

东富龙：小荷才露尖尖角

2010 年报点评

报告关键点：

- 业绩大幅增长，符合预期
- 产品结构持续调整，在手订单大幅增长
- 维持“增持-A”的投资评级，12个月目标价为105.6元

报告摘要：

- 业绩大幅增长，符合预期。2010年公司实现营业收入4.81亿元，同比增长56.01%；实现归属于上市公司股东的净利润1.43亿元，同比增长88.26%，实现EPS2.38元（摊薄后1.79元），业绩符合预期；经营活动产生的现金流量净额为1.18亿元，每股现金流1.97元。公司业绩实现大幅增长的主要原因是收入大幅增长、产品结构调整导致毛利率提升3.41个百分点以及销售费用率下降。公司2010年度利润分配预案为：向全体股东以资本公积金每10股转增4股，以未分配利润每10股派发现金股利8元（含税），派发红股6股。
- 产品结构持续调整，在手订单金额大幅增长。2010年公司冻干机和冻干系统设备收入分别达4.02亿元和5,488万元，分别增长45%和346%。公司产品结构进一步升级，冻干系统设备销售收入大幅增长，SIP/CIP等高端冻干机的比重持续增加。新版GMP对于无菌制剂生产自动化和隔离化的要求大幅提高，作为国内冻干系统行业的领先企业，公司冻干设备的产品升级将帮助客户更好的满足新版GMP的需求，也有望借此契机占据更多的市场份额。公司2010年已签署订单金额达到8.79亿元，同比增长54.56%，尤其冻干系统设备的订单金额同比增长102.30%。从预收账款来看，公司2010年底预收账款为4.62亿元，同比增长53.13%。从上述两项数据来看，我们判断公司未来高成长确定性较强。
- 国际市场有所突破，未来定位为全球化冻干工程方案供应商。公司将在保持国内冻干系统行业的领先地位的同时，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。尽管公司2010年在亚洲地区的销售收入同比出现下滑，但欧洲地区取得突破性进展，实现销售收入4,420万元，同比增长474%。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已经达到15.22%。未来公司将积极开拓以发展中国家为主的国际市场业务，加强对国际高端冻干系统设备市场的渗透力度，扩大在国际市场销售渠道和服务网络，增强公司在国际冻干系统市场的影响力，为公司全球化发展战略创造良好条件。
- 维持“增持-A”的投资评级，12个月目标价为105.6元。我们对公司2011、2012年业绩预测分别为EPS2.64元和3.46元，维持12个月目标价105.6元及“增持-A”的投资评级。
- 风险提示：冻干系统等高端设备销售不达预期的风险；国际市场开拓不达预期的风险。

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	656.9	876.3	1,133.0
Growth(%)	42.5%	56.0%	36.7%	33.4%	29.3%
净利润	75.9	142.8	211.5	276.8	356.5
Growth(%)	42.1%	88.3%	48.1%	30.9%	28.8%
毛利率(%)	44.9%	48.3%	49.3%	49.7%	50.2%
净利润率(%)	24.6%	29.7%	32.2%	31.6%	31.5%
每股收益(元)	1.26	2.38	2.64	3.46	4.46
每股净资产(元)	2.65	4.15	25.63	27.88	30.56
市盈率	69.5	36.8	33.1	25.3	19.6
市净率	33.0	21.1	3.4	3.1	2.9
净资产收益率(%)	37.0%	43.0%	10.3%	12.4%	14.6%
ROIC(%)	49.8%	67.2%	56.9%	33.0%	28.0%
EV/EBITDA	58.5	33.5	24.5	18.7	14.6
股息收益率	0.2%	0.0%	0.9%	1.4%	2.0%

评级：

增持-A

上次评级： 增持-A

目标价格：

105.60 元

期限： 12 个月 上次预测：105.60 元

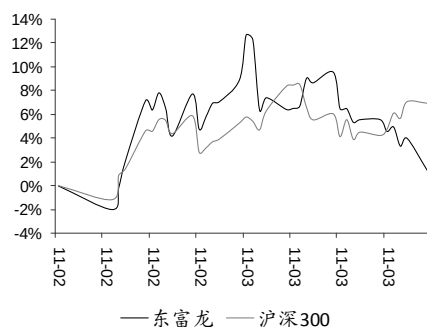
现价（2011 年 03 月 28 日）： 87.51 元

报告日期：

2011-03-29

总市值(百万元)	7,000.80
流通市值(百万元)	1,400.16
总股本(百万股)	80.00
流通股本(百万股)	16.00
12 个月最低/最高	82.50/98.66 元
十大流通股东(%)	
股东户数	

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(8.56)	(6.75)	0.84
绝对收益	(6.99)	1.32	1.32

 洪露
 021-68766073
 执业证书编号

 首席行业分析师
 honglu@essence.com.cn
 S1450511020023

报告联系人

陈宁浦

 021-68765361
 chennp2@essence.com.cn

前期研究成果

- 东富龙：新版 GMP 实施，冻干设备行业加速发展
2011-02-18
- 东富龙：冻干龙头，全面起航
2011-01-18

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间		2011-3-28		
								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	656.9	876.3	1,133.0	营业收入增长率	42.5%	56.0%	36.7%	33.4%	29.3%	
减: 营业成本	169.7	248.4	333.0	440.8	564.2	营业利润增长率	50.5%	85.5%	50.8%	32.1%	29.7%	
营业税费	2.3	1.8	2.4	3.3	4.2	净利润增长率	42.1%	88.3%	48.1%	30.9%	28.8%	
销售费用	18.7	24.8	33.5	44.3	56.7	EBITDA 增长率	51.2%	75.1%	49.5%	36.6%	32.3%	
管理费用	31.3	48.1	65.0	86.3	110.5	EBIT 增长率	52.8%	85.2%	41.0%	35.3%	31.7%	
财务费用	-0.1	-0.4	-16.0	-14.0	-12.0	NOPLAT 增长率	50.5%	81.6%	39.0%	33.9%	30.7%	
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%	130.6%	53.9%	34.0%	
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	43.8%	56.7%	517.7%	8.8%	9.6%	
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-							
营业利润	85.0	157.7	237.9	314.2	407.4	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%	49.3%	49.7%	50.2%	
利润总额	90.7	167.3	248.9	325.7	419.4	营业利润率	27.6%	32.8%	36.2%	35.9%	36.0%	
减: 所得税	12.2	24.5	37.3	48.9	62.9	净利润率	24.6%	29.7%	32.2%	31.6%	31.5%	
净利润	75.9	142.8	211.5	276.8	356.5	EBITDA/营业收入	29.2%	32.7%	35.8%	36.7%	37.5%	
资产负债表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	27.6%	32.7%	33.8%	34.3%	34.9%	
货币资金	170.8	248.1	1,510.7	1,345.6	1,242.0	运营效率						
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	50	44	64	93	105	
应收账款	36.8	56.0	83.7	116.4	156.8	流动营业资本周转天数	144	148	165	196	236	
应收票据	35.0	65.1	93.6	129.6	173.8	流动资产周转天数	446	444	795	912	745	
预付账款	38.1	16.5	26.5	39.8	56.7	应收账款周转天数	33	34	37	39	41	
存货	183.0	336.4	464.8	626.6	801.9	存货周转天数	198	195	220	225	227	
其他流动资产	0.0	-	0.0	-0.0	-0.0	总资产周转天数	526	514	952	1,140	973	
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	216	210	315	419	459	
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率						
长期股权投资	-	-	150.0	200.0	250.0	ROE	37.0%	43.0%	10.3%	12.4%	14.6%	
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	14.6%	17.1%	8.0%	9.5%	11.1%	
固定资产	56.1	61.2	174.0	278.7	384.0	ROIC	49.8%	67.2%	56.9%	33.0%	28.0%	
在建工程	-	11.0	90.5	125.9	102.3	费用率						
无形资产	17.4	38.8	38.6	38.3	38.1	销售费用率	6.1%	5.2%	5.1%	5.1%	5.0%	
其他非流动资产	1.5	1.6	7.2	7.7	7.8	管理费用率	10.2%	10.0%	9.9%	9.9%	9.8%	
资产总额	538.8	834.7	2,639.7	2,908.7	3,213.3	财务费用率	0.0%	-0.1%	-2.4%	-1.6%	-1.1%	
短期债务	-	16.0	-	-	-	三费/营业收入	16.2%	15.1%	12.6%	13.3%	13.7%	
应付账款	23.7	35.4	49.3	67.6	89.7	偿债能力						
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	60.7%	60.2%	22.3%	23.3%	23.9%	
其他流动负债	291.8	439.1	510.3	584.4	656.4	负债权益比	154.4%	151.4%	28.7%	30.4%	31.5%	
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.47	1.47	3.78	3.40	3.22	
其他非流动负债	11.5	12.1	12.6	13.1	13.8	速动比率	0.89	0.79	2.97	2.45	2.16	
负债总额	327.0	502.7	589.2	678.2	768.9	利息保障倍数	-909.98	-417.43	-13.87	-21.44	-32.95	
少数股东权益	4.8	2.7	2.7	2.7	2.7	分红指标						
股本	60.0	60.0	80.0	80.0	80.0	DPS(元)	0.15	-	0.79	1.21	1.78	
留存收益	147.0	269.3	1,967.9	2,147.8	2,361.8	分红比率	15.8%	0.0%	30.0%	35.0%	40.0%	
股东权益	211.8	332.0	2,050.6	2,230.5	2,444.4	股息收益率	0.2%	0.0%	0.9%	1.4%	2.0%	
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	-	211.5	276.8	356.5	EPS(元)	1.26	2.38	2.64	3.46	4.46	
加: 折旧和摊销	5.4	-	13.5	21.4	29.8	BVPS(元)	2.65	4.15	25.63	27.88	30.56	
资产减值准备	1.1	-	1.0	1.5	2.0	PE(X)	69.5	36.8	33.1	25.3	19.6	
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	33.0	21.1	3.4	3.1	2.9	
财务费用	0.2	1.1	-	-	-	P/FCF	615.7	308.4	-27.0	-44.9	-109.8	
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	22.7	14.6	10.7	8.0	6.2	
少数股东损益	2.6	-0.1	-	-	-	EV/EBITDA	58.5	33.5	24.5	18.7	14.6	
营运资金的变动	42.6	0.7	-109.7	-151.7	-182.8	CAGR(%)	52.2%	35.7%	29.1%	28.4%	27.7%	
经营活动产生现金流量	119.1	-	116.3	148.0	193.6	PEG	1.3	1.0	1.1	0.9	0.8	
投资活动产生现金流量	-30.0	-	-363.0	-213.0	-163.0	ROIC/WACC						
融资活动产生现金流量	-24.2	-	1,507.1	-82.9	-130.6	REP						

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

洪露，首席医药行业研究员，西北大学生命科学院理学学士，中山大学金融投资系管理学硕士。曾就职于丽珠集团，具有10年医药行业从业经验，2007年6月加盟安信证券研究中心。2010年《新财富》最佳分析师第三名。

分析师声明

洪露声明，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

黄方祥	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
张勤	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68763879	zhangqin@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: 200122

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