

东 富 龙 (300171.SZ) / 87.51 元

业绩快速增长, 打造全球化的冻干工程方案主流提供商

事 项

2010 年公司实现营业收入 4.81 亿元, 同比增长 56.01%; 净利润 1.43 亿元, 同比增长 88.26%, 基本每股收益 2.38 元, 摊薄后每股收益 1.79 元, 符合预期。公司推出每 10 股转增 4 股、派发红股 6 股、派发现金股利 8 元 (含税) 的利润分配预案。

主要观点

一、业绩稳定增长符合预期。2010 年公司实现营业收入 4.81 亿元, 同比增长 56.01%; 净利润 1.43 亿元, 同比增长 88.26%, 基本每股收益 2.38 元, 摊薄后每股收益 1.79 元。冻干机实现销售收入 4.02 亿元, 同比增长 45.26%, 主要是行业需求高速增长, 产品技术升级带来订单高速增长; 毛利率 47.49%, 同比升高 3.96 个百分点, 主要是毛利率较高的 SIP/CIP 冻干机和冻干系统设备等产品所占营业收入比重持续增加。冻干系统实现销售收入 5488 万元, 同比增长 346.47%, 主要是公司新产品符合新版 GMP 要求, 带来了订单高速增长; 毛利率 51.92%, 同比下降 19.92 个百分点。

2010 年公司综合毛利率同比升高 3.41 个百分点, 主要是毛利率较高的 SIP/CIP 冻干机和冻干系统设备等产品所占营业收入比重持续增加。期间费用率同比下降 1.11 个百分点, 净利率同比升高 4.23 个百分点。公司每股经营活动现金流 1.97 元, 小于每股收益 (2.38 元)。

二、2011 年关注: 新版 GMP 实施。新版 GMP 将于 3 月 1 日起施行, 无菌药品部分是新版 GMP 对 98 版 GMP 作实质性修改最多的部分, 也是需要相应改动硬件最多的部分。目前国内共 491 家药企拥有冻干产品生产批文, 其中 298 家是 2005 年前购买的设备, 都不符合新版 GMP 要求, 必须进行改造, 预计冻干系统市场将在 2012 年启动, 2013 年市场规模扩大至 50-60 亿。

公司未来的发展战略为: 保持公司在国内冻干系统行业的领先地位, 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。公司将开拓冻干工程项目承接, 提供更系统、附加值更高的冻干工程整体解决方案, 实现向冻干工程系统方案提供商的蜕变, 把握新版 GMP 实施和产业转移带来的行业性机会。

三、投资建议: 推荐 (维持)。维持公司 2011、2012 年摊薄后 EPS 为 2.62、3.38 元的盈利预测, 预测 2013 年摊薄后 EPS 为 4.43 元, 对应 PE 分别为 33X、26X 和 20X。新版 GMP 推高冻干企业改造投入, 为公司跨越式发展提供了历史机遇; 产业转移的不断重演将为公司发展提供长期动力, 作为国内医用冻干龙头, 公司将受益于新版 GMP 实施和产业转移带来的行业性机会, 维持“推荐”评级。

四、风险提示。1) 新版 GMP 推进落后于预期, 改造投入低于预期; 2) 不锈钢价格波动。

证券分析师: 廖万国
执业编号: S0360210100002

联系人: 陈海刚
Tel: 010-59370822
Email: chenhaigang@hczq.com

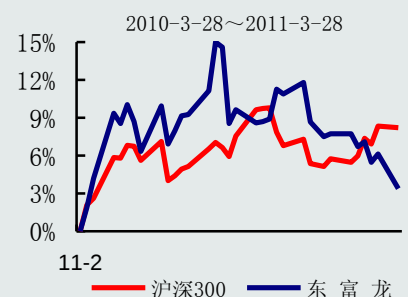
投资评级

投资评级: 推荐
评级变动: 维持

公司基本数据

总股本(万股)	8000
流通 A 股/B 股(万股)	1600/0
资产负债率(%)	59.91
每股净资产(元)	4.89
市盈率(倍)	65.42
市净率(倍)	17.90
12 个月内最高/最低价	98.66/82.5

市场表现对比图 (近 12 个月)



资料来源: 港澳资讯

相关研究报告

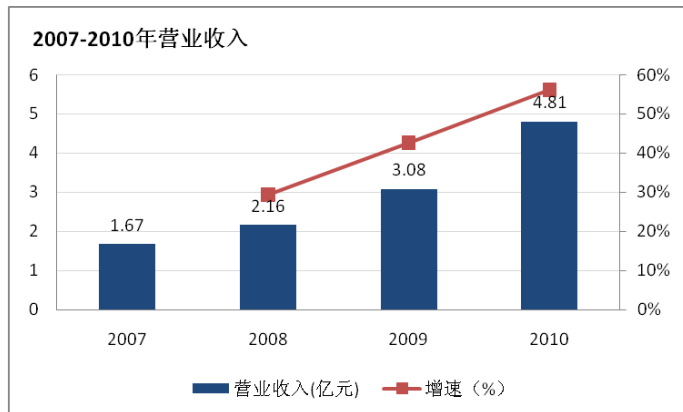
《快速增长符合预期, 未来将受益于新版 GMP》 2011-02-28
《新版 GMP 带来跨越式发展机遇》 2011-02-16

1. 业绩快速增长符合预期

2010 年全年：公司实现营业收入 4.81 亿元，同比增长 56.01%；净利润 1.43 亿元，同比增长 88.26%，基本每股收益 2.38 元，摊薄后每股收益 1.79 元，符合预期。公司推出每 10 股转增 4 股、派发红股 6 股、派发现金股利 8 元（含税）的利润分配预案。

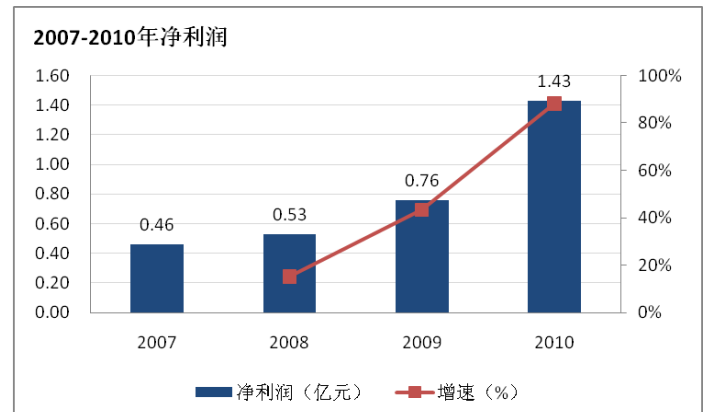
2010 年 4 季度单季：公司实现营业收入 1.14 亿元，同比增长 20%；净利润 3583 万元，同比增长 26.51%。

图表 1 2010 年营业收入同比增长 56.01%



数据来源：公司公告，华创证券研究所

图表 2 2010 年净利润同比增长 88.26%



数据来源：公司公告，华创证券研究所

1.1 冻干机行业地位领先，销售规模不断扩大

2010 年冻干机实现销售收入 4.02 亿元，同比增长 45.26%，主要是行业需求高速增长，产品技术升级带来订单高速增长；毛利率 47.49%，同比升高 3.96 个百分点，主要是毛利率较高的 SIP/CIP 冻干机和冻干系统设备等产品所占营业收入比重持续增加。

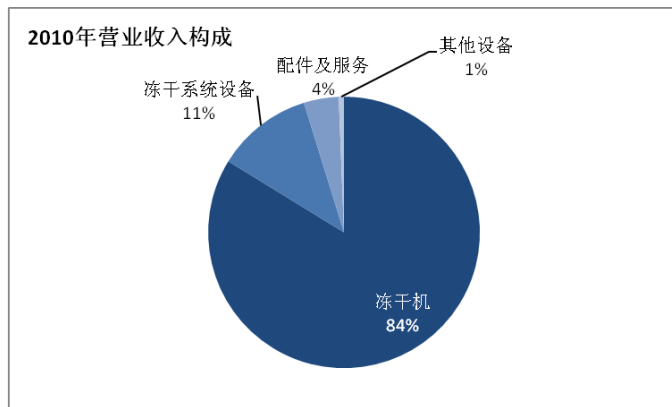
冻干系统实现销售收入 5488 万元，同比增长 346.47%，主要是公司新产品符合新版 GMP 要求，带来了订单高速增长；毛利率 51.92%，同比下降 19.92 个百分点。

图表 3 2010 年主营业务经营情况（分产品）

2010	营业收入 (万元)	营业收入 同比增减(%)	毛利率 (%)	毛利率同比增减
冻干机	40,177	45.26%	47.49%	升高 3.96 个百分点
蒸汽灭菌、蒸汽清洗冻干机	29,387	71.17%	49.70%	升高 3.77 个百分点
蒸汽清洗冻干机	10,291	50.58%	39.80%	升高 2.61 个百分点
实验型冻干机	5,000	-3.71%	34.88%	下降 3.38 个百分点
液氮冷冻干燥机	-	-	-	-
冻干系统设备	5,488	346.47%	51.92%	下降 19.92 个百分点
配件及服务	1,992	24.14%	52.74%	升高 6 个百分点
其他设备	342	28.11%	53.36%	升高 10.84 个百分点

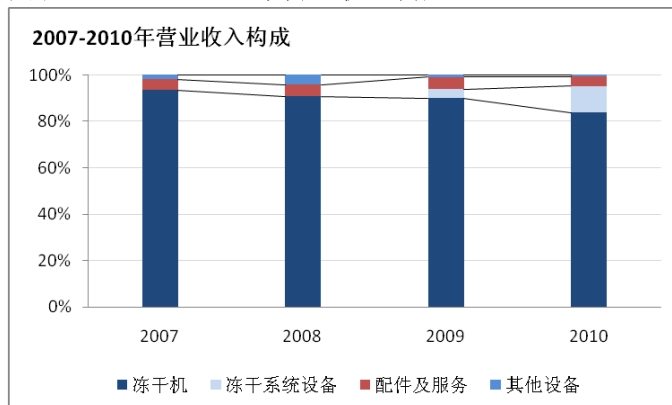
数据来源：公司公告，华创证券研究所

图表 4 2010 年营业收入构成



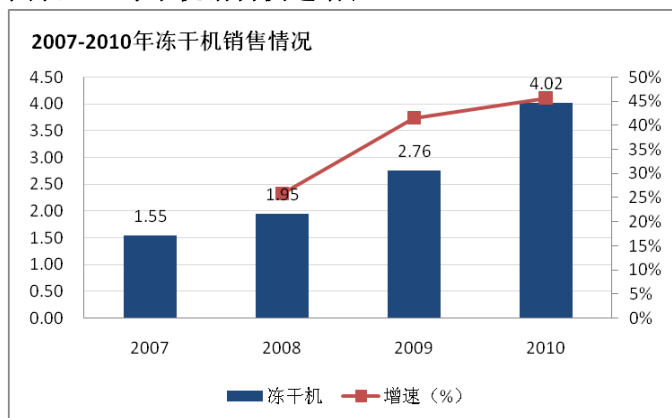
数据来源：公司公告，华创证券研究所

图表 6 2007-2010 年营业收入构成



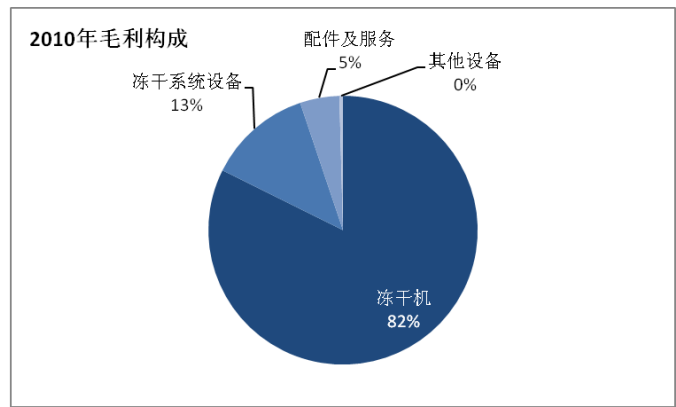
数据来源：公司公告，华创证券研究所

图表 8 冻干机销售快速增长



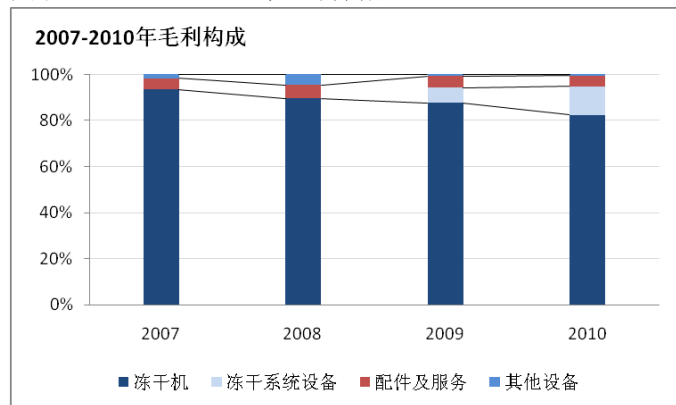
数据来源：公司公告，华创证券研究所

图表 5 2010 年毛利构成



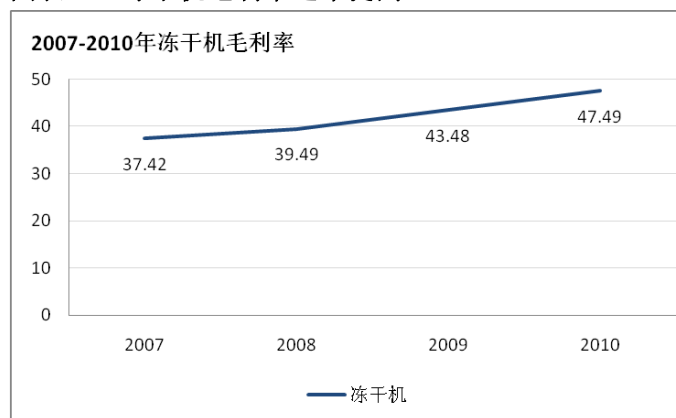
数据来源：公司公告，华创证券研究所

图表 7 2007-2010 年毛利构成



数据来源：公司公告，华创证券研究所

图表 9 冻干机毛利率逐年提高



数据来源：公司公告，华创证券研究所

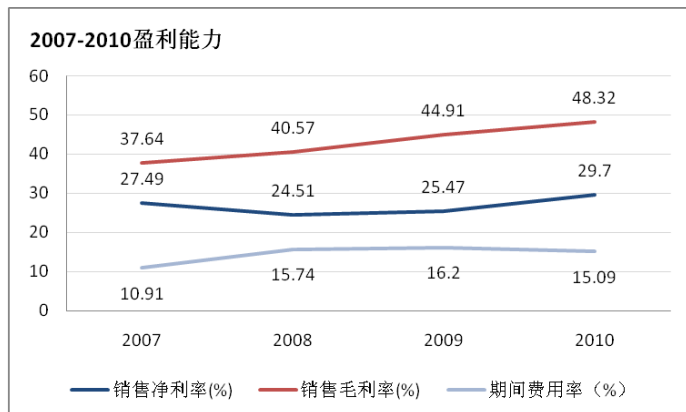
1.2 综合毛利率提高，期间费用率下降，经营质量良好

2010 年公司综合毛利率 48.32%，同比升高 3.41 个百分点，主要是产品结构进一步升级，毛利率较高的 SIP/CIP 冻干机和冻干系统设备等产品所占营业收入比重持续增加。

公司销售费用率 5.16%，同比下降 0.92 个百分点。管理费用率 10.01%，同比下降 0.14 个百分点。财务费用率-0.08%，同比下降 0.05 个百分点，主要是银行存款增加导致利息收入增长。

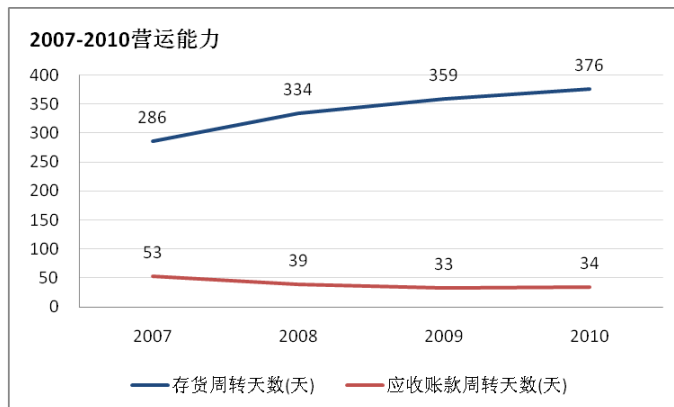
公司应收帐款周转天数 34 天，基本持平；存货周转天数 376 天，周转减慢，主要是公司订单大幅增加，导致存货中在产品 and 发出商品的大幅增加。公司每股经营活动现金流 1.97 元，小于每股收益 (2.38 元)，主要是内随着销售订单的增长和生产规模的扩大，原材料采购、人力资源成本增加。

图表 10 2010 年净利率升高 4.23 个百分点



数据来源：公司公告，华创证券研究所

图表 11 2010 年应收帐款周转持平，存货周转减慢



数据来源：公司公告，华创证券研究所

2、2011 年关注：新版 GMP 实施

新版 GMP 推高冻干企业改造投入，为公司跨越式发展提供了历史机遇。新版 GMP 将于 3 月 1 日起施行，无菌药品部分是新版 GMP 对 98 版 GMP 作实质性修改最多的部分，也是需要相应改动硬件最多的部分。目前国内共 491 家药企拥有冻干产品生产批文，其中 298 家是 2005 年前购买的设备，都不符合新版 GMP 要求，必须进行改造，预计冻干系统市场将在 2012 年启动，2013 年市场规模扩大至 50-60 亿。

演绎国际化进程，分享产业转移盛宴。公司 2004 年开始国际化之路，采取了“农村包围城市”的策略：先开拓印度市场，然后撬动俄罗斯、拉美市场，最后打入文化背景差异最大的欧洲和北美，力争实现国际销售收入占总营业收入 50% 以上，成为全球冻干领域前 3 强。国际间的产业转移是一个连续、动态的过程。公司冻干技术达到国际先进水平，满足欧美市场的认证标准，价格仅为进口产品的一半，性价比优势突出，产业转移的不断重演将为公司发展提供长期动力。2010 年欧洲地区营业收入 4420 万元，同比增长 473.72%。

致力于成为冻干工程系统方案提供商。未来注射剂生产将沿着自动化+隔离化的趋势发展。从单一生产冻干机，到自动进出料系统和无菌隔离装置研发成功，公司实现了从冻干机向冻干系统的跨越。2009 年公司向印度出口 1 套冻干系统，2010 年上半年销售 4 套，2010 年下半年销售 2 套，现有未完成的冻干系统订单数量超过 20 套，将支持公司未来 3 年业绩快速增长。公司未来的发展战略为：保持公司在国内冻干系统行业的领先地位，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。公司将开拓冻干工程项目承接，提供更系统、附加值更高的冻干工程整体解决方案，实现向冻干工程系统方案提供商的蜕变，把握新版 GMP 实施和产业转移带来的行业性机会。

3、投资建议：推荐（维持）

我们维持公司 2011、2012 年摊薄后 EPS 为 2.62、3.38 元的盈利预测，预测 2013 年摊薄后 EPS 为 4.43 元，对应 PE 分别为 33X、26X 和 20X。新版 GMP 推高冻干企业改造投入，为公司跨越式发展提供了历史机遇；产业转移的不断重演将为公司发展提供长期动力，作为国内医用冻干龙头，公司将受益于新版 GMP 实施和产业转移带来的行业性机会，维持“推荐”评级。

4. 风险提示

1) 新版 GMP 推进落后于预期，改造投入低于预期；2) 不锈钢价格波动。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	722	1173	1712	2411
现金	248	851	1349	2025
应收账款	56	38	43	45
其它应收款	0	1	1	1
预付账款	17	20	25	21
存货	336	225	248	270
其他	65	37	46	49
非流动资产	113	113	116	121
长期投资	0	0	0	0
固定资产	61	55	50	44
无形资产	39	45	54	66
其他	13	12	11	11
资产总计	835	1286	1827	2532
流动负债	491	715	1019	1410
短期借款	16	5	7	9
应付账款	35	25	28	29
其他	439	685	985	1371
非流动负债	12	9	9	8
长期借款	0	0	-2	-2
其他	12	9	11	10
负债合计	503	724	1028	1418
少数股东权益	3	3	4	5
股本	60	80	80	80
资本公积金	39	39	39	39
留存收益	230	439	675	990
归属母公司股东权益	329	559	794	1109
负债和股东权益	835	1286	1827	2532

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	118	588	530	711
净利润	143	210	272	355
折旧摊销	7	7	7	7
财务费用	-0	-12	-13	-16
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-33	386	262	365
其它	2	-3	2	-0
投资活动现金流	-25	-7	-10	-13
资本支出	25	0	0	0
长期投资	-0	0	0	0
其他	-0	-7	-10	-13
筹资活动现金流	-7	23	-23	-22
短期借款	16	-11	2	2
长期借款	0	0	-2	-1
普通股增加	0	20	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	-23	14	-23	-24
现金净增加额	85	603	497	676

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	481	645	844	1105
营业成本	248	325	425	556
营业税金及附加	2	2	3	4
营业费用	25	28	39	51
管理费用	48	55	72	94
财务费用	-0	-12	-13	-16
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	246	318	416
营业外收入	10	0	0	0
营业外支出	1	0	0	0
利润总额	167	246	318	416
所得税	25	36	47	61
净利润	143	210	272	355
少数股东损益	-0	1	1	1
归属母公司净利润	143	209	271	355
EBITDA	164	241	312	408
EPS（元）	2.38	2.62	3.38	4.43

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	56.0%	34.1%	30.9%	31.0%
营业利润	85.5%	56.1%	29.3%	30.8%
归属母公司净利润	88.3%	46.6%	29.2%	31.1%
获利能力				
毛利率	48.3%	49.6%	49.7%	49.7%
净利率	29.7%	32.5%	32.1%	32.1%
ROE	43.4%	37.5%	34.1%	32.0%
ROIC	121.5%	-72.7%	-48.7%	-38.2%
偿债能力				
资产负债率	60.2%	56.3%	56.3%	56.0%
净负债比率	3.18%	0.97%	0.58%	0.56%
流动比率	1.47	1.64	1.68	1.71
速动比率	0.79	1.33	1.44	1.52
营运能力				
总资产周转率	0.70	0.61	0.54	0.51
应收帐款周转率	11	14	21	25
应付帐款周转率	8.59	10.81	16.21	19.58
每股指标(元)				
每股收益	1.79	2.62	3.38	4.43
每股经营现金	1.48	7.34	6.62	8.88
每股净资产	4.12	6.98	9.93	13.86
估值比率				
P/E	36.76	33.43	25.87	19.73
P/B	15.95	12.53	8.81	6.31
EV/EBITDA	41	28	22	17

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,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“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

利益冲突披露事项

华创证券研究所

地址:北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编: 100036

传真: 010-59370801