

东富龙 (300171)

国内冻干设备龙头，产业链延伸是未来发展方向

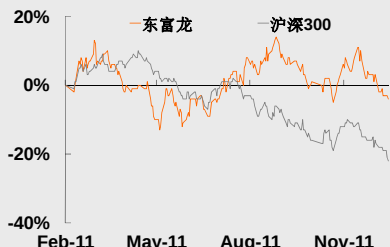
推荐 (首次)

现价: 38.00 元

主要数据

行业	医药生物
公司网址	www.tofflon.com
大股东/持股	郑效东/64.13%
实际控制人/持股	郑效东/64.13%
总股本(百万股)	160
流通 A 股(百万股)	40
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	60.64
流通 A 股市值(亿元)	15.16
每股净资产(元)	12.39
资产负债率(%)	19.0

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

凌军
投资咨询资格编号
S1060209110193
0755-22624694
lingjun004@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

■ 新版 GMP 实施确保公司主营业务稳定增长:

新版 GMP 提高了对冻干设备的无菌隔离和灭菌的要求，自 2010 年 3 月发布以来，截止到 12 月初共有 7 批 41 家药企通过 GMP 认证，其中生产冻干相关产品的企业有 19 家。目前我国正在运营的有冻干产品的药企接近 500 家，存量冻干生产线超过 1100 条。虽然目前市场仍存在一定的观望情绪，但根据 98 版 GMP 的实施状况，我们预计从 2012 年开始，相关认证到期的企业将参照已经通过新版 GMP 认证企业的标准，缓慢开始推进现有设备的升级改造，这个过程将在 2015 年左右完成。作为国内冻干设备的龙头企业，东富龙将受益于生产线的升级改造过程，保持主营业务的稳定增长。

■ 冻干产业链外延扩张提升公司的盈利能力:

整个冻干生产线的全产业链包括配液、冻干系统、空气净化、工艺用水等设备。公司目前的主要产品全部集中于冻干系统设备，包括冻干机、自动进出料系统和无菌隔离装置。东富龙产品占整个冻干生产线的价值比重在 30% 左右。11 年公司运用超募资金收购并增资德惠空调设备有限公司后持有德惠公司 70% 的股权，开始进入空气净化工程领域。这一收购将提升公司产品在冻干系统中的价值占比约 20 个百分点。另外公司拟与日本隔离器顶级制造企业 AIREX 设立合资公司，目标投产无菌隔离系统 100 套/年。未来公司还将谋求在冻干全系统其他领域进行进一步的外延扩张，成为冻干全产业链的设备提供商。

■ 未来公司将加大对海外市场的投入，逐步扩大外销收入占比:

2010 年公司外销收入 7300 万元，我们预计 2011 年确认外销收入将达到 1 亿元，同比增长 40% 以上。11 年公司外销收入占总营业收入的比例将达到 15%，未来公司将进一步开拓海外市场，逐步扩大外销收入的比例。另外，由于外销产品的毛利率比内销高大约 10 个百分点，扩大外销比重将提升公司的盈利能力。

■ 盈利预测及评级:

我们预计公司 11-13 年 EPS 分别为 1.43, 1.82 和 2.37 元，对应 12 月 28 日收盘价 38.00 元的 PE 分别为 26.6, 20.9 和 16.0 倍。我们看好公司受益于新版 GMP 认证逐步推动带来的制药装备升级需求，及通过产业链延伸进一步提升盈利能力，首次给予“推荐”评级。

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	308	481	659	858	1,146
YoY(%)	42.5	56.0	37.1	30.2	33.6
净利润(百万元)	76	143	200	255	332
YoY(%)	42.1	88.3	39.9	27.4	30.3
毛利率(%)	44.9	48.3	48.4	47.8	48.2
净利率(%)	24.6	29.7	30.3	29.7	28.9
ROE(%)	36.6	43.4	9.4	10.7	12.3
EPS(摊薄/元)	0.47	0.89	1.43	1.82	2.37
P/E(倍)	84.3	44.8	26.6	20.9	16.0
P/B(倍)	30.9	19.4	2.7	2.4	2.1

正文目录

一、 公司近况	4
1.1 新版 GMP 认证将逐步推进，预计于 2015 年基本完成.....	4
1.2 谋求冻干产业链的延伸是公司未来的发展方向.....	5
二、 收入及盈利预测	7
2.1 分产品收入预测.....	7
2.2 盈利预测.....	7
三、 核心信息附录	7
3.1 公司业务概要	7
3.2 公司前三季度业绩概要	8
3.3 股权结构.....	9

图表目录

图表 1	药企冻干生产线新版 GMP 认证通过状况.....	4
图表 2	公司冻干产品订单金额及预测（不含税，单位：万元）.....	5
图表 3	冻干系统的主要构成	5
图表 4	各细分产品占冻干系统的比例及变化趋势.....	6
图表 5	冻干产业链各细分产品的价值占比.....	6
图表 6	分产品收入成本预测	7
图表 7	2011 年上半年分产品收入构成	8
图表 8	2011 年上半年分产品毛利构成	8
图表 9	公司业绩增长情况（单位：百万元）.....	8
图表 10	公司销售、管理费用率的变化.....	9
图表 11	公司股权结构图	9

一、公司近况

1.1 新版 GMP 认证将逐步推进，预计于 2015 年基本完成

新版 GMP 提高了对冻干设备的无菌隔离和灭菌的要求。目前我国正在运营的有冻干产品的药企接近 500 家，存量冻干生产线超过 1100 条。根据新版细则，存量生产线中 70%以上需要新增在位灭菌功能（SIP）。虽然目前市场仍存在一定的观望情绪，但根据 98 版 GMP 的实施状况，我们预计从 2012 年开始，相关认证到期的企业将参照已经通过新版 GMP 认证企业的标准，缓慢开始推进现有设备的升级改造，这个过程将在 2015 年左右完成。新版 GMP 的实施将分两步走，首先在 2013 年 12 月 31 日前，血液制品、疫苗、注射剂等要达到新版 GMP 要求，第二步是在 2015 年 12 月 31 日前实现全部药品达标。

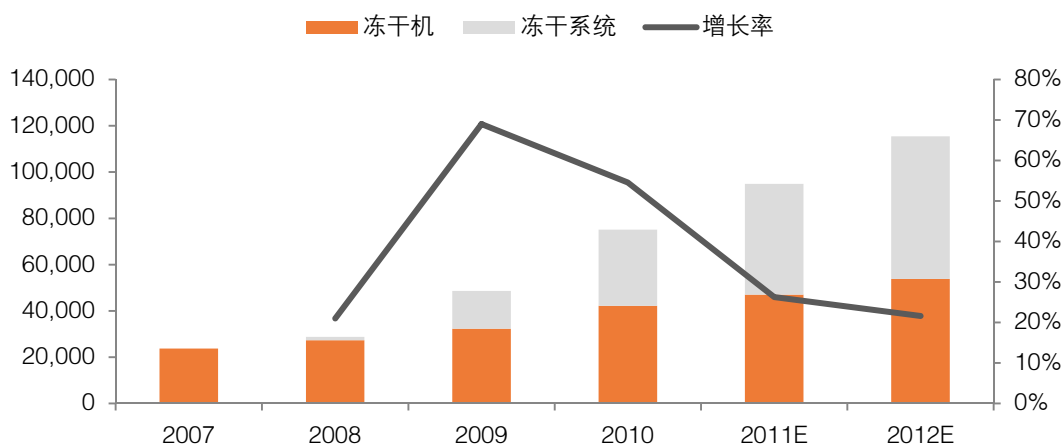
图表1 药企冻干生产线新版GMP认证通过状况

企业名称	认证范围	现场检查时间
武汉所	人血白蛋白(大容量注射剂)、冻干静注人免疫球蛋白(PH4)(大容量注射剂)、静注人免疫球蛋白(PH4)(大容量注射剂)、人免疫球蛋白(小容量注射剂)、乙型肝炎人免疫球蛋白(小容量注射剂)、狂犬病人免疫球蛋白(小容量注射剂)、破伤风人免疫球蛋白(小容量注射剂)	2011.5.10-5.13
齐鲁制药	粉针剂(头孢菌素类)、小容量注射剂	2011.5.6-5.9
广东星昊药业	小容量注射剂、冻干粉针剂	2011.5.10-5.13
上海赛金生物医药	注射用重组人 II 型肿瘤坏死因子受体-抗体融合蛋白(冻干粉针剂)	2011.5.24-5.27
上海天士力	注射用重组人尿激酶原[注射剂(无菌粉末)]	2011.7.18-7.22
华兰生物	流感疫苗二车间	2011.7.31-8.3
华兰生物	分装二区 4 号、5 号、6 号分装线	2011.7.31-8.3
上海中信国健	注射用重组人 II 型肿瘤坏死因子受体-抗体融合蛋白(冻干粉针剂)	2011.7.12-7.16
海南合瑞	冻干粉针剂	2011.7.12-7.16
成都所	乙型肝炎减毒活疫苗(冻干粉针剂)	2011.7.12-7.16
广东天普生化	冻干粉针剂	2011.7.31-8.3
深圳万乐药业	非最终灭菌小容量注射剂(161 车间)、冻干粉针剂、非最终灭菌小容量注射剂	2011.9.19-9.23
大连美罗大药厂	粉针剂(含头孢菌素类)	2011.9.15-9.18
吉林敖东延吉公司	小容量注射剂、(含激素类)、(含中药提取)、冻干粉针剂	2011.9.14-9.18
昆明制药	冻干粉针剂	2011.10.23-10.26
北京协和药厂	冻干粉针剂(抗肿瘤药)	2011.9.15-9.17
江苏恒瑞医药	粉针剂、(抗肿瘤药)	2011.10.18-10.21
吉林省西点药业	冻干粉针剂	2011.9.20-9.23
大连天宇制药	大容量注射剂(不含果糖二磷酸钠注射液)、小容量注射剂(最终灭菌产品)、冻干粉针剂	2011.10.18-10.21
辽宁诺维诺制药	冻干粉针剂	2011.10.23-10.26
苏州天马天吉制药	冻干粉针剂(2 号生产线)	2011.10.22-10.25

资料来源：国家药监局、平安证券研究所

公司产品定位于中高端市场，性能已经接近国际先进水平，而价格仅为进口同类型产品的一半，高性价比的产品确保公司成为国内冻干企业的龙头。截止 2011 年 12 月，共有 7 批 41 家药企通过认证，其中生产冻干相关产品的药企有 19 家，70%以上是公司的客户。由于 11 年上半年市场对于设备升级普遍存在一定的观望情绪，所以国内订单增速有所下滑，下半年这一情况已有所好转。通过新版 GMP 认证的药企为行业设立了一定的参考标准，我们预计后续的升级改造将缓慢推进，并在 2015 年左右完成，这确保未来几年公司订单的稳定增长。

图表2 公司冻干产品订单金额及预测（不含税，单位：万元）

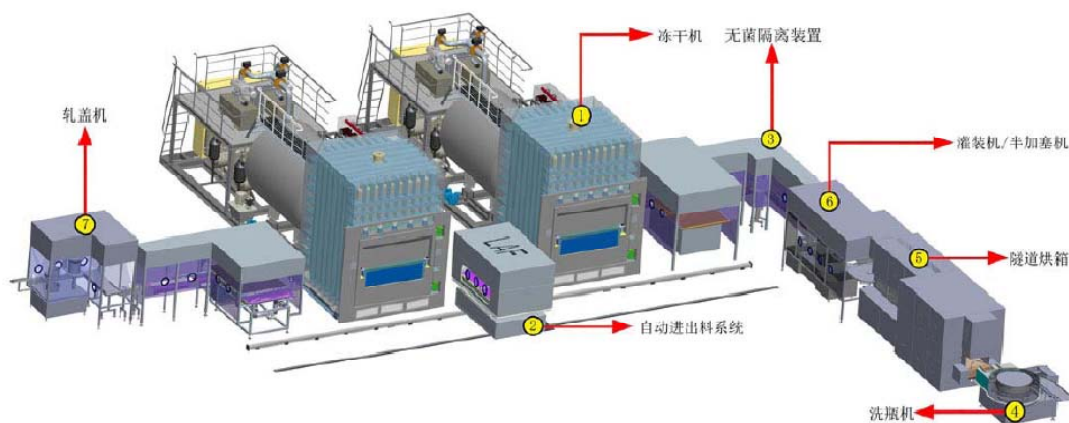


资料来源：公司公告、平安证券研究所

1.2 谋求冻干产业链的延伸是公司未来的发展方向

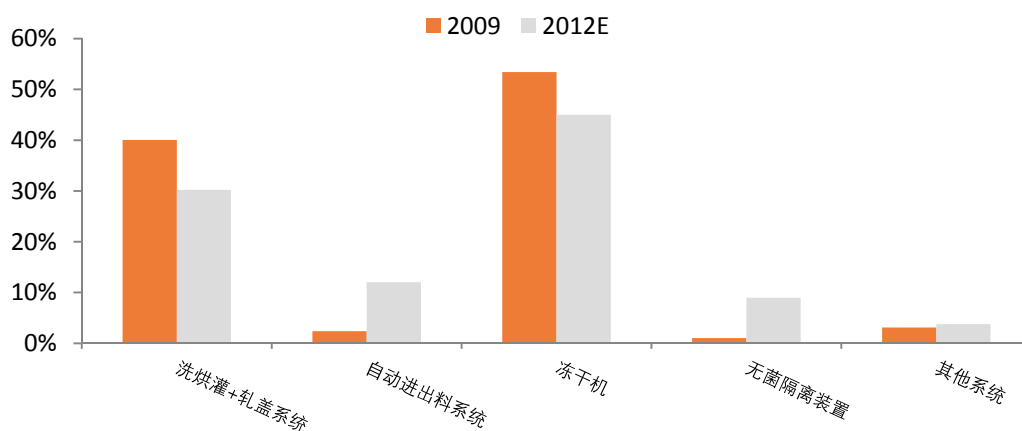
整个冻干生产线的全产业链包括配液、冻干系统、空气净化、工艺用水等设备。公司目前的主要产品全部集中于冻干系统设备，包括冻干机、自动进出料系统和无菌隔离器。公司于 2009 年推出国内唯一自主研发成功的自动进出料系统和无菌隔离装置，此后冻干系统占主营收入的比例从 09 年的 4%上升到 11 年上半年的 45%。未来新版 GMP 标准对无菌隔离要求的加强将进一步提升自动进出料和无菌隔离装置占整个冻干产业链的比例。

图表3 冻干系统的主要构成



资料来源：公司招股说明书

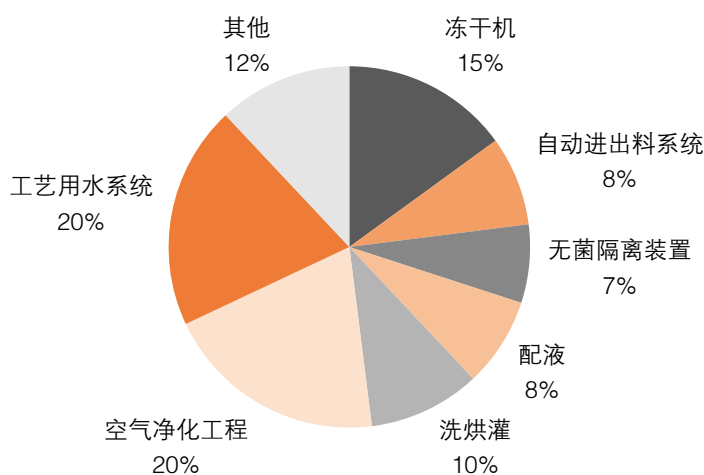
图表4 各细分产品占冻干系统的比例及变化趋势



资料来源：中国制药装备协会、平安证券研究所

目前东富龙产品占整个冻干生产线的价值比重在 30%左右。11 年公司运用超募资金收购并增资德惠空调设备有限公司后持有德惠公司 70%的股权，开始进入空气净化工程领域。这一收购将提升公司产品在冻干系统中的价值占比约 20 个百分点。另外公司拟与日本隔离器顶级制造企业 AIREX 设立合资公司，目标投产无菌隔离系统 100 套/年。未来公司还将谋求在冻干全系统其他领域进行进一步的外延扩张，成为冻干全产业链的设备提供商。

图表5 冻干产业链各细分产品的价值占比



资料来源：平安证券研究所

我们预计子公司东富龙制造募投的压力容器项目将于 12 年一季度正式投产，投产后可以降低公司压力容器外协生产的比例，有效控制成本。未来随着东富龙制造的生产工艺和产能逐步提升，还将介入高端压力容器和生物反应器市场。

二、收入及盈利预测

2.1 分产品收入预测

图表6 分产品收入成本预测

单位：百万元		2010	2011E	2012E	2013E
冻干机	收入	402	350	420	500
	YOY	-	-12.9%	20.0%	19.0%
	成本	211	190	238	290
	毛利率	47.5%	45.7%	43.3%	42.0%
冻干系统设备	收入	55	280	400	600
	YOY	-	410.2%	42.9%	50.0%
	成本	26	135	190	280
	毛利率	51.9%	51.8%	52.5%	53.3%
配件及服务	收入	20	25	33	40
	YOY	-	25.5%	32.0%	21.2%
	成本	9	13	17	21
	毛利率	52.7%	48.0%	48.5%	47.5%
其他设备	收入	3	4	5	6
	YOY	-	16.9%	25.0%	20.0%
	成本	2	2	3	3
	毛利率	53.4%	47.5%	44.0%	46.7%
合计	收入	481	659	858	1,146
	YOY	-	37.1%	30.2%	33.6%
	成本	248	340	448	594
	毛利率	48.3%	48.4%	47.8%	48.2%

资料来源：平安证券研究所

2.2 盈利预测

我们预计公司 11-13 年 EPS 分别为 1.43, 1.82 和 2.37 元, 对应 12 月 28 日收盘价 38.00 元的 PE 分别为 26.6, 20.9 和 16.0 倍。我们看好公司受益于新版 GMP 认证逐步推动带来的制药装备升级需求, 及通过产业链延伸进一步提升盈利能力, 首次给予“推荐”评级。

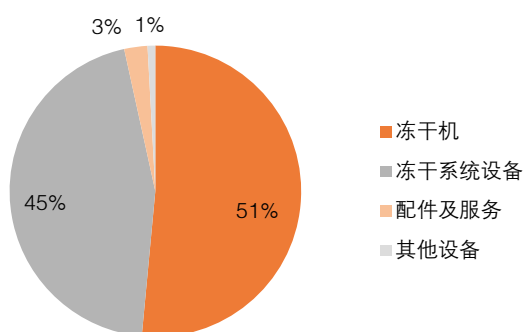
三、核心信息附录

3.1 公司业务概要

公司是一家以医用冻干机及冻干系统的研发、设计、生产、销售和服务为一体的高新技术企业, 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。公司在冻干系统领域拥有国内领先的研发、设计能力, 目前已拥有 48 项专利技术、6 项高新技术成果转化和 6 项软件著作权, 已申请的专利技术有 32 项。公司产品通过了德国 TÜV 公司 ISO9001 国际质量体系认证、欧盟 CE 认证及美国 FDA 要求的 21CFR PART 11 认证, 具备中国压力容器设计和

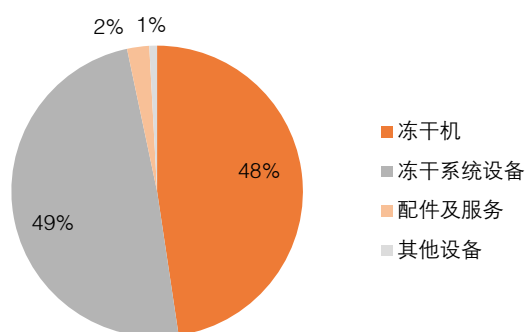
制造资质、美国 ASME 压力容器资质和欧洲 PED 压力容器资质，在国内市场上具有领先的技术优势。

图表7 2011年上半年分产品收入构成



资料来源：公司半年报、平安证券研究所

图表8 2011年上半年分产品毛利构成

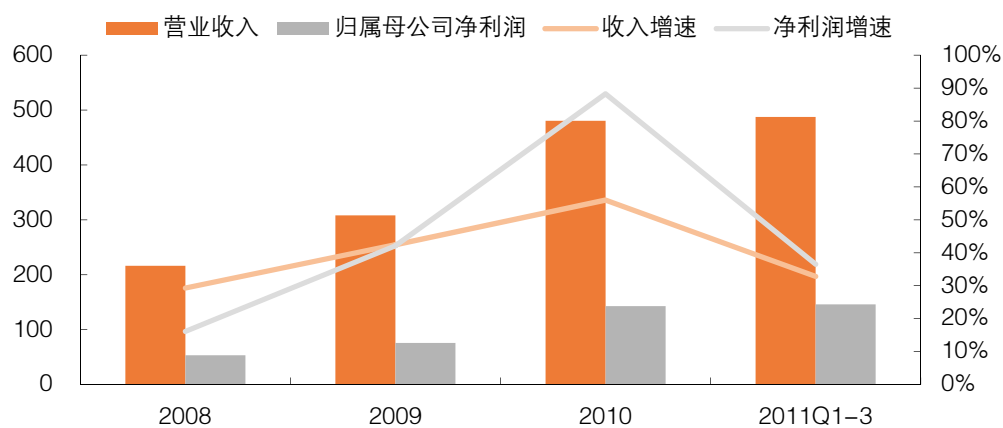


资料来源：公司半年报、平安证券研究所

3.2 公司前三季度业绩概要

公司前三季度实现营业收入 4.88 亿元，同比增长 32.8%；归属于上市公司股东的净利润 1.46 亿元，同比增长 36.5%，摊薄后 EPS 为 0.91 元。公司业绩大幅增长的主要原因是冻干系统设备销售收入快速增长以及募集资金所带来利息收入 3216 万元。

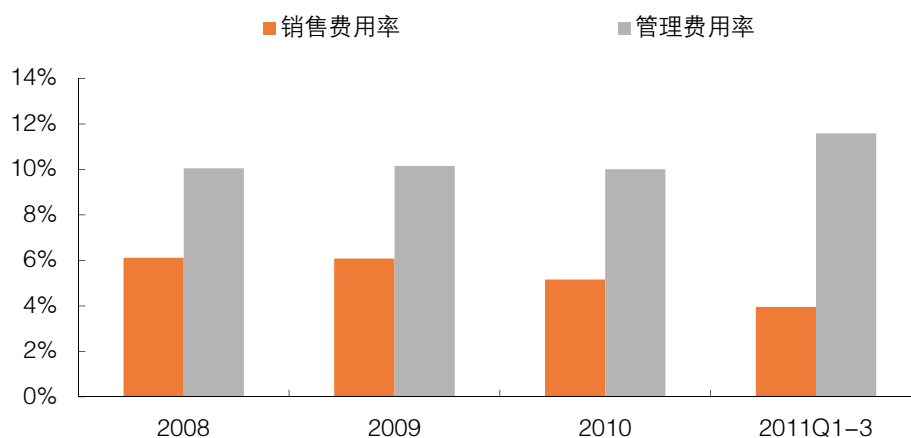
图表9 公司业绩增长情况（单位：百万元）



资料来源：公司年报，平安证券研究所

前三季度公司管理费用为 5650 万元，较上年同期增长 67.64%，管理费用率为 11.59%，同比上升 2.4 个百分点，主要是 11 年加大产品研发费用投入、业务增长导致管理人员增加和工资增长所致。销售费用 1927 万，较上年同期增长 2.73%，销售费用率为 3.95%，同比下降了 1.16 个百分点。

图表10 公司销售、管理费用率的变化

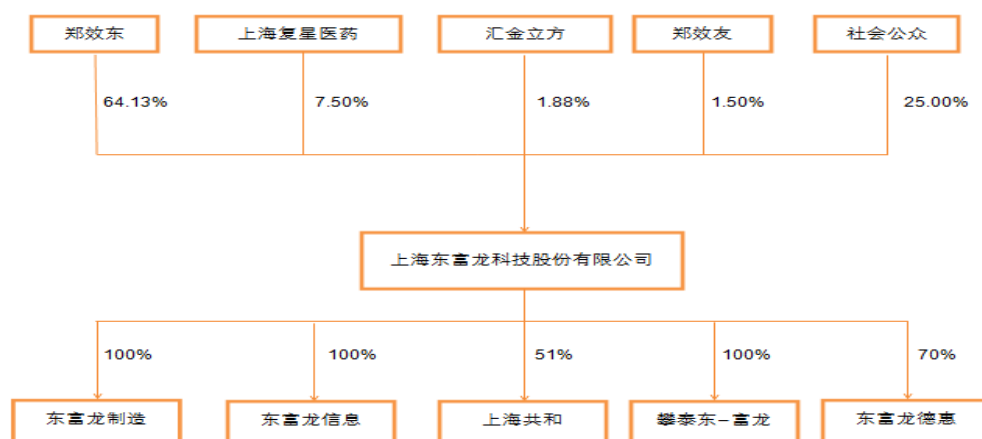


资料来源：公司年报、平安证券研究所

3.3 股权结构

公司实际控制人为董事长郑效东，持有公司 64.13% 的股份，上海复星医药产业、汇金立方分别持股 7.50%、1.88%，郑效友先生为郑效东先生胞弟，持股 1.50%。

图表11 公司股权结构图



资料来源：公司招股说明书，平安证券研究所

资产负债表					单位:百万元				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E					
流动资产	722	2634	3060	3654					
现金	248	2032	2239	2582					
应收账款	56	77	100	133					
其他应收款	0	0	0	0					
预付账款	17	23	30	40					
存货	336	414	576	743					
其他流动资产	65	89	116	155					
非流动资产	113	158	191	222					
长期投资	0	0	0	0					
固定资产	61	103	139	172					
无形资产	39	38	38	37					
其他非流动资产	13	17	14	13					
资产总计	835	2792	3251	3875					
流动负债	491	658	859	1149					
短期借款	16	0	0	0					
应付账款	35	47	63	82					
其他流动负债	439	611	797	1067					
非流动负债	12	15	15	15					
长期借款	0	0	0	0					
其他非流动负债	12	15	15	15					
负债合计	503	673	874	1164					
少数股东权益	3	5	7	10					
股本	60	140	140	140					
资本公积	39	1629	1629	1629					
留存收益	230	346	600	932					
归属母公司股东权益	329	2115	2370	2702					
负债和股东权益	835	2792	3251	3875					
现金流量表					单位:百万元				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E					
经营活动现金流	118	248	225	367					
净利润	143	202	257	334					
折旧摊销	7	5	7	9					
财务费用	0	-17	-21	-17					
投资损失	0	0	0	0					
营运资金变动	-33	55	-21	35					
其他经营现金流	2	3	3	5					
投资活动现金流	-25	-50	-40	-40					
资本支出	25	50	40	40					
长期投资	0	0	0	0					
其他投资现金流	0	0	0	0					
筹资活动现金流	-7	1587	21	17					
短期借款	16	-16	0	0					
长期借款	0	0	0	0					
普通股增加	0	80	0	0					
资本公积增加	0	1590	0	0					
其他筹资现金流	-23	-67	21	17					
现金净增加额	85	1784	207	343					

利润表					单位:百万元					
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E						
营业收入	481	659	858	1146						
营业成本	248	340	448	594						
营业税金及附加	2	3	4	5						
营业费用	25	36	47	63						
管理费用	48	66	86	115						
财务费用	0	-17	-21	-17						
资产减值损失	0	0	0	0						
公允价值变动收益	0	0	0	0						
投资净收益	0	0	0	0						
营业利润	158	230	294	385						
营业外收入	10	8	9	9						
营业外支出	1	1	1	1						
利润总额	167	237	303	393						
所得税	25	36	45	59						
净利润	143	202	257	334						
少数股东损益	0	2	3	3						
归属母公司净利润	143	200	255	332						
EBITDA	164	218	280	378						
EPS（元）	2.38	1.43	1.82	2.37						
主要财务比率										
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E						
成长能力										
营业收入	56.0%	37.1%	30.2%	33.6%						
营业利润	85.5%	45.7%	27.9%	31.1%						
归属于母公司净利润	88.3%	39.9%	27.4%	30.3%						
获利能力										
毛利率(%)	48.3%	48.4%	47.8%	48.2%						
净利率(%)	29.7%	30.3%	29.7%	28.9%						
ROE(%)	43.4%	9.4%	10.7%	12.3%						
ROIC(%)	40.6%	7.8%	8.9%	11.6%						
偿债能力										
资产负债率(%)	60.2%	24.1%	26.9%	30.0%						
净负债比率(%)	3.18%	0.00%	0.00%	0.00%						
流动比率	1.47	4.01	3.56	3.18						
速动比率	0.79	3.38	2.89	2.53						
营运能力										
总资产周转率	0.70	0.36	0.28	0.32						
应收账款周转率	9	9	9	9						
应付账款周转率	8.59	8.30	8.20	8.21						
每股指标（元）										
每股收益(最新摊薄)	1.02	1.43	1.82	2.37						
每股经营现金流(最新摊薄)	0.85	1.77	1.61	2.62						
每股净资产(最新摊薄)	2.35	15.11	16.93	19.30						
估值比率										
P/E	40.07	26.57	20.88	16.03						
P/B	17.38	2.71	2.42	2.12						
EV/EBITDA	38	29	23	17						

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。
本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257