

红日初升，其道大光

东富龙深度研究报告

报告关键点:

- 受益于新版GMP，公司短期业绩高增长有保证。
- 冻干产业链纵向延伸和国际化是后GMP时代的增长动力。
- 长期来看，公司向其它制药设备领域横向拓展是可能选择。

报告摘要:

- 受益于新版GMP，公司短期业绩高增长有保证。新版GMP自2011年3月开始实施，更加强调生产过程的无菌、净化要求，推动制药企业对冻干设备的SIP（在线灭菌）功能、自动进出料系统和无菌隔离器的需求。东富龙作为唯一可以生产自动进出料和无菌隔离器的国内企业，有望成为冻干领域的最大受益者。虽然从新版GMP认证情况来看，实施层面上GMP要求比预期的要低，但我们认为，更加温和的政策对行业的正面影响将会是渐进式的，持续的时间更长，避免了冻干机市场的大幅波动。行业将更多在自身发展因素的驱动下而持续、稳步增长，有利于公司估值。
- 冻干产业链纵向延伸和国际化是后GMP时代的增长动力。冻干设备的行业驱动力除了政策法规推动的行业产业升级外，还包括中国药品市场的稳定增长、冻干制剂的快速发展、全球生产转移和出口需求等因素。后GMP时代，冻干产业的其它行业驱动力仍然强劲，将取代政策法规成为推动行业发展的主要力量。对东富龙而言，积极沿冻干产业链纵向延伸，最终成为“交钥匙”的冻干工程的系统集成供应商，将使得目标市场扩大数倍。同时抓住海外市场如印度、俄罗斯等发展中国家的机遇，将有力推动公司在2013年后的发展。
- 长期来看，公司向其它制药设备领域横向拓展是可能选择。国际经验表明：制药设备领域具有专业性强、细分领域多、子领域最终将面临成长天花板的特点，能成长为大公司的企业如GEA、Bosch、IMA等无不通过子领域间的横向拓展来获得成长空间。东富龙目前涉猎的仅仅是制剂机械中的冻干粉针设备，未来可以延伸的领域众多。作为国内制药设备企业的龙头企业，结合其上市后的资本优势，我们认为东富龙未来在多元化的道路上将大有可为。横向拓展将使得东富龙的目标市场扩大至近十倍。
- 维持“增持-A”的投资评级，调高12个月目标价至60元。由于上半年冻干系统的增长超预期，在不考虑公司对外并购及开展新业务的前提下，我们调高公司2011-2013年的业绩至EPS1.40元、1.87元和2.45元（原来预测为1.32元、1.73和2.23元），同比增长57.2%、33.5%和30.5%。考虑到公司短期业绩增长较为确定，并购及新增业务带来业绩超预期的可能性较大，按照2012年的业绩给予30-35倍的PE，调高公司12个月目标价至60元。
- 风险提示：新版GMP执行力度不够导致公司短期业绩不达预期的风险；冻干机市场竞争趋于激烈的风险；海外市场订单难以预测的风险。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	308.1	480.6	697.0	953.9	1,240.3
Growth(%)	42.5%	56.0%	45.0%	36.9%	30.0%
净利润	75.9	142.8	224.6	299.8	391.4
Growth(%)	42.1%	88.3%	57.2%	33.5%	30.5%
毛利率(%)	44.9%	48.3%	47.7%	48.3%	48.9%
净利润率(%)	24.6%	29.7%	32.2%	31.4%	31.6%
每股收益(元)	1.26	2.38	1.40	1.87	2.45
每股净资产(元)	1.32	2.07	12.81	13.94	15.29
市盈率	33.8	17.9	30.3	22.7	17.4
市净率	32.1	20.5	3.3	3.1	2.8
净资产收益率(%)	37.0%	43.0%	11.0%	13.5%	16.0%
ROIC(%)	49.8%	67.2%	58.2%	49.7%	41.5%

敬请阅读本报告正文后各项声明

评级:

增持-A

上次评级: 增持-A

目标价格:

60.00 元

期限: 12个月 上次预测: 52.80 元

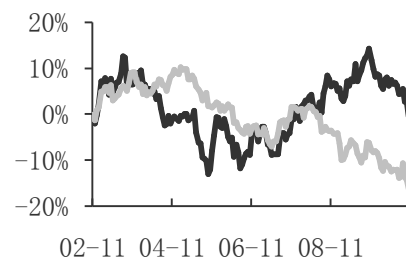
现价(2011年09月26日): 42.55 元

报告日期:

2011-09-26

总市值(百万元)	6,808.00
流通市值(百万元)	1,702.00
总股本(百万股)	160.00
流通股本(百万股)	40.00
12个月最低/最高	36.88/98.66 元
十大流通股(%)	27.04%
股东户数	7,125

12个月股价表现



——东富龙 ——沪深300

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(2.94)	18.61	8.18
绝对收益	(12.95)	4.85	(0.45)

邹敏

021-68766073
执业证书编号

首席行业分析师

zoumin@essence.com.cn
S1450511080003

报告联系人

陈宁浦

021-68765361
chennp2@essence.com.cn

前期研究成果

东富龙：冻干系统超预期，产业链延伸又布一棋	2011-08-17
东富龙：小荷才露尖尖角	2011-03-29
东富龙：新版GMP实施，冻干设备行业加速发展	2011-02-18

1. 投资摘要

市场对于东富龙短期受益于新版 GMP 较为认同，分歧在于公司未来的成长空间。

我们认为，沿冻干产业链的纵向延伸将是公司短中期打开成长空间的主要手段，从冻干机到冻干系统乃至“交钥匙”冻干工程的产业升级将为其打开数倍的市场空间。我们从业内人士了解到一个面积在 3000-4000 平米、中小规模的冻干粉针车间的整体投入约为 1 亿人民币左右，不考虑厂房基建和土地价格，冻干机（包括自动进出料系统和无菌隔离装置）占整条生产线价值的比重约为 1/3 左右；空气净化系统价值较高，又占 1/3；相匹配的洗烘灌系统、配液系统和工艺用水系统各占冻干生产线 8% 左右的价值比重，其它设备和工程再占剩下的 15%。产业链纵向延伸将为公司打开数倍的市场空间。

而长期来看，我们认为公司有向制药设备其他领域（包括制剂设备、包装设备等其他众多制药设备）横向拓展的可能，其对应的市场空间则近十倍于冻干设备市场。

通过对国际案例的研究，我们发现，制药设备领域具有专业性强、细分领域多、子领域最终将面临成长天花板的特点，能成长为大公司的企业如 GEA、IMA、Bosch 等无不通过子领域间的横向拓展来获得成长空间。

东富龙目前涉猎的仅仅是制剂机械中的冻干粉针设备，未来可以延伸的领域众多。从规模来看，中国制药装备协会 243 家会员企业 2010 年的销售收入为 128.6 亿元，东富龙虽然收入名列前五名，但收入占比仅为 3.73%。作为国内制药设备企业的龙头企业，结合其上市后的资本优势，我们认为东富龙未来在多元化的道路上将大有可为。

从时间节点来看，2013 年以前，我们认为公司的精力会更多的放在新版 GMP 所带来机遇，通过 SIP 冻干机和冻干系统的销售巩固、增强其目前的行业地位，同时利用超募资金和自行研发向冻干产业链上下游延伸，包括自动进出料系统、隔离器、洗烘灌、空气净化、配料系统、工艺用水等；2013 年以后的若干年里，冻干产业链延伸有望迎来开花结果，公司具备向制药企业提供“交钥匙”冻干工程服务的能力，国际市场开拓也将为公司业绩带来新的增长；结合国际经验，更长期来看，全球化和向其它制药装备领域的多元化极有可能是公司的发展路径。

图 1 东富龙在不同发展阶段的增长引擎

时 间	1993-2009	2010-2013	2013-2015	2015 以后
增长引擎	● CIP 冻干机	● 冻干系统 ● CIP/SIP 冻干机	● 冻干工程 ● 冻干系统 ● 全球化	● 冻干工程 ● 全球化 ● 多元化
公司工作 重点	在冻干机领域 潜心耕耘	抓住新版 GMP 的机遇， 巩固行业地位；同时利用 超募资金和自行研发向冻 干产业链上下游延伸，包 括自动进出料系统、隔离 器、洗烘灌、空气净化、 配料系统、工艺用水等； 全球化稳步推进。	着力发展“交钥匙” 冻干工程业务，以为 制药企业客户提供系 统化、集成化的冻干 生产线为目标；继续 发展海外市场。开始 尝试制药设备产业链 横向拓展。	多元化是东富龙未 来的可能选择，预 计将通过自主技术 延伸和并购两种方 式。

数据来源：公司资料、安信证券研究中心

2. 受益于新版 GMP，公司短期业绩高增长有保证

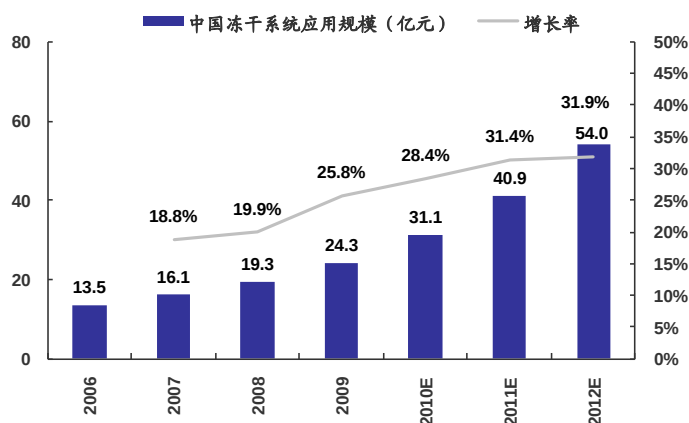
2.1. 冻干设备行业驱动力强劲，未来将保持高景气度

根据汉鼎咨询的统计数据，中国冻干设备行业近年来快速发展，2006-2009 年间销售收入的复合增长率达 21.6%。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。

我们认为，中国冻干设备行业增长驱动力强劲，包括：

- 政策法规和市场自然需求推动的产业升级；
- 中国药品市场和冻干制剂的迅速发展；
- 全球制药行业向中国生产转移带来的对冻干设备的需求上升；
- 国际市场对中国高性价比冻干设备的需求。

图 2 国内冻干系统市场规模有望实现高速增长



数据来源：公司资料、安信证券研究中心

2.2. 新版 GMP 推动行业升级，自动进出料系统和隔离装置将成为增长亮点

■ 新版 GMP 对无菌生产的要求大大提高

根据 2010 版 GMP 的规定：自 2011 年 3 月 1 日起，凡新建药品生产企业、药品生产企业新建（改、扩建）车间均应符合《药品生产质量管理规范（2010 年修订）》的要求。现有药品生产企业血液制品、疫苗、注射剂等无菌药品的生产，应在 2013 年 12 月 31 日前达到要求。其他类别药品的生产均应在 2015 年 12 月 31 日前达到要求。未达到《药品生产质量管理规范（2010 年修订）》要求的企业（车间），在上述规定期限后不得继续生产药品。

新版 GMP 在提高管理标准特别是无菌生产方面的要求有了质的提高，从洁净区环境、隔离技术、吹灌封等多方面提出了高标准要求，更加强调生产过程的无菌、净化要求；98 版 GMP 对无菌制剂只是强调‘静态’达到无菌标准，现在则‘静态’和‘动态’都要达到要求的标准，实现难度大大提高。

■ 自动化和隔离化成为无菌制剂生产的发展趋势

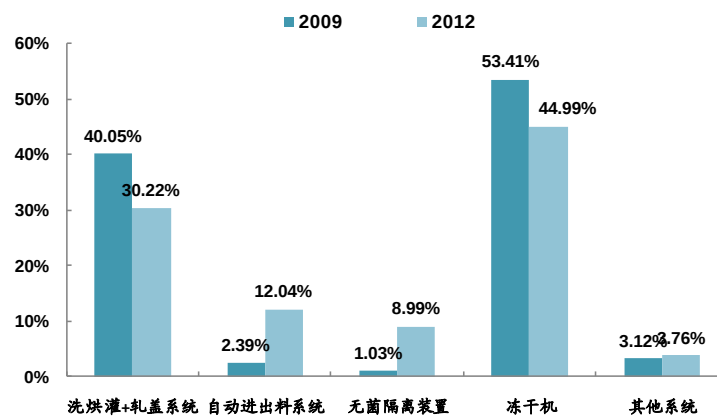
人是无菌室最大的污染源，美国 FDA 做过统计分析，无菌室污染原因 95% 是由人造成的。而我国冻干机进出料的传统做法为靠人手工进出料，污染的风险比较大，无菌进出料系统的引进无疑将帮助企业更好的达到新版 GMP 标准，从而得到制药企业的

青睐。

无菌隔离装置也得到新版 GMP 的推崇。新版 GMP 附录一无菌药品第四章隔离操作技术，是我国监管部门第一次把隔离技术放入到 GMP 中，该章节提到“高污染风险的操作宜在隔离器中完成”。虽然没有强制规定必须使用隔离器，但是政策引导隔离技术成为行业发展趋势的意图很明确。与冻干机相匹配的自动进出料装置，必须带有隔离装置。这不仅是对于无菌的需要，有的更是出于对操作人员的安全考虑，因为一些药物（比如抗肿瘤产品、高致敏性产品）会对人体产生毒害作用。

目前，我国 90% 以上的冻干生产线采用的都是手动进出料系统，隔离装置的应用同样不多。自动进出料系统和无菌隔离装置 2009 年在冻干系统中所占的份额分别为 2.4% 和 1.0%；而据预测，2012 年自动进出料系统和无菌隔离装置在冻干系统中所占的份额分别为 12.04% 和 9.99%，两者增长速度将显著超过冻干设备整体行业增长速度。对应冻干行业 2012 年 54 亿的市场规模，2012 年自动进出料系统和无菌隔离装置的市场规模有望达到 11.3 亿元。

图 3 自动进出料系统和无菌隔离装置在冻干系统中价值占比将显著增加



数据来源：公司资料、安信证券研究中心

2.3. 竞争实力突出，东富龙有望成为最大受益者

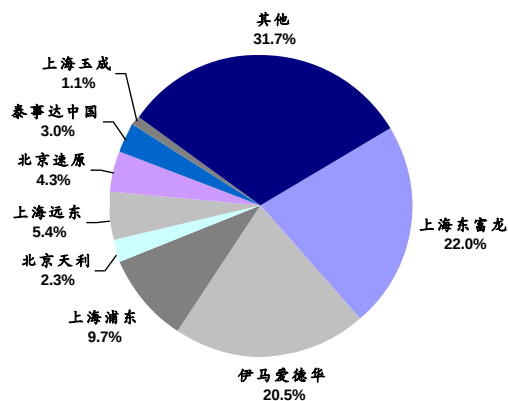
东富龙是冻干设备本土企业的领军者。2009 年东富龙冻干机和冻干系统的市场份额分别是 22.01% 和 12.70%，分别位居全国第一位和全国第二位，是我国冻干系统行业当之无愧的龙头企业。东富龙与国内、外竞争对手相比，竞争实力突出：

- **定位于高性价比冻干设备供应商。**东富龙定位中端市场，以低于进口产品约一半的价格提供工艺先进、质量稳定的产品，性价比突出；同时由于技术优势，公司产品售价高于国内同类产品，保持了较好的盈利能力。
- **具有显著的技术领先优势。**公司自行研发、设计、制造的自动进出料系统、液氮冻干机均为国内首创，国际上也只有少数先进企业掌握这项技术。东富龙是国内唯一成功研发出自动进出料系统和无菌隔离装置的企业，也是国内唯一能够提供冻干系统的企业。而如前文所述，自动进出料系统和无菌隔离装置是保证生产环境始终处于无菌状态的重要生产设备，预计在新版 GMP 的推动下，公司有望凭借现有产品的优势，分享行业快速成长的同时，进一步抢占其他制药设备企业的市场份额，从而加速增长。
- **熟谙 GMP 认证等政策法规。**制药企业的生产车间需要通过 GMP 认证才能生产，GMP 认证的专业性很强。东富龙长期致力于冻干领域的研究和 GMP 认证法规的分析，与国家药监部门、行业专家都有良好的关系。公司通过向制药企业提供 GMP 认证的咨询服务创造了附加价值。
- **完善、及时的售后服务。**公司在全国的 7 个销售服务中心，提供安装调试、维修

服务。并能做到对客户设备维护需求在 24 小时内快速响应。

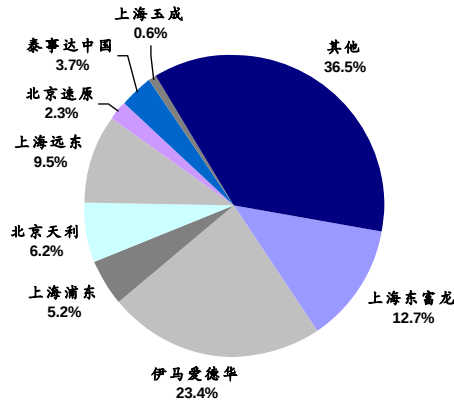
结合公司目前的市场地位以及在冻干系统领域显著的产品先发优势，我们相信东富龙是本轮 GMP 改造过程中受益幅度最大的企业，预计未来三年能够保持高增长态势。

图 4 国内冻干机市场竞争格局



数据来源：公司资料、安信证券研究中心

图 5 国内冻干系统市场竞争格局



数据来源：公司资料、安信证券研究中心

根据 SFDA 统计，目前全国共有冻干粉针生产企业 491 家，2005 年前通过 GMP 认证的有 298 家。目前国内冻干机 70% 不带在线灭菌 sip 功能，90% 是手动进出料，初步估计，全国药厂为了适应新版 GMP 认证的要求，冻干设备的估计需要投入 60-90 亿元。

3. 冻干产业链纵向延伸和国际化是后 GMP 时代的增长动力

如我们前文所述，冻干设备的行业驱动力除了政策法规推动的行业产业升级外，还包括冻干制剂的快速发展、全球生产转移和出口需求等因素。我们认为，新版 GMP 会推动行业 2011-2015 年的快速发展，后 GMP 时代，冻干产业的其它行业驱动力仍然强劲，将取代政策法规成为推动行业发展的主要力量。

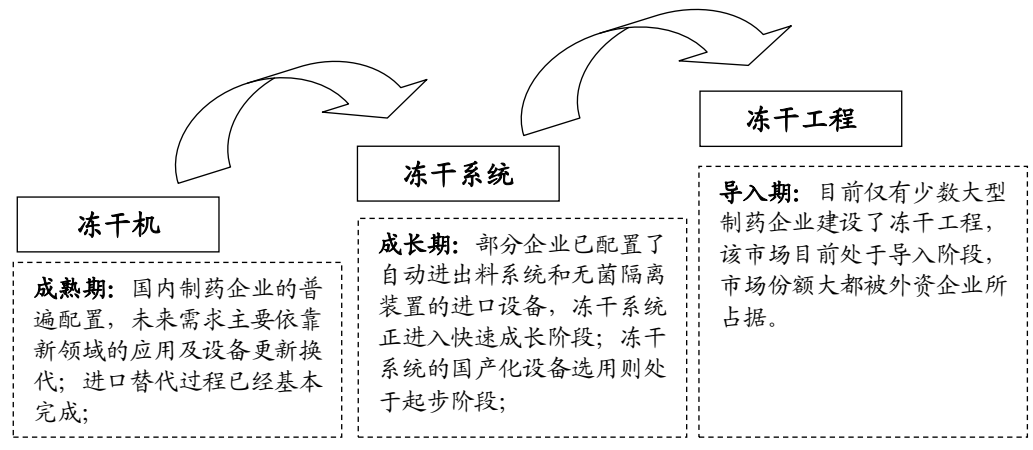
对东富龙而言，积极沿产业链向上下游产品拓展、成为冻干工程的系统供应商，同时抓住海外市场的发展机遇，将有力推动公司 2015 年后的发展。

3.1. 沿冻干产业链延伸，成为冻干工程整体方案供应商

■ 冻干工程是产业发展大势所趋

冻干行业正逐步走向高端化、大型化和系统化。相较冻干单机供应商，冻干系统供应商由于提供了自动进出料系统和无菌隔离装置，满足了制药企业自动化和更高无菌净化的要求。冻干工程供应商则提供冻干产业链一整套主体设备和配套工程设备，解决了制药企业向不同供应商购买不同设备后的对接问题。更重要是，冻干工程供应商同时提供生产线设计、安装和系统验证的服务，这种“交钥匙”服务大大节约了制药企业的精力，具有较高附加值。因此，冻干机生产厂商从冻干机到冻干系统再到冻干工程的升级是大势所趋。

图 6 冻干工程是东富龙坚定的发展方向



数据来源：公司资料、安信证券研究中心

■ 沿冻干产业链延伸，拓展发展空间

完整冻干生产线需要使用到的生产设备包括洗烘灌系统、配料系统、冻干机、无菌隔离装置、自动进出料系统、灯检装置、胶塞清洗机、轧盖机等（见下图）。

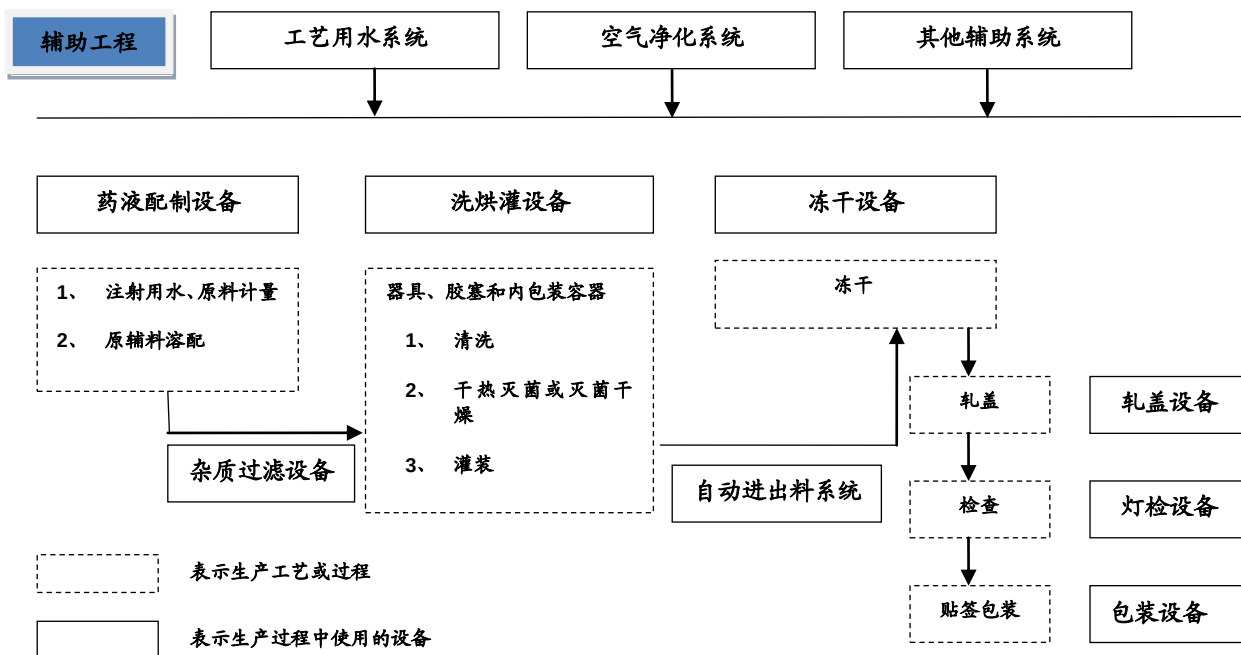
通过与行业内人士的交流，我们了解到一个面积在 3000-4000 平米、中小规模的冻干粉针车间的整体投入约为 1 亿人民币左右，相应各种设备的配置和价格大致分拆如下：

- 40 平米的大型冻干机需配 4-5 台，东富龙的含税价格约为 2000-2500 万元；
- 自动进出料系统约需两条线，价格约为 1000 万元。
- 大型无菌隔离器一套，价格约为 500-800 万元。
- 相应规模的洗烘灌两条线，价格约为 700-800 万元。
- 配液系统，价格约 700-800 万元。
- 空气净化系统，价格约 3000-4000 万元。
- 工艺用水系统，价格约为 700-800 万元。
- 其它设备和配套工程，价格约为 1000-1500 万元。

因此，不考虑厂房基建和土地价格，工程总造价约为 9600- 12000 万元人民币。冻干机（包括自动进出料系统和无菌隔离装置）占整条生产线价值的比重约为 1/3 左右；空气净化系统价值较高，又占 1/3；相匹配的洗烘灌系统、配液系统和工艺用水系统各占冻干生产线 8%左右的价值比重，其它设备和工程再占剩下的 15%。

东富龙现在的产品约占冻干产业链价值的 30%，因此，公司在冻干产业链的延伸方面将拓宽其市场发展空间。

图 7 冻干车间生产工艺及相应制药设备



数据来源：《冷冻干燥制药工程与技术》、安信证券研究中心

■ 收购兼并将是公司实现冻干产业链延伸的主要手段

公司去年上市募集资金净额为 15.7 亿元，超募资金为 11.4 亿元。资金实力成为公司能够快速实现产业链延伸的关键因素。

空气净化系统是冻干产业链中占比较大的设备，成为公司短期拓展重点。目前公司已经就收购上海德惠净化空调工程安装有限公司和上海德惠空调设备有限公司达成意向。预计公司接下来会向工艺用水系统、配液设备和洗烘灌设备领域继续拓展。

公司 8 月份还公告拟与日本株式会社 AIREX 成立合资公司，其中公司以自有资金 105 万美元出资，占 70% 股权； AIREX 以 45 万美元出资，占 30% 股权。AIREX 是日本隔离器顶级研发、设计、制造企业，占有日本 70% 的市场份额，在国际市场上具有一定的影响力。合资公司将建设年产 100 套无菌隔离系统的项目，计划在合资开始后三年内达产，由 AIREX 向合资公司提供相关技术指导。此次合资有利于快速提升冻干系统产品的整体技术水平，增强产品的集成能力和核心竞争力。

作为专业的冻干设备供应商，公司通过提供售后服务及冻干工艺方面的研究，给客户 提供较高的附加价值，因此客户粘性较高。通过并购获得新产品，有助于迅速丰富公司的产品组合，增加客户的选择余地，借助现有客户关系实现销售快速上量，成为公司业绩新的增长点。

3.2. 国际市场大有可为

东富龙未来发展目标是成为全球化冻干工程方案供应商。公司在保持国内冻干系统行业的领先地位的同时，正积极参与国际市场的竞争，力争把东富龙打造成全球化的冻干工程方案的主流提供商。

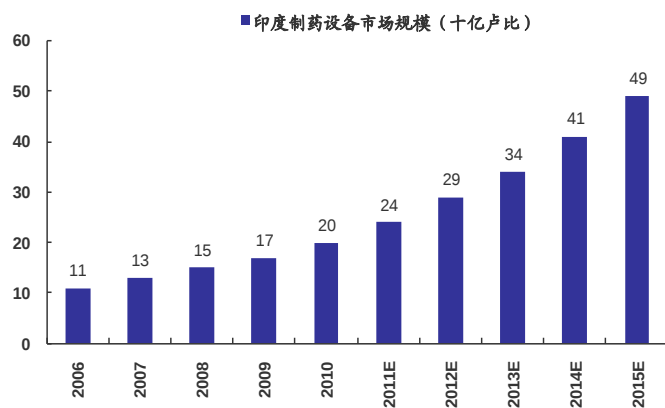
■ 海外市场发展策略

公司于 2004 年开始国际化，策略是首先在发展中国家取得成功，然后再谋求发达国家市场。从地区来看，首先发展亚洲地区，然后是全球发展中国家和新兴地区，最后进入全球前三强市场。目前公司的海外重点市场是印度和俄罗斯。公司目前已经出口到 20 多个国家，包括北美、欧洲、亚洲、北非等。

■ 发展中国家制药设备需求增长强劲

印度是公司最大的海外市场。在全球制药产业转移的背景下，印度成为重要的国际制药生产基地，其对于制药设备的需求也水涨船高。2010 年印度制药设备市场规模为 200 亿卢比（约 30 亿人民币），预计未来 5 年将保持 20% 的复合增长率，2015 年市场规模有望达到 490 亿卢比（约 70 亿人民币）。

图 8 印度制药设备市场规模快速增长



数据来源：P-Mec、安信证券研究中心

■ 提升渠道掌控力和售后服务是拓展海外市场的重要举措

公司在目前国际市场的销售主要采用代理制，代理商行使当地的售后服务等功能。

在组织设置上，公司目前在印度的技术服务中心将升级为子公司，在俄罗斯建立了代表处；在美国建立了研发子公司，并准备在欧洲建立研发中心。目前有技术人员输出实施对代理商的培训和客户服务。公司坦言，对于目标市场的文化还不了解，所以近期仍是代理商制。

我们认为，国际化的过程也是销售、服务逐步本土化的过程。公司在国际化的初期还是当加强与本地代理商的合作，通过提供技术支持、产品培训来加强代理商对客户的服务能力。条件成熟时，可逐步自建自有队伍或将代理商纳入公司旗下，以增强对渠道的掌控能力。

售后服务是制药设备企业的重要竞争手段，如何提升售后服务响应速度是东富龙拓展海外市场的关键。据我们与海外冻干代理商的交流，公司产品技术和质量水平已经得到海外客户的认同，在售后服务的响应速度方面还有待进一步的提升。

■ 海外业务增长迅速

2010 年公司在海外累计实现销售收入为 7,307 万元，占公司营业收入的比重达 15.22%，同比增长 27.5%。由于信用证等因素导致订单执行进度问题，2011 年上半年海外市场销售收入为 3,083 万元，同比基本持平，预计下半年 10-11 月份海外订单将能实现收入确认。全年海外市场实现销售收入占总销售收入比重有望从去年的 15% 进一步上升到约 20%。我们有理由相信，凭借价格优势以及日益完善的售后服务，公司有望在国际市场迎来更大的突破。

4. 长期来看，公司向其它制药设备领域横向拓展是可能选择

4.1. 国际经验表明，同心多元化是制药设备企业做大的必要路径

案例研究：GEA 集团制药设备部门的成长之路

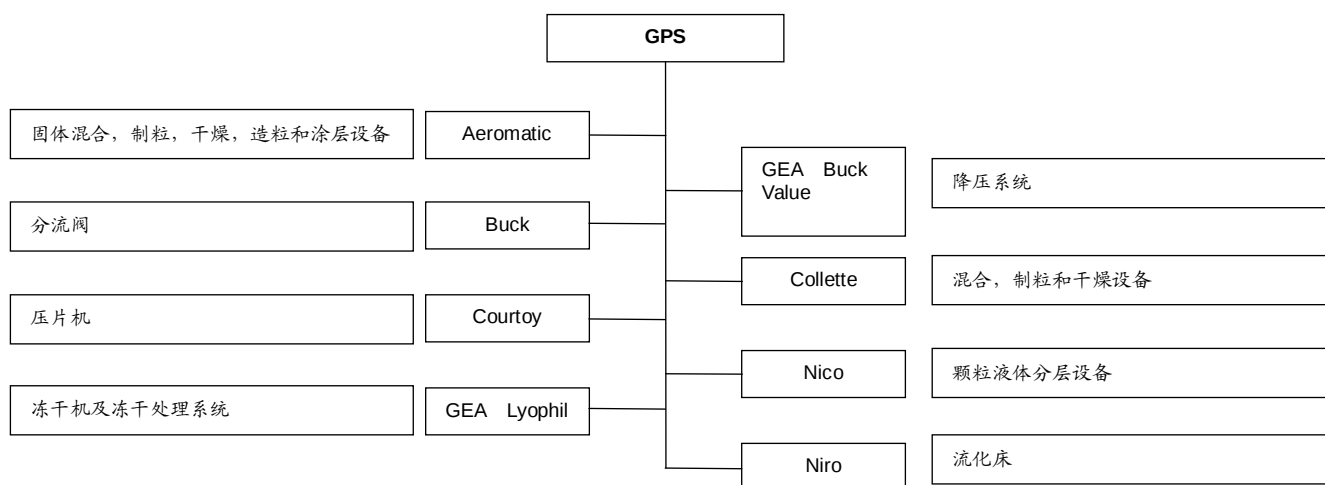
GEA 集团致力于为能源和食品行业提供机械与工艺工程，是该领域内市场与技术的领跑者。它专注于高标准的生产流程，并且为用户提供高效的解决方案。该集团在 2010 年实现营业收入 44 亿欧元，净利润 1.3 亿欧元，公司股票在美国上市，目前市值约 48.5 亿美元。该集团现有 6 个事业部：GEA Refrigeration Technologies（制冷技术事业部）、GEA Mechanical Equipment（机械设备事业部）、GEA Process Engineering（过程技术事业部）、GEA Heat Exchangers（换热器技术事业部）、GEA Convenience-Food Technologies（方便食品事业部）和 GEA Farm Technologies（农场技术事业部）。

图 92 GEA 旗下六大事业部及其主要业务



数据来源：GEA 官网、安信证券研究中心

图 10 GEA 制药设备部门（GPS）的构架及主导产品



数据来源：GEA 官网、安信证券研究中心

GEA 过程技术事业部旗下的制药设备部门 (GEA Pharma Systems, 以下简称 GPS) 是制药行业中制剂技术处理解决方案的国际领先供应商。公司旗下拥有 Aeromatic、Buck、Collette、Courtoy、Fielder、Lyophil、Nica 和 Niro 八大子公司, 为制药行业企业提供了广泛的制药设备以及制药工程服务。

GPS 的发展历程是一部通过兼并收购不断实现在制药设备领域同心多元化的历史:

■ **1993 年, GEA 并购 Niro A/S 进军固体制剂生产设备领域。**

GPS 的前身 Niro A/S 是一家干燥工业领域的领导者, 其在 1989 年通过收购 Aeromatic AG 和 TK Fielder Ltd 进军制药领域。Aeromatic AG 于 1959 年在瑞士成立, 主要生产流化床设备, 在该领域处于全球领先的地位, 该公司于 1989 年并入 Niro 公司, 并更名为 Niro-Aeromatic AG。TK Fielder Ltd 于 1968 年在英国成立, 主要要生产真空微波干燥设备, 该公司于 1991 年并入 Niro 公司, 并更名为 Niro-Fielder Ltd。1995 年, Niro-Aeromatic AG 与 Niro-Fielder Ltd 合并, 新公司名为 Aeromatic-Fielder AG, 是全球领先的固体混合, 制粒, 干燥, 造粒和涂层设备供应商。

■ **1999 年, GEA 收购 GEI 旗下的国际制药部门, 进一步奠定了 GPS 在固体制剂领域的领先地位。**

收购资产主要包括 Collette、Courtoy、Buck、Buck Value 等, 后将其纳入 GPS 旗下。1、Collette 于 1892 年在比利时成立, 最初主要生产用于面包烘焙的搅拌机和捏合机, 目前是一家世界领先的高品质的混合, 制粒和干燥设备制造商之一。2、Courtoy 成立于 1912 年, 并在 1928 年推出第一台旋转式压片机。目前, Courtoy 是 GPS 旗下的压片机供应商, 提供标准压片机的同时也为部分企业定制压片机。3、Buck、Buck Value 均成立于 1990s, 前者主要致力于生产降压系统中关键配件之一分流阀系统, 后者则主要开发降压系统, 两者协同作用显著。目前两者主要专注于封闭系统以及分流阀技术与工程开发。

■ **2005 年, GEA 收购 Steris 公司, 更名为 GEA Lyophil, 并将其纳入 GPS 旗下。GEA 借此进入冻干粉针领域, 完成从固体制剂设备向注射剂设备的延伸。至此, GPS 目前的基本格局形成。**

Leybold 于 1951 年开发出第一个实验室冻干机, 并以此技术开展业务, 后辗转被美国 Steris 公司收购, 并于 2005 年纳入 GEA 旗下。

此外, 公司还通过研发和收购推出了其他一系列制药设备产品, 成为国际领先的综合制药设备提供商。

表 1 GPS 主要产品列表

大类	制药设备
固体制剂设备	压片机、制粒机、干燥设备、包衣、制微丸设备等
生物制药设备	基因工程生产工艺系统、疫苗生产工艺系统、血液制品生产工艺系统等
针剂设备	冻干系统, 脂肪乳/脂质体高压均质生产工艺系统等
原料药设备	无菌原料药生产工艺系统等
辅助工程	注射用水和纯化水, 洁净气体的系统回路、粉尘密闭转移技术和设备等
辅助设备	物料周转系统、液体制剂配料系统等
配件	蒸发、喷射泵、单罐处理器、喷雾干燥器、发酵罐, 生物反应器等

数据来源: GEA 网站、安信证券研究中心

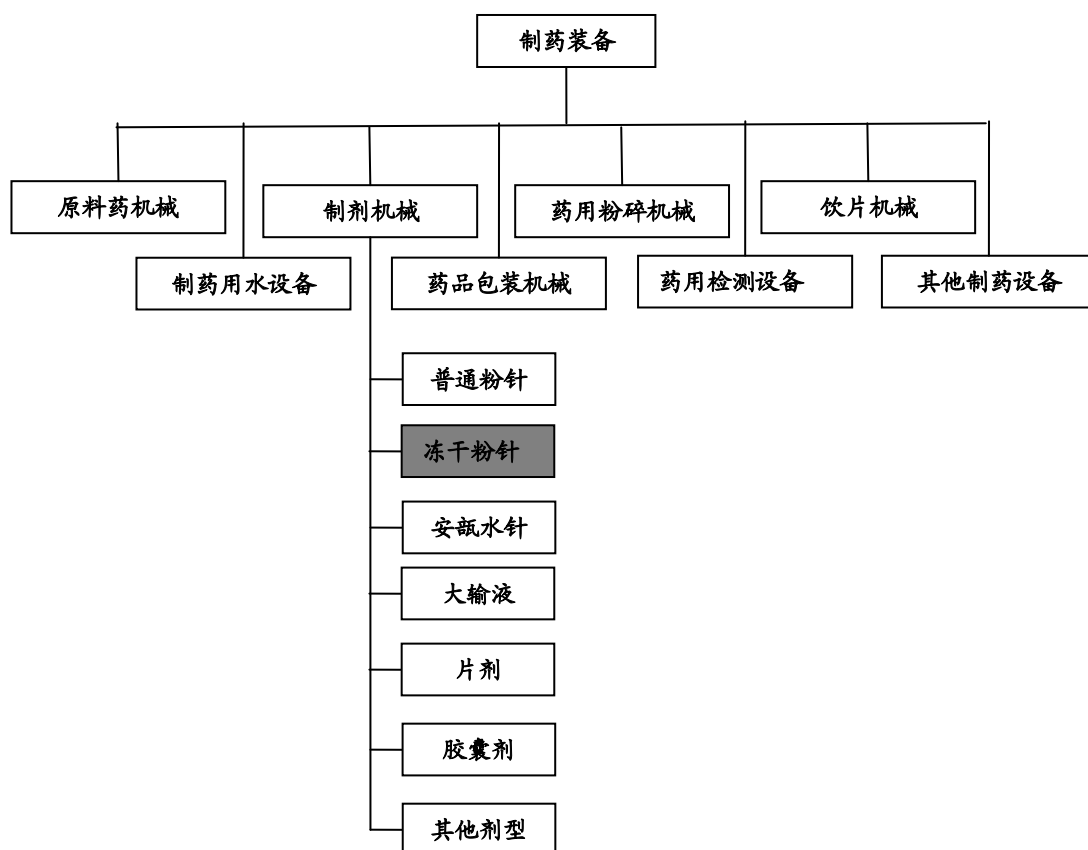
4.2. 同心多元化道路是东富龙的可能选择

通过对国际案例的研究，我们发现，制药设备领域具有专业性强、细分领域多、各子领域市场饱和后，最终将面临成长天花板的特点，能成长为大公司的企业如 GEA、IMA、Bosch 等无不通过子领域间的横向拓展来获得成长空间。借鉴国际经验，我们判断从长期来看，多元化是东富龙未来发展非常可能的选择。

从制药设备的细分领域来看，东富龙目前涉猎的仅仅是制剂机械中的冻干粉针设备，未来可以延伸的领域众多。从制药设备的规模来看，中国制药装备协会旗下 243 家会员企业 2010 年的销售收入为 128.6 亿元，东富龙收入占比仅为 3.73%（按东富龙年报数据计算）。作为国内制药设备企业的龙头企业（公司在中国制药装备协会会员企业中销售收入位于前 5 名），结合其目前上市后的资本优势，我们认为东富龙在多元化的道路上大有可为。

我们认为，公司多元化拓展有可能遵循以下两点思路：一是借助收购兼并实现横向拓展，具体操作上可先业务合作，再寻求股权合作；二是自主技术延伸，结合公司现有的技术优势开发具有技术共通性的新产品，实现横向拓展。例如生物反应器即属于一种压力容器，公司完全可借助其在压力容器方面的技术优势向生物反应器拓展，将公司业务延伸至生物制药设备领域。

图 3 制药装备分类



数据来源：《生物制药工程原理与设备》、安信证券研究中心

5. 调高盈利预测和目标价

尽管由于制药企业对新版 GMP 的观望情绪导致公司 2011 年上半年的订单增速不甚理想，但是我们认为，随着下半年有企业通过新版 GMP 的认证，订单有望在第四季度回升，公司全年的订单增长无虞。

从过往的订单数据来看，目前公司仍有将约 6 亿元的结余订单。同时，我们预测公司 2011 年订单增速在 23.2% 左右，预计全年将产生约 2.3 亿元的结余订单。相对于公司目前的收入水平，这笔结余订单在对公司业绩起到平滑作用的同时，也保证了公司未来几年的增速。

表 2 东富龙历年订单情况

	2007	2008	2009	2010	Total	2011E
订单(含增值税)						
冻干机	27,808	31,963	37,808	49,333	146,912	54,266
冻干系统		1,688	19,067	38,572	59,327	54,001
总计	27,808	33,651	56,874	87,905	206,238	108,267
订单(不含增值税)						
冻干机	23,767	27,319	32,314	42,165	125,566	46,381
冻干系统	0	1,443	16,296	32,968	50,706	46,155
总计	23,767	28,762	48,611	75,132	176,272	92,536
当期营业收入	16,722	21,625	30,807	48,062	117,216	69,702
结余订单	7,045	7,137	17,804	27,070	59,056	22,834

数据来源：公司公告、安信证券研究中心

注：结余订单=订单（不含增值税）-当期营业收入

表 3 东富龙分产品业绩预测（单位：万元）

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
冻干机收入	15,547	19,553	27,658	40,177	38,168	43,130	46,581
收入增长率		25.76%	41.45%	45.26%	-5.00%	13.00%	8.00%
毛利率	37.09%	40.08%	43.53%	47.49%	44.00%	43.00%	42.00%
冻干系统收入			1,229	5,488	28,538	48,514	72,771
收入增长率				346.47%	420.00%	70.00%	50.00%
毛利率			71.84%	51.92%	52.00%	52.50%	53.00%
配件及服务收入	835	1,104	1,605	1,992	2,490	3,113	3,891
收入增长率		32.20%	45.38%	24.14%	25.00%	25.00%	25.00%
毛利率	45.51%	46.50%	46.74%	52.74%	53.00%	53.50%	54.00%
其他设备收入	316	937	267	342	428	535	668
收入增长率		196.59%	-71.49%	28.11%	25.00%	25.00%	25.00%
毛利率	39.26%	41.86%	42.52%	53.36%	49.00%	48.00%	47.00%
其他业务	24	31	47	62	77	97	121
收入增长率		28.81%	51.12%	30.78%	25.00%	25.00%	25.00%
毛利率	99.96%	100.00%	100.02%	99.98%	100.00%	100.00%	100.00%
合计	16,722	21,625	30,807	48,062	69,702	95,389	124,032
收入增长率		29.32%	42.46%	56.01%	45.03%	36.85%	30.03%
毛利率	37.64%	40.57%	44.91%	48.32%	47.69%	48.26%	48.91%

数据来源：公司公告、安信证券研究中心

维持“增持-A”的投资评级，调高 12 个月目标价为 60 元。

今年上半年公司实现营业收入 3.35 亿元，同比增长 39.75%；实现归属于上市公司股东的净利润 9,579 万元，同比增长 38.24%，略好于我们预期。2011 年 1-6 月公司冻干系统销售收入为 15,095 万元，同比增长 338.27%，远超我们和市场此前的预期，在收入和毛利率水平上都起到了一定的推动作用，因此我们上调盈利预测。

在不考虑公司对外并购及开展新业务的前提下，我们预测公司 2011-2013 年的业绩分别为 EPS1.40 元，1.87 元和 2.45 元（原来预测是 EPS1.32 元、1.73 和 2.23 元），同比分别增长 57.2%、33.5% 和 30.5%。考虑到公司短期业绩增长较为确定，并购及新增业务带来业绩超预期的可能性较大，未来按照 2012 年的业绩给予 30-35 倍的 PE，调高公司 12 个月目标价至 60 元，维持“增持-A”的投资评级。

风险提示：

新版GMP执行力度不够导致公司短期业绩不达预期的风险；冻干市场竞争趋于激烈的风险；海外市场订单难以预测的风险。

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间		2011/9/26		
								2009	2010	2011E	2012E	2013E
利润表						财务指标						
营业收入	2009	2010	2011E	2012E	2013E	成长性						
营业收入	308.1	480.6	697.0	953.9	1,240.3	营业收入增长率	42.5%	56.0%	45.0%	36.9%	30.0%	
减: 营业成本	169.7	248.4	364.6	493.5	633.6	营业利润增长率	50.5%	85.5%	60.8%	34.7%	31.4%	
营业税费	2.3	1.8	2.6	3.5	4.6	净利润增长率	42.1%	88.3%	57.2%	33.5%	30.5%	
销售费用	18.7	24.8	34.2	44.8	55.8	EBITDA 增长率	51.2%	81.7%	49.4%	43.9%	35.9%	
管理费用	31.3	48.1	68.3	91.6	116.6	EBIT 增长率	52.8%	85.2%	43.8%	40.9%	34.1%	
财务费用	-0.1	-0.4	-27.2	-22.6	-21.2	NOPLAT 增长率	50.5%	81.6%	42.2%	39.0%	32.9%	
资产减值损失	1.1	0.2	1.0	1.5	2.0	投资资本增长率	34.6%	64.3%	62.8%	59.3%	34.7%	
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	43.8%	56.7%	517.4%	8.8%	9.7%	
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-							
营业利润	85.0	157.7	253.6	341.5	448.8	利润率						
加: 营业外净收支	5.6	9.5	11.0	11.5	12.0	毛利率	44.9%	48.3%	47.7%	48.3%	48.9%	
利润总额	90.7	167.3	264.6	353.0	460.8	营业利润率	27.6%	32.8%	36.4%	35.8%	36.2%	
减: 所得税	12.2	24.5	38.9	52.2	68.7	净利润率	24.6%	29.7%	32.2%	31.4%	31.6%	
净利润	75.9	142.8	224.6	299.8	391.4	EBITDA/营业收入	29.2%	34.0%	35.0%	36.8%	38.5%	
资产负债表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	27.6%	32.7%	32.5%	33.4%	34.5%	
货币资金	170.8	248.1	1,566.6	1,442.1	1,379.6	运营效率						
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	50	44	75	123	153	
应收账款	36.8	56.0	87.8	125.4	169.9	流动营业资本周转天数	144	148	96	60	69	
应收票据	35.0	65.1	99.3	141.1	190.3	流动资产周转天数	446	444	780	900	756	
预付账款	38.1	16.5	34.8	59.5	78.5	应收账款周转天数	33	34	36	39	41	
存货	183.0	336.4	509.0	701.8	918.1	存货周转天数	198	195	218	229	236	
其他流动资产	0.0	-	0.0	0.0	-	总资产周转天数	526	514	926	1,122	998	
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	216	210	236	277	307	
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率						
长期股权投资	-	-	20.0	30.0	40.0	ROE	37.0%	43.0%	11.0%	13.5%	16.0%	
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	14.6%	17.1%	8.2%	9.4%	10.6%	
固定资产	56.1	61.2	229.7	419.6	637.4	ROIC	49.8%	67.2%	58.2%	49.7%	41.5%	
在建工程	-	11.0	150.5	209.6	193.7	费用率						
无形资产	17.4	38.8	46.1	54.9	65.1	销售费用率	6.1%	5.2%	4.9%	4.7%	4.5%	
其他非流动资产	1.5	1.6	8.1	9.6	10.7	管理费用率	10.2%	10.0%	9.8%	9.6%	9.4%	
资产总额	538.8	834.7	2,751.9	3,193.5	3,683.2	财务费用率	0.0%	-0.1%	-3.9%	-2.4%	-1.7%	
短期债务	-	16.0	-	-	-	三费/营业收入	16.2%	15.1%	10.8%	11.9%	12.2%	
应付账款	23.7	35.4	53.9	75.7	100.7	偿债能力						
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	60.7%	60.2%	25.5%	30.2%	33.6%	
其他流动负债	291.8	439.1	618.9	861.4	1,113.4	负债权益比	154.4%	151.4%	34.3%	43.2%	50.6%	
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.47	1.47	3.33	2.60	2.24	
其他非流动负债	11.5	12.1	12.7	13.4	14.1	速动比率	0.89	0.79	2.59	1.86	1.48	
负债总额	327.0	502.7	702.5	963.4	1,237.2	利息保障倍数	-909.98	-417.43	-8.32	-14.13	-20.21	
少数股东权益	4.8	2.7	3.6	4.4	5.1	分红指标						
股本	60.0	60.0	160.0	160.0	160.0	DPS(元)	0.08	0.13	0.42	0.66	0.98	
留存收益	147.0	269.3	1,885.8	2,065.7	2,280.9	分红比率	15.8%	14.7%	30.0%	35.0%	40.0%	
股东权益	211.8	332.0	2,049.4	2,230.1	2,446.0	股息收益率	0.2%	0.3%	1.0%	1.5%	2.3%	
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E	
净利润	78.5	142.7	224.6	299.8	391.4	EPS(元)	1.26	2.38	1.40	1.87	2.45	
加: 折旧和摊销	5.4	6.9	17.7	32.2	49.6	BVPS(元)	1.32	2.07	12.81	13.94	15.29	
资产减值准备	1.1	0.2	1.0	1.5	2.0	PE(X)	33.8	17.9	30.3	22.7	17.4	
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	32.1	20.5	3.3	3.1	2.8	
财务费用	0.2	1.1	-27.2	-22.6	-21.2	P/FCF	598.7	299.9	-688.2	-182.6	87.6	
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	22.1	14.2	9.8	7.1	5.5	
少数股东损益	2.6	-0.1	1.1	0.9	0.8	EV/EBITDA	28.5	15.7	21.8	15.6	11.7	
营运资金的变动	42.6	-32.3	-58.6	-33.0	-51.9	CAGR(%)	56.5%	40.1%	39.7%	36.4%	33.8%	
经营活动产生现金流量	119.1	118.4	158.5	278.9	370.7	PEG	0.6	0.4	1.1	0.9	0.8	
投资活动产生现金流量	-30.0	-25.2	-361.0	-303.0	-275.0	ROIC/WACC						
融资活动产生现金流量	-24.2	-6.6	1,514.4	-82.4	-135.4	REP						

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

邹敏，首席行业分析师。毕业于南京大学生物工程系，上海交通大学 MBA。4 年医药行业工作经历和 6 年证券研究经历。2011 年 6 月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

邹敏声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

凌洁	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
马正南	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034