（300181）年报点评

事件：

- 公司发布了 2010 年年报。

点评：

- 公司 2010 年实现收入 2.63 亿元，同比增长 21.97%；营业利润 3411 万元，同比增长 32.83%；利润总额为 4533 万元，同比增长了 31.17%；归属于母公司净利润为 4148 万元，同比增长了 31.32%。基本每股收益 0.69 元。不进行利润分配和转增股本。公司业绩基本符合我们的预期。
- **主导产品盈利能力有所增强。**公司主导产品乌灵胶囊实现营业收入 2.33 亿元，同比增长 21.21%，毛利率为 89.35%，同比上升了 1.13 个百分点，公司收入占比为 88.59%。该产品的业绩情况好于我们之前的预期。报告期内乌灵胶囊在我国华北地区、华中地区和华西地区的销售额均有较大幅度的增长，公司加大市场开拓力度显现成效。
- **产品单一，销售费用率较高。**目前公司的乌灵胶囊是公司最主要的业绩来源，公司产品比较单一，同时由于公司产品特点，销售费用率较高，报告期内的销售费用率为 51.58%。
- **细分市场的大品种。**乌灵胶囊主要是用于治疗焦虑、抑郁和失眠等病症，属于心理疾病用药，是医保药品。乌灵胶囊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，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。
- **看好未来神经系统中成药行业。**我们认为心理疾病用药市场潜力比较大，现在国内生活节奏快，压力大，失眠的发病率仅次于美国，达到 26%。人们对神经系统疾病的自我认知率较低，但是目前已有越来越多的人观念开始转变，逐渐能够理性地面对这一疾病。但目前的治疗率依然低于 10%，远低于发达国家水平。相对于西药，中药对于国人来讲更容易被接受，我们认为神经系统中成药未来具有良好的市场前景。
- **投资看点。**公司上市募投项目主要为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%，这将是未来公司业绩的主要拉动因素。同时公司围绕着乌灵菌粉展开的新剂型、新适应症等研究或称为公司未来亮点。
- **盈利预测与投资评级。**我们维持对公司 2011-2012 年每股收益为 0.72 元和 0.96 元的盈利预测，对应动态市盈率为 38 倍和 29 倍，目前公司估值比较合理，我们看好公司产品所在行业的市场前景，给予公司“谨慎推荐”的投资评级。
- **风险提示。**产品结构单一风险。

图表 1：佐力药业盈利预测（单位：万元）

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
<b>营业收入</b>	16,490	21,535	26,266	33,224	41,514
增长率	30.27%	30.59%	21.97%	26.49%	24.95%
营业成本	3,732	4,524	5,214	5,895	7,186
毛利率	77.37%	78.99%	80.73%	82.26%	82.69%
营业税金及附加	244	294	394	498	623
销售费用	8,593	11,231	13,548	17,203	21,458
管理费用	2,322	2,220	3,077	3,239	3,653
财务费用	691	678	677	66	83
期间费用率	70.38%	65.61%	65.88%	61.73%	60.69%
资产减值损失	150	19	-56	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
<b>营业利润</b>	758	2,568	3,411	6,271	8,429
增长率	64.32%	238.71%	32.82%	83.87%	34.42%
加：营业外收入	1,243	1,043	1,170	0	0
减：营业外支出	198	155	48	0	0
其中：非流动资产处置净损失	11	49	1	0	0
<b>利润总额</b>	1,802	3,456	4,533	6,271	8,429
减：所得税	138	297	385	546	784
所得税率	7.66%	8.61%	8.50%	8.70%	9.30%
<b>净利润</b>	1,664	3,158	4,148	5,725	7,645
增长率	19.78%	89.78%	31.32%	38.04%	33.53%
减：少数股东损益	0	0	0	0	0
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	1,664	3,158	4,148	5,725	7,645
增长率	19.78%	89.78%	31.32%	38.04%	33.53%
<b>基本每股收益（元）</b>	<b>0.21</b>	<b>0.39</b>	<b>0.69</b>	<b>0.72</b>	<b>0.96</b>

数据来源：公司公告，中邮证券研发部

---

## 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监会核准。

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。