

分析师：涂羚波
执业证书编号：S0050208010103
Tel：010-59355910
Email：tulb@chinans.com.cn
地址：北京市金融大街5号新盛大厦7层(100140)



合理估值区间(元) 75.6-88.2

发行上市资料

发行价格(元)	0.00
发行市盈率(倍)	0.00
发行股数(万股)	2000
发行后总股本(万股)	8000
发行日期	2011/1/24
发行方式	网下向询价对象配售和网上定价发行相结合
主承销商	招商证券
上市日期	

基础数据(发行前)

每股净资产(元)	0.00
总股本/流通 A 股(万股)	6000/0
流通 B 股/H 股(万股)	0/0
2010年6月30日	

相关研究

东 富 龙 (300171. SZ)

冻干专家 志在高远

投资要点

●**致力于成为全球冻干工程整体解决方案主流供应商。**公司是国内最大的冻干机制造商，市场份额占22%。目前主要产品有在位灭菌、在位清洗冻干机(SIP / CIP)、在位清洗冻干机(CIP)、实验型冻干机等。2007-2009年公司营业收入、净利润复合增长率分别为36%、28%，2010年上半年营业收入、净利润分别达2.4亿元、6964万元。公司在国内率先推出以冻干机、自动进出料系统及无菌隔离装置组成的冻干系统设备，实现了由冻干机生产商向冻干系统生产商的升级。公司的发展目标是成为全球冻干系统的主流供应商。

●**竞争优势在于研发、价格和服务。**公司具有国内领先的研发能力，开发的液氮冻干机、无菌隔离装置和自动进出料系统的冻干系统先后填补国内空白；价格方面，在各项指标均已达到国际先进水平的同时，价格只有国外竞争对手的50%，性价比优势明显；公司经营模式独特，以教育模式和优质售后服务提高客户忠诚度。

●**冻干系统处于快速成长期。**冻干系统属于高端制药装备业，技术壁垒高，近三年行业复合增长率超过20%。随着新版GMP实施、部分国际化企业对无菌要求的提升以及国内药品市场的快速增长，冻干行业仍将维持快速增长。根据其应用领域，预计2009-2012年，冻干系统应用于化学制药、生物制药、中药、兽药等领域的复合增长率将分别达到19.5%、38.9%、57.1%、35.9%。

盈利预测

项目	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万)	216.25	308	476	653	851
增长率(%)	29.31	42.46	54.53	37.12	30.43
净利润(百万)	53.39	75.88	143.48	201.55	267.76
增长率(%)	16.11	42	89	40	33
EPS(元)	0.89	1.26	1.79	2.52	3.35
毛利率(%)	40.57	45	48	49	49
净资产收益率(%)	37.26	37	41	37	33

财务指标

	流动比率	速动比率	资产负债率	应收账款周转率	存货周转率
2007A	1.44	0.89	57.44	0.00	0.00
2008A	1.45	0.69	59.16	9.18	1.08
2009A	1.47	0.89	60.68	10.79	1.00

来源：招股说明书、民族证券

● **募集资金项目提升产能。**本次拟募集资金 4.3 亿元，用于无菌冻干制药装备系统集成产业化项目及制药装备容器制造生产基地建设项目。募投项目扩大产能的同时将提升产品制造的工艺水平，降低生产成本，提升毛利率。

● **建议申购价 75.6-88.2 元。**我们预计公司 2010、2011、2012 年实现净利润 1.43 亿元、2.02 亿元、2.68 亿元，同比增长 89%、40%、33%，每股收益 1.79 元、2.52 元、3.35 元。给予公司 2011 年 30-35 倍 PE 估值，合理申购价 75.6-88.2 元。

表 1：公司收入和毛利预测

单位：万元	2009	2010E	2011E	2012E
	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
在位灭菌、在位清洗冻干机	19100	28134	37981	46261
(SIP/CIP)				
增长率 (%)	50.20%	47.50%	35.00%	22.00%
毛利率 (%)	45.60%	49.40%	49.40%	49.70%
在位清洗冻干机	6830	10320	6687	10847
(CIP)				
增长率 (%)	11.40%	51.00%	-35.00%	60.00%
毛利率 (%)	37.20%	39.90%	38.00%	38.90%
实验型冻干机	1190	540	1190	1503
增长率 (%)	68.80%	-54.60%	120.20%	26.30%
毛利率 (%)	36.90%	35.00%	35.50%	36.20%
液氮冻干机	540	0	430	657
增长率 (%)				52.70%
毛利率 (%)	65.90%		46.30%	46.90%
冻干机总收入	27660	38995	46288	59267
增长率 (%)	41.50%	40.98%	18.70%	28.04%
毛利率 (%)	43.50%	46.69%	47.37%	47.35%
冻干系统	1230	6467	16207	21539
增长率 (%)		425.80%	150.60%	32.90%
毛利率 (%)	0.70%	55.50%	53.90%	54.50%
配件及服务	1600	1864	2289	3788
增长率 (%)	45.40%	16.50%	22.80%	65.50%
毛利率 (%)	46.70%	46.70%	46.80%	46.90%
其他	270	208	392	414
增长率 (%)	-71.50%	-23.10%	88.80%	5.70%
毛利率 (%)	42.50%	52.80%	50.10%	51.10%
总收入	30760	47534	65177	85009
增长率 (%)	42.40%	54.53%	37.12%	30.43%
营业成本率	55.20%	52.09%	51.01%	50.84%
毛利率 (%)	44.80%	47.91%	48.99%	49.16%

资料来源：民族证券

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	464	768	1146	1623
现金及等价物	171	330	554	852
应收帐款	70	108	148	193
存货	183	267	359	467
其它流动资产	40	62	85	111
非流动资产	75	99	124	151
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产及其他	56	81	104	128
投资性房地产	0	0	0	0
无形资产	18	16	18	22
其它非流动资产	1	1	1	1
资产总计	539	896	1300	1804
流动负债	316	461	619	805
短期借款	0	0	0	0
应付帐款	23	33	44	58
其它流动负债	293	428	575	747
非流动负债	11	45	83	124
长期借款	0	29	60	95
其它非流动负债	11	17	23	29
负债合计	327	506	702	929
少数股东权益	5	10	17	26
归属于母公司所有者权益	207	351	552	820
负债和股东权益	539	867	1270	1774

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	103	154	218	291
净利润	78	148	208	277
资产减值准备	1	0	0	0
折旧和摊销	5	5	6	7
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	0	0	0	0
营运资本变动	18	1	3	7
投资收益	0	0	0	0
投资活动现金流	-18	-29	-31	-35
资本支出	-18	-29	-31	-35
其它	0	0	0	0
融资活动现金流	-15	34	37	41
权益性融资	-14	0	0	0
负债净变化	-1	34	37	41
财务费用	0	0	0	0
现金净增加额	70	160	224	298
期初现金余额	100	171	330	554
期末现金余额	171	330	554	852

资料来源：公司报表、民族证券

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	308	476	653	851
营业成本	170	248	333	433
营业税金及附加	2	2	3	4
销售费用	19	22	28	34
管理费用	31	44	55	68
财务费用	0	0	0	0
资产减值损失	1	0	0	0
公允价值变动净	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	85	160	233	312
营业外收入	6	12	8	8
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	91	172	241	320
所得税	12	23	33	43
净利润	78	148	208	277
少数股东损益	3	5	7	9
归属于母公司所	76	143	202	268
EBITDA	86	160	233	312
EPS（元）	1.26	1.79	2.52	3.35

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	42.5%	54.5%	37.1%	30.4%
营业利润	50.5%	87.6%	46.0%	34.0%
归属母公司净利	42.1%	89.1%	40.5%	32.9%
获利能力				
毛利率	44.9%	47.9%	49.0%	49.2%
净利率	24.6%	30.1%	30.9%	31.5%
ROE	36.6%	40.9%	36.5%	32.7%
ROIC	31.3%	34.0%	30.9%	27.8%
偿债能力				
资产负债率	60.7%	56.5%	54.0%	51.5%
流动比率	1.5	1.7	1.9	2.0
速动比率	0.9	1.1	1.3	1.4
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.5	0.5	0.5
应收帐款周转率	4.4	4.4	4.4	4.4
应付帐款周转率	7.5	7.5	7.5	7.5
每股指标(元)				
每股收益	1.26	1.79	2.52	3.35
每股经营现金	1.72	1.93	2.72	3.64
每股净资产	3.45	4.38	6.90	10.25
估值比率				
P/E	0.0	0.0	0.0	0.0
P/B	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA	167.6	90.4	61.9	46.2

分析师简介

西安交通大学硕士，曾就职于江中制药集团和某大型投资管理公司，具备 8 年医药行业的从业经验，以及 8 年证券行业的研究和投资经验，善于从投资的视角和公司基本面两方面挖掘公司的投资价值。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类 别	级 别	定 义
行业投资评级	推 荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推 荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓 名	电 话	手 机	邮 箱
袁 泉	010—59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010—59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010—59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010—59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚 丽	010—59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn