

证券研究报告

医疗器械III



分析师 王晔  
021-38565926  
wangx@xyzq.com.cn  
SAC:S0190200010075

推荐 (首次)

联系人: 项军  
021-38565838  
xiangjun@xyzq.com.cn

东富龙 (300171)

## 行业景气度高, 增长确定性强

2011年2月17日

## 投资要点

- 我们近期参加了东富龙的投资者见面会, 与管理层就公司经营状况以及未来发展战略作了交流。作为国内冻干机的领军企业, 公司在上市后一方面解决产能瓶颈, 抓住新版 GMP 实施带来的行业机遇; 另一方面继续国际化的进展, 力争成为全球前三的冻干机生产商。我们首次覆盖, 给予“推荐”评级。

## 调研要点:

- **行业高度景气带来业绩增长的确定性。**公司的冻干机主要用于生物制品和冻干粉针等药品的生产, 由于过去几年我国生物制品企业发展迅速, 而且冻干粉针在化学制剂中的比重不断提升, 近几年公司的冻干机业务在小基数上高速增长。目前公司手头的订单充足, 2011 年的业绩增长确定性较强。随着新版 GMP 的颁布实施, 未来 2-3 年行业的景气度依然会比较高。
- **新版 GMP 对冻干行业有多大的影响?**新版 GMP 的推出, 毫无疑问制药装备行业是最大的受益者, 冻干系统行业也不例外。由于新版 GMP 对无菌制剂的要求大幅提高, 自动化、隔离化的制药装备将成为主流, 据统计, 我国拥有冻干产品文号的制药企业有 491 家, 其中有 298 家的设备达不到新版 GMP 的标准, 需要进行改造。公司对新版 GMP 给冻干系统行业带来的积极影响比较乐观, 认为 2013 年左右该行业有望达到 50-60 亿元的市场规模, 在目前 20 亿元左右的市场容量上有很大的提升空间。公司作为行业的领导者, 有望分享行业高度景气带来的快速成长。
- **国内扩产能和加强冻干系统的销售。**面临新版 GMP 带来的行业机遇, 公司借助上市的契机, 一方面利用募集资金的优势解决产能瓶颈问题; 另一方面加强了更高附加值的冻干系统的销售, 公司 2010 年全年仅销售 6 套冻干系统 (上半年 4 套, 下半年 2 套), 今年冻干系统的销售有望大幅增加。
- **国际化志存高远。**公司自 2004 年以来就制订了国际化的战略, 目前在新兴市场 (印度、俄罗斯等) 已有所突破, 欧美市场也在努力开拓中, 公司的定位是成为全球前三的冻干系统企业。不过全球冻干机市场容量并不大, 大约在 3 亿欧元左右。公司着眼于长期的发展, 一方面致力于开拓国际市场, 一方面将利用大量超募资金的优势向冻干机以外的其他制药装备延伸, 公司的长远目标是向伊马集团 (旗下冻干机品牌为伊马爱德华) 那样的国际综合性制药装备企业看齐。
- **盈利预测。**我们小幅上调盈利预测, 预估公司 2010-2012 年的 EPS 分别为 1.70、2.58 和 3.48 元, 目前估值合理, 行业的高度景气使得公司在未来 2-3 年之内业绩增长的确定性比较强, 我们首次给予“推荐”

评级。

- **风险因素。**行业竞争程度加剧带来产品降价的风险；公司的产品线较为单一，长期可能会面临发展瓶颈；冻干设备市场容量较小，公司未来需要向其他制药装备拓展。

## 附表

### 资产负债表

| 单位: 百万元        | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 464  | 617   | 2293  | 2485  |
| 货币资金           | 171  | 215   | 1823  | 1939  |
| 交易性金融资产        | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 应收账款           | 35   | 54    | 76    | 98    |
| 其他应收款          | 2    | 3     | 4     | 6     |
| 存货             | 183  | 265   | 280   | 300   |
| <b>非流动资产</b>   | 75   | 206   | 383   | 491   |
| 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   | 126   | 300   | 410   |
| 在建工程           | 0    | 25    | 38    | 34    |
| 油气资产           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 无形资产           | 17   | 39    | 39    | 39    |
| <b>资产总计</b>    | 539  | 823   | 2677  | 2977  |
| <b>流动负债</b>    | 316  | 441   | 450   | 487   |
| 短期借款           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 应付票据           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 应付账款           | 23   | 33    | 45    | 58    |
| 其他             | 293  | 408   | 405   | 429   |
| <b>非流动负债</b>   | 11   | 11    | 11    | 11    |
| 长期借款           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 其他             | 11   | 11    | 11    | 11    |
| <b>负债合计</b>    | 327  | 453   | 461   | 498   |
| 股本             | 60   | 80    | 100   | 80    |
| 资本公积           | 39   | 39    | 1653  | 1653  |
| 未分配利润          | 95   | 217   | 403   | 654   |
| 少数股东权益         | 5    | 8     | 12    | 17    |
| <b>股东权益合计</b>  | 212  | 371   | 2215  | 2478  |
| <b>负债及权益合计</b> | 539  | 823   | 2677  | 2977  |

### 现金流量表

| 单位: 百万元           | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|-------------------|------|-------|-------|-------|
| 净利润               | 76   | 136   | 207   | 278   |
| 折旧和摊销             | 0    | 5     | 13    | 23    |
| 资产减值准备            | 1    | 4     | 4     | 5     |
| 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   | -2    | -10   | -19   |
| 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  | -13   | 65    | 43    |
| <b>经营活动产生现金流量</b> | 107  | 145   | 163   | 247   |
| <b>投资活动产生现金流量</b> | -12  | -122  | -200  | -130  |
| <b>融资活动产生现金流量</b> | -10  | 22    | 1644  | -1    |
| 现金净变动             | 84   | 45    | 1607  | 116   |
| 现金的期初余额           | 100  | 171   | 215   | 1823  |
| 现金的期末余额           | 185  | 215   | 1823  | 1939  |

### 利润表

| 单位: 百万元         | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 308  | 478   | 671   | 870   |
| 营业成本            | 170  | 251   | 342   | 435   |
| 营业税金及附加         | 2    | 4     | 5     | 7     |
| 销售费用            | 19   | 22    | 30    | 39    |
| 管理费用            | 31   | 43    | 60    | 78    |
| 财务费用            | -0   | -2    | -10   | -19   |
| 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     |
| <b>营业利润</b>     | 85   | 159   | 243   | 329   |
| 营业外收入           | 6    | 5     | 5     | 5     |
| 营业外支出           | 0    | 1     | 1     | 1     |
| <b>利润总额</b>     | 91   | 163   | 248   | 333   |
| 所得税             | 12   | 24    | 37    | 50    |
| 净利润             | 78   | 139   | 211   | 283   |
| 少数股东损益          | 3    | 3     | 4     | 5     |
| <b>归属母公司净利润</b> | 76   | 136   | 207   | 278   |
| <b>EPS (元)</b>  | 0.95 | 1.70  | 2.58  | 3.48  |

### 主要财务比率

|                | 2009  | 2010E | 2011E | 2012E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| <b>成长性(%)</b>  |       |       |       |       |
| 营业收入增长率        | 42.5% | 55.3% | 40.4% | 29.6% |
| 营业利润增长率        | 50.5% | 86.6% | 53.3% | 35.2% |
| 净利润增长率         | 42.1% | 78.8% | 52.3% | 34.7% |
| <b>盈利能力(%)</b> |       |       |       |       |
| 毛利率            | 44.9% | 47.5% | 49.1% | 50.0% |
| 净利率            | 24.6% | 28.4% | 30.8% | 32.0% |
| ROE            | 36.6% | 37.4% | 9.4%  | 11.3% |
| <b>偿债能力(%)</b> |       |       |       |       |
| 资产负债率          | 60.7% | 55.0% | 17.2% | 16.7% |
| 流动比率           | 1.47  | 1.40  | 5.10  | 5.11  |
| 速动比率           | 0.89  | 0.80  | 4.47  | 4.49  |
| <b>营运能力(次)</b> |       |       |       |       |
| 资产周转率          | 0.68  | 0.70  | 0.38  | 0.31  |
| 应收帐款周转率        | 8.75  | 8.95  | 8.59  | 8.30  |
| <b>每股资料(元)</b> |       |       |       |       |
| 每股收益           | 0.95  | 1.70  | 2.58  | 3.48  |
| 每股经营现金         | 1.49  | 1.81  | 2.04  | 3.09  |
| 每股净资产          | 2.59  | 4.53  | 27.54 | 30.77 |
| <b>估值比率(倍)</b> |       |       |       |       |
| PE             | 97.02 | 54.25 | 35.63 | 26.45 |
| PB             | 35.56 | 20.29 | 3.34  | 2.99  |

## 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](http://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。