

湘财证券研究所

行业研究部

陈国俊 分析师

执业编号: S0500210090002

联系人:

叶侃

Tel: 021-68634518-8721

E-mail: yk2880@xcsc.com

目标价: 35.00 元

当前股价: 29.18 元

评价调整: 维持

基本信息

上证综指 2791.34

总股本 96,200,000

流通股本 24,700,000

EPS(ttm) 0.4251

PE(ttm) 68.63

事件:

昨日公司公告,公司目前正在筹划关于收购法国 Echosens SA 公司(以下简称“ES 公司”)100%股权的相关事项,公司股票将继续停牌。

□ **ES 公司主导产品 Fibroscan 是公司 FSTM 系统的核心部件。**ES 公司主导产品肝脏弹性检测设备 Fibroscan,是全球首个通过量化肝脏硬度数值进行诊断和监测的无创即时检测设备。同时, Fibroscan 是公司独创的肝纤维化无创诊断系统 FSTM 的核心部件,负责部分数据的终端采集和检测。目前,公司子公司福瑞药业是其在境内(不含香港和台湾)的独家分销商,分销期限至 2012 年 9 月。

□ **基于 FSTM 的肝纤维化诊治一体化是公司的核心竞争力。**一方面,公司 FSTM 系统具备推广的学术基础。FibroScan 由 ES 公司开发并已在全球推广多年,其中美国肝病研究学会在 2008 年年会上便重点探讨了肝纤维化的无创诊断,并对 FibroScan 的弹性扫描予以了积极的评价。良好的学术基础有助于 FSTM 系统在西医理论占主流的医院中实现快速推广。另一方面, 肝纤维化诊治一体化模式具备市场前景。我们认为, FSTM 系统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,并实现了仪器和药品的联动式增长。这从 FSTM 系统推出后的药品销售增长可见一斑: 2009 年公司 FSTM 系统的推出推动公司主导产品软肝片的市场份额从 26.1%大幅上升至 30%左右; 2010 年上半年软肝片在面临肝纤维化诊断瓶颈以及政策调控的双重影响下销售滞涨,唯有 FSTM 所在医院终端软肝片销售增速仍保持 20%以上。

□ **一旦收购 ES 公司成功,我们认为公司有望一举多得:**

■ **有效规避核心组件的采购风险,巩固核心竞争力。**毕竟 Fibroscan 分销期限将至,存在一定程度上分销权改变的风险。通过收购,公司将完全规避这一风险,肝纤维化诊治一体化的核心竞争力将得到巩固。

■ **FSTM 业务盈利能力得到进一步提升,有望成业绩增长新引擎。**2010 年上半年公司肝纤维化无创诊断技术与仪器实现收入 728 万元,较 2009 年下半年增长 42% (2009 年上半年尚未实现销售), FSTM 系统已经显示了增长潜力。其中 FSTM 系统的最大的成本构成便是 Fibroscan,一旦收购完成,公司 FSTM 的毛利率将进一步提升,加之 2011 年起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 业务有望成为公司业绩增长新引擎。

■ **从长期来看,将提升公司的研发实力和国际化能力。**ES 公司在肝病诊断方面具有丰富的研发经验。在学术上,肝纤维化无创诊断的发展方向是肝脏特异性,可用于所有类型的肝病。考虑公司战略定位为全肝病领域,通过研发, FSTM 系统具有进一步升级至全肝病领域的潜力。另外, ES 公司的销售网络遍布全球。公司完全可以依托其国际渠道实现 FSTM 系统的国际化。

□ **盈利预测及投资评级**

不考虑收购 ES 公司，我们预测福瑞股份 2010-2012 年 EPS 分别为 0.51 元、0.71 元和 1.31 元。我们认为，公司肝纤维化诊治一体化服务的业务模式具备市场前景，未来有望实现药品和仪器联动式增长。目前来看，肝纤维化诊断瓶颈有望随着 FSTM 系统的推广而实现突破，而药价调控政策也呈现缓和趋势，所以此前公司业绩的两大压制因素正在逐步消除，未来高增长可期。当前股价相对于 2011 年业绩的市盈率为 42 倍，基本反映了未来高增长的预期，故我们维持公司“增持”的投资评级，6 个月目标价 35 元。另外，提示近期有限售股解禁的风险。

□ **风险提示：** 药价调控程度超预期；FSTM 系统推广进度缓慢。

#### 盈利预测

| 单位：百万    | 2008A  | 2009A  | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入     | 141.26 | 179.98 | 212.59 | 304.57 | 405.00 |
| 营业收入增长率  | 11.74% | 27.41% | 18.12% | 36.32% | 38.94% |
| 归属母公司净利润 | 25.82  | 34.42  | 49.21  | 68.57  | 126.21 |
| 净利润增长率   | 14.86% | 33.32% | 43.03% | 39.35% | 84.05% |
| EPS（摊薄）  | 0.27   | 0.36   | 0.51   | 0.71   | 1.31   |

数据来源：湘财证券研究所预测

**资产负债表**

单位: 百万元

| 会计年度           | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 149  | 601   | 599   | 645   |
| 现金             | 23   | 461   | 416   | 448   |
| 应收账款           | 52   | 54    | 93    | 102   |
| 其他应收款          | 7    | 7     | 10    | 13    |
| 预付账款           | 10   | 9     | 9     | 8     |
| 存货             | 39   | 47    | 38    | 30    |
| 其他流动资产         | 20   | 23    | 33    | 44    |
| <b>非流动资产</b>   | 102  | 166   | 225   | 271   |
| 长期投资           | 1    | 1     | 1     | 1     |
| 固定资产           | 34   | 103   | 163   | 211   |
| 无形资产           | 11   | 8     | 4     | 0     |
| 其他非流动资产        | 56   | 54    | 57    | 59    |
| <b>资产总计</b>    | 251  | 767   | 824   | 916   |
| <b>流动负债</b>    | 81   | 50    | 58    | 59    |
| 短期借款           | 55   | 20    | 20    | 20    |
| 应付账款           | 9    | 10    | 15    | 13    |
| 其他流动负债         | 17   | 20    | 23    | 26    |
| <b>非流动负债</b>   | 13   | 3     | 9     | 8     |
| 长期借款           | 1    | 0     | 0     | 0     |
| 其他非流动负债        | 11   | 3     | 9     | 8     |
| <b>负债合计</b>    | 94   | 53    | 66    | 67    |
| 少数股东权益         | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 股本             | 55   | 96    | 96    | 96    |
| 资本公积           | 12   | 494   | 494   | 494   |
| 留存收益           | 90   | 123   | 167   | 259   |
| 归属母公司股东权益      | 157  | 713   | 757   | 849   |
| <b>负债和股东权益</b> | 251  | 767   | 824   | 916   |

**现金流量表**

单位: 百万元

| 会计年度           | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>经营活动现金流</b> | -2   | 33    | 44    | 120   |
| 净利润            | 34   | 49    | 69    | 126   |
| 折旧摊销           | 8    | 7     | 11    | 14    |
| 财务费用           | 4    | -6    | -6    | -6    |
| 投资损失           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 营运资金变动         | -51  | -9    | -40   | -15   |
| 其他经营现金流        | 2    | -8    | 11    | 1     |
| <b>投资活动现金流</b> | -11  | -71   | -70   | -60   |
| 资本支出           | 12   | 70    | 70    | 60    |
| 长期投资           | 0    | 1     | -0    | -0    |
| 其他投资现金流        | 1    | 0     | 0     | 0     |
| <b>筹资活动现金流</b> | -13  | 476   | -18   | -28   |
| 短期借款           | 12   | -35   | 0     | 0     |
| 长期借款           | -0   | -1    | 0     | 0     |
| 普通股增加          | 0    | 41    | 0     | 0     |
| 资本公积增加         | 0    | 482   | 0     | 0     |
| 其他筹资现金流        | -25  | -10   | -18   | -28   |
| <b>现金净增加额</b>  | -26  | 438   | -45   | 32    |

**利润表**

单位: 百万元

| 会计年度            | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 180  | 213   | 305   | 405   |
| <b>营业成本</b>     | 48   | 59    | 88    | 78    |
| <b>营业税金及附加</b>  | 3    | 4     | 5     | 7     |
| <b>营业费用</b>     | 60   | 71    | 99    | 128   |
| <b>管理费用</b>     | 18   | 21    | 29    | 38    |
| <b>财务费用</b>     | 4    | -6    | -6    | -6    |
| <b>资产减值损失</b>   | 2    | 2     | 3     | 3     |
| <b>公允价值变动收益</b> | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>投资净收益</b>    | -0   | 0     | 0     | 0     |
| <b>营业利润</b>     | 45   | 62    | 86    | 156   |
| <b>营业外收入</b>    | 1    | 2     | 2     | 2     |
| <b>营业外支出</b>    | 4    | 4     | 4     | 4     |
| <b>利润总额</b>     | 43   | 60    | 84    | 154   |
| <b>所得税</b>      | 8    | 11    | 15    | 28    |
| <b>净利润</b>      | 34   | 49    | 69    | 126   |
| <b>少数股东损益</b>   | 0    | 0     | 0     | 0     |
| <b>归属母公司净利润</b> | 34   | 49    | 69    | 126   |
| <b>EBITDA</b>   | 57   | 62    | 90    | 164   |
| <b>EPS (元)</b>  | 0.63 | 0.51  | 0.71  | 1.31  |

**主要财务比率**

| 会计年度           | 2009   | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| <b>成长能力</b>    |        |        |        |        |
| 营业收入           | 27.4%  | 18.1%  | 43.3%  | 33.0%  |
| 营业利润           | 34.9%  | 36.3%  | 38.7%  | 82.1%  |
| 归属于母公司净利润      | 33.3%  | 43.0%  | 39.4%  | 84.0%  |
| <b>获利能力</b>    |        |        |        |        |
| 毛利率(%)         | 73.3%  | 72.1%  | 71.0%  | 80.7%  |
| 净利率(%)         | 19.1%  | 23.1%  | 22.5%  | 31.2%  |
| ROE(%)         | 21.9%  | 6.9%   | 9.1%   | 14.9%  |
| ROIC(%)        | 26.6%  | 20.7%  | 20.7%  | 32.8%  |
| <b>偿债能力</b>    |        |        |        |        |
| 资产负债率(%)       | 37.3%  | 6.9%   | 8.1%   | 7.3%   |
| 净负债比率(%)       | 60.26% | 37.55% | 30.14% | 29.93% |
| 流动比率           | 1.85   | 12.02  | 10.37  | 10.93  |
| 速动比率           | 1.36   | 11.08  | 9.72   | 10.41  |
| <b>营运能力</b>    |        |        |        |        |
| 总资产周转率         | 0.76   | 0.42   | 0.38   | 0.47   |
| 应收账款周转率        | 3      | 4      | 4      | 4      |
| 应付账款周转率        | 6.10   | 6.42   | 7.10   | 5.54   |
| <b>每股指标(元)</b> |        |        |        |        |
| 每股收益(最新摊薄)     | 0.36   | 0.51   | 0.71   | 1.31   |
| 每股经营现金流(最新摊薄)  | -0.02  | 0.34   | 0.45   | 1.25   |
| 每股净资产(最新摊薄)    | 1.64   | 7.41   | 7.87   | 8.83   |
| <b>估值比率</b>    |        |        |        |        |
| P/E            | 81.56  | 57.04  | 40.94  | 22.24  |
| P/B            | 17.83  | 3.94   | 3.71   | 3.31   |
| EV/EBITDA      | 49     | 45     | 31     | 17     |

**分析师声明:**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。

本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

**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。