

证券研究报告

医疗器械III



分析师 王晞
021-38565926
wangx@xyzq.com.cn
SAC:S0190510110011

推荐 (维持)

联系人: 徐佳熹
021-38565685
xujiaxi@xyzq.com.cn

东富龙 (300171)

行业龙头地位不改, 稳步发展前景可期

2011年12月20日

投资要点

近日, 我们调研了东富龙, 与公司管理层就企业经营情况、发展战略、行业动态等问题进行了交流。

- **新版 GMP 继续推进:** 自 2011 年 3 月 1 日我国颁布实施的新版药品 GMP 以来, 以冻干系统、消毒灭菌设备为代表的制药装备需求明显上升。虽然我们注意到相比国外的 GMP 标准, 此次新版 GMP 中指导性内容较多, 量化指标偏少 (如无菌检测的具体标准等), 如政策执行力度不大, 则可能为部分企业提供政策规避空间, 导致相关企业 (特别是中小企业) 存在观望态度。但我们判断随着 GMP 实施大限将至 (血液制品、疫苗、注射剂企业为 2013 年, 其他企业为 2015 年)、企业原有 GMP 证书陆续到期以及新增制药产能的释放, 一线药厂在未来 2 年中对于冻干系统的需求依然将较为旺盛。
- **行业龙头地位稳固:** 公司估计现阶段国内冻干机市场约在 50-60 亿元, 作为业界龙头, 公司在国内冻干机领域具有良好的口碑, 在约 500 家对冻干机有需求的国内企业中, 约有 300 家已成为公司的客户。根据 SFDA 网站数据显示, 在截止今年 11 月 25 日公布的通过新版 GMP 的 42 家制药企业中, 涉及冻干设备的有 19 家, 其中 14 家为公司客户, 其市场地位之稳固可见一斑。目前公司的单体冻干机/系统售价大约相当于伊马爱德华、GEA 等外资企业产品的 50-60%, 有相当高的性价比。我们认为随着公司以单体冻干机、冻干系统为核心不断进行制药装备的横向扩张, 其向客户提供整体解决方案能力也将进一步加强, 长期来看有望成为像伊马爱德华一样提供全套制药装备的细分行业龙头, 占据国内中高端市场, 完成国内企业在制药装备领域的进口替代。
- **德惠收购顺利开展, 净化设备市场广阔:** 今年 10 月, 公司公告其将出资 4700 万元与德惠工程、德惠设备公司成立合资企业, 共同拓展空调净化领域。近日, 公司又公告其对德惠的“三步走”收购计划已完成第二步 (即公司与老德惠股东完成对新德惠的增资和工商登记变更)。考虑到老德惠多年来一直从事洁净技术行业的发展, 有近 20 年的洁净设备行业经验和丰富的人才技术储备 (其中德惠设备在医药工业净化行业中业绩名列前三甲), 根据公布的收购方案我们预计新德惠 2012 年起便可为公司贡献近 6,000 万营业收入和 600 万以上净利润 (含 30% 少数股东权益)。我们认为, 不同于客户相对集中的冻干机市场 (仅覆盖生物制品、粉针注射剂企业), 洁净技术与空调净化覆盖了所有药品生产企业 (国内潜在客户超过 5,000 家), 市场规模接近 800 亿元, 其中仅对于更新需求而言, 新版 GMP 对于洁净级别的提高, 新一轮洁净室升级改造所带来的产值将不少于 165 亿元。公司对于德惠的实质性收购将与其现有产品形成叠加效应, 完善公司的产品线布局, 并将公司业务从现有冻干机、冻干系统这一“小行业”扩展到市

场更大洁净设备行业，有助于提升公司的长期市值“天花板”。

- **联手 AIREX，推进系统化、隔离化：**今年 8 月，公司宣布出资 105 万美金，与日本株式会社 AIREX 设立合资公司，计划三年内实现年产 100 套的无菌隔离系统，用于冻干设备的配套。根据我们的估计，一条普通冻干粉针生产线设备投资约在 8,000 万左右（按 2-3 台冻干机计算），其中公司可以提供的设备约占 30% 左右（包括冻干机、自动进出料系统和冻干机附带的隔离器设备），公司此次与 AIREX 的合作可以视为“技术换市场”的明智选择，不仅可以实现隔离器的自产，还将有助于公司研发生产线整体隔离技术，使得其隔离装置达到全球先进水平，提其为客户提供以冻干系统为核心的制药工程整体解决方案的能力，在未来制药装备“系统化、隔离化”的大潮中抢得先机。
- **募投项目进展顺利，财务指标保持稳健：**公司目前募投项目进展顺利，未来将形成都会路厂区、放鹤路厂区、金山厂区三足鼎立的态势，分别从事冻干机/冻干系统生产、新产品研发测试和压力容器/配套设备的生产。公司目前财务指标稳健，三季报显示其预收账款仍高达 4 亿元，与中报基本持平，而高达 17 亿元的账上现金则为公司未来在制药装备领域进一步横向扩张提供了良好的条件。
- **盈利预测：**我们认为，公司作为国内冻干行业的龙头企业运营规范，发展战略清晰，未来 3-5 年能够充分享受新版 GMP 带来的行业机遇，并从冻干机向冻干系统、冻干工程和其他制药装备的延伸不断提高产品附加值，我们预计公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 1.37、1.82 和 2.34 元，维持“推荐”的投资评级。
- **风险提示：**新版 GMP 政策执行力度低于预期；新进入竞争对手低价恶性竞争风险

附表

资产负债表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	722	2304	2435	2678
货币资金	248	1732	1752	1854
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	56	78	103	132
其他应收款	0	0	0	0
存货	336	380	430	500
非流动资产	113	339	479	581
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	61	233	374	480
在建工程	11	30	40	35
油气资产	0	0	0	0
无形资产	39	60	59	58
资产总计	835	2643	2914	3260
流动负债	491	510	489	461
短期借款	16	16	16	16
应付票据	0	0	0	0
应付账款	35	49	64	82
其他	439	445	409	363
非流动负债	12	12	12	12
长期借款	0	0	0	0
其他	12	12	12	12
负债合计	503	522	501	474
股本	60	160	160	160
资本公积	39	1621	1621	1621
未分配利润	202	299	562	898
少数股东权益	3	3	3	3
股东权益合计	332	2133	2425	2798
负债及权益合计	835	2655	2926	3272

现金流量表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	143	219	292	374
折旧和摊销	7	10	20	30
资产减值准备	0	3	3	4
无形资产摊销	1	1	1	1
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	-0	-39	-51	-53
投资损失	0	0	0	0
少数股东损益	-0	0	0	0
营运资金的变动	21	81	135	174
经营活动产生现金流量	128	97	139	178
投资活动产生现金流量	-39	-222	-170	-130
融资活动产生现金流量	17	1609	51	53
现金净变动	106	1484	20	102
现金的期初余额	171	248	1732	1752
现金的期末余额	277	1732	1752	1854

利润表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	481	671	883	1136
营业成本	248	347	454	579
营业税金及附加	2	2	3	4
销售费用	25	28	36	45
管理费用	48	77	102	125
财务费用	-0	-39	-51	-53
资产减值损失	0	2	1	1
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	158	253	339	435
营业外收入	10	5	5	5
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	167	258	343	440
所得税	25	39	51	66
净利润	143	219	292	374
少数股东损益	-0	0	0	0
归属母公司净利润	143	219	292	374
EPS (元)	0.89	1.37	1.82	2.34

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长性(%)				
营业收入增长率	56.0%	39.7%	31.5%	28.7%
营业利润增长率	85.5%	60.5%	33.7%	28.5%
净利润增长率	88.3%	53.3%	33.1%	28.2%
盈利能力(%)				
毛利率	48.3%	48.3%	48.6%	49.1%
净利率	29.7%	32.6%	33.0%	32.9%
ROE	43.4%	10.3%	12.0%	13.4%
偿债能力(%)				
资产负债率	60.2%	19.7%	17.1%	14.5%
流动比率	1.47	4.52	4.98	5.80
速动比率	0.79	3.77	4.10	4.72
营运能力(次)				
资产周转率	0.70	0.39	0.32	0.37
应收帐款周转率	9.13	8.83	8.61	8.53
每股资料(元)				
每股收益	0.89	1.37	1.82	2.34
每股经营现金	0.74	0.61	0.87	1.11
每股净资产	2.06	13.31	15.14	17.47
估值比率(倍)				
PE	46.15	30.10	22.61	17.64
PB	20.02	3.09	2.72	2.36

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

深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503
邮编: 518048
传真: 0755-82562090

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.cn 内幕交易防控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。