

强烈推荐-A (首次)

东富龙 300171.SZ

目标估值: NA

当前股价: 39.40 元

2011年5月9日

纵深发展，大有可为

基础数据

上证综指	2864
总股本(万股)	16000
已上市流通股(万股)	4000
总市值(亿元)	63
流通市值(亿元)	16
每股净资产(MRQ)	12.1
ROE(TTM)	9.6
资产负债率	21.0%
主要股东	郑效东
主要股东持股比例	64.2%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-7	-7	-7
相对表现	-2	4	-15



相关报告

李珊珊

0755-83734347
lishsh@cmschina.com.cn
S1090511040046

研究助理:

徐列海

0755-83271609
xuliehai@cmschina.com.cn

廖星昊, CIIA

0755-83271617
liaoxh@cmschina.com.cn

我们5月6日组织机构投资者参加公司交流会: 公司通过纵向延伸生产线、横向扩展冻干工程, 市场空间将大幅扩大。我们认为药品市场的扩容、冻干比例的提升, 以及新版 GMP 对存量市场改造需求的平稳释出, 冻干系统未来5年仍将保持较快增长。仅考虑内生式增长, 预计2011~2012年EPS 1.4元、1.85元, 12年业绩超预期可能性较高, 首次给予“强烈推荐-A”评级, 建议长线投资者介入。

- **纵深发展, 市场容量将大幅扩大:** 东富龙是国内的冻干行业龙头企业, 目前主要产品是包括冻干机和冻干系统(包括冻干机、自动进出料和无菌隔离装置), 未来通过在冻干生产线的产品线延伸(如配液、灌装线等)、向冻干工程拓展(如水处理和净化空调等), 预计对应市场将扩大为目前的3倍左右; 中长期也有可能向其他制药装备领域扩张, 市场空间将进一步扩大。
- **药品市场扩容和冻干比例的提升是冻干行业增长的内在驱动力:** 1、医药工业2000~2010年复合增长率达到21.2%, 考虑到药品价格下降因素, 用药量实际增速可能高于此值; 2、据统计, 国际公认的冻干粉针剂占无菌注射剂的比重为25%, 而当前美国此比例为15%, 国内仅9%, 未来有较大的提升空间。
- **新版 GMP 对新增产能影响较大, 对存量市场影响目前尚未体现到订单中:** 新版 GMP 对无菌要求提升, 从而对制药装备的隔离化、自动化提出更高的要求, 体现为冻干机的系统化, 这从公司冻干系统的订单比重逐年提升也可得到验证。对于目前在运营中的1000~1200条存量冻干生产线, 据统计, 70%的冻干机不具备 SIP(在位蒸汽灭菌)功能, 90%以上国内药厂的冻干制品仍使用手动进出料, 不符合新版 GMP 要求而需要改造。但目前存量冻干生产线生产企业对政策相对观望, 在此情况下, 公司订单饱满, 仍有较快增长。我们认为法规对存量市场的改造将相对平缓, 存量市场的改造需求平缓释出以及冻干行业自身的内生增长将保证未来5年内冻干系统保持快速增长, 而非市场预期的2011~2012年是冻干系统的需求高峰, 2013年以后市场需求回落。
- **优秀的财务报表折现管理层的务实与公司的行业地位:** 轻资产: 2010年4.8亿元的收入, 固定资产仅6260万元; 强现金: 签订合同时收取30%订金, 交货收取60%货款, 账上负债90%为预收账款, 经营现金流净额大于净利润; 盈利性强: 毛利率、净利率约为48%、30%。内生式的现金流可以满足再投资需求, 属于“现金牛”商业模式。

财务数据与估值

会计年度	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入(百万元)	308	481	651	853	1109
同比增长	42%	56%	36%	31%	30%
营业利润(百万元)	85	158	253	338	442
同比增长	51%	85%	61%	33%	31%
净利润(百万元)	76	143	224	295	383
同比增长	42%	88%	57%	32%	30%
每股收益(元)	0.47	0.89	1.40	1.85	2.39
PE	83.1	44.1	28.2	21.3	16.5
PB	30.4	19.1	3.5	3.1	2.7

资料来源: 招商证券研究 (EPS为摊薄后数据)

1 季报实际业绩并不低: 1 季度实现收入 1.58 亿元, 同比增长 27.4%, 我们认为符合公司全年 6.5 亿元的收入规划预期, 增速稍显低主要是去年同期基数较高; 净利润 4325 万元, 同比增长 22.5%, 主要是 2011 年高新技术企业评定工作现在尚未开始, 公司暂按 25% 缴纳所得税, 预计全年仍按 15% 征收, 剔除所得税因素影响, 净利润同比增 37.7%。

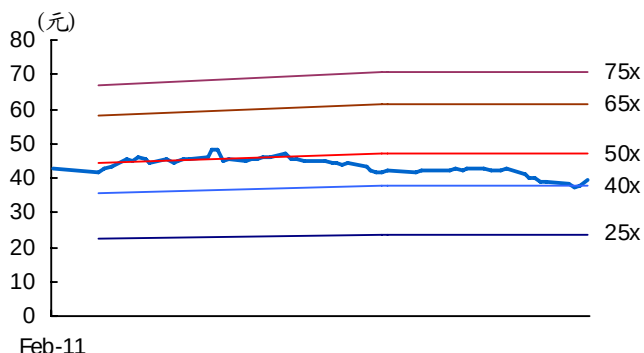
预计毛利率稳中有升: **1、系统化:** 2010 年新增订单 8.7 亿元, 冻干系统占比 44%, 2011 年新增订单中系统比例进一步提升, 我们认为未来比重将超过单机; **2、高端化:** 具有 CIP/SIP 功能的冻干机比例提升。我们测算不锈钢价格上涨 5% 对成本的影响大约是 1.5%, 尽管目前不锈钢价格略有上涨, 但我们认为系统化、高端化的趋势将保证公司毛利率稳中有升。

业绩预测: 仅考虑内生性增长, 预计 2011 ~ 2013 年收入同比增长 36%、31% 和 30%, 净利润同比增长 57%、32% 和 30%, 实现摊薄后 EPS 1.4 元、1.85 元和 2.39 元。由于超募资金的合理使用可能带来的外延式增长, 预计 2012 ~ 2013 年业绩超预期的可能性较大。

首次给予“强烈推荐-A”评级: 药品市场的持续扩容以及冻干比例的提升, 新版 GMP 对冻干机系统化、高端化的带动以及存量冻干生产线的改造需求逐步释放, 我们判断冻干系统未来 5 年仍将保持较快增长; 而通过产品研发以及外延式并购, 冻干生产线产品线逐步完善、并逐步向冻干工程拓展, 市场容量将大幅扩大。公司具有优秀的商业模式, 现金流强劲, 管理层务实且有战略眼光, 当前股价对应 2011 ~ 2013 年预测 PE 仅首次 28 倍、21 倍和 17 倍, 估值较低, 给予“强烈推荐-A”评级, 建议长线投资者积极介入, 更详细内容请关注我们后期的公司深度报告。

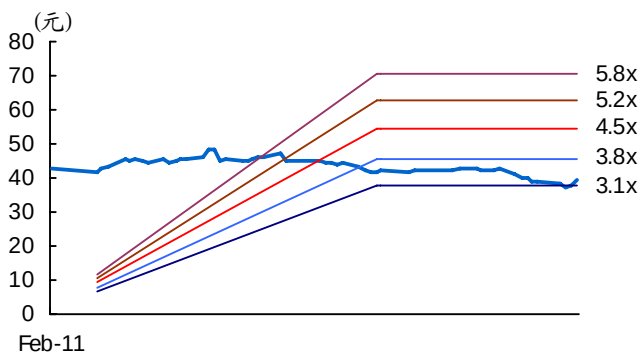
主要风险: 新版 GMP 对存量市场如果严格执行, 可能导致公司产能无法满足市场需求, 从而可能会增加其他厂商市场份额。

图 1: 东富龙历史 PE Band



资料来源: 招商证券研发中心

图 2: 东富龙历史 PB Band



资料来源: 招商证券研发中心

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	464	722	2242	2483	2936
现金	171	248	1666	1789	2060
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	35	65	88	77	89
应收款项	35	56	67	77	91
其它应收款	2	0	0	0	0
存货	183	336	400	514	663
其他	38	17	20	26	33
非流动资产	75	113	215	346	364
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	56	61	112	235	274
无形资产	17	39	60	69	67
其他	2	13	43	43	23
资产总计	539	835	2457	2829	3300
流动负债	316	491	628	770	943
短期借款	0	16	0	0	0
应付账款	23	35	47	61	78
预收账款	301	462	600	728	884
其他	(9)	(22)	(19)	(19)	(19)
长期负债	11	12	12	12	12
长期借款	0	0	0	0	0
其他	11	12	12	12	12
负债合计	327	503	640	782	955
股本	60	60	160	160	160
资本公积金	39	39	1239	1239	1239
留存收益	108	230	412	640	934
少数股东权益	5	3	5	8	12
母公司所有者权益	207	329	1811	2039	2334
负债及权益合计	539	835	2457	2829	3300

现金流量表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	119	118	255	310	371
净利润			224	295	383
折旧摊销			7	19	22
财务费用			(30)	(30)	(28)
投资收益			0	0	0
营运资金变动			51	24	(10)
其它			4	3	4
投资活动现金流	(30)	(25)	(109)	(150)	(40)
资本支出			(109)	(150)	(40)
其他投资			0	0	0
筹资活动现金流	(24)	(7)	1272	(37)	(61)
借款变动			(16)	0	0
普通股增加			100	0	0
资本公积增加			1200	0	0
股利分配			(42)	(67)	(89)
其他			30	30	28
现金净增加额	65	87	1418	123	270

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	308	481	651	853	1109
营业成本	170	248	333	428	552
营业税金及附加	2	2	3	3	4
营业费用	19	25	27	33	40
管理费用	31	48	64	80	99
财务费用	(0)	(0)	(30)	(30)	(28)
资产减值损失	1	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	85	158	253	338	442
营业外收入	6	10	12	12	12
营业外支出	0	1	0	0	0
利润总额	91	167	265	350	453
所得税	12	25	39	51	66
净利润	78	143	226	298	387
少数股东损益	3	(0)	2	3	4
母公司所有者净利润	76	143	224	295	383
EPS (元)	0.47	0.89	1.40	1.85	2.39

主要财务比率

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
年成长率					
营业收入	42%	56%	36%	31%	30%
营业利润	51%	85%	61%	33%	31%
净利润	42%	88%	57%	32%	30%
获利能力					
毛利率	44.9%	48.3%	48.8%	49.8%	50.2%
净利率	24.6%	29.7%	34.4%	34.6%	34.5%
ROE	36.7%	43.4%	12.4%	14.5%	16.4%
ROIC	34.7%	38.6%	10.5%	12.8%	15.1%
偿债能力					
资产负债率	60.7%	60.2%	26.1%	27.6%	28.9%
净负债比率	0.0%	1.9%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	1.5	1.5	3.6	3.2	3.1
速动比率	0.9	0.8	2.9	2.6	2.4
营运能力					
资产周转率	0.6	0.6	0.3	0.3	0.3
存货周转率	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9
应收帐款周转率	10.8	10.6	10.6	11.9	13.2
应付帐款周转率	8.6	8.6	8.1	7.9	7.9
每股资料(元)					
每股收益	0.47	0.89	1.40	1.85	2.39
每股经营现金	0.74	0.74	1.59	1.94	2.32
每股净资产	1.29	2.06	11.32	12.75	14.59
每股股利	0.30	0.15	0.26	0.42	0.55
估值比率					
PE	83.1	44.1	28.2	21.3	16.5
PB	30.4	19.1	3.5	3.1	2.7
EV/EBITDA	110.8	61.0	43.3	30.5	22.9

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

李珊珊 CPA，厦门大学工商管理硕士，全国工商联医药业商会医药工业委员会副秘书长，中国成长型医药企业发展论坛副秘书长，5年证券从业经验，注册会计师（CPA）。2010年加入招商证券，目前为招商证券医药行业首席分析师。

徐列海，中山大学金融学硕士，生物技术、会计双学士，2009年加入招商证券，任医药行业分析师。

廖星昊 CIIA，上海财经大学金融数学与金融工程硕士，武汉大学生命科学与技术基地班学士，1年股权投资经验，注册国际投资分析师（CIIA）。2010年加入招商证券，任医药行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。