

医药行业

2009年12月31日



新股研究

申购建议：申购

福瑞股份（300049）：肝纤维化领域龙头企业

核心观点

申购建议

建议投资者在25-30倍市盈率间申购，相应的申购价为20-24元。

主要依据：

内蒙古福瑞中蒙药科技股份有限公司是一家集科研、生产、销售和 network 服务于一体的现代化医药企业。公司专注于肝病领域，拥有自主知识产权的高端核心技术，提供肝纤维化领域诊断及治疗方案，是该细分行业内的龙头企业。

公司建立了以肝纤维化诊断支持服务为导向，以无创诊断标准和服务型营销体系为驱动，以肝纤维化治疗药品为基础的专业化业务体系。公司主导产品复方鳖甲软肝片是全球首个专业治疗肝纤维化的药品，是国家专利产品、国家二级中药独家保护品种，并被列入国家级火炬计划项目。自1999年上市以来，该药品在肝纤维化治疗领域里市场占有率一直名列首位，2008年销售额1.49亿元，市场份额26.1%，是专业抗肝纤维化中成药市场中唯一一个销售额过亿的品种，在该领域里拥有极高的市场知名度。

公司此次募集资金将主要投入生产基地技术改造项目和肝纤维化在线诊断系统（FSTM）项目2个项目，总投资额12629万元。项目完成后，将有效提高公司主要生产产品的生产能力及推广能力，扩大FSTM覆盖范围并提高无创诊断进入壁垒，进一步巩固公司在细分行业内的龙头地位，推动公司未来业绩增长。

我们预计公司09-11年EPS分别为0.46元、0.80元和1.08元。公司主营业务是提供肝纤维化领域诊断及治疗方案，主要产品复方鳖甲软肝片是中成药，在A股市场上目前没有与公司主营业务和经营模式相似的公司作为参考。目前医药行业2010年预测市盈率约为29.7倍，中药板块2010年预测市盈率约为32.7倍，考虑到公司所处的细分行业及其在细分行业中的地位，我们认为其2010年PE在25-30倍间较为合适。以公司2010年每股收益0.80元计算，公司的合理股价应为20-24元，建议投资者按合理价位申购。

发行数据：

项目	数值
发行股本（万股）	1,900
发行日期	2010年1月7日
预期上市价格（元）	20-24

国都证券研究所

联系人：蔡建军、潘蕾

电话：010—84183153

010—84183157

E-mail: caijianjun@guodu.com

panlei@guodu.com

联系人：周红军

电话：010—84183380

E-mail: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

1、 本次发行一般情况

图表 1: 本次发行基本情况

公司名称	内蒙古福瑞中蒙药科技股份有限公司
公司简称	福瑞股份
发行地	深圳
发行日期	2010 年 1 月 7 日
申购代码	300049
发行股数	1,900 万股
发行方式	网下询价,上网定价
发行后总股本	7,400 万股
每股盈利 (2008 年)	0.47 元
发行后全面摊薄每股收益 (2008 年)	0.35 元
发行前每股净资产	2.53 元

资料来源: 公司招股意向书、国都证券研究所

2、 公司基本情况

2.1 公司概况

内蒙古福瑞制药有限责任公司于1998 年11 月26 日在内蒙古自治区乌兰察布盟集宁市（现为乌兰察布市集宁区）创立，2001 年12 月25 日整体变更为内蒙古福瑞中蒙药科技股份有限公司，是一家集科研、生产、销售和网络服务于于一体的现代化医药企业。公司专注于肝病领域，拥有自主知识产权的高端核心技术，以提供肝纤维化领域诊断及治疗方案为主营业务，是该细分行业内的龙头企业。

公司建立了以肝纤维化诊断支持服务为导向，以无创诊断标准和服务型营销体系为驱动，以肝纤维化治疗药品为基础的专业化业务体系。公司主导产品复方鳖甲软肝片是全球首个专业治疗肝纤维化的药品，是国家专利产品、国家二级中药独家保护品种，并被列入国家级火炬计划项目。自1999年上市以来，该药品在肝纤维化治疗领域里市场占有率一直名列首位，2008年销售额1.49亿元（含税），市场份额26.1%，是专业抗肝纤维化中成药市场中唯一一个销售额过亿的品种，在该领域里拥有极高的市场知名度。

2.2 股权结构

图表 2: 公司主要股东及持股比例

股东名称	发行前股本结构		发行后股本结构	
	股数(万股)	比例 (%)	股数(万股)	比例 (%)
中国高新投资 (SS)	13,897,766	25.27%	11,997,766	16.21%

北京福麦特	8,938,248	16.25%	8,938,248	12.08%
王冠一	7,391,325	13.44%	7,391,325	9.99%
鄂尔多斯资产管理	7,166,416	13.03%	7,166,416	9.68%
福创投资	4,700,000	8.55%	4,700,000	6.35%
李北红	4,082,394	7.42%	4,082,394	5.52%
霍跃庭	2,053,482	3.73%	2,053,482	2.77%
王俊峰	1,928,040	3.51%	1,928,040	2.61%
杨晋斌	1,545,053	2.81%	1,545,053	2.09%
邓凯	1,413,179	2.57%	1,413,179	1.91%
娄宇航	659,413	1.20%	659,413	0.89%
朔飞	659,413	1.20%	659,413	0.89%
张博	471,045	0.86%	471,045	0.64%
田红卫	94,226	0.17%	94,226	0.13%
全国社会保障基金理事会	-	-	1,900,000	2.57%
本次拟发行的股份	-	-	19,000,000	25.68%
总计	55,000,000	100.00%	74,000,000	100.00%

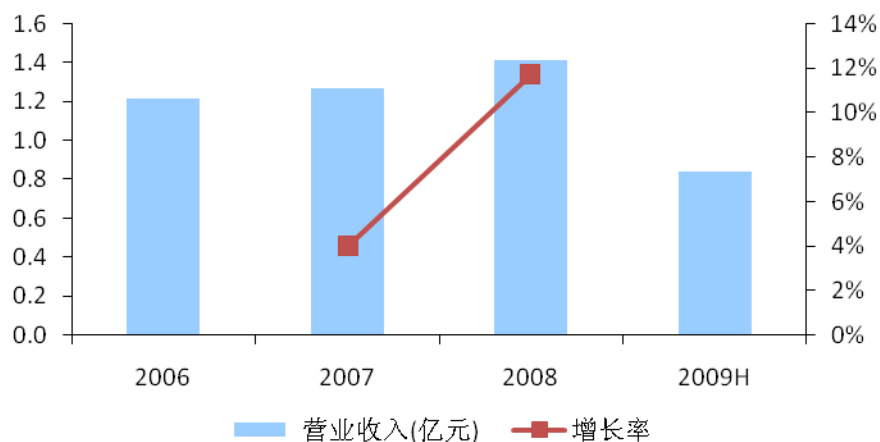
资料来源：公司招股意向书、国都证券研究所

3、经营分析

3.1 收入分析

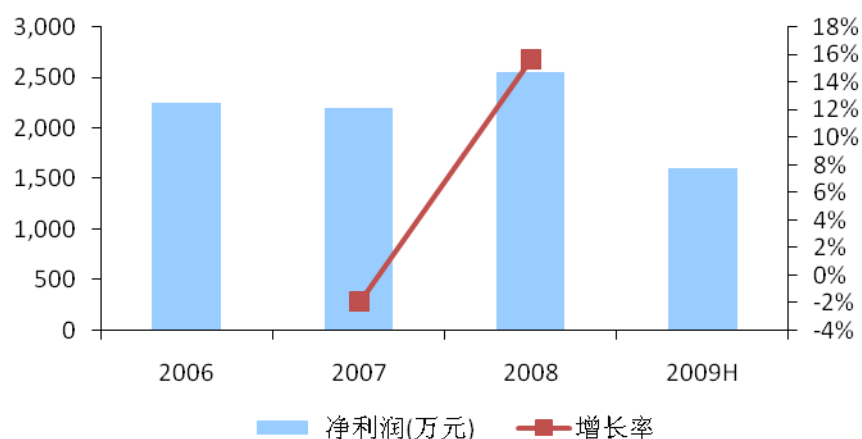
近几年公司收入稳定增长，2006-2008年，营业收入从1.2亿元提高到1.4亿元，年复合增长率为7.78%；营业利润从2597.95万元提高到3360.38万元，年复合增长率为13.73%；净利润从2248.89万元提高到2550.65万元，年复合增长率6.5%；归属母公司股东的净利润从2260.87万元提高到2581.70万元，年复合增长率6.85%。

图表 3：公司营业收入变化



资料来源：公司招股意向书、国都证券研究所

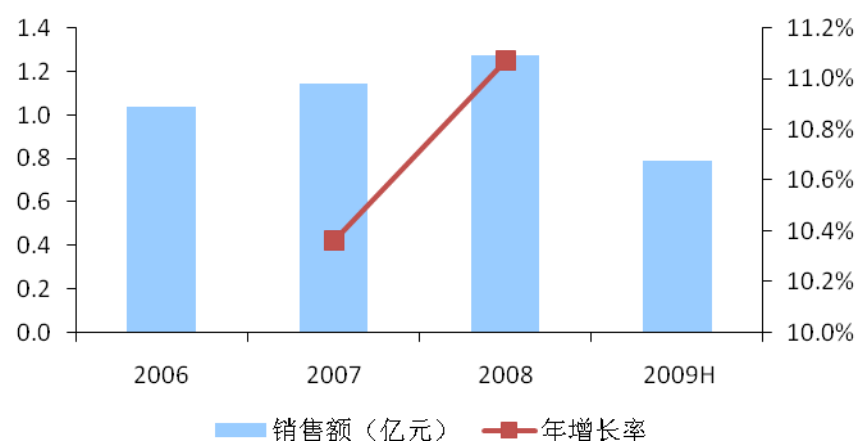
图表 4: 公司净利润变化



资料来源: 公司招股意向书、国都证券研究所

公司主导产品为复方鳖甲软肝片, 2006-2008年, 该产品销售额从1.04亿元提高到1.27亿元, 年复合增长率10.72%; 2009年上半, 复方鳖甲软肝片销售额0.79亿元、毛利0.58亿元, 分别占公司主营业务收入和主营业务毛利的96.12%和97.54%。

图表 5: 复方鳖甲软肝片销售额变化



资料来源: 公司招股意向书、国都证券研究所

图表 6: 2006-2009 年复方鳖甲软肝片收入及毛利变化 (万元, %)

	2009 年 1-6 月		2008 年		2007 年		2006 年	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例	金额	比例
营业收入	7,891.93	96.12%	12,737.00	92.85%	11,467.34	93.66%	10,390.83	87.79%
毛利	5,820.40	97.54%	8,572.34	92.89%	8,268.06	96.01%	8,049.98	96.75%

资料来源: 公司招股意向书、国都证券研究所

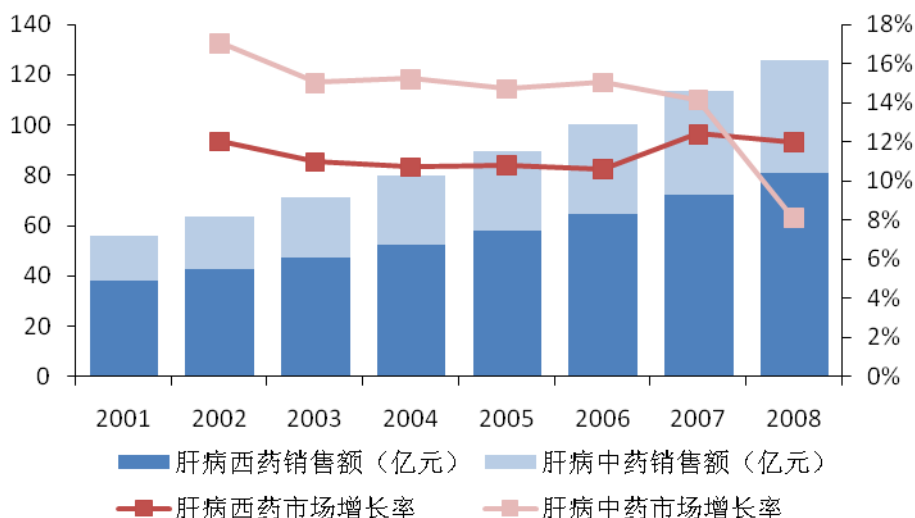
3.2 行业分析：肝病用药潜在市场巨大

常见的肝病包括病毒性肝炎、脂肪肝、酒精性肝病和肝硬化4种，其中，病毒性肝炎是由肝炎病毒（可分为8种，包括：甲型肝炎病毒、乙型肝炎病毒等）引起，由肝脏炎症病变为主的一类全身性传染病；脂肪肝是由于脂质代谢紊乱，致使肝细胞内脂肪积聚过多的病变，属于可逆病变，主要包括病毒性肝炎合并脂肪肝、营养过剩性脂肪肝、酒精性脂肪肝和血脂正常的脂肪肝；酒精性肝病是由长期酗酒引起的酒精性肝脏损害，在患者戒酒后将明显改善；肝硬化是由一种或多种原因引起的慢性、进行性、弥漫性肝病，其病理特征为广泛的肝细胞变坏和坏死，纤维组织弥漫性增生，并有再生小结形成，正常肝小叶结构和血管解剖的破坏，导致肝脏逐渐变形、纤维化变硬而成肝硬化。

我国是肝病高发地区：据卫生部2004年统计，全国病毒性肝炎的发病率为68.55/10万人口，按2004年13亿人的人口基数计算，全年新增病毒性肝炎病例约89万例；同时有数据显示，2004年我国约有慢性病毒性肝炎患者2000万人，乙肝病毒携带者1.2亿人；此外，酒精肝、脂肪肝、药物性肝炎的发病率也有显著的上升。

2008年，我国药物市场销售额为4826亿元，其中肝病用药销售额为125.6亿元，占整个药物市场的2.6%。2001-2008年，我国肝病用药市场年复合增长率12.3%，略低于我国医药市场15.3%的年复合增长率。肝病药分为西药和中药两大类，其中西药主要用于抗病毒、免疫调节和肝炎辅助用药；中药主要用于护肝及抗肝纤维化。2008年，我国肝病中药销售额为44.5亿元，占整个肝病用药市场销售额的35.4%。

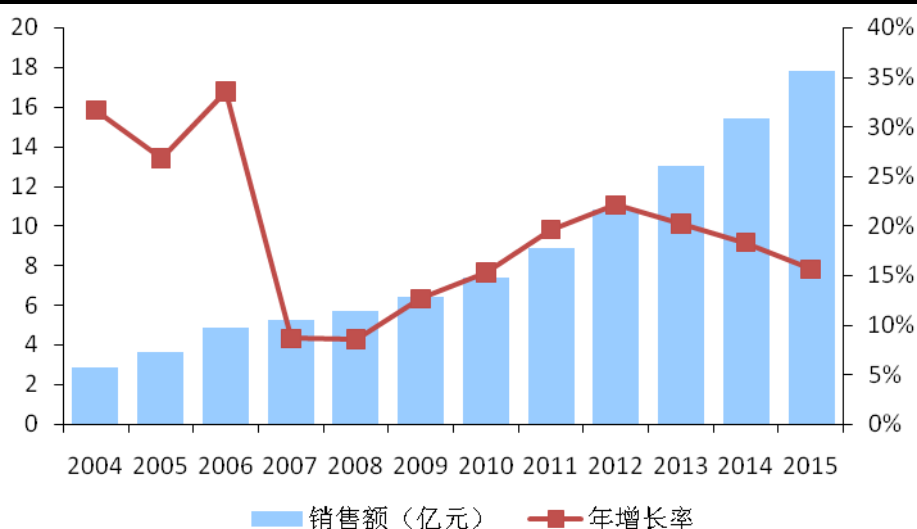
图表 7：2000-2008 我国肝病中、西药销售情况



资料来源：公司招股意向书、国都证券研究所

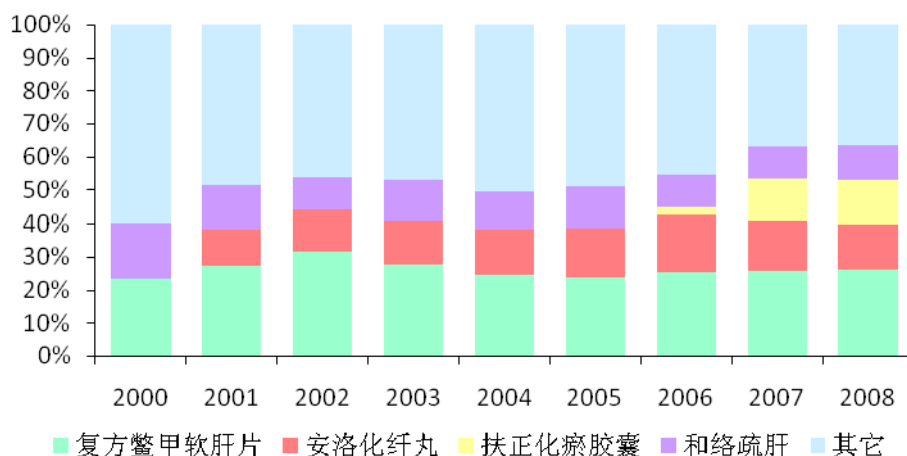
肝纤维化是一种组织病理学概念，是许多慢性肝病共同病理过程，也是肝硬化发生的前奏和必经中间环节，即慢性肝炎→肝纤维化→肝硬化→肝癌。由于肝硬化的致死率很高，因此肝纤维化对人类健康的危害很大。2004-2008年，我国抗纤维化中药市场销售额从2.86亿元提高到5.71亿元，年复合增长率18.87%，预计未来几年，该市场将保持10%-20%的增长速度，2015年销售额有望达到17.81亿元。在抗肝纤维化中药市场中，排名前四的药物为：复方鳖甲软肝片、安洛化纤丸、扶正化瘀胶囊和和络疏肝，2008年，四种药物市场份额之和为63.5%，市场集中度较高。

图表 8: 2004-2015 我国抗肝纤维化中药市场销售额及增长率预测



资料来源：公司招股意向书、国都证券研究所

图表 9: 2000-2008 我国抗肝纤维化中药主要品牌市场份额

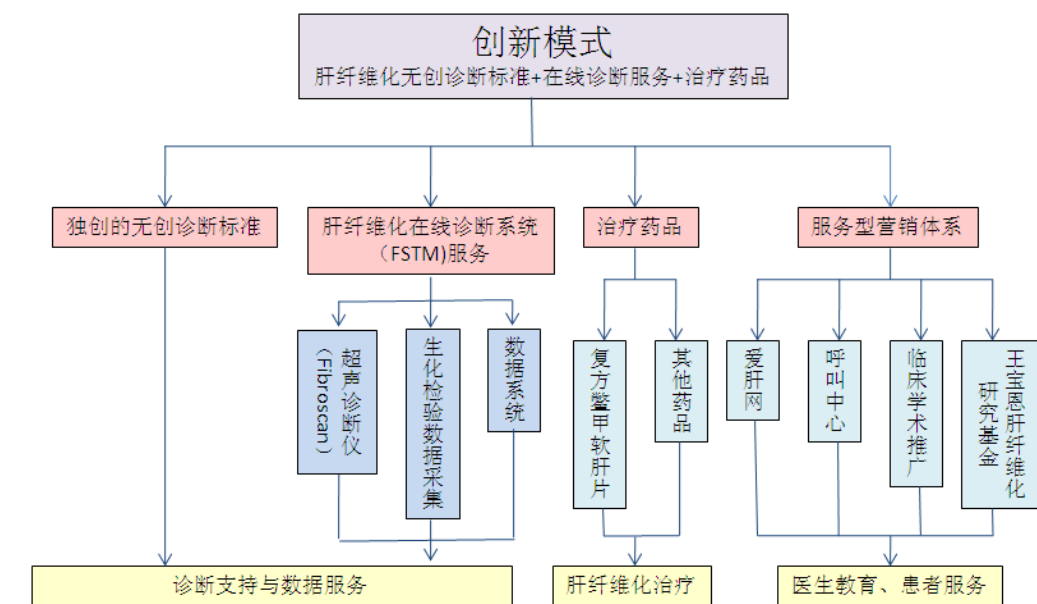


资料来源：公司招股意向书、国都证券研究所

3.3 公司主要业务：创新模式推动公司发展

公司建立了以肝纤维化诊断支持服务为导向，以无创诊断标准和服务型营销体系为驱动，以肝纤维化治疗药品为基础的专业化业务体系。公司业务体系由四部分组成，包括：肝纤维化无创诊断标准建立和维护、肝纤维化在线诊断系统（FSTM）支持服务、服务型营销体系以及提供抗纤维化药物。肝纤维化诊断传统方式是肝穿刺，由于该方法昂贵、有创、并会给患者带来极大痛苦，成为阻碍抗肝纤维化市场发展的主要因素。而公司的在线无创诊断系统便捷廉价，这一诊断技术的改革将推动抗肝纤维化市场发展，并将对公司软肝片的销售形成促进作用。公司是肝纤维化无创诊断标准的拥有者，这一标准的确立，极大的提高了公司在行业内的学术地位。公司创新的业务模式，不仅为肝病患者提供优质的服务，还普及肝纤维化诊治理念，为公司快速发展奠定了坚实的市场基础。

图表 10：公司主要业务结构



资料来源：公司招股意向书、国都证券研究所

公司主要产品有复方鳖甲软肝片和壳脂胶囊，其中，复方鳖甲软肝片是公司主导产品，是全球第一个专业治疗肝纤维化的药品，具有质量稳定、理论基础扎实、临床疗效显著等特点，已成为多数肝病专家认可的抗肝纤维化治疗领导品牌，市场占有率一直处于细分行业首位；壳脂胶囊是国内首个专业治疗脂肪肝药物，拥有国家发明专利。复方鳖甲软肝片和壳脂胶囊均已进入国家医保目录（09版）

4、募集资金投向

公司此次募集资金将主要投入生产基地技术改造项目 and 肝纤维化在线诊断系统（FSTM）项目2个项目，总投资额12629万元。项目完成后，将有效提高公司主要产品的生产能力及推广能力，扩大FSTM覆盖范围并提高无创诊断进入壁垒，进一步巩固公司在细分行业内的龙头地位，推动公司未来业绩增长。

图表 11: 募集资金投向的项目（单位：万元）

项目名称	总投资	募集资金投资进度	
		第一年	第二年
生产基地技术改造项目	6,129.00	6,129.00	0
肝纤维化在线诊断系统（FSTM）项目	6,500.00	3,900.00	2,600.00
合计	12,629.00	10,029.00	2,600.00

资料来源：公司招股意向书、国都证券研究所

5、盈利预测

图表 12: 盈利预测表（万元）

	2008A	2009E	2010E	2011E
营业总收入	14,126	16,749	24,799	33,239
营业收入	14,126	16,749	24,799	33,239
营业总成本	10,764	12,782	17,862	23,824
营业成本	4,603	4,742	6,528	8,634
营业税金及附加	233	100	149	199
销售费用	3,966	5,862	8,680	11,634
管理费用	1,459	1,675	2,480	3,324
财务费用	401	402	25	33
资产减值损失	102	0	0	0
其他经营收益				
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	-1	0	0	0
营业利润	3,360	3,967	6,938	9,415
加：营业外收入	160	0	0	0
减：营业外支出	540	0	0	0
利润总额	2,980	3,967	6,938	9,415
减：所得税	429	595	1,041	1,412
净利润	2,551	3,372	5,897	8,003
减：少数股东损益	-31	0	0	0
归属于母公司的净利润	2,582	3,372	5,897	8,003
每股收益	0.47	0.46	0.80	1.08

资料来源：国都证券研究所

6、估值定价及申购建议

公司主营业务是提供肝纤维化领域诊断及治疗方案，主要产品复方鳖甲软肝片是中成药，在A股市场上目前没有与公司主营业务和经营模式相似的公司作为参考。目前医药行业2010年预测市盈率约为29.7倍，中药板块2010年预测市盈率约为32.7倍，考虑到公司所处的细分行业及其在细分行业中的地位，我们认为其2010年PE在25-30倍间较为合适。以公司2010年每股收益0.80元计算，公司的合理股价应为20-24元，建议投资者按合理价位申购。

国都证券投资评级

表1：国都证券行业投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	推荐	行业基本面向好，未来6个月内，行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，未来6个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，未来6个月内，行业指数跑输综合指数
长期 评级	A	预计未来三年内，该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内，该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内，该行业竞争力低于所有行业平均水平

表2：国都证券公司投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	强烈推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内，股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内，股价变动幅度介于±5%之间
	减持	预计未来6个月内，股价跌幅在5%以上
长期 评级	A	预计未来三年内，公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内，公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内，公司竞争力低于行业平均水平

免责声明：本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，投资者据此操作，风险自负。