

基本符合预期，Q12012 值得期待

东富龙 2011 年业绩预告点评

报告关键点:

- 2011年业绩基本符合预期。
- 2012年国内订单预计增长较快。
- 海外市场未来前景看好，2011年部分订单推迟至2012年确认收入。

报告摘要:

- 2011年业绩基本符合预期。**公司发布2011年业绩预告,净利润区间为1.86—2.14亿元,由于公司尚未拿到高新技术企业认证,故按所得税率分别为25%和15%的假设下给出了净利润的区间。在15%的税率假设下,2.14亿元的净利润折合EPS约为1.34元,符合市场预期,略低于我们的预期。
- 预计2012年国内订单将增长较快。**制药企业对于新版GMP的观望态度和资金层面的紧张是导致2011年公司订单增长不快(预计同比个位数增长)的主要原因。目前来看,这两个层面的影响因素正在逐渐缓解,前者是由于SFDA已经陆续批准多家制药企业新版GMP认证,随着2013年新版GMP大限的日益临近,制药企业势必将加速厂房新建和改造。后者在市场也逐渐成为共识。2011年四季度公司国内订单意向性谈判较多,但尚未落实到合同,预计会后延至2012年一季度。因此,我们预计2012公司国内订单的增速有望达到25%以上,全年国内订单总额预计将达到9亿元。
- 海外市场未来前景看好,2011年部分订单推迟至2012年确认收入。**尽管欧债危机影响范围较大,但这反而增加了欧美国家对性价比相对较高的冻干机的需求;另一方面,欧美国家对于仿制药的鼓励使用和生物制药的快速增长势头,也增加了其对冻干机的需求。我们因此看好公司海外市场的发展前景。公司2011年海外订单增长较快,但由于发货进度安排导致去年四季度订单确认不如预期,也使得2011年海外市场收入较2010年并未出现显著增长。我们预计该部分订单将推迟至2012年一季度确认,公司2012年一季度业绩存在超预期的可能性。
- 维持“增持-A”的投资评级,下调目标价至45元。**由于业绩预告没有财务细节数据,我们暂时维持此前对公司的业绩预测,2011-2013年的业绩分别为EPS1.40元,1.87元和2.45元。考虑到公司短期业绩增长较为确定,短期内股价的调整使得估值吸引力提升(如果剔除公司持有部分现金12亿元及2011年约税后3400万元利息收入的影响,则目前股价仅相当于2011年21倍PE),我们维持“增持-A”的投资评级。但由于市场整体估值水平系统性下降,我们将目标价下调至45元,相当于2012年24倍PE。
- 风险提示:**新版GMP执行力度不够导致公司短期业绩不达预期的风险;冻干市场竞争趋于激烈的风险;海外市场订单金额及确认时间难以预测的风险。

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	697.0	953.9	1,240.3
Growth(%)	42.5%	56.0%	45.0%	36.9%	30.0%
净利润	75.9	142.8	224.6	299.8	391.4
Growth(%)	42.1%	88.3%	57.2%	33.5%	30.5%
毛利率(%)	44.9%	48.3%	47.7%	48.3%	48.9%
净利润率(%)	24.6%	29.7%	32.2%	31.4%	31.6%
每股收益(元)	1.26	2.38	1.40	1.87	2.45
每股净资产(元)	1.32	2.07	12.81	13.94	15.29
市盈率	24.6	13.0	22.1	16.5	12.7

敬请阅读本报告正文后各项声明

评级:

增持-A

上次评级: 增持-A

目标价格:

45.00 元

期限: 12 个月 上次预测: 60.00 元

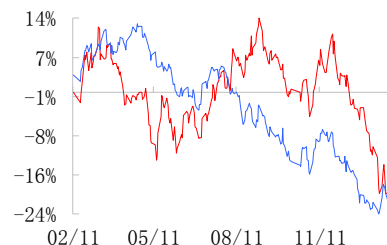
现价(2012 年 01 月 17 日): 34.40 元

报告日期:

2012-01-18

总市值(百万元)	5,504.00
流通市值(百万元)	1,376.00
总股本(百万股)	160.00
流通股本(百万股)	40.00
12 个月最低/最高	32.31/98.66 元
十大流通股股东(%)	39.07%
股东户数	5,101

12 个月股价表现



— 东富龙 — 沪深300

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(20.00)	(15.25)	(2.16)
绝对收益	(17.05)	(20.33)	(19.52)

邹敏

021-68766073
执业证书编号

首席行业分析师

zoumin@essence.com.cn
S1450511080003

报告联系人

陈宁浦

021-68765361
chennp2@essence.com.cn

前期研究成果

东富龙: 国内市场订单加速, 海外市场前景看好

2011-11-14

东富龙: 高增长延续, 订单四季度有望加速

2011-10-26

东富龙: 收购德惠资产, 布局产业链延伸

2011-10-12

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间	2012-01-18		
利润表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	308.1	480.6	697.0	953.9	1,240.3	成长性					
减: 营业成本	169.7	248.4	364.6	493.5	633.6	营业收入增长率	42.5%	56.0%	45.0%	36.9%	30.0%
营业税费	2.3	1.8	2.6	3.5	4.6	营业利润增长率	50.5%	85.5%	60.8%	34.7%	31.4%
销售费用	18.7	24.8	34.2	44.8	55.8	净利润增长率	42.1%	88.3%	57.2%	33.5%	30.5%
管理费用	31.3	48.1	68.3	91.6	116.6	EBITDA 增长率	51.2%	81.7%	49.4%	43.9%	35.9%
财务费用	-0.1	-0.4	-27.2	-22.6	-21.2	EBIT 增长率	52.8%	85.2%	43.8%	40.9%	34.1%
资产减值损失	1.1	0.2	1.0	1.5	2.0	NOPLAT 增长率	50.5%	81.6%	42.2%	39.0%	32.9%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	34.6%	64.3%	62.8%	59.3%	34.7%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	43.8%	56.7%	517.4%	8.8%	9.7%
营业利润	85.0	157.7	253.6	341.5	448.8	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%	47.7%	48.3%	48.9%
利润总额	90.7	167.3	264.6	353.0	460.8	营业利润率	27.6%	32.8%	36.4%	35.8%	36.2%
减: 所得税	12.2	24.5	38.9	52.2	68.7	净利润率	24.6%	29.7%	32.2%	31.4%	31.6%
净利润	75.9	142.8	224.6	299.8	391.4	EBITDA/营业收入	29.2%	34.0%	35.0%	36.8%	38.5%
资产负债表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	27.6%	32.7%	32.5%	33.4%	34.5%
货币资金	170.8	248.1	1,566.6	1,442.1	1,379.6	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	50	44	75	123	153
应收账款	36.8	56.0	87.8	125.4	169.9	流动营业资本周转天数	144	148	96	60	69
应收票据	35.0	65.1	99.3	141.1	190.3	流动资产周转天数	446	444	780	900	756
预付账款	38.1	16.5	34.8	59.5	78.5	应收账款周转天数	33	34	36	39	41
存货	183.0	336.4	509.0	701.8	918.1	存货周转天数	198	195	218	229	236
其他流动资产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	526	514	926	1,122	998
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	216	210	236	277	307
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	20.0	30.0	40.0	ROE	37.0%	43.0%	11.0%	13.5%	16.0%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	14.6%	17.1%	8.2%	9.4%	10.6%
固定资产	56.1	61.2	229.7	419.6	637.4	ROIC	49.8%	67.2%	58.2%	49.7%	41.5%
在建工程	-	11.0	150.5	209.6	193.7	费用率					
无形资产	17.4	38.8	46.1	54.9	65.1	销售费用率	6.1%	5.2%	4.9%	4.7%	4.5%
其他非流动资产	1.5	1.6	8.1	9.6	10.7	管理费用率	10.2%	10.0%	9.8%	9.6%	9.4%
资产总额	538.8	834.7	2,751.9	3,193.5	3,683.2	财务费用率	0.0%	-0.1%	-3.9%	-2.4%	-1.7%
短期债务	-	16.0	-	-	-	三费/营业收入	16.2%	15.1%	10.8%	11.9%	12.2%
应付账款	23.7	35.4	53.9	75.7	100.7	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	60.7%	60.2%	25.5%	30.2%	33.6%
其他流动负债	291.8	439.1	618.9	861.4	1,113.4	负债权益比	154.4%	151.4%	34.3%	43.2%	50.6%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.47	1.47	3.33	2.60	2.24
其他非流动负债	11.5	12.1	12.7	13.4	14.1	速动比率	0.89	0.79	2.59	1.86	1.48
负债总额	327.0	502.7	702.5	963.4	1,237.2	利息保障倍数	909.98	417.43	8.32	14.13	20.21
少数股东权益	4.8	2.7	3.6	4.4	5.1	分红指标					
股本	60.0	60.0	160.0	160.0	160.0	DPS(元)	0.08	0.13	0.42	0.66	0.98
留存收益	147.0	269.3	1,885.8	2,065.7	2,280.9	分红比率	15.8%	14.7%	30.0%	35.0%	40.0%
股东权益	211.8	332.0	2,049.4	2,230.1	2,446.0	股息收益率	0.2%	0.4%	1.4%	2.1%	3.2%
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	142.7	224.6	299.8	391.4	EPS(元)	1.26	2.38	1.40	1.87	2.45
加: 折旧和摊销	5.4	6.9	17.7	32.2	49.6	BVPS(元)	1.32	2.07	12.81	13.94	15.29
资产减值准备	1.1	0.2	1.0	1.5	2.0	PE(X)	24.6	13.0	22.1	16.5	12.7
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	23.4	14.9	2.4	2.2	2.0
财务费用	0.2	1.1	-27.2	-22.6	-21.2	P/FCF	436.2	218.5	-501.4	-133.1	63.8
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	16.1	10.3	7.1	5.2	4.0
少数股东损益	2.6	-0.1	1.1	0.9	0.8	EV/EBITDA	20.7	11.5	14.3	10.4	7.8
营运资金的变动	42.6	-32.3	-58.6	-33.0	-51.9	CAGR(%)	56.5%	40.1%	39.7%	36.4%	33.8%
经营活动产生现金流量	119.1	118.4	158.5	278.9	370.7	PEG	0.4	0.3	0.8	0.6	0.6
投资活动产生现金流量	-30.0	-25.2	-361.0	-303.0	-275.0	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-24.2	-6.6	1,514.4	-82.4	-135.4	REP					

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

邹敏，首席行业分析师。毕业于南京大学生物工程系，上海交通大学 MBA。4 年医药行业工作经历和 6 年证券研究经历。2011 年 6 月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

邹敏声明，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

朱贤	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@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	周蓉	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
马正南	北京联系人	潘冬亮	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	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: 200123

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