

湘财证券研究所

医药研究小组

叶侃

Tel:021-68634510-8721

E-Mail:yk2880@xcsc.com

陈国栋

Tel:021-68634510-8721

E-Mail:cgd2854@xcsc.com

王师

Tel:021-68634510-8228

E-Mail:ws2978@xcsc.com

目标价:	44.55 元
当前股价:	30.30 元
评价调整:	上调

基本信息

上证综指	2535.39
总股本	74,000,000
流通股本	19,000,000
EPS(ttm)	0.6258
PE(ttm)	48.42

投资要点:

近期, 我们对福瑞股份进行了实地调研, 上调公司评级至“买入”。

q 肝纤维化无创诊断系统 (FSTM) 价值凸现

- n 一方面, FSTM 为公司带来了可观的收益。预计今年可实现营收约 4500 万元, 占总收入的近 20%, 将进一步降低公司对软肝片的依赖。2011 年随着在线诊断系统的投入使用以及终端的快速开拓带来规模效应, FSTM 业务有望实现持续高增长。
- n 另一方面, FSTM 对软肝片的促进作用逐步显现。去年公司 FSTM 的推出让竞争对手措手不及, 公司软肝片的市场份额从 26.1% 大幅上升至 30% 左右, 而今年上半年 FSTM 延续了对软肝片销售的促进作用: FibroScan 所在医院终端的软肝片销售增速在 20% 以上, 而同期软肝片出货量受政策影响仅略有增长。目前诊断瓶颈正是导致肝纤维化治疗率低下的主要因素——肝纤维化检测的权威方法肝穿刺具有痛苦大、费用高的劣势, 缺乏必要的可普及性, 故我们认为, FSTM 的推广将逐步替代肝穿刺, 成为我国肝纤维化治疗市场突破的关键, 公司也将藉此在该领域占据主导地位。

q 受政策影响, 软肝片增速放缓, 但不改长期增长格局

- n 受政策影响, 软肝片增速放缓。受政策影响, 公司主导产品复方鳖甲软肝片的销售增速在二季度回落。随着政府药价调控的持续深入, 反商业贿赂愈演愈烈, 药房主任和医生更多地选择了避嫌, 这对公司以学术推广为主的营销模式冲击较大, 新终端开拓基本停滞, 导致二季度软肝片出货量同比略有回落。
- n 软肝片长期增长格局不变。我们认为, 高药价的根源在于以药养医的旧有体制, 本次政府调控药价主要是顺民意, 很难也不会将整个医药行业一锅端, 更多地在于打击类似天价芦笋片事件的业内极端行为, 故目前药价调控的高压政策并不具有可持续性。而且软肝片 2009 年出厂价为 1.21 元/片, 在医保药品中处于中等水平, 受调控的压力不大。我们预计到今年年底政府调控药价的力度就将逐步缓和, 明年公司新的终端开发将恢复常态, 从而延续软肝片的高增长。

q 壳脂胶囊恢复性增长, 明年有望进一步放量。壳脂胶囊是公司除软肝片外又一大拳头产品, 但由于产能瓶颈, 公司为了尽可能保证软肝片的生产, 2009 年对壳脂胶囊实行了大幅度减产。今年产能问题已然解决, 壳脂胶囊实现了恢复性增长, 销量略超于 2008 年水平。而且壳脂胶囊新增进入了 2009 年版医保目录, 目前新版医保目录由于定价问题迟迟未能落实, 我们预计最迟今年年底开始实施, 如此壳脂胶囊明年有望迎来放量。

q 人工菌丝替代研发工作顺利, 毛利率提升可期。未来软肝片毛利率最大的看点在于发酵虫草菌丝的替代, 一旦成行将在目前成本 0.31 元/片的基础上降低约 0.20 元/片, 成本压缩效果明显。公司相关的临床前研究已经完成, 效果良好, 目前临床方案已制定完成, 即将开始生物等效性的临床试验, 如试验有效预计在 2012 年获得新的批件。当前临床研究显示, 软肝片的主要功效成分是鳖甲、黄芪等, 而成本占比最大的冬虫夏草则主要发挥提高免疫力、提高

胶原酶活性等辅助治疗作用，因此用发酵虫草菌丝替代天然虫草的可行性较大，况且竞争对手扶正化瘀胶囊同样使用了人工菌丝。因此，我们认为人工菌丝替代最终成行的可能性较大，届时有望显著提升软肝片的毛利率。

q 盈利预测及投资评级

我们预测福瑞股份 2010-2012 年 EPS 分别为 0.74 元、1.06 元和 1.84 元。从上半年 FibroScan 推广的效果来看，公司肝纤维化诊治一体化服务的业务模式是极具市场前景的，未来有望实现药品和仪器联动式的高增长。短期来看，目前公司业绩或者股价最大的压制因素药价调控并不具有可持续性，一旦政策缓和，公司未来几年的高成长将明确无疑。考虑到公司业绩基数小、增速快的现状，我们认为应当给予公司一定的估值溢价，6-12 个月目标价为 44.55 元，上调公司投资评级至“买入”。目前股价已回落至发行价附近，尚未反映未来的高成长，应是战略性建仓的好时机。

q 风险提示：药价调控程度超预期；FibroScan 推广进度缓慢；人工菌丝替代失败。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	149	615	676	813
现金	23	462	487	596
应收账款	52	64	96	117
其他应收款	7	7	11	14
预付账款	10	9	9	8
存货	39	47	38	30
其他流动资产	20	25	36	48
非流动资产	102	158	161	161
长期投资	1	1	1	1
固定资产	34	96	103	107
无形资产	11	8	4	0
其他非流动资产	56	53	53	53
资产总计	251	773	837	974
流动负债	81	50	58	60
短期借款	55	20	20	20
应付账款	9	10	15	14
其他流动负债	17	20	23	26
非流动负债	13	3	9	8
长期借款	1	0	0	0
其他非流动负债	11	3	9	8
负债合计	94	54	67	68
少数股东权益	0	0	0	0
股本	55	74	74	74
资本公积	12	517	517	517
留存收益	90	128	179	316
归属母公司股东权益	157	719	770	906
负债和股东权益	251	773	837	974

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	-2	30	61	115
净利润	34	55	79	136
折旧摊销	8	7	9	10
财务费用	4	-2	-4	-4
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-51	-23	-33	-29
其他经营现金流	2	-6	10	2
投资活动现金流	-11	-63	-12	-10

利润表

单位:百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	180	233	331	441
营业成本	48	61	91	84
营业税金及附加	3	4	6	8
营业费用	60	77	105	140
管理费用	18	24	33	44
财务费用	4	-2	-4	-4
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	69	97	168
营业外收入	1	2	2	2
营业外支出	4	4	4	4
利润总额	43	67	95	166
所得税	8	12	17	29
净利润	34	55	79	136
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	34	55	78	136
EBITDA	57	73	103	173
EPS (元)	0.63	0.74	1.06	1.84

主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	27.4%	29.5%	42.1%	33.0%
营业利润	34.9%	51.3%	42.1%	72.1%
归属于母公司净利润	33.3%	59.6%	42.8%	73.6%
获利能力				
毛利率(%)	73.3%	74.0%	72.5%	81.0%
净利率(%)	19.1%	19.1%	23.6%	23.7%
ROE(%)	21.9%	7.6%	10.2%	15.0%
ROIC(%)	26.6%	24.1%	30.0%	47.5%
偿债能力				
资产负债率(%)	37.3%	6.9%	8.0%	7.0%
净负债比率(%)	60.26%	37.25%	29.80%	29.38%
流动比率	1.85	12.19	11.57	13.49
速动比率	1.36	11.26	10.92	12.99
营运能力				
总资产周转率	0.76	0.46	0.41	0.49

资本支出	12	62	12	10	应收账款周转率	3	4	4	4
长期投资	0	1	-0	-0	应付账款周转率	6.10	6.49	7.13	5.64
其他投资现金流	1	0	0	0	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-13	473	-24	4	每股收益(最新摊薄)	0.47	0.74	1.06	1.84
短期借款	12	-35	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	-0.03	0.40	0.83	1.55
长期借款	-0	-1	0	0	每股净资产(最新摊薄)	2.13	9.72	10.40	12.24
普通股增加	0	19	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	504	0	0	P/E	63.81	39.97	28.00	16.13
其他筹资现金流	-25	-14	-24	4	P/B	13.95	3.05	2.85	2.42
现金净增加额	-26	439	25	109	EV/EBITDA	38	30	21	13

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。