

中药 III

署名人: 周锐

S0960207090141

0755-82026719

zhourei@cjis.cn

参与人: 余方升

S0960110030152

0755-82026844

yufangsheng@cjis.cn

6-12 个月目标价:

当前股价: 29.18 元

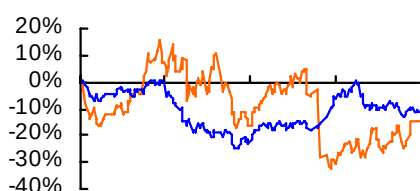
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2791.34
总股本(百万)	96
流通股本(百万)	41
流通市值(亿)	12
EPS (TTM)	0.55
每股净资产(元)	1.64
资产负债率	37.3%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
福瑞股份	5.23	20.58	32.41
上证综合指数	-4.64	-3.07	12.99



2010/1 2010/4 2010/7 2010/10

— 福瑞股份 — 上证综合指数

相关报告

《福瑞股份-盈利模式独特的抗肝纤维化第一中药品牌》2010-3-15

福瑞股份

300049

推荐

收购法国 ES, 打造肝纤维一体化龙头

1 月 17 日晚, 福瑞股份公告拟收购法国 ES100% 股权, 同时预计 2010 年度业绩同比增长 40%-60%。

投资要点:

- **收购 ES 全部股权, 夯实肝纤维一体化基础。**ES 主要生产对量化肝脏硬度数值进行诊断和检测的无创即时检测设备 FibroScan, 已累计在全球销售了 1000 多台。2010 年实现营收 1025 万欧元, 净利润 170 万欧元。预计此次收购需动用 1 亿多超募资金, 并将一次性支付给 ES 股东。这有助于巩固公司 FibroScan 检测业务, 提升肝纤维化竞争优势;
- **FibroScan 仪器潜在需求巨大, 2011 年有超预期销售可能。**随着人们对肝纤维化重要性认识的逐步提高, 加上医改的大力推进, 未来 FibroScan 诊治需求空间值得看好。据了解, 目前有意向购买该仪器的医院数超过 200 家, 如果各地检测费能及时通过物价局获批的话, 2011 年 FibroScan 业务取得爆发式增长的可能性很大;
- **复方鳖甲软肝片和壳脂胶囊有望重拾快速增长。**2010 年由于行业政策影响导致软肝片销售增速不快, 但经过加强拓展后, 凭借突出的治疗优势、独特有效的盈利模式以及使用人工虫草菌粉替代天然虫草的可能, 未来软肝片恢复较快增速可期; 而作为 2009 年医保目录里新进入同时也是唯一被批准的脂肪肝治疗用药, 壳脂胶囊在各地招投标陆续执行后, 预计 2011 年销售额也将有大幅增加;
- **肝纤维一体化优势彰显, 维持推荐评级。**收购完成后, 公司将在全球肝纤维化诊断领域处于领先地位, FibroScan 销售业务有望持续得到加强。考虑到并购效益, 我们预计公司 2010-12 年 EPS 分别为 0.55、1.04 和 1.48 元, 同比分别增长 53%、90% 和 42%, 维持推荐的投资评级。

风险提示: 软肝片所处的肝纤维化市场竞争比较激烈。

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	180	231	423	551
同比(%)	27%	28%	83%	30%
归属母公司净利润(百万元)	34	53	100	142
同比(%)	33%	53%	90%	42%
毛利率(%)	73.3%	71.1%	72.3%	71.9%
ROE(%)	21.9%	7.4%	12.7%	15.8%
每股收益(元)	0.36	0.55	1.04	1.48
P/E	81.56	53.16	27.99	19.73
P/B	17.83	3.92	3.56	3.11
EV/EBITDA	49	39	20	14

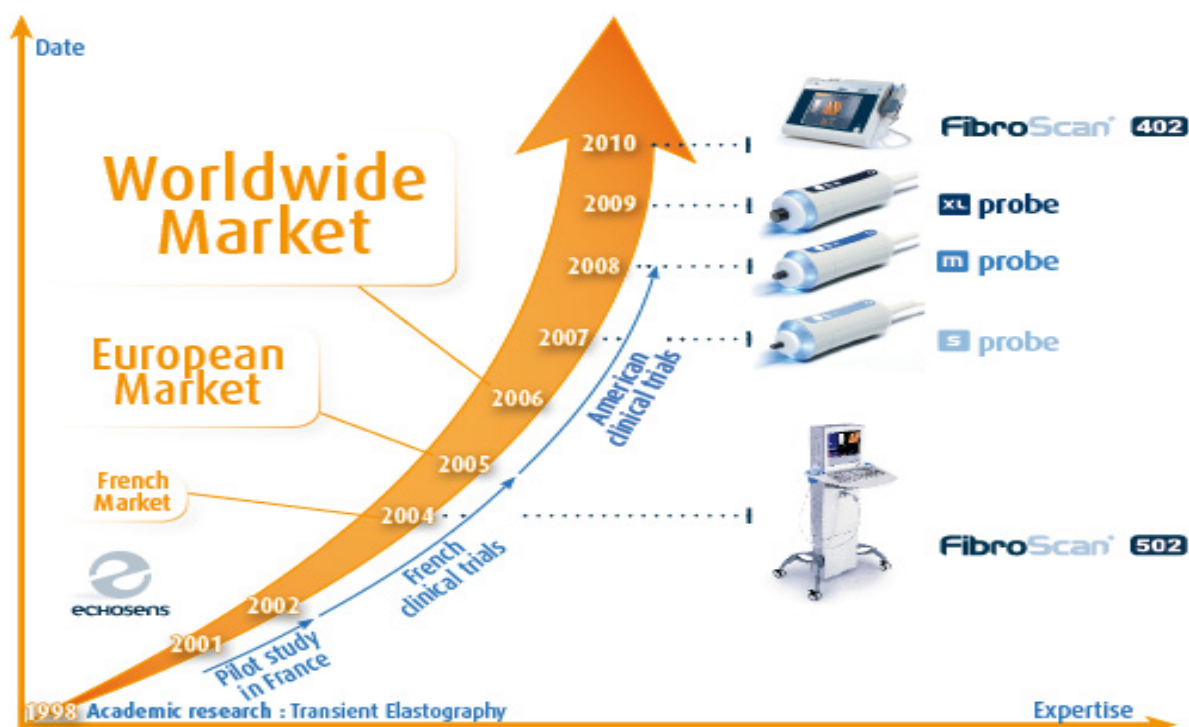
资料来源: 中投证券研究所

一、FibroScan 仪器未来国内应用前景光明

ES 公司于 2003 年在法国巴黎成立，主要生产肝脏弹性检测设备 Fibroscan，这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。而福瑞药业是 Fibroscan 在中国境内（不含香港和台湾）的独家分销商。

截止到 2010 年底，ES 公司资产总额为 943 万欧元，负债总额 285 万欧元，净资产 658 万欧元。2007 年度营业收入约 720 万欧元，国外销售占比为 75%。而 2010 年度营收则达到 1025 万欧元，净利润 170 万欧元，预计 Fibroscan 仪器销售量超过 300 台。

图 1：ES 公司发展历史



资料来源：ES 公司网站 中投证券研究所

从现有情况来看，在我国由于慢性病毒性肝炎患者基数庞大，而包括肝炎在内的各种慢性肝病均可导致肝纤维化，肝纤维化继续恶化的结果就是肝硬化，因此肝纤维化对人类健康危害极大。国家疾病预防控制中心数据显示，目前我国乙型肝炎病毒表面抗原携带者为 1.2 亿，现患慢性病毒性肝炎患者约 2000 万人，每年死于与乙型肝炎相关的肝病约 28 万人，其中 50% 为原发性肝癌。

因此,随着人们对肝纤维化重要性认识的逐步提高,加上医改的大力推进等,未来 FibroScan 仪器诊治需求空间值得看好。据了解,目前有意向购买该仪器的医院数超过 200 家,如果各地检测费能及时通过物价局批下来的话,2011 年公司仪器销售业务不排除取得超预期可能。

二、复方鳖甲软肝片和壳脂胶囊有望继续实现较好增长

目前公司的复方鳖甲软肝片牢牢占据了抗肝纤维化第一中药品牌的榜首,2008 年销售额达到了 1.27 亿,市场占有率 26.1%。2009 年销售额达到 1.64 亿,同比增长 29.42%,在全国肝病专科医院覆盖率超过 90%。

从 2010 年情况来看,由于行业政策影响导致软肝片销售增速仅有 10%,但今后经过加强拓展后,凭借突出的治疗优势、独特有效的盈利模式,加上抗肝纤维化药品广阔需求空间,以及将来使用人工虫草菌粉替代天然虫草的可能,未来软肝片恢复较快增速完全可期;

而壳脂胶囊是国内第一个批准的专门用于治疗脂肪肝的中药新药,具有降脂、保肝双重功效。据统计,我国现有 1.4 亿人患有脂肪肝,大中城市脂肪肝发病率已超过 10%,并呈逐渐上升趋势,因而壳脂胶囊未来需求空间很大。作为 2009 年医保目录里惟一的脂肪肝治疗用药,在年产 3 亿粒壳脂胶囊高新技术产业化项目竣工后产能问题已得到解决,我们预计 2011 年壳脂胶囊销售额将会出现翻倍增长。

三、盈利预测与估值

预计此次收购完成后,公司将在全球肝纤维化诊断领域处于领先地位,FibroScan 销售业务有望持续得到加强。考虑到并购效益,我们预计公司 2010-12 年实现归属于母公司净利润同比分别增长 53%、90%和 42%,对应 EPS 分别为 0.55、1.04 和 1.48 元,维持推荐的投资评级。

表 1：福瑞股份主营业务预测（单位：万）

	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入				
复方鳖甲软肝片	16,436.02	17,839.65	21,131.07	25,272.76
售价（元/万片）	12,081.21	12,141.62	12,505.86	13,006.10
销量（万片）	13,604.61	14,692.98	16,896.93	19,431.46
壳脂胶囊	236.31	1,000.00	2,000.00	3,600.00
Fibroscan 及技术服务费	512.75	2849.00	5200.00	7800.00
其中：Fibroscan	439.30	2,349.00	4,350.00	6,525.00
售价（万/台）	87.86	87.00	87.00	87.00
销量（台）	5	27	50	75
技术服务费	73.45	500.00	850.00	1,275.00
法国 ES	—	9000.00	11700.00	15210.00
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	23,057.26	42,291.86	55,076.82
主营业务成本				
复方鳖甲软肝片	4,156.95	4,579.29	5,529.50	6,676.87
成本（万片）	3,055.54	3,116.65	3,272.49	3,436.11
壳脂胶囊	26.12	110.00	220.00	396.00
Fibroscan 及技术服务费	193.52	1,100.50	2,005.00	3,016.10
其中：Fibroscan	158.11	850.50	1,575.00	2,362.50
成本（万/台）	31.62	31.50	31.50	31.50
技术服务费	35.41	250.00	430.00	653.60
法国 ES	—	1,800.00	2,340.00	3,042.00
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	6,667.31	11,698.95	15,472.67
毛利率				
复方鳖甲软肝片	74.71%	74.33%	73.83%	73.58%
壳脂胶囊	88.95%	89.00%	89.00%	89.00%
Fibroscan 及技术服务费	62.26%	61.37%	61.44%	61.33%
其中：Fibroscan	64.01%	63.79%	63.79%	63.79%
技术服务费	51.79%	50.00%	49.41%	48.74%
法国 ES	—	80.00%	80.00%	80.00%
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%
合计	73.27%	71.08%	72.34%	71.91%

资料来源：公司报表 中投证券研究所 注：2010 年主营业务不包括法国 ES

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	149	554	502	544	营业收入	180	231	423	551
现金	23	400	219	175	营业成本	48	67	117	155
应收账款	52	69	125	163	营业税金及附加	3	4	7	9
其它应收款	7	8	15	19	营业费用	60	71	131	154
预付账款	10	9	16	23	管理费用	18	21	38	50
存货	39	42	81	103	财务费用	4	-2	1	2
其他	20	25	46	60	资产减值损失	2	2	2	2
非流动资产	102	275	411	490	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1	1	1	1	投资净收益	-0	0	0	0
固定资产	34	211	347	427	营业利润	45	68	127	179
无形资产	11	11	11	11	营业外收入	1	1	1	1
其他	56	53	51	51	营业外支出	4	4	4	4
资产总计	251	829	913	1034	利润总额	43	66	125	177
流动负债	81	102	113	120	所得税	8	13	24	34
短期借款	55	70	70	70	净利润	34	53	100	142
应付账款	9	12	21	27	少数股东损益	0	0	0	0
其他	17	20	22	23	归属母公司净利润	34	53	100	142
非流动负债	13	10	12	11	EBITDA	57	72	142	202
长期借款	1	1	1	1	EPS (元)	0.36	0.55	1.04	1.48
其他	11	9	10	10	主要财务比率				
负债合计	94	112	125	132	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	55	96	96	96	营业收入	27.4%	28.1%	83.4%	30.2%
资本公积	12	494	494	494	营业利润	34.9%	50.2%	86.7%	41.0%
留存收益	90	126	198	311	归属于母公司净利润	33.3%	53.4%	90.0%	41.8%
归属母公司股东权益	157	717	788	902	获利能力				
负债和股东权益	251	829	913	1034	毛利率	73.3%	71.1%	72.3%	71.9%
现金流量表					净利率	19.1%	22.9%	23.7%	25.8%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROE	21.9%	7.4%	12.7%	15.8%
经营活动现金流	-2	34	-2	87	ROIC	26.6%	15.5%	17.2%	19.4%
净利润	34	53	100	142	偿债能力				
折旧摊销	8	6	15	21	资产负债率	37.3%	13.5%	13.6%	12.8%
财务费用	4	-2	1	2	净负债比率	60.26	63.62%	57.29	54.12%
投资损失	0	0	0	0	流动比率	1.85	5.42	4.45	4.52
营运资金变动	-51	-23	-127	-84	速动比率	1.36	5.01	3.74	3.66
其它	2	-0	10	5	营运能力				
投资活动现金流	-11	-180	-150	-100	总资产周转率	0.76	0.43	0.49	0.57
资本支出	12	180	150	100	应收账款周转率	3	3	4	3
长期投资	0	0	0	0	应付账款周转率	6.10	6.57	7.21	6.44
其他	1	0	0	0	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-13	524	-30	-31	每股收益(最新摊薄)	0.36	0.55	1.04	1.48
短期借款	12	15	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	-0.02	0.36	-0.02	0.91
长期借款	-0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	1.64	7.45	8.19	9.37
普通股增加	0	41	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	482	0	0	P/E	81.56	53.16	27.99	19.73
其他	-25	-14	-30	-31	P/B	17.83	3.92	3.56	3.11
现金净增加额	-26	378	-181	-44	EV/EBITDA	49	39	20	14

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

中投医药团队荣誉: 2007 年和 2009 年《新财富》最佳分析师评选中入围; “2008 年度卖方分析师水晶球奖” 医药行业第 2 名, 2008 年新财富最佳分析师医药行业第 3 名; 2010 年新财富、水晶球、金牛奖均为第 5 名。

中投医药团队成员:

周锐, 医药行业首席分析师, 理学博士, 3 年医药行业从业经验, 8 年证券行业从业经验, 整体负责中投医药团队研究工作;

余方升, 医药行业研究助理, 理学学士, 经济学硕士, 2009 年加入中投证券研究所, 负责中药行业研究;

余文心, 医药行业研究助理, 北京大学药学、经济学双学士, 北京大学药事管理、澳门大学医药管理双硕士。2010 年加入中投证券研究所, 负责化学药、医疗服务及政策研究;

江琦, 医药行业研究助理, 上海交大生物工程学士, 经济学硕士, 2010 年加入中投证券研究所, 负责生物制药及医药流通研究;

王威, 医药行业研究助理, 工学硕士, 5 年医疗器械行业从业经验, 2010 年加入中投证券研究所, 负责医疗器械及境外上市中资医药股研究;

訾猛, 医药品牌销售经理, 复旦大学硕士, 2008 年加入中投证券研究所。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434