

东 富 龙(300171.SZ)

业绩符合预期,外延式并购和海外发展将

成新亮点

评级: **增持**

前次: **增持**

目标价(元):

52.81-53.07

分析师

联系人

谢刚

陈景乐,CPA

S0740510120005

生物医药小组

021-20315178

021-20315157

xiegang@r.qlzq.com.cn

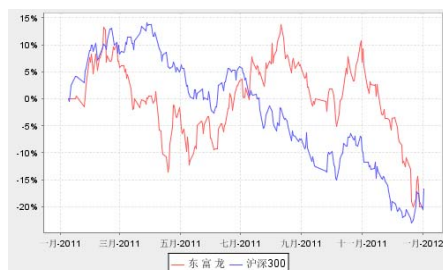
chenjl@r.qlzq.com.cn

2012年1月18日

基本状况

总股本(百万股)	160.00
流通股本(百万股)	40.00
市价(元)	34.38
市值(百万元)	5500.80
流通市值(百万元)	1375.20

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	308.07	480.62	640.98	860.28	1,134.11
营业收入增速	42.46%	56.01%	33.37%	34.21%	31.83%
净利润增长率	42.13%	88.26%	50.57%	30.95%	25.69%
摊薄每股收益(元)	1.26	2.38	1.34	1.76	2.21
前次预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
市场预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
偏差率(本次-场/市场)	—	—	—	—	—
市盈率(倍)	0.00	0.00	34.94	26.68	21.23
PEG	0.00	0.00	0.69	0.86	0.83
每股净资产(元)	3.45	5.49	3.40	5.16	7.38
每股现金流量	1.99	1.97	2.07	2.12	2.73
净资产收益率	36.65%	43.38%	39.51%	34.10%	30.00%
市净率	0.00	0.00	13.81	9.10	6.37
总股本(百万股)	60.00	60.00	160.00	160.00	160.00

备注: 市场预测取 聚源一致预

投资要点

- 2011年1月18日,东富龙发布2011年度业绩预告,预计归属于上市公司股东的净利润为18,600~21,400万元,同比增长30%~50%,符合我们的预期。
- 我们认为公司披露的净利润范围主要是基于谨慎性原则,按照不同的所得税税率计算的结果。东富龙在2011年10月通过上海市高新技术企业第二批复审并予以公示,但截至日前尚未获得国家给予的认证证书。但据我们了解公司在上海市高新技术企业评比中名列前三,获得国家证书只是时间问题,所以2011年度公司的高速增长基本可以保证。
- 我们看好公司的逻辑依然是:
 - 1> 东富龙是国内冻干设备黄金增长期的最大受益者。与国际巨头相比,东富龙具有价格优势,售后服务完善且高效,同时在争取国内医药企业订单上更有竞争力(国内制药百强企业中有51家是其客户);与国内竞争者相比,东富龙具有技术优势和规模优势,上市之后的产品线扩张和外延式并购将进一步拉大与国内竞争者的差距。
 - 2> 订单预收模式保证公司未来盈利增长的稳健性。根据我们的推算,2011年底公司在手订单金额超过10个亿,基本可以保证2012年全年的销售收入。
 - 3> 公司积极拓展海外市场,有望成为新的增长引擎。海外市场由于竞争较为缓和以及退税带来的高利润率等因素,未来海外销售占比和综合毛利率将逐步提升。
 - 4> 公司战略规划清晰,资金充足,致力于从冻干设备—>冻干系统—>冻干工程转型。收购德惠空调和

德惠工程，取得工程施工资质；和日本合资生产无菌隔离器，涉足高端隔离器领域，一步步打开产业链的空间和市场。

- 2012 年起公司股价累计下跌了 10.11%，这主要是由于系统性风险带来的整个医药板块的估值下移。公司经营情况良好，订单量充足，我们维持 2011~2013 年的预测，对应 EPS 分别为 1.34/1.76/2.21 元，增速 50%/30%/25%。给予“增持”评级。
- 风险提示：新 GMP 带来的改造需求不达预期；不锈钢涨价带来的毛利率下滑风险

图表 1: 东富龙销售收入盈利预测表

项 目	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
冻干机						
销售收入	195.53	276.58	401.77	358.24	429.44	514.83
增长率 (YOY)	—	41.45%	45.26%	-10.84%	19.87%	19.88%
毛利率	40.08%	43.53%	47.48%	45.00%	45.00%	45.00%
销售成本	117.16	156.19	211.01	197.03	236.19	283.15
增长率 (YOY)	—	33.31%	35.10%	-6.62%	19.87%	19.88%
毛利	78.37	120.40	190.76	161.21	193.25	231.67
增长率 (YOY)	—	53.63%	58.45%	-15.49%	19.87%	19.88%
占总销售额比重	90.55%	89.92%	83.70%	55.89%	49.92%	45.39%
占主营业务利润比重	89.64%	87.33%	82.37%	52.39%	46.36%	41.86%
冻干系统设备						
销售收入	0.00	12.29	54.88	252.45	391.30	567.38
增长率 (YOY)	—	—	346.47%	360.00%	55.00%	45.00%
毛利率	0.00%	71.84%	51.92%	52.50%	52.50%	52.50%
销售成本	0.00	3.46	26.39	119.91	185.87	269.51
增长率 (YOY)	—	—	662.29%	354.45%	55.00%	45.00%
毛利	0.00	8.83	28.49	132.54	205.43	297.87
增长率 (YOY)	—	—	222.67%	365.14%	55.00%	45.00%
占总销售额比重	0.00%	4.00%	11.43%	39.38%	45.48%	50.03%
占主营业务利润比重	0.00%	6.41%	12.30%	43.07%	49.28%	53.82%
配件及服务						
销售收入	11.04	16.05	19.92	26.70	35.78	47.94
增长率 (YOY)	—	45.38%	24.14%	34.00%	34.00%	34.00%
毛利率	46.50%	46.74%	52.74%	46.00%	46.00%	46.00%
销售成本	5.91	8.55	9.42	14.42	19.32	25.89
增长率 (YOY)	—	44.73%	10.16%	53.11%	34.00%	34.00%
毛利	5.13	7.50	10.51	12.28	16.46	22.05
增长率 (YOY)	—	46.13%	40.08%	16.88%	34.00%	34.00%
占总销售额比重	5.11%	5.22%	4.15%	4.17%	4.16%	4.23%
占主营业务利润比重	5.87%	5.44%	4.54%	3.99%	3.95%	3.98%
其他						
销售收入	9.37	2.67	3.42	3.59	3.77	3.96
增长率 (YOY)	—	-71.49%	28.11%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	41.86%	42.52%	53.26%	46.34%	46.34%	46.34%
销售成本	5.45	1.54	1.60	1.93	2.02	2.13
增长率 (YOY)	—	-71.81%	4.18%	20.55%	5.00%	5.00%
毛利	3.92	1.14	1.82	1.66	1.75	1.84
增长率 (YOY)	—	-71.04%	60.47%	-8.64%	5.00%	5.00%
占总销售额比重	4.34%	0.87%	0.71%	0.56%	0.44%	0.35%
占主营业务利润比重	4.49%	0.82%	0.79%	0.54%	0.42%	0.33%
销售收入小计	215.94	307.59	480.00	640.98	860.28	1134.11
销售成本小计	128.51	169.73	248.41	333.29	443.40	580.67
毛利	87.42	137.86	231.59	307.69	416.88	553.43
平均毛利率	40.49%	44.82%	48.25%	48.00%	48.46%	48.80%

来源: 齐鲁证券研究所

图表 2：东富龙财务预测简表

损益表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入	216	308	481	641	860	1,134
增长率	29.32%	42.5%	56.0%	33.4%	34.2%	31.8%
营业成本	-129	-170	-248	-333	-443	-581
% 销售成本	59.4%	55.1%	51.7%	52.0%	51.5%	51.2%
毛利	88	138	232	308	417	553
% 销售成本	40.6%	44.9%	48.3%	48.0%	48.5%	48.8%
营业税金及附加	0	-2	-2	-3	-4	-5
% 销售成本	0.2%	0.8%	0.4%	0.5%	0.4%	0.5%
营业费用	-13	-19	-25	-26	-35	-47
% 销售成本	6.1%	6.1%	5.2%	4.1%	4.1%	4.1%
管理费用	-22	-31	-48	-68	-88	-118
% 销售成本	10.1%	10.2%	10.0%	10.6%	10.3%	10.4%
息税前利润 (EBIT)	52	86	158	211	289	383
% 销售成本	24.2%	27.9%	32.8%	32.8%	33.6%	33.8%
财务费用	1	0	0	37	34	27
% 销售成本	-0.4%	0.0%	-0.1%	-5.8%	-3.9%	-2.4%
资产减值损失	1	-1	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	2	0	0	0	0	0
% 税前利润	3.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	57	85	158	247	323	410
营业利润率	26.1%	27.6%	32.8%	38.6%	37.6%	36.2%
营业外收支	5	6	10	8	9	8
税前利润	61	91	167	255	332	418
利润率	28.4%	29.4%	34.8%	39.8%	38.6%	36.9%
所得税	-8	-12	-25	-36	-48	-59
所得税率	13.7%	13.4%	14.7%	14.1%	14.4%	14.2%
净利润	53	78	143	219	284	359
少数股东损益	0	3	0	4	3	5
归属于母公司的净利润	53	76	143	215	282	354
净利率	24.7%	24.6%	29.7%	33.6%	32.7%	31.2%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	53	78	143	219	284	359
少数股东损益	0	0	0	4	3	5
非现金支出	3	6	7	13	22	35
非经营收益	-2	0	1	-6	-7	-7
营运资金变动	2	34	-33	105	40	51
经营活动现金净流	56	119	118	335	342	442
资本开支	21	40	25	257	230	147
投资	0	0	0	0	0	0
其他	12	10	0	0	0	0
投资活动现金净流	-8	-30	-25	-257	-230	-147
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	10	-10	16	-16	0	0
其他	-45	-15	-24	-2	-1	-1
筹资活动现金净流	-35	-25	-8	-18	-1	-1
现金净流量	13	64	85	61	110	294

资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	100	171	248	305	412	701
应收账款	37	72	121	141	194	253
存货	156	183	336	340	458	597
其他流动资产	6	38	17	49	47	73
流动资产	299	464	722	835	1,112	1,624
% 总资产	82.8%	86.1%	86.5%	69.6%	65.7%	69.8%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	44	56	72	290	509	631
% 总资产	12.1%	10.4%	8.6%	24.2%	30.0%	27.1%
无形资产	17	18	39	73	71	69
非流动资产	62	75	113	365	582	702
% 总资产	17.2%	13.9%	13.5%	30.4%	34.3%	30.2%
资产总计	361	539	835	1,199	1,693	2,326
短期借款	5	0	16	0	0	0
应付账款	198	325	497	661	883	1,166
其他流动负债	3	-10	-23	-25	-37	-47
流动负债	206	316	491	636	846	1,119
长期贷款	5	0	0	0	0	0
其他长期负债	2	11	12	12	12	12
负债	213	327	503	648	858	1,132
普通股股东权益	143	207	329	544	826	1,180
少数股东权益	4	5	3	7	9	14
负债股东权益合计	361	539	835	1,199	1,693	2,326

比率分析						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益 (元)	0.890	1.265	2.381	1.344	1.760	2.213
每股净资产 (元)	2.388	3.451	5.488	3.402	5.163	7.375
每股经营现金流 (元)	0.936	1.985	1.973	2.069	2.119	2.734
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.800	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	37.25%	36.65%	43.38%	39.51%	34.10%	30.00%
总资产收益率	14.80%	14.08%	17.11%	17.93%	16.63%	15.22%
投入资本收益率	79.26%	181.46%	134.60%	73.39%	58.54%	66.68%
增长率						
营业总收入增长率	29.32%	42.46%	56.01%	33.37%	34.21%	31.83%
EBIT 增长率	21.34%	64.43%	83.22%	33.63%	37.45%	32.51%
净利润增长率	16.12%	42.13%	88.26%	50.57%	30.95%	25.69%
总资产增长率	35.06%	49.33%	54.91%	43.70%	41.18%	37.36%
资产管理能力						
应收账款周转天数	39.8	33.8	34.4	34.1	34.3	34.2
存货周转天数	338.5	364.0	381.6	372.8	377.2	375.0
应付账款周转天数	42.2	42.3	42.5	42.4	42.4	42.4
固定资产周转天数	47.4	50.6	44.5	54.6	75.2	86.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-61.37%	-80.64%	-69.91%	-55.27%	-49.33%	-58.69%
EBIT 利息保障倍数	-57.7	-921.2	-418.0	-5.7	-8.5	-14.2
资产负债率	59.17%	60.69%	60.23%	54.05%	50.67%	48.65%

来源：齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6-12 个月内波动幅度在 -5%+5%

减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。