

2010年3月22日

医药行业

福瑞股份 (300049)

增持

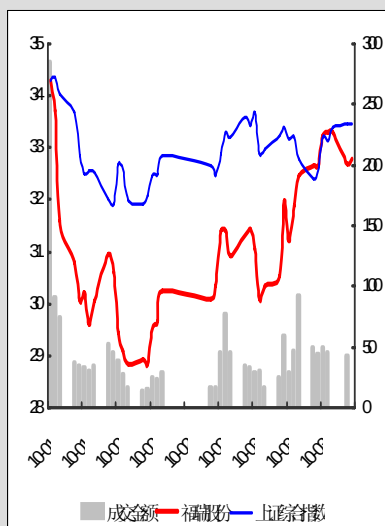
医药行业研究员

李伟志

010-88086830-676

liwz@rxzq.com.cn

福瑞股份与上证指数走势对比图



2010年冬虫夏草成本锁定，业绩爆发性增长可期

2009年业绩快速增长，2010年业绩增长有望延续。我们于上周五参加了公司的股东大会并与公司高管就其经营情况进行了沟通。公司2009年实现营业收入和净利润分别为1.8亿和3442万元，同比增长25%和33%，其中复方鳖甲软肝片单品实现收入1.64亿元，同比增长29%，单品销量从1.05亿片提升到1.36亿片，产品毛利率也从2008年的67.3%大幅度提升到2009年的74.7%，这主要得益于公司规模采购降低了单位成本（单位销售成本0.4元/片下降到0.31元/片）。2010年公司经营目标为软肝片销售量1.65亿片，壳脂胶囊2000万片，诊断设备和技术收入4971万元，平均毛利率不低于2009年的水平。

肝病西药市场占有率较高，抗纤维化中药期待突破。公司主打产品复方鳖甲软肝片是治疗肝病的药物并属于肝纤维化治疗的首选中药产品。2008年肝病市场整体销售额为126亿元，同比增长11%，低于整体医药行业17%的增长率。其中西药产品市场占有率在65%左右，08年同比增长12%，最近三年有加速趋势；中药产品市场占有率为35%，08年同比增长8%，有下降趋势，抗肝纤维化产品属于中药产品的一个细分领域，08年整体药品销售收入为5.7亿元，市场规模偏小，公司作为这个小领域的龙头期望把其做大，具有慈善意义的基金捐赠就是一个手段，即体现了公司支持肝纤维化研究的社会责任心，又能对公司产品、学术化推广起到推动作用，从而有利于带动整个蛋糕的扩大。

囤积冬虫夏草，2010年成本锁定。公司主打产品软肝片的原料主要是冬虫夏草，占公司生产成本的70%左右，冬虫夏草属于国家二级保护物种，年供应量在100吨左右，随着冬虫夏草采集证等防止滥采滥挖的措施逐步实施，预计未来冬虫夏草价格还会继续攀升，公司及早认识到这个问题并于09年上半年（当时均价1万元/公斤）开始囤积冬虫夏草，大约有4吨左右的库存，公司2010年计划生产1.6亿片软肝片，这样需要3.84吨冬虫夏草（每1万片需要0.24公斤冬虫夏草），所以公司规避了2010年成本上升的压力，随着产能扩大释放产品销量，毛利率有望保持平稳。

盈利预测和估值。预计公司2010年和2011年复方鳖甲软肝片销量为1.6亿和1.9亿片，由于公司2010年产品成本已经锁定，毛利率预计与09年持平，但是随着冬虫夏草库存使用完毕，2011年毛利率可能会有所下滑。壳脂胶囊为公司重点推进的第二大产品，预计产品收入未来两年达到1795万和3600万元，期间费用率与09年持平，这样公司2010年和2011年净利润分别为5207万和6436万元，每股收益0.7元和0.87元，对应2010年的动态PE为47倍，短期估值偏高，但考虑公司的成长性和未来发展潜力，我们给予其“增持”的投资评级。

2007 - 2011E 盈利预测表

	2007	2008	2009	2010E	2011E
复方鳖甲软肝片收入 (万元)	11467	12737	16436	19336	23204
销售量(万片)	9697	10516	13600	16000	19200
增长率		8%	29%	18%	20%
均价(元/片)	1.18	1.21	1.21	1.21	1.21
增长率		2%	0%	0%	0%
毛利率	72.10%	67.30%	74.71%	74.70%	72.00%
软肝片毛利	8268	8572	12279	14444	16707
壳脂胶囊收入 (万元)	267	708	236	1795	3600
销量(万片)	286	832	263	2000	4000
增长率		191%	-68%	660%	100%
均价(元/片)	0.93	0.85	0.90	0.90	0.90
增长率		-9%	5%	0%	0%
毛利率	90.81%	88.75%	88.95%	88.50%	88%
壳脂胶囊毛利	242	628	210	1588	3168
Fibroscan 收入(万元)			439	4971	7000
毛利率			64.01%	64%	64%
毛利收入			281	3181	4480
普药收入及其它	907	681	887	900	950
毛利率	41.55%	47.38%	46.87%	46.87%	46.87%
普药及其它毛利收入	377	323	416	422	445
营业总收入	12641	14126	17998	27002	34754
毛利收入合计	8887	9523	13186	19636	24800
营业税金及附加	213	233	295	443	570
占收入比	1.68%	1.65%	1.64%	1.64%	1.64%
期间费用合计	5778	5826	8128	12194	15695
期间费用率	45.71%	41.24%	45.16%	45.16%	45.16%
资产减值损失	185	102	189	189	189
投资净收益	-60	-1	-42	-42	-42
营业外净收入	53	-380	-257	-257	-257
利润总额	2704	2981	4275	6511	8047
所得税	509	429	831	1302	1609
所得税率	18.82%	14.39%	19.44%	20%	20%
少数股东损益	-43	-31	2	2	2
净利润	2238	2583	3442	5207	6436
每股收益	0.30	0.35	0.47	0.70	0.87

数据来源：日信证券

投资评级说明

公司投资评级:

以报告日后的6-12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

买入 (Buy) : 相对强于市场表现20%以上;

增持 (outperform) : 相对强于市场表现5% ~ 20%;

中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

减持 (underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业投资评级:

以报告日后的6-12个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

看好 (overweight) : 行业超越整体市场表现;

中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平;

看淡 (underweight) : 行业弱于整体市场表现。

免责声明

本研究报告由日信证券有限责任公司研究部撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。日信证券有限责任公司研究所将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为日信证券有限责任公司研究部所有, 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, 需注明出处为日信证券研究部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

日信证券有限责任公司研究部对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。