

福瑞股份(300049)

未来仍将保持快速增长势头



2010年5月24日

注册分析师 宋晨星

证书编号: S0670207040054

联系方式: 0474-8245324

Email: songchenxing@cnht.com.cn

投资评级: 推荐

福瑞股份1 季度实现归属于母公司净利润918 万, 对应EPS0.12 元, 同比增长100%。

投资要点:

■公司概况: 公司自设立以来一直专注于肝病领域, 目前以提供肝纤维化诊断治疗产品和服务为主营业务。

■1 季度公司业绩同比大幅增长。1 季度实现营业收入3655 万, 同比增长21.5%。实现归属于母公司净利润918 万, 同比增长197.4%。营业成本同比增速较小, 100 万政府补助款和财务费用大幅降低是1 季度利润大幅增长的主要原因。预计未来业绩仍将保持高速增长势头;

■青海玉树地震对冬虫夏草影响不大。据了解, 虫草产地距震中玉树县还有一段距离, 虫草没有被破坏, 所以我们预计涨幅不会明显。另外, 由于公司10 年虫草成本已经锁定, 公司当前可暂缓收购, 待价格稳定后再收货。因此, 我们认为这次地震不会对公司未来业绩造成影响;

■主营业务预计未来增速开始加快: 我国慢性肝病患者人数众多, 且由于各种慢性肝病均发生肝纤维化, 通过肝纤维化的治疗能够有效预防各种肝病, 肝纤维化诊治市场的巨大潜在需求将得以逐步释放。预计今后七年的年复合增长率为18.5%。其中, 公司独家生产的复方鳖甲软肝片是国家二级中药保护品种, 作为国家SFDA批准的首个专业治疗肝纤维化的药物, 基础研究深入透彻, 临床疗效确切, 经过十年的发展, 在专业领域拥有了稳固的学术地位和良好的专业形象, 构建了成熟的专家网络, 销售额增长迅速, 一直是该细分市场的领导者。目前, 在抗肝纤维化中药市场上, 市场排名前四位的药品为: 复方鳖甲软肝片、安络化纤丸、扶正化瘀胶囊、和络舒肝。公司的在2006 年、2007 年、2008 年软肝片的销售额(含税)分别为1.22亿、1.34亿、1.49亿, 分别约占总市场份额的25.1%、25.5%、26.1%, 连续三年市场份额保持第一位。FSTM 系统业务增长迅速。前3 月公司用400 万购置了10 台Fibroscan 仪器, 未来公司将会加大推广力度, 存在超预期可能; 软肝片扩产和 FSTM 系统顺利推进, 未来进度有望加快。软肝片扩产项目1 季度已投入1604 万, 预计年底有望部分产能达产; 同时公司正加快FSTM 系统开发, 预计今年推广到40 家以上主要医院; 此外, 鉴于公司为法国Echosens 在大陆独家代理商, 以后也不排除双方达成更紧密合作关系的可能。

■维持推荐的投资评级。综合来看, 我们预计公司10-12 年EPS 分别为0.85、1.10 和1.39 元。公司产品优势突出, 未来业绩快速增长有坚实社会基础保障, 维持推荐的投资评级。

基本资料 2010-05-24

总股本(万股)	7400
流通 A(万股)	1900
流通 B(万股)	/
流通 H(万股)	
每股净资产(元)	8.69

主营业务: 复方鳖甲软肝片、壳脂胶囊、透骨灵橡胶膏(蒙药)、消肿橡胶膏(蒙药)、去痛片。

福瑞股份市场表现



【股市有风险 入市需谨慎】

表一：公司过往业绩一览表

【利润构成与盈利能力】

财务指标(单位)	2010-03-31	2009-12-31	2008-12-31	2007-12-31
主营业务收入(万元)	3655.40	17997.53	14125.75	12641.33
主营业务利润(万元)	-	-	-	-
经营费用(万元)	1200.31	5988.27	3965.65	3928.85
管理费用(万元)	394.15	1767.68	1458.72	1575.02
财务费用(万元)	-75.82	372.19	401.29	274.14
三项费用增长率(%)	-8.24	39.52	0.82	2.01
营业利润(万元)	1020.02	4531.80	3360.38	2660.18
投资收益(万元)	-	-42.17	-1.28	-59.67
补贴收入(万元)	-	-	-	-
营业外收支净额(万元)	97.18	-257.12	-380.26	53.45
利润总额(万元)	1117.19	4274.68	2980.13	2713.62
所得税(万元)	198.17	830.77	429.47	508.81
净利润(万元)	918.14	3441.81	2581.70	2247.66
销售毛利率(%)	72.20	73.27	67.42	70.37
主营业务利润率(%)	-	-	-	-
净资产收益率(%)	1.86	21.86	18.51	17.64

充分说明，公司经营稳定，业绩可期。

主要财务数据

单位：百万元

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	180	267	370	486
增长率	27%	48%	39%	31%
净利润(万元)	34	63	81	103
增长率	33%	83%	29%	26%
每股收益(元)	0.47	0.85	1.10	1.39
市盈率(倍)	69.79	38.13	29.5	23.42

表二： 福瑞股份主营业务预测（单位：万）

年份	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入				
复方鳖甲软肝片	16,436.02	19,987.02	25,321.55	32,391.33
售价（元/万片）	12,081.21	12,141.62	12,505.86	13,006.10
销量（万片）	13,604.61	16,461.58	20,247.74	24,904.72
营收占比	91.32%	74.95%	68.52%	66.70%
壳脂胶囊	236.31	1,500.00	2,550.00	3,825.00
营收占比	1.31%	5.63%	6.90%	7.88%
Fibroscan 及技术服务费	512.75	3810.00	6825.00	9150.00
其中：Fibroscan	439.30	2,610.00	4,785.00	6,090.00
售价（万/台）	87.86	87.00	87.00	87.00
销量（台）	5	30	55	70
技术服务费	73.45	1,200.00	2,040.00	3,060.00
营收占比	2.85%	14.29%	18.47%	18.84%
普药	307.10	767.74	1,535.48	2,303.23
其它（蒙药和草药）	91.81	137.72	206.57	309.86
其它业务收入	413.53	463.15	518.73	580.98
合计	17,997.51	26,665.63	36,957.34	48,560.39

主营业务成本

年份	2009	2010E	2011E	2012E
复方鳖甲软肝片	4,156.95	5,130.51	6,941.57	9,221.19
成本（万片）	3,055.54	3,116.65	3,428.32	3,702.59
壳脂胶囊	26.12	165.00	280.50	420.75
Fibroscan 及技术服务费	193.52	1,535.00	2,747.30	3,747.50
其中：Fibroscan	158.11	945.00	1,732.50	2,205.00
成本（万/台）	31.62	31.50	31.50	31.50
技术服务费	35.41	590.00	1,014.80	1,542.50
普药	276.95	692.36	1,384.73	2,077.09
其它（蒙药和草药）	21.67	32.50	48.76	73.13
其它业务成本	136.29	152.65	170.97	191.48
合计	4,811.50	7,708.02	11,573.82	15,731.14
毛利率				
复方鳖甲软肝片	74.71%	74.33%	72.59%	71.53%
利润占比	93.12%	78.37%	72.41%	70.58%
壳脂胶囊	88.95%	89.00%	89.00%	89.00%
利润占比	1.59%	7.04%	8.94%	10.37%
Fibroscan 及技术服务费	62.26%	59.71%	59.75%	59.04%
其中：Fibroscan	64.01%	63.79%	63.79%	63.79%
技术服务费	51.79%	50.83%	50.25%	49.59%
利润占比	2.42%	12.00%	16.06%	16.46%
普药	9.82%	9.82%	9.82%	9.82%
其它（蒙药和草药）	76.40%	76.40%	76.40%	76.40%
其它业务	67.04%	67.04%	67.04%	67.04%

表三：利润预测表

利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	180	267	370	486
营业成本	48	77	116	157
营业税金及附加	3	4	6	8
营业费用	60	81	109	143
管理费用	18	24	33	43
财务费用	4	-2	1	2
资产减值损失	2	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-0	0	0	0
营业利润	45	81	104	130
营业外收入	1	1	1	1
营业外支出	4	4	4	4
利润总额	43	78	101	127
所得税	8	15	20	25
净利润	34	63	81	103
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	34	63	81	103
EBITDA	57	85	119	153
EPS（元）	0.47	0.85	1.10	1.39

预计2010年和2011年的每股盈利为0.85元和1.10元,按30-35倍的市盈率估值定价,公司合理估值为35元左右,目前股价已对未来业绩有了充分反映,我们给出推荐评级。

恒泰证券股票投资评级标准:

强买: 预期未来 6 个月内上涨幅度在 20%以上;
买入: 预期未来 6 个月内上涨幅度在 10% - 20%;
持有: 预期未来 6 个月内变动幅度在 -10% - 10%;
减持: 预期未来 6 个月内下跌幅度在 10% - 20%;
卖出: 预期未来 6 个月内下跌幅度在 20%以上。

免责声明: 本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证, 不保证该信息未经任何更新, 也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下, 报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下, 我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归“恒泰证券股份有限公司”所有。