

东富龙 (300171)

合理估值 86 - 98

高成长的医用冻干设备龙头

市场数据

报告日期	2011-1-28
收盘价(元)	
发行前股本(百万股)	60.00
拟发行股本(百万股)	20.00
总市值(百万元)	
流通市值(百万元)	
净资产(百万元)	255.33
总资产(百万元)	669.69
每股净资产	4.26

主要财务指标

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	308	491	692	1038
同比增长(%)	42.5%	59.2%	41.0%	50.0%
净利润(百万元)	76	135	196	304
同比增长(%)	42.1%	77.8%	45.0%	55.2%
毛利率(%)	44.9%	47.3%	47.5%	48.2%
净利率(%)	24.6%	27.5%	28.3%	29.3%
净资产收益率(%)	36.6%	37.3%	8.9%	12.3%
每股收益(元)	0.95	1.69	2.45	3.80
每股经营现金流(元)	1.49	1.80	1.96	3.11

相关报告

投资要点

- 东富龙是国内医用冻干设备的龙头企业，其主要产品是各类医用冻干机以及冻干系统设备。受益于国内制药企业的快速发展、新版 GMP 标准的推出以及产品向大型化、高端化的趋势发展，公司未来几年将继续保持快速的成长。
- **东富龙的优势分析。**公司无论在产品和营销上均具有一定的优势：在技术和产品上，与国内竞争对手相比，公司的技术优势明显，质量和性能要优于国内同行；与外资竞争对手相比，公司的价格优势突出，可以通过进口替代的模式不断抢占外资的市场份额。公司拥有覆盖全国的营销网络，在国内建设了七大营销服务中心，并且在海外拥有自主的销售渠道，成功实现了部分产品的出口。
- **募集投资项目。**公司此次发行 2,000 万股，拟募集资金 4.4 亿元，主要用于冻干机产能的扩建。本次发行价为 86.00 元，实际募集资金净额为 16.3 亿元，超募资金接近 12 亿元。
- **盈利预测。**我们预估公司 2010-2012 年发行后摊薄 EPS 分别为：1.69、2.45 和 3.80 元。公司未来几年将继续保持快速增长，给予 2011 年 35-40 倍 PE 的估值，合理价值在 86-98 元，我们认为 86 元的发行价不高，还有上升空间。
- **风险提示。**市场新进入者竞争；不锈钢价格波动。

分析师 王晔

021-38565926

wangx@xyzq.com.cn

SAC:S0190200010075

联系人：项军

021-38565838

xiangjun@xyzq.com.cn

目 录

投资概要	- 3 -
1、公司基本情况	- 4 -
2、行业和公司分析	- 4 -
2.1 冻干系统行业规模及竞争格局	- 4 -
2.2 公司业务及竞争优势分析	- 5 -
2.3 未来发展战略	- 7 -
3、募集资金项目分析	- 7 -
4、盈利预测与估值	- 8 -
 图 1、公司发行前股权结构	- 4 -
图 2、2006-2012 年国内冻干系统应用规模统计及预测	- 5 -
图 3、国内冻干系统企业竞争力及市场份额分析	- 5 -
图 4、2007-2010.H1 公司主营收入和净利润增长情况	- 6 -
图 5、公司在国内的七大销售服务中心分布图	- 7 -
 表 1、公司产能和订单量分析	- 7 -
表 2、公司募集资金项目	- 8 -
表 3、公司盈利预测假设	- 8 -
表 4、公司盈利预测结果	- 9 -
表 5:东富龙与新华医疗估值比较	- 9 -
附表	- 10 -

投资概要

1、估值及投资建议

我们预估公司 2010-2012 年发行后摊薄 EPS 分别为：1.69、2.45 和 3.80 元。公司未来几年将继续保持快速增长，给予 2011 年 35-40 PE 的估值，合理价值在 86-98 元左右，我们认为 86 元的发行价在合理区间下限，上市后会有上升空间。

2、关键假设

见盈利预测中关键假设

3、股价表现催化剂

新版 GMP 规范推行带来冻干设备销售超预期

4、风险提示

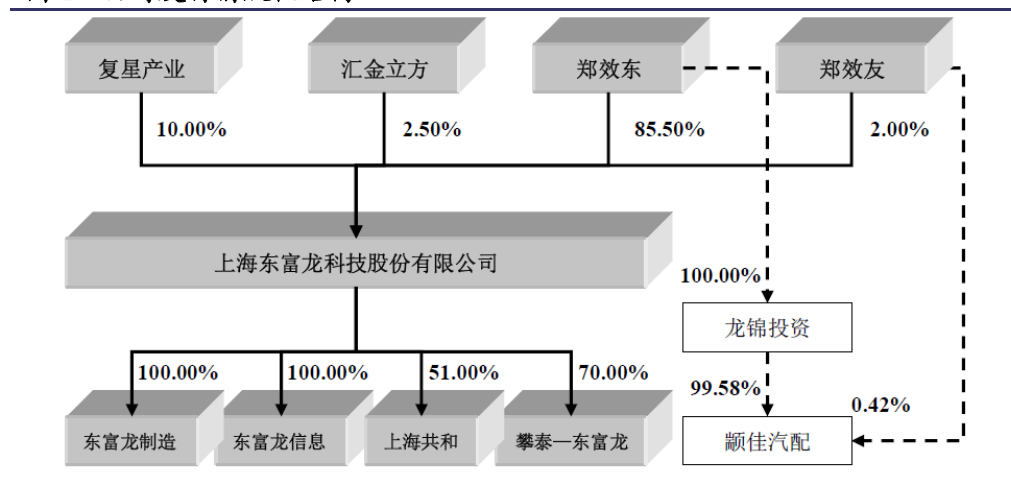
行业内新进入者引发竞争；
不锈钢价格波动

1、公司基本情况

东富龙前身成立于 1993 年，公司的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。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。公司为国内最大的冻干机设备制造商，也是我国替代进口冻干系统产品的代表企业。

东富龙是民营企业，实际控制人是董事长郑效东，持股比例高达 85%（发行前），占据绝对主导地位。此外，上海复星医药产业作为战略投资者，持有公司 10% 的股权；董事长的胞弟郑效友也拥有公司 2% 的股权。

图 1、公司发行前股权结构



数据来源：招股说明书，兴业证券研究所

2、行业和公司分析

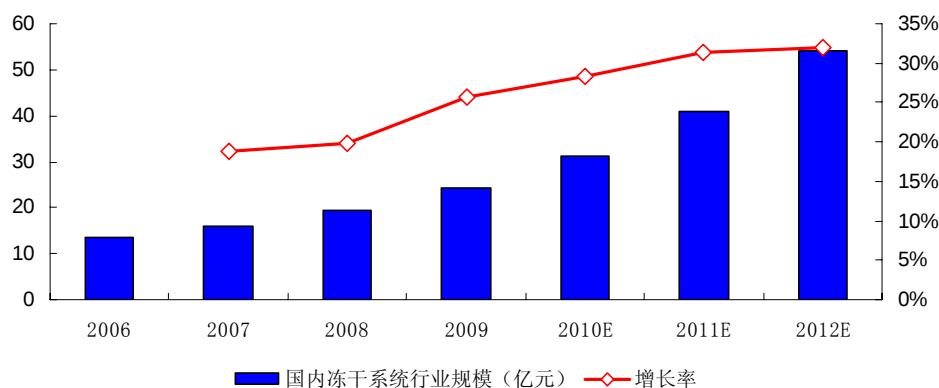
2.1 冻干系统行业规模及竞争格局

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。从我国制药企业的设备配置来看，目前在冻干药品生产过程中应用比较广泛的是单台冻干机+“洗烘灌系统加轧盖系统”。我国的制药装备目前处于快速的更新换代过程中，而且国产化设备取代进口设备是大势所趋。随着新版 GMP 的即将推出，无菌要求的提高和市场竞争的加剧将从根本上拉动上述两种设备在制药领域的应用。

根据汉鼎咨询统计，2009 年，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市场规模达到 24.25 亿元。三大核心区域设备（自动进出料系统、无菌隔离装置、冻干机）市场规模约 14-15 亿元。伴随着单台冻干机应用的纵深扩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 亿元的冻干系统市场规模。2006 年

-2012 年，冻干系统行业年均增速有望达到 26.02%，并呈现加速增长态势。

图 2、2006-2012 年国内冻干系统应用规模统计及预测

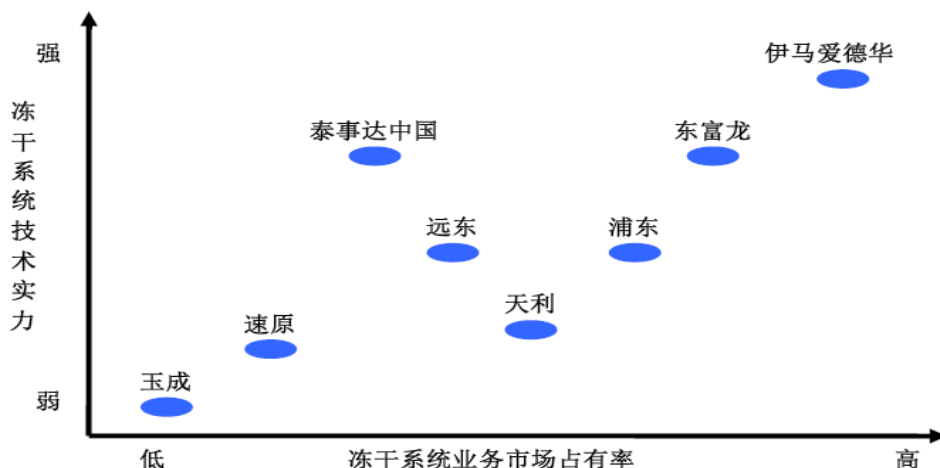


数据来源：招股说明书，兴业证券研究所

上世纪 80 年代以前，我国制药工业使用的冻干系统产品基本依赖进口。随着产品研发的投入及质量的提升，中国冻干系统行业快速成长，国产冻干机目前已逐步占领国内市场，部分品牌凭借较高的质量标准和较低的制造成本优势延伸至海外。2009 年，国内选用本土产品的冻干药品生产企业已占到全行业的 85% 以上，冻干机的出口则高达 10-15%，我国已逐步成为全球冻干系统产品制造基地。

我国冻干系统行业的主要企业包括伊马爱德华、东富龙、泰事达中国、上海远东、上海浦东冻干、北京速原等。在国产厂家中，东富龙无论是技术水平还是市场占有率，都位居前列，竞争优势明显。

图 3、国内冻干系统企业竞争力及市场份额分析



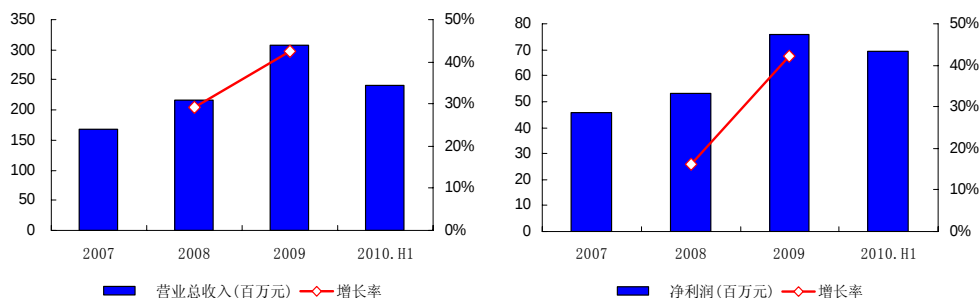
数据来源：招股说明书，兴业证券研究所

2.2 公司业务及竞争优势分析

公司的主要产品有在位灭菌及在位清洗冻干机（SIP/CIP）、在位清洗冻干机（CIP）、实验型冻干机、液氮冻干机和冻干系统设备等。就冻干机而言，公司是国内最大的生产商，2009 年市场份额高达 22%，超过了伊马爱德华公司；但冻干系统业务 2009 才起步，因此整体冻干系统产品的市场份额仅为 12.7%，低于伊马爱德华的 23.4%。

受益于国内制药企业装备的快速升级换代、GMP 标准的提高以及进口替代市场份额的提升，公司近三年营业收入和净利润均保持了快速增长的势头：2009 年公司营业收入达到 30,807 万元，归属上市公司股东的净利润为 7,588 万元；2007-2009 年，营业收入复合增长率为 35.73%，归属上市公司股东的净利润复合增长率为 28.46%。从业务结构来看，2009 年公司冻干机、冻干系统、配件及服务收入占比分别为 89.9%、4.0%、5.2%，毛利占比分别为 87.3%、6.4%和 5.4%。

图 4、2007-2010. H1 公司主营收入和净利润增长情况



数据来源：招股说明书，兴业证券研究所

我们认为，公司的主要竞争优势在于技术优势和营销优势：

技术优势+进口替代

公司长期以来比较注重研发及技术储备，建立了冻干工艺实验室、组建了技术培训部门，并与国内多所高校和研究室建立合作关系。目前已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。公司的产品不仅获得国家制药机械 GMP 评审，而且通过了德国 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。

和国内竞争对手相比，公司的技术优势明显，质量和性能要优于国内同行；与外资竞争对手相比，公司的价格优势突出，可以通过进口替代的模式不断抢占外资的市场份额。

完善的营销网络

公司的营销模式较为领先，以教育用户的模式为主，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。这种销售模式，类似于高端专科用药的学术推广。

为了扩大业务覆盖面，给客户提供良好的售后服务，公司的销售及服务网点遍及全国，建立了七大营销服务中心。

图 5、公司在国内的七大销售服务中心分布图



数据来源：招股说明书，兴业证券研究所

为了开拓国际市场，公司在印度设立代表处的同时，还在美国设立了销售公司。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。

2.3 未来发展战略

在国家新医改政策和新版 GMP 标准预期实施的背景下，制药企业对药品安全生产和扩大产能都有较紧迫的需求，公司将凭借行业发展契机和上市募集资金的优势，一方面积极推进冻干系统产品的研发及产业化进程，解决产能瓶颈，保持国内市场的领先地位；另一方面积极开拓以发展中国家为主的国际市场业务，加强对国际高端冻干系统设备市场的渗透力度，扩大在国际市场销售渠道和服务网络，增强公司在国际冻干系统市场的影响力，力争成为全球化的冻干工程方案的主流提供商。

3、募集资金项目分析

随着冻干系统行业的快速发展，公司现有的产能已不能满足市场的需求，产能瓶颈问题突出，制约了公司的进一步发展。

表 1、公司产能和订单量分析

内容	产品	2007 年	2008 年	2009 年
产量（万元）	冻干机	22,367	30,109	33,248
	冻干系统	-	-	2,200
	合计	22,367	30,109	35,448
合同订单量（万元）	冻干机	27,808	31,963	37,808
	冻干系统	-	1,688	19,067
	合计	27,808	33,651	56,874
订单量/产量	冻干机	124.32%	106.16%	113.71%
	冻干系统	-	-	866.66%
	合计	124.32%	111.77%	160.44%

数据来源：招股说明书，兴业证券研究所

公司本次发行 2000 万股，拟募集资金 44,267 万元；公司的实际发行价为 86 元/股，募集资金净额为 16.34 亿元，超募资金接近 12 亿元。公司的募集资金项目主要用来解决产能瓶颈。

表 2、公司募集资金项目

投资项目	投资总额(万元)	拟使用募集资金(万元)	实施方式	新增产能	备注
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	真空冻干机 85 台、液氮冻干机 23 台、冻干系统设备 15 套、压力容器 60 套	建设期 15 个月，投产 2 年达产
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，由其实施该项目	压力容器 200 套	建设期 26 个月，投产后 1 年达产
主营业务相关的运营资金项目					

数据来源：招股说明书，兴业证券研究所

4、盈利预测与估值

盈利预测假设：

- 新版 GMP 如期推出，国内企业对公司的冻干机需求增加；
- 高端冻干机以及冻干系统的快速增长提升综合毛利率。
- 主要原材料不锈钢的价格不出现大幅度的波动。

表 3、公司盈利预测假设

年份		2009	2010E	2011E	2012E
冻干机	销售收入（百万元）	276.58	395.84	517.99	738.30
	同比增长率 %	41.46%	43.12%	30.86%	42.53%
	毛利率 %	43.54%	46.56%	45.86%	45.78%
冻干系统设备	销售收入（百万元）	12.29	73.74	147.48	265.46
	同比增长率 %		500.00%	100.00%	80.00%
	毛利率 %	71.85%	51.30%	53.00%	55.00%
配件及服务	销售收入（百万元）	16.05	18.46	22.15	33.22
	同比增长率 %	45.38%	15.00%	20.00%	50.00%
	毛利率 %	46.73%	47.00%	47.00%	47.00%
其他设备	销售收入（百万元）	2.67	2.54	4.06	5.28
	同比增长率 %	-71.50%	-5.00%	60.00%	30.00%
	毛利率 %	42.32%	52.00%	52.00%	52.00%
营业费用 / 主营业务收入 %		6.08%	4.90%	5.00%	5.00%
管理费用 / 主营业务收入 %		9.50%	9.50%	9.50%	9.50%
财务费用 / 主营业务收入 %		-0.03%	-0.21%	-1.26%	-1.71%
实际税率 %		13.45%	15.00%	15.00%	15.00%

数据来源：兴业证券研究所

根据以上假设，我们得出盈利预测的结果，如下：

表 4、公司盈利预测结果

项目	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	308	491	692	1038
增长率 %	42.5%	59.2%	41.0%	50.0%
营业利润（百万元）	85	158	230	359
增长率 %	50.5%	85.5%	46.0%	55.7%
净利润（百万元）	76	135	196	304
增长率 %	42.1%	77.8%	45.0%	55.2%
最新摊薄每股收益（元）	0.95	1.69	2.45	3.80
每股净资产（元）	2.59	4.52	27.40	30.94
动态市盈率（倍）	90.67	50.99	35.16	22.66
市净率（倍）	33.23	19.01	3.14	2.78

数据来源：兴业证券研究所

东富龙与一般的医疗器械公司不同，它与新华医疗类似，可以看作医药行业的装备制造公司。受新版 GMP 认证即将推行以及行业本身的发展，公司未来几年的成长性出色。对于这种快速成长的细分行业龙头企业，我们认为可以适当给予较高估值。

表 5: 东富龙与新华医疗估值比较

公司	PE（10E）	PE（11E）	PE（12E）	市值
新华医疗	49.8	31.9	21.7	32
东富龙	51.0	35.2	22.7	69

资料来源：wind，兴业证券研究所（按 1 月 28 日股价计算）

公司 86 元的发行价，对应于 2011 年 PE 在 35 倍左右，公司市值在 69 亿元。考虑到公司成长性良好。我们认为这一估值在合理范围内，未来仍然有较大的上升空间。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	464	601	2191	2425
货币资金	171	196	1713	1829
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	35	55	78	117
其他应收款	2	3	5	7
存货	183	265	280	300
非流动资产	75	255	477	579
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	56	174	394	498
在建工程	0	25	38	34
油气资产	0	0	0	0
无形资产	17	39	39	39
资产总计	539	856	2668	3004
流动负债	316	475	453	500
短期借款	0	33	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	23	34	48	71
其他	293	408	405	429
非流动负债	11	11	11	11
长期借款	0	0	0	0
其他	11	11	11	11
负债合计	327	486	464	512
股本	60	80	100	80
资本公积	39	39	1653	1653
未分配利润	95	216	393	666
少数股东权益	5	8	12	17
股东权益合计	212	370	2203	2492
负债及权益合计	539	856	2668	3004

现金流量表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	76	135	196	304
折旧和摊销	0	7	18	30
资产减值准备	1	4	5	8
无形资产摊销	0	0	0	0
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	-0	-1	-9	-18
投资损失	0	0	0	0
少数股东损益	3	3	4	5
营运资金的变动	-19	-10	66	79
经营活动产生现金流量	107	144	157	248
投资活动产生现金流量	-12	-172	-250	-130
融资活动产生现金流量	-10	54	1610	-2
现金净变动	84	25	1517	116
现金的期初余额	100	171	196	1713
现金的期末余额	185	196	1713	1829

利润表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	308	491	692	1038
营业成本	170	258	363	538
营业税金及附加	2	4	5	8
销售费用	19	24	35	52
管理费用	31	47	66	99
财务费用	-0	-1	-9	-18
资产减值损失	1	1	1	1
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	85	158	230	359
营业外收入	6	5	5	5
营业外支出	0	1	1	1
利润总额	91	162	235	363
所得税	12	24	35	54
净利润	78	138	200	309
少数股东损益	3	3	4	5
归属母公司净利润	76	135	196	304
EPS (元)	0.95	1.69	2.45	3.80

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长性(%)				
营业收入增长率	42.5%	59.2%	41.0%	50.0%
营业利润增长率	50.5%	85.5%	46.0%	55.7%
净利润增长率	42.1%	77.8%	45.0%	55.2%
盈利能力(%)				
毛利率	44.9%	47.3%	47.5%	48.2%
净利率	24.6%	27.5%	28.3%	29.3%
ROE	36.6%	37.3%	8.9%	12.3%
偿债能力(%)				
资产负债率	60.7%	56.8%	17.4%	17.0%
流动比率	1.47	1.27	4.84	4.85
速动比率	0.89	0.71	4.22	4.25
营运能力(次)				
资产周转率	0.68	0.70	0.39	0.37
应收帐款周转率	8.75	9.04	8.61	8.83
每股资料(元)				
每股收益	0.95	1.69	2.45	3.80
每股经营现金	1.49	1.80	1.96	3.11
每股净资产	2.59	4.52	27.40	30.94
估值比率(倍)				
PE	90.67	50.99	35.16	22.66
PB	33.23	19.01	3.14	2.78

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层
邮编: 200135
传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层
邮编: 100140
传真: 010-66290200

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com 信息披露栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。