

### 医疗器械III

署名人: 周锐

S0960207090141

0755-82026719

zhourei@cjis.cn

参与人: 王威

S0960110110052

0755-82026824

Wangwei5@cjis.cn

6-12个月目标价: 60.00元

当前股价: 39.40元

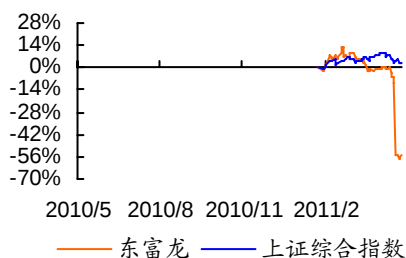
评级调整: 维持

### 基本资料

|           |         |
|-----------|---------|
| 上证综合指数    | 2863.89 |
| 总股本(百万)   | 160     |
| 流通股本(百万)  | 40      |
| 流通市值(亿)   | 16      |
| EPS (TTM) |         |
| 每股净资产(元)  | 2.07    |
| 资产负债率     | 60.2%   |

### 股价表现

| (%)    | 1M    | 3M   | 6M    |
|--------|-------|------|-------|
| 东富龙    | -5.88 | 0.00 | 0.00  |
| 上证综合指数 | -4.58 | 0.00 | -8.49 |



### 相关报告

《东富龙-一季度业绩低于预期, 全年业绩目标有望实现》2011-4-25

《东富龙-年报符合预期, 受益于新版 GMP 业绩增长有保障》2011-3-29

《东富龙-受益于新版 GMP, 有望保持 3~5 年的高速增长》2011-2-15

东富龙

300171

推荐

## 低估值且行业处于景气周期

近日参加了公司投资者见面会, 与管理层就经营情况进行了交流。

### 投资要点:

- **扣除税率影响后, 1季度同比增38.5%。**一季度收入1.58亿, 同比增27.37%; 营业利润0.57亿, 同比增36.9%; 净利润0.43亿, 同比增22.48%, 低于市场预期; 净利润增速较低因所得税率同比从16%上升到25% (高新技术企业税收优惠政策到期, 复审工作还未开始), 如税率按16%考虑, 则净利润同比增38.5%; 复审有望下半年通过, 将不影响全年业绩;
- **一季度出口环比下降致毛利率下降。**一季度毛利率同比从46.42%上升到47.11%, 环比从50.84%下降到47.11%; 毛利率环比下降是因为公司一季度的出口环比减少 (外销15%的出口退税能提升毛利率);
- **冻干系统占比大幅提升, 毛利率提升空间较大。**09、10年订单中冻干系统金额分别为19066.6万和38571.0万 (同比增长102%, 共45套), 09年完成1套, 10年完成5套, 加上11年新接订单, 冻干系统订单充足; 冻干系统增长迅速, 将有效增强公司盈利能力; 未来公司将从冻干系统往冻干工程拓展, 毛利率将进一步提升;
- **金山压力容器募投项目进展良好, 无菌冻干制药装备系统集成产业化项目论证后尽快启动。**金山压力容器募投项目年底前有望部分完成且主厂区压力容器将搬迁到金山, 将释放7000平米场地用于冻干机和冻干系统, 缓解场地紧张; 无菌冻干制药装备系统集成产业化项目在细节问题论证之后 (以便项目更加契合行业未来发展趋势) 有望今年尽快启动;
- **维持推荐评级。**我们预测公司11-13年EPS为1.32、1.82、2.42元, 对应11年和12年的P/E为29.9倍和21.6倍; 估值较低, 且受益于行业景气周期未来3~5年公司增长确定, 维持推荐评级, 维持公司6~12个月目标价60元。

**风险提示:** 产能瓶颈风险、不锈钢等原材料价格波动风险

### 主要财务指标

| 单位: 百万元       | 2010  | 2011E | 2012E | 2013E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)     | 481   | 657   | 886   | 1171  |
| 同比(%)         | 56%   | 37%   | 35%   | 32%   |
| 归属母公司净利润(百万元) | 143   | 211   | 292   | 387   |
| 同比(%)         | 88%   | 48%   | 38%   | 33%   |
| 毛利率(%)        | 48.3% | 49.6% | 50.1% | 50.2% |
| ROE(%)        | 43.4% | 9.8%  | 12.0% | 13.7% |
| 每股收益(元)       | 0.89  | 1.32  | 1.82  | 2.42  |
| P/E           | 44.13 | 29.87 | 21.60 | 16.30 |
| P/B           | 19.14 | 2.94  | 2.59  | 2.23  |
| EV/EBITDA     | 37    | 25    | 18    | 14    |

资料来源: 中投证券研究所

附：财务预测表

| 资产负债表          |      |       |       |       | 利润表             |             |              |              |              |
|----------------|------|-------|-------|-------|-----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 会计年度           | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E | 会计年度            | 2010        | 2011E        | 2012E        | 2013E        |
| <b>流动资产</b>    | 722  | 2366  | 2849  | 3508  | <b>营业收入</b>     | 481         | 657          | 886          | 1171         |
| 现金             | 248  | 1756  | 2015  | 2420  | 营业成本            | 248         | 331          | 442          | 583          |
| 应收账款           | 56   | 75    | 102   | 135   | 营业税金及附加         | 2           | 2            | 3            | 4            |
| 其它应收款          | 0    | 1     | 1     | 2     | 营业费用            | 25          | 33           | 44           | 57           |
| 预付账款           | 17   | 48    | 47    | 73    | 管理费用            | 48          | 64           | 84           | 105          |
| 存货             | 336  | 403   | 568   | 730   | 财务费用            | -0          | -21          | -30          | -33          |
| 其他             | 65   | 82    | 115   | 149   | 资产减值损失          | 0           | 0            | 0            | 0            |
| <b>非流动资产</b>   | 113  | 466   | 509   | 532   | 公允价值变动收益        | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 长期投资           | 0    | 0     | 0     | 0     | 投资净收益           | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 固定资产           | 61   | 427   | 470   | 493   | <b>营业利润</b>     | 158         | 247          | 342          | 453          |
| 无形资产           | 39   | 39    | 39    | 39    | 营业外收入           | 10          | 0            | 0            | 0            |
| 其他             | 13   | 0     | 0     | 0     | 营业外支出           | 1           | 0            | 0            | 0            |
| <b>资产总计</b>    | 835  | 2831  | 3357  | 4041  | <b>利润总额</b>     | 167         | 247          | 342          | 453          |
| <b>流动负债</b>    | 491  | 682   | 917   | 1213  | 所得税             | 25          | 36           | 50           | 67           |
| 短期借款           | 16   | 0     | 0     | 0     | <b>净利润</b>      | 143         | 211          | 292          | 387          |
| 应付账款           | 35   | 45    | 62    | 81    | 少数股东损益          | -0          | 0            | 0            | 0            |
| 其他             | 439  | 637   | 855   | 1132  | <b>归属母公司净利润</b> | 143         | 211          | 292          | 387          |
| <b>非流动负债</b>   | 12   | 0     | 0     | 0     | EBITDA          | 164         | 239          | 336          | 447          |
| 长期借款           | 0    | 0     | 0     | 0     | <b>EPS（元）</b>   | 2.38        | 1.32         | 1.82         | 2.42         |
| 其他             | 12   | 0     | 0     | 0     |                 |             |              |              |              |
| <b>负债合计</b>    | 503  | 682   | 917   | 1213  | <b>主要财务比率</b>   |             |              |              |              |
| 少数股东权益         | 3    | 3     | 3     | 3     | <b>会计年度</b>     | <b>2010</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> | <b>2013E</b> |
| 股本             | 60   | 160   | 160   | 160   | <b>成长能力</b>     |             |              |              |              |
| 资本公积           | 39   | 1629  | 1629  | 1629  | 营业收入            | 56.0%       | 36.6%        | 34.9%        | 32.1%        |
| 留存收益           | 230  | 357   | 649   | 1036  | 营业利润            | 85.5%       | 56.8%        | 38.3%        | 32.5%        |
| 归属母公司股东权益      | 329  | 2146  | 2438  | 2825  | 归属于母公司净利润       | 88.3%       | 47.7%        | 38.3%        | 32.5%        |
| <b>负债和股东权益</b> | 835  | 2831  | 3357  | 4041  | <b>获利能力</b>     |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | 毛利率             | 48.3%       | 49.6%        | 50.1%        | 50.2%        |
|                |      |       |       |       | 净利率             | 29.7%       | 32.1%        | 32.9%        | 33.1%        |
|                |      |       |       |       | ROE             | 43.4%       | 9.8%         | 12.0%        | 13.7%        |
|                |      |       |       |       | ROIC            | 124.1       | 49.1%        | 62.5%        | 87.9%        |
|                |      |       |       |       | <b>偿债能力</b>     |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | 资产负债率           | 60.2%       | 24.1%        | 27.3%        | 30.0%        |
|                |      |       |       |       | 净负债比率           | 3.18%       | 0.00%        | 0.00%        | 0.00%        |
|                |      |       |       |       | 流动比率            | 1.47        | 3.47         | 3.11         | 2.89         |
|                |      |       |       |       | 速动比率            | 0.79        | 2.88         | 2.49         | 2.29         |
|                |      |       |       |       | <b>营运能力</b>     |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | 总资产周转率          | 0.70        | 0.36         | 0.29         | 0.32         |
|                |      |       |       |       | 应收账款周转率         | 9           | 9            | 9            | 9            |
|                |      |       |       |       | 应付账款周转率         | 8.59        | 8.20         | 8.25         | 8.19         |
|                |      |       |       |       | <b>每股指标（元）</b>  |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | 每股收益(最新摊薄)      | 0.89        | 1.32         | 1.82         | 2.42         |
|                |      |       |       |       | 每股经营现金流(最新摊薄)   | 0.74        | 1.65         | 1.85         | 2.64         |
|                |      |       |       |       | 每股净资产(最新摊薄)     | 2.06        | 13.41        | 15.24        | 17.66        |
|                |      |       |       |       | <b>估值比率</b>     |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | P/E             | 44.13       | 29.87        | 21.60        | 16.30        |
|                |      |       |       |       | P/B             | 19.14       | 2.94         | 2.59         | 2.23         |
|                |      |       |       |       | EV/EBITDA       | 37          | 25           | 18           | 14           |

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

## 投资评级定义

### 公司评级

强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%  
中性：预期未来 6~12 个月内股价变动在  $\pm 10\%$  以内  
回避：预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

看好：预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
中性：预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看淡：预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 研究团队简介

**中投医药团队荣誉：**2007 年和 2009 年《新财富》最佳分析师评选中入围；“2008 年度卖方分析师水晶球奖”医药行业第 2 名，2008 年新财富最佳分析师医药行业第 3 名；2010 年新财富、水晶球、金牛奖均为第 5 名。2010 年财经风云榜最佳证券分析师（医药行业唯一一个）。

### 中投医药团队成员：

**周锐**，医药行业首席分析师，理学博士，3 年医药行业从业经验，8 年证券行业从业经验，整体负责中投医药团队研究工作；

**余方升**，医药行业研究助理，理学学士，经济学硕士，2009 年加入中投证券研究所，负责中药行业研究；

**余文心**，医药行业研究助理，北京大学药学、经济学双学士，北京大学药事管理、澳门大学医药管理双硕士。2010 年加入中投证券研究所，负责化学药、医疗服务及政策研究；

**江琦**，医药行业研究助理，上海交大生物工程学士，经济学硕士，2010 年加入中投证券研究所，负责生物制药行业及医药流通研究；

**王威**，医药行业研究助理，工学硕士，5 年医疗器械行业从业经验，2010 年加入中投证券研究所，负责医疗器械及境外上市中资医药股研究；

## 免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的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、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

## 中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站：<http://www.cjis.cn>

### 深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼  
邮编：518000  
传真：(0755) 82026711

### 北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层  
邮编：100032  
传真：(010) 63222939

### 上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼  
邮编：200041  
传真：(021) 62171434