

东富龙(300171)新股定价报告

定价区间
68.90—78.70 元

积极参与国际竞争的冻干机龙头

健康护理 / 医疗器械

发布时间: 2011 年 1 月 31 日

投资要点:

- 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。医用冻干系统主要由冻干机、自动进出料系统、无菌隔离装置三大装置构成,广泛应用于血液制品、疫苗、生物制品、化学药品等领域,并逐渐延伸到中药制剂、诊断试剂、保健品和兽药等领域。
- 受益于国家相关政策以及下游医药行业的快速发展,公司从 2008 年后迎来了飞速发展的时期。在 2008 年,公司首次超过外资企业,成为国内冻干设备行业市场份额最高的企业,同时凭借价格和成本优势,在国际市场上也拥有了越来越高的市场份额。
- 公司技术实力雄厚,掌握了冻干系统行业的核心技术,从冻干机到冻干系统到冻干工程,逐渐延伸产业链,提升技术附加值,产品毛利率也逐年得到提升。
- 公司发行前股本为 6000 万元,本次发行 2000 万股,本次发行股份占发行后总股本的 25%。公司实际控制人和控股股东为郑效东先生,拥有公司 5130 万股股份,占发行前总股本的 85.5%。
- 我们预测公司在 2010 年~2012 年的每股收益分别为 1.80 元、2.46 元和 2.97 元,按照 2011 年 28~32 倍的区间,合理价格区间为 68.90 元~78.70 元。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2009	30,807	42.46	7,588	42.13	1.26	44.05		
2010E	46,895	52.51	14,400	90.48	1.80			
2011E	55,412	18.16	19,680	36.67	2.46			
2012E	63,278	14.20	23,760	20.73	2.97			

发行数据	2010Q2
发行前股本(万股)	6,000
发行数量(万股)	2,000
发行价格(元)	86.00
发行前 EPS(元)	1.15
发行后 EPS(元)	0.87
发行前每股净资产(元)	4.26
发行日期	2011-1-24
上市日期	2011-2-1
主承销商	招商证券

分析师: 周思立 联系人: 刘林
 执业证书编号: S0550511010003
 TEL: (8621)6337 7000-254
 FAX: (8621)6337 3209
 Email: liulin@nesc.cn
 地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼
 邮 编: 200002

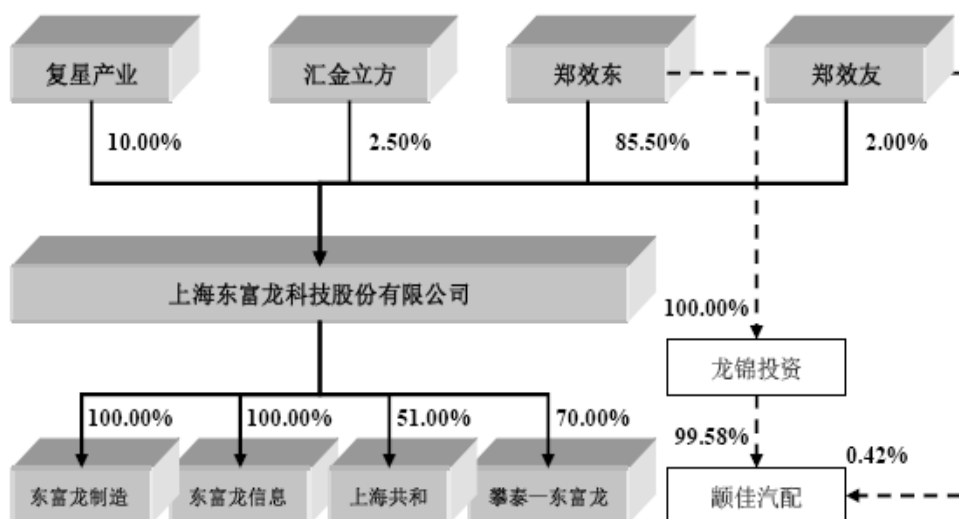
一、公司基本情况

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。医用冻干系统主要由冻干机、自动进出料系统、无菌隔离装置三大装置构成，广泛应用于血液制品、疫苗、生物制品、化学药品等领域，并逐渐延伸到中药制剂、诊断试剂、保健品和兽药等领域。

公司专注于冻干系统的行业发展，自 1993 年 12 月成立以来，已经累计在全球销售了超过 1500 台冻干机，产品出口到美国、加拿大、印度、俄罗斯等 20 多个国家和地区。作为我国替代进口冻干系统产品的代表企业，公司在国内市场的开拓同样强劲，国内制药百强企业中超过半数成为公司的客户。

公司发行前股本为 6000 万元，本次发行 2000 万股，本次发行股份占发行后总股本的 25%。公司实际控制人和控股股东为郑效东先生，拥有公司 5130 万股股份，占发行前总股本的 85.5%。

图 1：发行前公司股本结构



资料来源：招股说明书，东北证券

二、冻干系统行业在我国快速发展

2.1 受到国家产业政策的支持

公司主营产品为冻干机和冻干系统，属于制药装备行业。制药装备行业的下游是医药制造行业，和医药行业的发展息息相关，受到了国家政策的支持和鼓励。

受益于国家税务总局对于部分机电设备出口退税率提高以及国务院对于进口设备免税政策的取消，公司从 2008 年后迎来了飞速发展的时期。在 2008 年，公司首次超过外资企业，成为国内冻干设备行业市场份额最高的企业，国际市场也逐渐凭借价格和成本优势，拥有了越来越高的市场份额。

表 1：影响行业发展的相关政策

时间	部门	政策	内容和影响
1988 年	国家医药管理局	医药工业企业进口设备管理暂行办法	鼓励医药工业企业进口设备国产化
2002. 9. 18	科技部、国家经贸委、国家中医药管理局	医药科学技术政策	努力提高医疗器械和制药设备的研制水平
2006 年	国家发改委	医药行业十一五发展指导意见	受益于医药企业的 GMP 改造
2006 年	国务院	关于加快振兴装备制造业的若干意见	取消医药设备整机和成套设备的进口免税政策，限制进口需求
2008 年	财政部、国家税务总局	关于提高劳动密集型产品等商品增值税出口退税率的通知	提高部分机电产品的出口退税率

资料来源：招股说明书，东北证券

2.2 受益于国内制药企业新一轮 GMP 认证

制药企业的 GMP 认证，对包括冻干系统在内的制药设备都有严格的要求。我国今年将实行新版 GMP，对于冻干生产线的无菌要求进一步提高，这就要求我国制药企业提高冻干机的设备水平。据估计，我国将有 500 多家制药企业 GMP 认证到期，需要按照新的 GMP 标准进行再认证，其中 2010~2011 年有 250 多家企业面临换证，这为具备冻干机和冻干系统提供了新的应用空间。

这也意味着公司最近 2 年的业绩将有较大的增长，但 2012 年后可能会面临市场需求萎缩的风险。

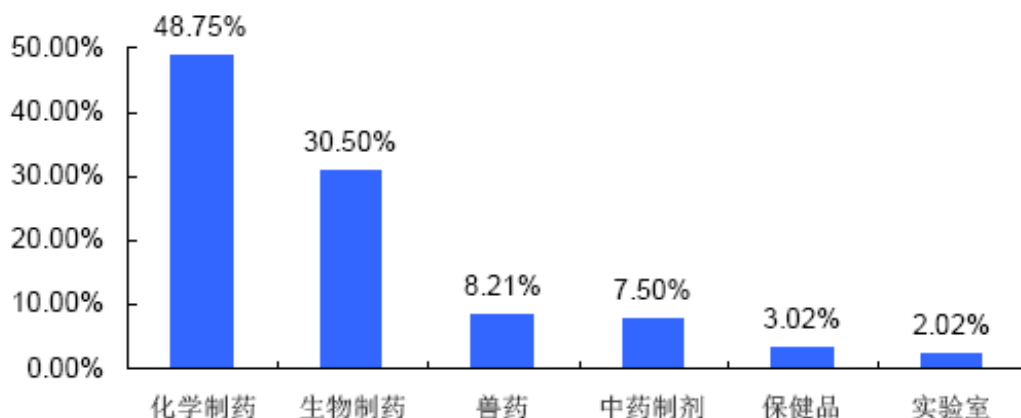
2.3 国产替代进口的趋势明显

2007 年以来，欧美等发达国家受医药行业发展趋缓和制造成本上升等因素的影响，冻干系统产品销售增速较慢。而我国由于下游需求旺盛、劳动力成本较低等因素，市场规模快速增长。随着产品研发的投入及质量的提升，我国冻干系统行业快速成长。国产冻干机已经快速占领国内市场，部分品牌凭借较高的质量标准和较低的制造成本出口海外。2009 年，国内选用本土冻干系统产品的企业已经占到全行业的 85%以上，冻干机的出口则高达 10~15%。

2.4 下游行业需求旺盛

据中国制药装备行业协会相关数据，我国化学制剂中 20%为冻干制剂，生物制品中 30%为冻干制剂，且比例仍在上升中。国内冻干生物制剂的生产厂家已经从六大生物制品所发展到现在的近百家生产企业，生物制药、中药制剂的生产规模在快速增长。

图 2：2009 年冻干系统下游行业分布情况



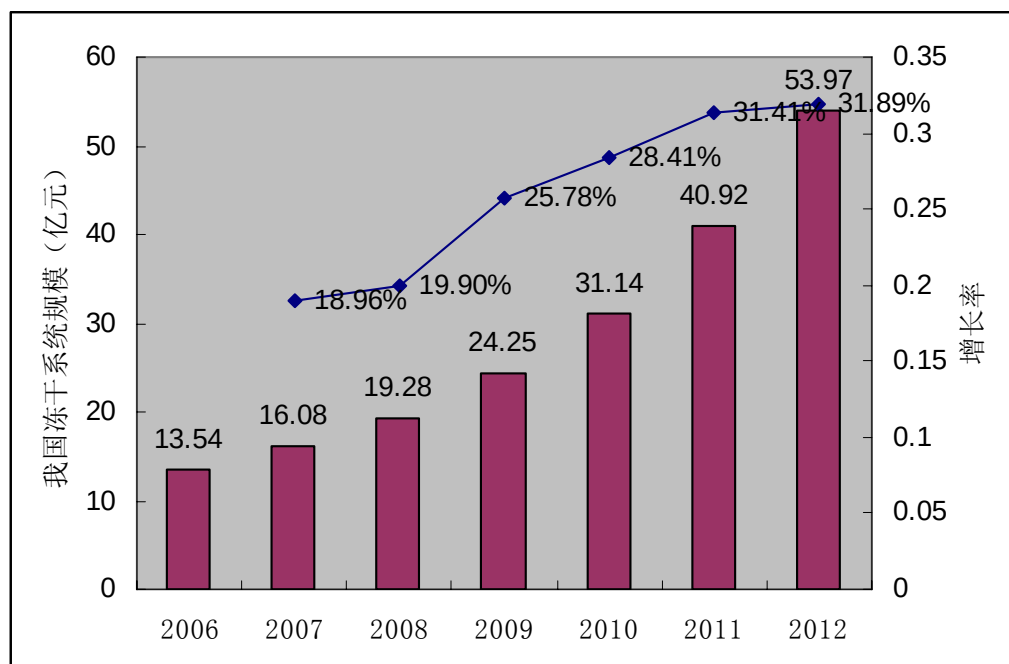
资料来源：招股说明书，东北证券

另外，随着欧美等发达国家原料药的生产逐渐转移到中国、印度等国家，新兴市场的制药企业也急需提升冻干系统的设备水平以适应国际 GMP 认证的需求。下游医药行业的快速发展将促进冻干系统的需求增长。

2.5 行业在未来两年将加速增长

根据汉鼎咨询统计，2009 年，我国包括洗烘灌、轧盖、自动进出料系统、无菌隔离装置、冻干机及辅助系统在内的冻干全系统产品的市场规模达到 24.25 亿元。伴随着单台冻干机应用的纵深拓展和自动进出料系统、无菌隔离装置应用的推广深入，预计到 2012 年，我国将可实现 53.97 亿元的冻干系统的市场规模。2006 年~2012 年的年均复合增长率达 26.02%，且呈加速增长的态势。

图 3：2006~2012 年我国冻干系统应用规模预测



资料来源：招股说明书，东北证券

三、公司核心竞争优势分析

3.1 公司的技术创新能力具备国际先进水平

公司长期重视研发与技术储备,已经拥有和掌握冻干系统行业的核心技术。目前,公司共有 48 项专利技术、6 项高新技术成果转化和 6 项软件著作权,32 项专利技术在申请中,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,弥补了我国在该领域的空白。其中液氮冻干机和自动进出料系统为国内首创,已经能够替代进口产品。

公司产品不仅获得了国家制药机械的 GMP 评审,而且通过了德国 TÜV 公司 ISO 9001 国际质量认证体系认证,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。公司部分产品已达到国际先进水平,开始参与国际市场的竞争,是少数能与国际知名厂商展开国际化竞争的国内厂商之一。

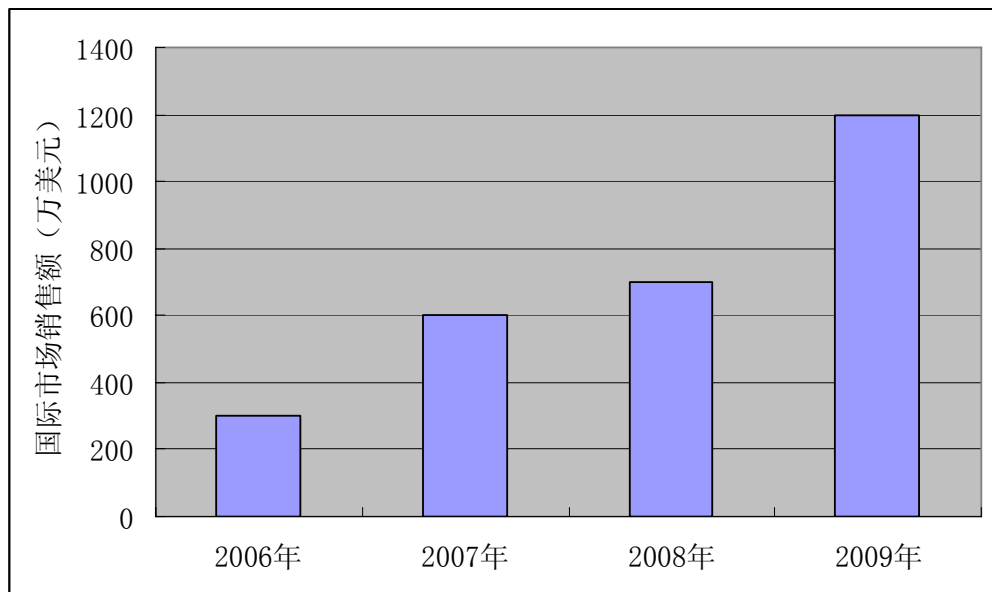
公司从单一的冻干机设备供应商发展到现在的包括液氮冻干机、自动进出料系统、无菌隔离系统等设备的冻干系统供应商,目标是成为全球冻干工程整体解决方案的主流提供商。

3.2 公司逐渐在国际市场占有一席之地

公司从 2004 年成立国际事业部,正式将东富龙品牌推向国际市场。截至目前,公司在印度设立了代表处,在美国设立了销售分公司,产品成功出口到美国、墨西哥、阿根廷、西班牙、瑞士、俄罗斯、波兰、印度、巴基斯坦、孟加拉国、蒙古、韩国、越南、新加坡、印度尼西亚等国家和地区。

公司在国际市场的销售额逐年递增,随着技术升级的加快,公司近年在国际市场的销售额也呈现加速增长态势,从 2006 年的 300 万美元增长到 2009 年的 1200 万美元。

图 4: 公司在国际市场的销售额加速上升

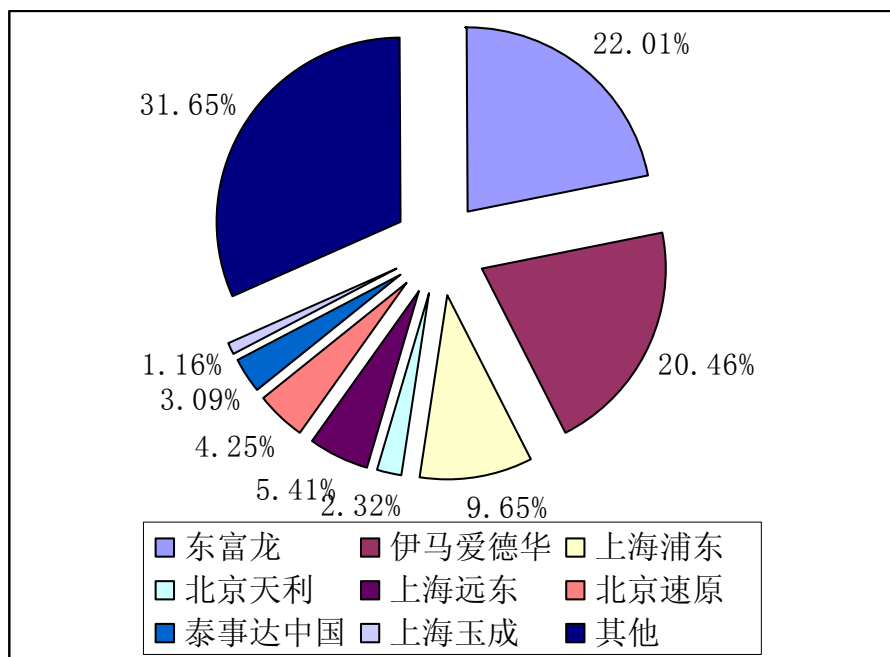


资料来源: 招股说明书, 东北证券

3.3 公司是国内最大的冻干机设备制造商

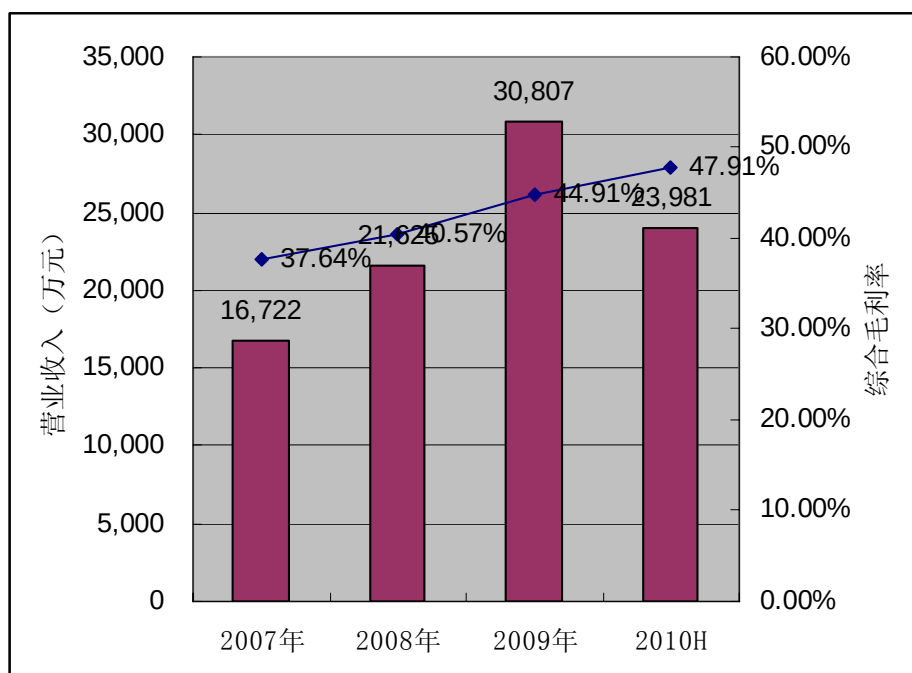
公司的冻干机产品在 2007 年~2009 年的市场占有率分别为 19.02%、20.47%和 22.01%，2008 年起超过外资企业伊马爱德华（北京）制药系统有限公司，成为国内冻干机市场占有率最高的企业。

图 5：2009 年国内冻干机市场份额



资料来源：招股说明书，东北证券

图 6：公司营业收入和毛利率均较快增长



资料来源：招股说明书，东北证券

公司最近 3 年主营收入快速增长，从 2007 年的 16772 万元增长到 2010 年上半年的 23981 万元。随着销售规模的扩大，同时受益于产品结构的升级，公司的综合毛利率水平也逐年提高，从 2007 年的 37.64% 提高到 2010 年的 47.91%。伴随着毛利率和销售收入的双重增长，公司的净利增长更快，在 2007 年~2010 年上半年的净利润分别为 4598 万元、5339 万元、7588 万元和 6929 万元。

四、募投项目分析

公司募集资金主要投向以下项目，其中无菌冻干制药装备系统集成产业化项目计划总投资 2.96 亿元，主要用于新建冻干系统装备生产和装配车间、新建测试验证中心、研发中心升级和信息管理系统升级。建设周期 15 个月，投产后 2 年内达产，将新增真空冷冻干燥机 85 台、液氮制冷冻干燥机 23 台、冻干系统设备 15 套、压力容器 60 套。达产后将可每年实现销售收入 36,195 万元，税后利润 8,697 万元。

制药装备容器制造生产基地建设项目计划投资 1.46667 亿元，拟用募集资金 1.5667 亿元。项目建设期 26 个月，达产后年产压力容器 200 套。压力容器是冻干系统的核心关键设备，公司目前所需压力容器的 2/3 由公司委托外协完成。提高核心关键设备自产比例，对于公司提高产品质量和掌控生产进程至关重要。

表 2：公司募投项目

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	29,600.00	29,600.00	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）	14,666.70	13,566.70	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，东北证券

五、投资建议

公司技术实力雄厚，掌握了冻干系统行业的核心技术，从冻干机到冻干系统到冻干工程，逐渐延伸产业链，提升技术附加值，产品毛利率也逐年得到提升。公司销售网络完善，是国内最大的冻干机设备制造商。公司还积极开拓国际市场，在国际市场占有率稳步提高。近年受益于国内制药企业 GMP 换证的发展机遇，公司业绩增长较快，但 2012 年后公司可能面临需求萎缩的风险。

新华医疗和公司的业务模式接近，二者共同受益于 GMP 换证的发展机遇，同时综合考虑医疗器械板块整体市盈率水平，我们认为公司上市后的市盈率水平为 30~35 倍比较能反映公司的价值。我们预测公司在 2010 年~2012 年的每股收益分别为 1.80 元、2.46 元和 2.97 元，按照 2011 年 28~32 倍的区间，合理价格区间为 68.90 元~78.70 元。

表 3: 医疗器械板块公司的市盈率比较

代码	简称	市盈率			
		09A	10E	11E	12E
002223	鱼跃医疗	105.49	63.34	43.33	31.76
002432	九安医疗	88.90	83.07	41.23	27.85
300003	乐普医疗	68.97	49.06	35.88	26.52
300030	阳普医疗	79.76	76.84	46.80	32.55
600055	万东医疗	44.46	48.51	39.67	32.10
600529	山东药玻	27.63	20.63	17.13	13.89
600587	新华医疗	76.46	51.93	35.68	25.09

资料来源: WIND, 东北证券

六、风险提示

- 大盘系统性风险。
- 下游制药企业 GMP 认证进程较慢的风险。
- 原材料尤其是不锈钢市场价格波动的风险。
- 出口业务增长缓慢的风险。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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。本报告版权归我公司所有。