

东富龙（300171）：为新版 GMP 标准量身订做冻干机

机械/其他专用设备

合理价格区间：81 元-94.5 元

报告日期：2011 年 1 月 24 日

主要财务指标（单位：万元）

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	30,807	47,247	64,814	84,523
(+/-)	42.5%	53.4%	37.2%	30.4%
营业利润	8,504	15,066	25,096	31,050
(+/-)	50.5%	92.9%	66.6%	23.7%
归属于母公司 的净利润	7,588	13,574	21,561	26,478
(+/-)	42.1%	95.9%	58.8%	22.8%
每股收益（元）	0.95	1.70	2.70	3.22
净资产收益率	36.65%	27.14%	39.60%	10.24%

公司发行新股基本情况

发行日期/上市日期	2011.1.24/待定
发行后总股本（万股）	8,000
发行股数（万股）	2,000
发行价格（元）	86 元/股
发行市盈率（倍）	50.59 倍
发行动态市盈率（倍）	31.85 倍
行业滚动市盈率（倍）	40 倍
第一大股东	郑效东
第一大股东持股比例 （发行前/发行后）	85.50%/64.13%
发行前每股净资产（元）	3.26
发行前资产负债率	61.28%

注：发行市盈率=发行价/发行前一年度摊薄后 EPS；

发行动态市盈率=发行价/发行当年预测摊薄后 EPS；

证券分析师：于善辉
执业证书编号：A0140510120001
021-58824282-869 weixk@txsec.com
服务热线 010-66045555
服务邮箱 service@txsec.com

- 此次公司拟发行人民币普通股 2,000 万股，占发行后总股本的 25%，发行价格为 86 元。郑效东先生占发行后总股本的 64.13%，为公司控股股东。
- **东富龙冻干机市场占有率第一**，公司的主要产品有 SIP/CIP 冻干机、CIP 冻干机、液氮冻干机和冻干系统。2009 年冻干机销售收入 2.77 亿元，市场占有率 22.01%，市场占有率第一；冻干系统销售收入 1,229 万元，市场占有率 13%，市场占有率第二，随着募投项目的投产，销售收入和市场份额将持续增长。
- **新版 GMP 将为冻干机行业提供新的发展契机**。新版 GMP 标准要求最大限度减少药品生产过程中污染、交叉污染以及混淆、差错的风险，国内 500 多家冻干机制剂企业面临“GMP”新标准的检阅和再认证，其中 2010-2011 年将有 250 余家面临换证，这些企业都将淘汰旧设备并采购符合新版 GMP 标准的设备，冻干机行业未来几年前景光明。
- **公司产品为新版 GMP 量身订做**。公司生产的 SIP/CIP 冻干机，以及由 SIP/CIP 冻干机、自动进出料系统和无菌隔离装置组成的冻干机系统在生产过程中操作人员不直接接触药品，自动化程度高，能够最大限度的降低制药过程中的污染风险，是制药企业通过新版 GMP 认证的理想选择。
- **国外药品生产要求为冻干机行业提供强劲动力**。公司通过德国 TÜV 公司 ISO 9001 国际质量体系认证、欧盟 CE 认证及美国 FDA 要求的 21CFR PART 11 认证，具备中国压力容器设计和制造资质、美国 ASME 压力容器资质和欧洲 PED 压力容器资质。公司具备向欧美发达国家出口产品的准入资质。
- **募股资金投向分析**。公司此次募集资金投资项目分别为：1) 无菌冻干制药装备系统集成产业化项目、2) 制药装备容器制造生产基地建设项目（一期）。项目达产后能有效的解决公司的产能瓶颈问题，为公司新增收入 3.62 亿元，新增利润 8,697 万元。未来公司盈利能力将大幅提升。
- **盈利预测及估值**。我们预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 1.70 元、2.70 元、3.22 元。综合考虑可比公司平均估值水平，我们认为公司 2011 年动态市盈率在 30-35 倍较为合理，对应的合理价格区间为 81 元-94.5 元。

正文目录

1. 公司概况	3
1.1 公司基本情况	3
1.2 公司股本结构	3
1.3 公司主营业务构成状况及行业地位	4
2. 公司所处行业概况	6
2.1 冻干机行业面临的重大机遇	7
2.2 冻干机行业的市场需求	8
3. 公司竞争优势	9
4. 募集资金项目分析	11
4.1 募集资金项目概况	11
4.2 募集资金项目盈利能力分析	11
5. 盈利预测与估值分析	12
5.1 盈利预测假设	12
5.2 估值—合理价格区间：81 元-94.5 元	14
6. 风险揭示	14

图表目录

图表 1 公司股本结构	3
图表 2 发行前后股份比例变动	4
图表 3 控股子公司概况	4
图表 4 营业收入及收入增长率	5
图表 5 2010 年上半年各项业务收入占比	5
图表 6 毛利及毛利率	5
图表 7 2010 年上半年各项业务毛利占比	5
图表 8 国内外销售额及增长率	6
图表 9 2010 年上半年国内外销售额占比	6
图表 10 国内冻干机市场份额变化趋势	6
图表 11 2009 年国内冻干系统市场占有率	6
图表 12 制药装备行业相关政策一览	7
图表 13 新版 GMP 征求意见稿要求	7
图表 14 国内冻干机市场容量预测	8
图表 15 2009 年国内冻干机及冻干系统应用领域	8
图表 17 募投项目资金安排	11
图表 18 募投项目盈利能力	11
图表 19 盈利预测主要假设条件	12
图表 20 东富龙（300171）盈利预测表	13
图表 21 可比上市公司估值指标	14

1. 公司概况

1.1 公司基本情况

东富龙科技股份有限公司是 2008 年 4 月 9 日由东富龙科技有限公司变更设立股份公司，变更时注册资本为 6,000 万元。

郑效东先生是公司控股股东也是实际控制人。本次公开发行股票前，郑效东先生直接持有公司 5,130 万股。占发行前总股本的 85.5%。

公司自创立以来，一直专注于冻干系统的行业发展，为制药企业提供专业化、个性化、定制化的冻干系统解决方案。医用冻干系统是一种使药物在低温、真空和无菌环境下脱水干燥的冷冻干燥工艺系统，主要由冻干机、自动进出料系统、无菌隔离装置三大装置构成，同时还包括洗烘灌、药物称量与配制过滤、灯检装置、胶塞清洗机、轧盖机等辅助设备，广泛应用于血制品、疫苗、生物制品、化学药品等医药领域，并向中药制剂、诊断试剂、保健品、兽药等领域延伸。

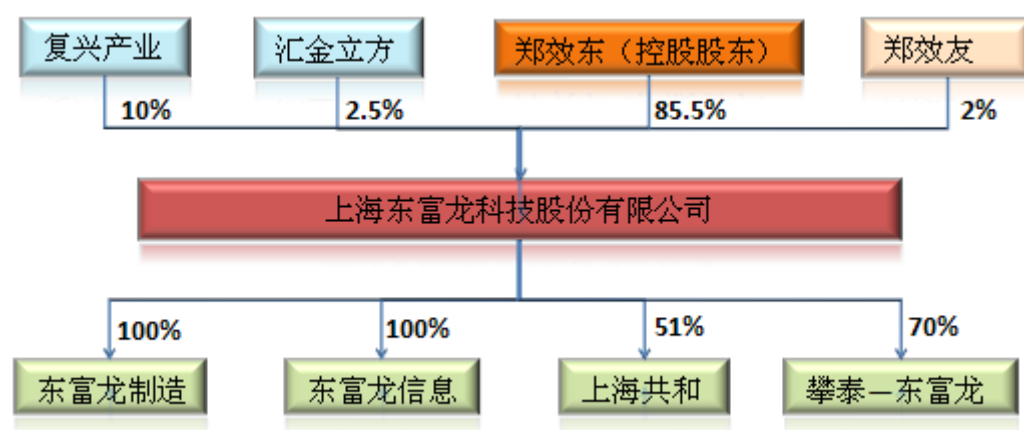
1.2 公司股本结构

此次发行前，公司总股本为 6,000 万股，此次公司拟发行人民币普通股 2,000 万股，占发行后总股本的 25.00%。公司控股股东郑效东先生持股数量占发行后总股本的 64.13%。

公司有上海共和真空技术有限公司、攀泰-东富龙有限公司、上海东富龙制药设备制造有限公司、上海东富龙信息技术有限公司四家控股子公司。除上述四家控股子公司外，不存在与其他企业联营、合营的情况。

公司股本结构及发行前后股份比例变动情况如下：

图表 1 公司股本结构



资料来源：招股说明书；天相投顾

图表 2 发行前后股份比例变动

股东名称	发行前股本结构		发行后股本结构	
	股数（万股）	比例（%）	股数（万股）	比例（%）
郑效东	5,130	85.5	5,130	64.13
复星医药	600	10	600	7.5
汇金立方	150	2.5	150	1.88
郑效友	120	2	120	1.5
本次发行股份	-	-	2,000	25
合计	6,000	100	8,000	100

资料来源：招股说明书；天相投顾

图表 3 控股子公司概况

公司名称	注册资本（万元）	公司持股比例	经营范围	类型
上海共和真空技术有限公司	USD35	51%	设计、生产搭载三重热交换系统的冷冻干燥装置及相关产品，销售自产产品	控股子公司
攀泰-东富龙有限责任公司	USD20	70%	冻干机销售、服务	控股子公司
上海东富龙制药设备制造有限公司	3000	100%	生物医药机械设备、化工机械、自动化仪表（除计量器具）、容器制造（除特种设备），从事制药设备科技领域内技术咨询、技术开发、技术转让、技术服务、从事货物进出口及技术进出口业务	全资子公司
上海东富龙信息技术有限公司	100	100%	从事信息、软件技术领域内的技术开发、技术转让、技术咨询、技术服务、软件生产与开发，电子产品、计算机、软件及辅助设备（除计算机信息系统安全专用产品）、仪器仪表、机电设备的销售，从事货物及技术的进出口业务	全资子公司

资料来源：招股说明书；天相投顾

1.3 公司主营业务构成状况及行业地位

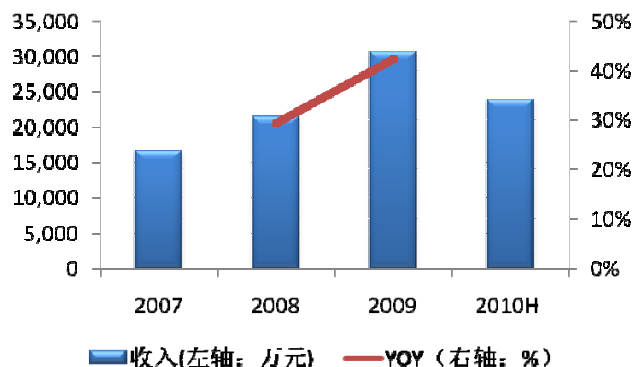
公司属于制药机械行业，公司主营业务为医用冻干机及冻干系统的研发、设计、生产、销售和服务。目前公司的主要产品有在位灭菌/在位清洗冻干机（SIP/CIP）、在位清洗冻干机（CIP）、实验型冻干机、液氮冻干机、冻干系统设备。

1. 公司营业收入增长迅速，毛利率稳步提高

2009年实现营业收入3.08亿元，同比增长42.5%；2010年实现营业收入2.40亿元，

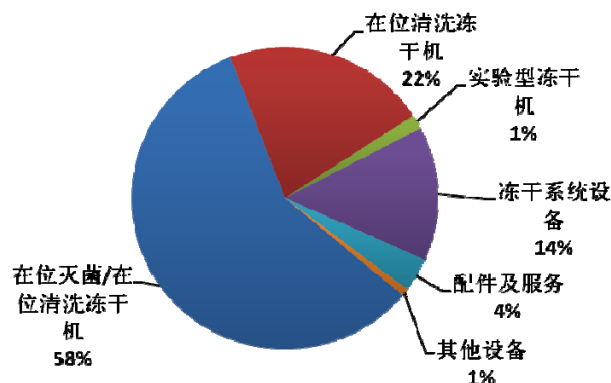
相当于2009年全年收入的77.9%。公司销售量额最大的产品分别是在位灭菌/在位清洗冻干机（SIP/CIP）、在位清洗冻干机（CIP）和冻干系统设备。

图表 4 营业收入(左轴: 万元)及收入增长率(右轴: %)



资料来源: 招股说明书; 天相投顾

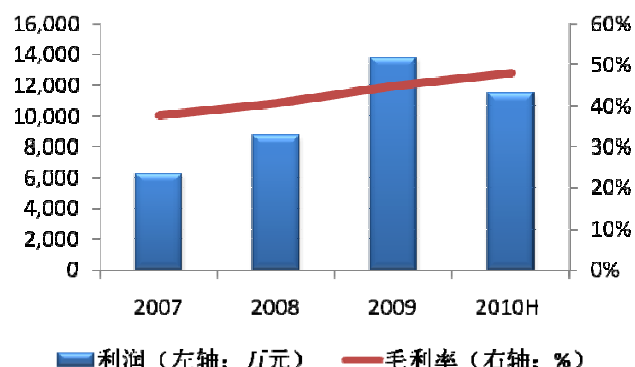
图表 5 2010 年上半年各项业务收入占比



资料来源: 招股说明书; 天相投顾

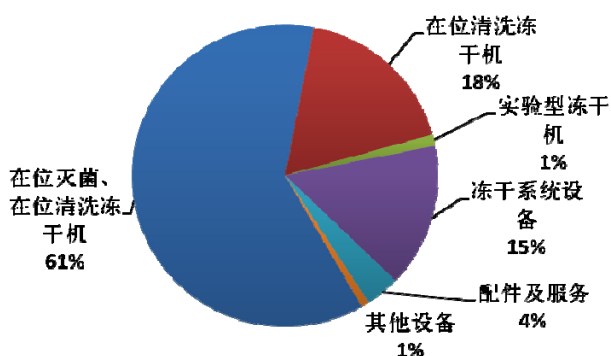
报告期内, 公司毛利及毛利率稳步提高, 2009年实现毛利1.38亿元, 毛利率为44.8%, 2010年上半年实现毛利1.15亿元, 毛利率47.9%。

图表 6 毛利(左轴: 万元)及毛利率(右轴: %)



资料来源: 招股说明书; 天相投顾

图表 7 2010 年上半年各项业务毛利占比



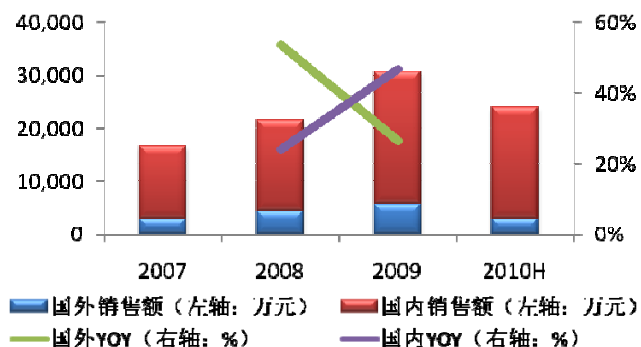
资料来源: 招股说明书; 天相投顾

1. 国内增长迅猛, 出口增速回落

2009年国内销售收入2.50亿元, 占公司总销售额的81.4%, 同比增长46.7%, 增速比上一年度提高了22.6个百分点。2010年上半年国销售收入为2.09亿元, 相当于去年全年国内销售额的83.5%。国内市场销额最大的是华东地区, 2010年上半年华东地区销售额达到9,138万元, 相当于去年全年的124.1%, 占公司全部销额的38%, 国内市场销售额的43.7%。

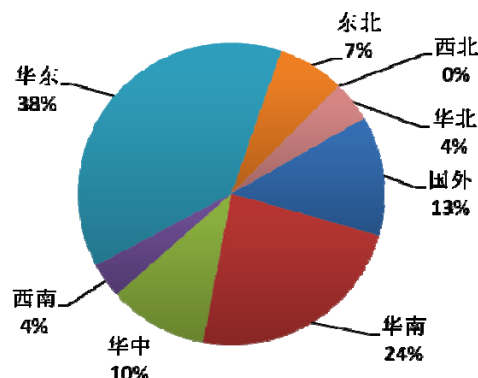
2009年公司出口5,729万元, 占公司总销售额的18.6%, 同比增长26.4%, 增速比上一年度回落了27.2个百分点。2010年上半年公司国外销售额为3,069万元, 相当于去年全年国外销售额的53.6%。国外市场销售额最大的市场是欧洲市场, 2010年上半年欧洲市场销售额达到1,545万元, 相当于去年全年的200.6%, 占公司全部销售额的6.4%, 国外市场销售额的50.4%。

图表 8 国内外销售额(左轴:万元)及增长率(右轴:%)



资料来源:招股说明书;天相投顾

图表 9 2010 年上半年国内外销售额占比



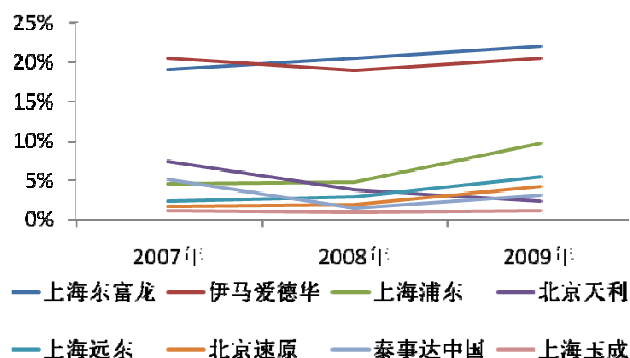
资料来源:招股说明书;天相投顾

2. 冻干机市场占有率第一,冻干系统市场占有率第二

从2007年起,公司在国内冻干机领域市场份额逐年增长,2008年市场占有率达20.47%,超过伊马爱德华公司,成为国内市场份额第一的冻干机制造商。2009年,公司成功研发在位灭菌/在位清洗冻干机(SIP/CIP)和液氮冻干机。市场占有率又进一步提高,达22.01%,市场份额增长1.54个百分点。

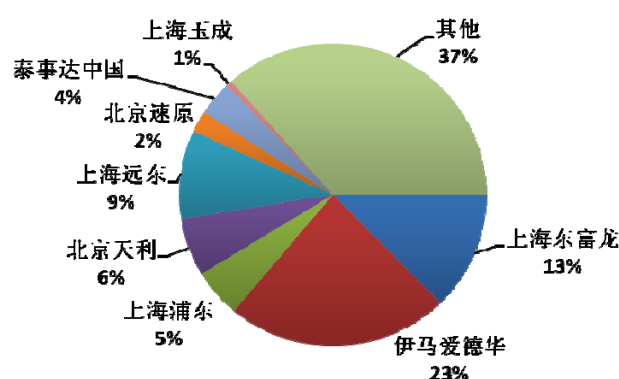
在2009年公司在国内率先推出以冻干机、自动进出料系统及无菌隔离装置组成的冻干系统设备。当年销售1套,市场占有率为12.70%,市场占有率第二,在2010年上半年该系统销售了4套,未来市场占有率将大幅度地提高。

图表 10 国内冻干机市场份额变化趋势



资料来源:招股说明书;天相投顾

图表 11 2009 年国内冻干系统市场占有率



资料来源:招股说明书;天相投顾

2. 公司所处行业概况

公司所属行业为制药装备行业,按照《国民经济行业分类》公司所属类别为C3644 制药专用设备制造。公司长期专注于冻干系统设备的研发和生产,该领域是制药装备行业的重要细分行业。

制药装备是医药行业发展的生产工具,与医药行业息息相关,属于国家鼓励发展的产业,享有多项政策支持,相关行业政策如下:

图表 12 制药装备行业相关政策一览

颁布时间	颁布部门	法规名称	主要内容
1988 年	原国家医药管理局	医药工业企业进口设备管理暂行办法	积极推进进口设备国产化，把进口设备的国产化作为发展医药设备的基本对策之一
2002 年	科学技术部、国家经贸委、国家中医药管理局	医药科学技术政策	努力提高化学药、医疗器械和制药设备的创新能力和研制水平，更新产品结构
2006 年	国家发改委	医药行业“十一五”发展指导意见	要严格把好 GMP 认证关，对在规定期限内未通过 GMP 认证的企业坚决依法关停并转。同时应根据产品和技术发展要求，定期修订产品质量和技术标准，提高技术门槛，淘汰落后的生产工艺、技术产品和装备。

资料来源：招股说明书；天相投顾

2.1 冻干机行业面临的重大机遇

1.新版GMP将为冻干机行业提供新的发展契机。

新版GMP标准的即将实施促进制药企业设备的更新换代和质量标准提升，从而为公司带来订单快速增长。国家现行有效的GMP标准是1998年版本，新版GMP标准前后经过多次修订，于2009年9月和12月两次公开征求意见，即将正式出台。新版GMP《征求意见稿》明确该规范制定的目的之一是要“最大限度减少药品生产过程中污染、交叉污染以及混淆、差错的风险”（第三条）。具体要求如下：

图表 13 新版 GMP 征求意见稿要求

条款	内容
第三条	最大限度减少药品生产过程中污染、交叉污染以及混淆、差错的风险。
第三十六条	操作人员应避免裸手直接接触药品及与药品直接接触的包装材料和设备的表面。
第七十一条	设备的设计、选型、安装、改造和维护必须符合预定用途，应尽可能降低发生污染、交叉污染、混淆和差错，便于操作、清洁、维护，以及必要时进行的消毒或灭菌。
第一百九十八条	生产过程中应尽可能采取措施，防止污染和交叉污染。

资料来源：招股说明书；天相投顾

公司的新产品冻干系统设备（含自动进出料系统和无菌隔离系统）和高端冻干机（SIP/CIP）能够满足新版GMP要求的人员隔离、无菌生产、在位灭菌等要求。尽管新版GMP尚未正式生效，近年国内药厂已经提前按照新版GMP的要求选择新购制药设备，以适应未来新版GMP的要求。

同时，2009年大批制药企业GMP证书到期，需要按照新的“GMP”标准进行再认证。据估计我国将有500多家冻干制剂企业面临“GMP”新标准的检阅和再认证，其中2010-2011年将有250余家面临换证。这为具备CIP及SIP清洗灭菌功能的冻干机及可提供高度无菌制药环境的自动进出料系统和无菌隔离装置提供了新的应用空间。

2. 国外药品生产要求为冻干机行业提供强劲动力

目前美国实施的cGMPs代表了国际最新技术水平，对一切能够影响药品生产和质量的因素都纳入到GMP规范的内容中，尤其是对包括冻干系统在内的制药设备生产，从设计、选型、组装、调试等各个方面均制定了详细标准。公司生产的高端冻干机（SIP/CIP）及冻干系统能够满足此标准的严苛要求。

此外，我国出口的冻干设备也需要符合美国、欧盟的其他一些强制性行业标准，这些标准包括欧盟的CE认证、美国的UL认证等，凡是有压力容器部分的均要获得PED、ASME的认证。

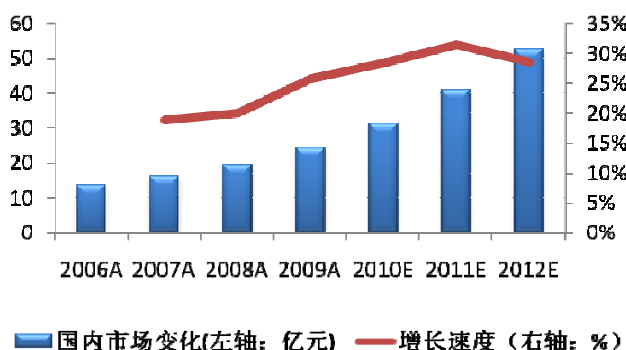
公司产品通过了德国TÜV公司ISO 9001国际质量体系认证、欧盟CE认证及美国FDA要求的21CFR PART 11认证，具备中国压力容器设计和制造资质、美国ASME压力容器资质和欧洲PED压力容器资质。

2.2 冻干机行业的市场需求

药用冻干机及冻干系统产品主要用于化学制药（化学原料药、化学制剂）、生物制药、中药制剂、兽药、保健品、高校及科研单位实验室等。

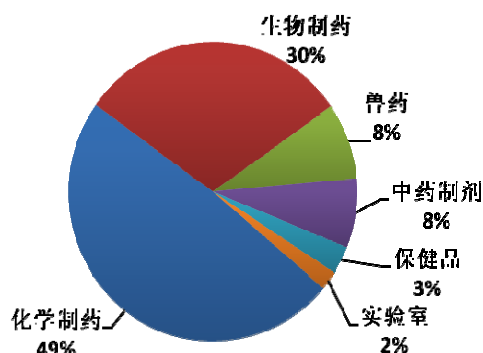
2006年-2009年冻干机及冻干系统市场需求年复合增长率为21%，2009年总市场规模为24.25亿元，其中化学制药所占比例最大达49%，据汉鼎资讯预计，未来市场需求进一步释放，2011和2012年市场需求分别达41亿元和54亿元，年均增长率为30%左右。具体情况如下：

图表 14 国内冻干机市场容量预测



资料来源：汉鼎资讯；招股说明书；天相投顾

图表 15 2009 年国内冻干机及冻干系统应用领域



资料来源：汉鼎资讯；招股说明书；天相投顾



3. 公司竞争优势

从行业竞争者情况的分析来看，我们总结出公司的核心竞争优势。

优势之一：技术创新优势

公司具备较强的研发创新和成果转化能力，已拥有和掌握冻干系统行业的核心技术。

目前公司拥有48项专利技术、6项高新技术成果转化和6项软件著作权，有32项专利技术正在申请之中，相继成功研发和投产了液氮冻干机、自动进出料系统和无菌隔离装置等冻干系统核心设备。其中公司自行研发、设计、制造的自动进出料系统、液氮冻干机为国内首创，国际上也只有少数先进企业掌握这项技术。公司液氮冻干机、自动进出料系统和无菌隔离装置的推出弥补了我国在该领域的空白，对于制药装备领域的中国创新都具有重要意义。公司目前的主要产品SIP/CIP冻干机、液氮冻干机的各项性能指标都已达到国际先进水平，不仅在国内市场能够替代进口产品，而且已开始参与国际市场的竞争。

同时，公司还自行开展多项冻干技术基础理论研究，包括无菌注射剂制造工艺及验证研究、冻干系统设备技术和制造工艺研究、冻干系统工程自动化集成研究、GMP法规研究等。

公司通过了德国TÜV公司ISO 9001国际质量体系认证、欧盟CE认证及美国FDA的21CFR PART 11认证，具备美国ASME压力容器资质和欧洲PED压力容器资质。在国内市场上具有明显的技术优势，是国内能与国际知名企业进行竞争的少数厂商之一。

优势之二：独特和领先的经营模式

1. 教育销售模式。

公司每年均会举办新产品推广会、技术交流会、客户培训会、冻干行业论坛，邀请国外知名专家为国内客户进行讲学，通过这些活动一方面让客户充分了解公司产品的性能和优势，另一方面还能展示公司的技术实力和研发能力，从而带动公司销售的增长。此外，公司自2006年开始设立冻干工艺研究室进行药品冻干工艺的研究，目前已给上百家制药企业提供了冻干工艺咨询和服务，摸索了近200种冻干药品的冻干工艺，不仅稳定了客户药品生产的质量和降低了生产成本，而且实现客户价值提升，从而获取销售订单增长。

2. 以优质服务实现客户价值最大化。

公司建立了全面、及时的售后服务体系，为各类客户提供优质的增值服务：一是凭借一批资深科技人员和技术专家的有力支持，公司能根据客户现有设备状况，利用各种资源为客户提供技术支持、升级方案及现场调试维修等全面快捷的技术服务。二是由于进口设备的售后服务成本较高、备件时间较长，公司还承接了大量国内制药企业进口设备的维修、升级服务，凭借优质的技术、周到的服务为公司赢得了良好的市场形象，提升了公司的品牌价值；三是根据客户需要，公司积极协助客户进行GMP



认证工作,为客户制作、提供符合GMP认证要求的重要验证文件;四是公司组建了包括遍布全国的技术服务中心及稳定快速的供应商配送渠道在内的备品备件供货网络。通过公司强大的供货网络可以及时提供各种规格型号的备品备件,从而满足客户对备品备件的需求,降低客户设备停机风险。

3. 完善的销售网络体系。

目前公司的销售及服务网点遍布全国,建立了七大销售服务中心,为客户提供全方位优质服务,同时为公司销售规模的进一步扩大奠定了坚实的基础。公司在印度设立代表处的同时,还在美国设立了销售公司,拓展国际市场。公司产品已获得欧美发达国家的进口许可并成功出口到美洲(美国、墨西哥、阿根廷),欧洲(西班牙、瑞士、俄罗斯、波兰),亚洲(印度、巴基斯坦、孟加拉、蒙古、韩国、越南、新加坡、印度尼西亚)等国家和地区。

优势之三:自主品牌领先优势

公司为国内冻干系统行业的领先企业,市场份额居国内冻干系统行业前列,并致力于发展成为全球冻干系统整体解决方案的主流提供商。公司作为国内冻干系统行业的领跑者,积极参与品牌经营,重视品牌建设,率先提出“引领中国冻干技术发展”的理念。公司的“东富龙”商标被评为上海市著名商标。公司成立以来,没有发生因产品质量问题而引发的纠纷,公司的品牌知名度和信誉度得到用户的高度认可。公司是国内能与国际知名企业进行竞争的少数厂商之一,是我国替代进口冻干系统设备的主要代表企业。从设立至今,公司已有超过1500台冻干系统设备服务于全球制药工业,广泛应用于生物制品、抗生素、病毒、疫苗、血制品、诊断制剂、酶制剂、维生素、激素、中药制剂和基因工程等领域。

优势之四:管理和人才优势

公司专注于主营业务的发展,坚定走专业化道路,制定了清晰的发展战略,明确了战略目标、发展路径。公司拥有专业、稳定的管理团队,高级管理人员均长期从事冻干系统产品的研发、生产管理及销售。公司成立以来的高速发展历程充分体现了整个管理团队的开拓精神和管理能力。公司总结了多年的产品质量管理、现场管理、安全管理等经验,并借鉴国外先进的管理方式,形成了一套规范化、标准化的成熟高效生产管理制度;同时公司以信息化建设来进一步提升公司管理水平,目前已经实施的ERP系统、PDM系统以及OA系统涵盖了公司财务管理、设计管理、物控管理、办公自动化管理和人力资源管理。

通过多年积累,公司拥有一支专业的冻干系统研发设计及销售人才队伍。公司冻干系统研发设计人员不仅具备医学、化工、机械、电子、制冷、真空、自动化控制等综合知识,还具备多年的行业实践经验,是公司研发创新和质量控制的坚实基础。同时公司的销售人员不仅具备较强的市场营销能力,还掌握丰富的冻干系统理论知识,熟悉GMP法规,是公司销售持续增长的坚强后盾。

4. 募集资金项目分析

4.1 募集资金项目概况

公司此次募集资金投资项目分别为无菌冻干制药装备系统集成产业化项目和制药装备容器制造生产基地建设项目（一期）。四个项目共需资金43,166万元。

图表 16 募投项目资金安排

项目名称	投资总额 (万元)	拟使用募集资金 投资额(万元)	实施方式
无菌冻干制药装备系统集成产业化项目	29,600	29,600	由公司直接实施该项目
制药装备容器制造生产基地建设项目（一期）	14,667	13,567	以募集资金 13,566.70 万元对东富龙制造增资，由东富龙制造实施该项目
主营业务相关的运营资金项目	XXX	XXX	

资料来源：招股说明书；天相投顾

4.2 募集资金项目盈利能力分析

1. 无菌冻干制药装备系统集成产业化项目

项目达产后正常年份可实现销售收入36,195万元，税后利润8,697万元，项目的投资利润率为40.8%，内部收益率27.68%，静态投资回收期为5.10年。各项财务数据和评价指标表明本项目的盈利性较好，经济效益显著，能为企业增加较多的利润，同时具备较强的抗风险能力。本项目将在本次募集资金到位后开始建设，建设期15个月，投产后2年内实现达产。

2. 制药装备容器制造生产基地建设项目（一期）

项目将在募集资金到位后开始建设，建设期26个月，投产后1年内实现达产。本项目达成后，将可形成年产冻干压力容器200套的制造能力。产品规格为：20平方米（隔板面积）压力容器40套，30平方米压力容器60套，40平方米压力容器100套。本项目达产后正常年份项目的投资利润率为21.56%，内部收益率21.81%(税前)，销售净利润率为23.13%，静态投资回收期为5.70年。

图表 17 募投项目盈利能力

项目	产品	达产年 产量	新增收入 (万元)	新增利润 (万元)	建设周 期(月)
无菌冻干制药装备系统集成产业化项目	真空冷冻干燥机	85 台	36,195	8,697	15
	液氮制冷冻干机	23 台			
	冻干系统设备	15 套			
	压力容器	60 套			

制药装备容器制造			
生产基地建设项目	冻干容器	200 套	26
(一期)			

资料来源：招股说明书；天相投顾

本次募集资金投资项目所生产的产品均为出口或大型冻干系统设备等高端产品，其产品技术水平和附加值高于公司现有产品，所要求的生产设备和生产环境更为严格；同时部分固定资产投资于研发中心和验证测试中心，目的是为了公司的技术创新能力和产品质量。

5. 盈利预测与估值分析

5.1 盈利预测假设

假设条件一：公司所募投资项目按照规划进度建设完成并达产，实现既定效益。

假设条件二：今年上半年国家推出新版 GMP 标准，并强制执行。市场冻干机及冻干系统需求快速增长。

假设条件三：公司管理费用及销售费用随业务的扩展而增长，财务费用因超募资金到位大幅度降低。

假设条件四：按照公司 IPO 后 8,000 万总股本进行测算。

图表 18 盈利预测主要假设条件

收入构成	2009 A	2010E	2011E	012E
一、冻干机	27,658	38,729	46,072	58,743
1、在位灭菌、在位清洗冻干机（SIP / CIP）	19,100	27,943	37,723	45,947
2、在位清洗冻干机（CIP）	6,834	10,251	6,643	10,775
3、实验型冻干机	1,187	534	1,176	1,486
4、液氮冻干机	537	0	530	536
二、冻干系统设备	1,229	6,453	16,172	21,493
三、配件及服务	1,605	1,862	2,286	3,784
四、其他设备	267	203	383	383
合计	30,759	47,247	64,914	84,403
成本构成	2009 A	2010E	2011E	2012E
一、冻干机	15,618	20,647	24,251	30,927
1、在位灭菌、在位清洗冻干机（SIP / CIP）	10,393	14,139	19,088	23,111
2、在位清洗冻干机（CIP）	4,292	6,161	4,119	6,583
3、实验型冻干机	749	347	759	948
4、液氮冻干机	183	-	286	285
二、冻干系统设备	346	2,872	7,455	9,779
三、配件及服务	855	992	1,216	2,009
四、其他设备	154	96	191	187
合计	16,972	24,607	33,114	42,903

利润构成	2009 A	2010E	2011E	2012E
一、冻干机	12,040	18,081	21,822	27,816
1、在位灭菌、在位清洗冻干机（SIP / CIP）	8,707	13,804	18,635	22,836
2、在位清洗冻干机（CIP）	2,542	4,090	2,524	4,191
3、实验型冻干机	438	187	418	538
4、液氮冻干机	354	-	244	251
二、冻干系统设备	883	3,582	8,717	11,714
三、配件及服务	750	869	1,070	1,774
四、其他设备	114	107	192	196
合计	13,787	22,639	31,800	41,500

资料来源：天相投顾整理

图表 19 东富龙（300171）盈利预测表

利润表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业收入	21,625	30,807	47,247	64,814	84,523
同比增长	29.3%	42.5%	53.4%	37.2%	30.4%
减：营业成本	12,851	16,972	24,607	33,256	42,967
综合毛利率	40.6%	44.9%	47.9%	48.7%	49.2%
营业税金及附加	48	234	142	194	254
资产减值损失	-133	105	0	0	0
减：期间费用	3,406	4,991	7,432	6,267	10,253
期间费用率	15.7%	16.2%	15.7%	9.7%	12.1%
其中：销售费用	1,322	1,872	2,140	4,038	5,181
管理费用	2,174	3,128	4,347	6,248	7,776
财务费用	-91	-9	945	-4,018	-2,705
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	197	0	0	0	0
二、营业利润	5,650	8,504	15,066	25,096	31,050
同比增长	15.5%	50.5%	92.9%	66.6%	23.7%
营业利润率	26.1%	27.6%	31.9%	38.7%	36.7%
加：营业外收入	547	573	1,065	825	723
减：营业外支出	53	11	85	468	521
三、利润总额	6,144	9,066	16,046	25,453	31,252
减：所得税	845	1,219	2,407	3,818	4,688
实际所得税率	13.7%	13.4%	15.0%	15.0%	15.0%
四、净利润	5,299	7,847	13,639	21,635	26,564
归属于母公司所有者净利润	5,339	7,588	13,574	21,561	26,478
同比增长	16.1%	42.1%	95.9%	58.8%	22.8%
净利润率	24.5%	25.5%	28.9%	33.4%	31.4%
少数股东损益	-39	259	65	74	86
基本每股收益（元/股）	0.67	0.95	1.70	2.70	3.22
每股净资产（元/股）	1.79	2.59	4.28	28.23	31.45

净资产收益率(%)	37.26	36.65	39.60	9.56	10.24
-----------	-------	-------	-------	------	-------

资料来源：公司招股说明书；天相投顾整理

5.2 估值—合理价格区间：81 元-94.5 元

公司是国内首家上市的制药装备公司，目前主营业务保持快速平稳的增长，未来冻干机行业有着良好的市场前景，将带来公司业绩的快速增长。我们预计公司 2010 年-2012 年实现归属于母公司净利润分别为 1.38 亿元、2.16 亿元、2.65 亿元，按增发后总股本 8,000 万股摊薄计算，对应的公司 2010-2012 年 EPS 分别为 1.70 元、2.70 元、3.22 元。

结合公司行业内的优势地位以及未来业务的快速发展，综合考虑与公司在产品类别，资产规模具有相似性的公司，我们选取山东药玻、新华医疗等医疗器械上市公司作为参照，可比公司的 2011 年动态市盈率为 33 倍。谨慎起见我们认为公司 2010 年动态市盈率在 30-35 倍较为合理，建议询价区间 81 元-94.5 元。

图表 20 可比上市公司估值指标（2011 年 1 月 17 日）

证券代码	证券简称	股票价格		EPS		PE		
		20110117	2009	2010	2011	2009	2010	2011
600529	山东药玻	15.50	0.56	0.86	1.17	28	18	13
600055	万东医疗	14.09	0.32	0.28	0.36	44	50	39
300003	乐普医疗	24.82	0.78	0.51	0.69	32	49	36
600587	新华医疗	23.49	0.31	0.47	0.67	76	50	35
600763	通策医疗	18.65	0.14	0.30	0.42	133	62	44
平均值			0.42	0.48	0.66	62.5	45.8	33.5

资料来源：天相投资分析系统

6. 风险提示

市场竞争风险：尽管公司已成为国内冻干系统行业中具有领先竞争优势的厂商之一，在技术、人才、品牌和经营模式等方面都建立了相对竞争优势，但由于国内冻干系统技术与国外发达国家还有一定差距，国产冻干系统虽然依据其成本和价格优势占据了国内大部分市场，但是，今后随着下游制药企业的不断壮大，企业实力的不断提升，对冻干系统产品的需求将向高端产品转移；同时随着国际知名医药设备厂商在我国建立合资生产企业，公司处于竞争比较充分的市场环境中。如果公司不能加强研发投入，提高技术水平，保持技术、生产水平的先进性，公司将会面临不利的市场竞争局面，甚至会影响到公司的生存和长远发展。

政策风险：2006 年以来，国家和地方相继出台了《国务院关于加强振兴装备制造业的若干意见》、《促进生物产业加快发展的若干政策》、《关于促进上海生物医药产业发展的若干政策规定》等一系列鼓励制药及制药装备行业发展的政策规划。一旦行业发展政策发生变化或公司下游行业引导政策出现逆转，将对公司冻干系统设备的经营产生影响，进而影响公司本次募投项目预期效益的实现。

技术风险：公司自设立以来，一直把技术研发作为公司发展的基石和重点，注重加大技术研发的投入。公司已申请了多项专利技术，掌握了多项核心技术，这些技术



涵盖了冻干系统领域内的基础技术和实用技术。同时，公司在生产实践中积累了多项生产工艺方面的专有技术，形成了公司的综合技术优势。但是，就公司所处的冻干系统行业来讲，国外发达国家先进企业的技术积累和沉淀较为深厚，技术研发实力较强，国外厂商技术及产品的更新换代可能使公司应用现有技术的产品受到冲击，若公司不能紧跟冻干系统行业最新科技的发展，及时利用新技术，开发出具有国际先进水平的新产品，现有的产品和技术将有竞争力下降的风险。

存货金额较大、周转率低的风险：近三年公司销售规模迅速扩大，订单数量快速增加，导致存货的期末余额呈不断上升趋势。2007 年、2008 年、2009 年和 2010 年上半年公司存货的期末余额分别为 8,286.87 万元、15,550.29 万元、18,304.10 万元和 26,458.32 万元，占同期流动资产的比例分别为 38.03%、52.05%、39.47%和 46.44%。近三年存货周转率分别为 1.49、1.08、1.00，存货周转率逐年降低。虽然公司为订单式生产，基本不存在存货跌价的风险，但如因客户延迟提货，则会影响公司流动资金的周转率。同时由于公司产品均为非标定制设备，如客户发生退货或质量纠纷，则有可能给公司带来库存积压的风险。

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

天相投资顾问有限公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格(业务许可证编号: ZX0157)。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料和合法渠道,天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正,但不对所引用资料和数据本身的真实性、准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议,仅供阅读者参考,不构成对证券买卖的出价或询价,也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果,概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有,为非公开资料,仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权,任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址: 北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室 电话: 010-66045566 传真: 010-66573918 邮编: 100140
北京新盛	地址: 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层 电话: 010-66045566; 66045577 传真: 010-66045500 邮编: 100140
北京德胜园	地址: 北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层 电话: 010-66045566 传真: 010-66045700 邮编: 100088
上海天相	地址: 上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座 电话: 021-58824282 传真: 021-58824283 邮编: 200120
深圳天相	地址: 深圳市福田区深南大道 6033 号金运世纪大厦 22A 电话: 0755-83234800 传真: 0755-83234800 邮编: 518040