

东富龙 (300171)

增持 (维持)

药机主业稳定增长，稳步推进外延发展

市场数据

报告日期	2014-10-27
收盘价(元)	26.27
总股本(百万股)	317.25
流通股本(百万股)	157.14
总市值(百万元)	8334.16
流通市值(百万元)	4128.00
净资产(百万元)	2568.53
总资产(百万元)	4005.08
每股净资产	8.10

相关报告

《制药机械稳定增长，积极推进外延式发展》2014-08-26
《业务转型逐步成效，布局后GMP时代》2013-08-18
《行业景气延续，延伸产品线布局后GMP时代》2013-05-22

分析师:

李鸣

liming@xyzq.com.cn
S0190514070010

项军

xiangjun@xyzq.com.cn
S0190512040001

主要财务指标

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	1021	1253	1511	1853
同比增长(%)	24.2%	22.7%	20.6%	22.7%
净利润(百万元)	266	324	388	464
同比增长(%)	14.2%	21.8%	19.5%	19.7%
毛利率(%)	47.9%	47.3%	47.6%	47.6%
净利润率(%)	26.1%	25.9%	25.7%	25.0%
净资产收益率(%)	11.3%	12.0%	12.5%	13.0%
每股收益(元)	0.84	1.02	1.22	1.46
每股经营现金流(元)	1.07	0.19	0.61	0.72

投资要点

事件:

近日，东富龙公告2014年三季报，报告期内实现营业收入9.20亿元，同比增长16.82%，实现归属母公司股东的净利润为2.20亿元，同比增长5.58%，EPS0.70元。

点评:

公司的当期业绩略低于我们的预期(同比增长7%-12%)。

- **药机主业稳定增长，盈利水平微幅提升：**公司表观业绩受到高新技术企业复审工作的影响，暂按25%计征所得税，未来复审通过后将会按照15%的所得税税率进行回调，剔除所得税影响后，公司当期净利润实际增长接近20%，公司内生性保持了稳定增长。分季度来看，公司三季度实现营业收入2.86亿元，同比增长19.8%，单季度实现净利润6112.15万元，同比下滑4.6%，剔除所得税影响后单季度净利润同比增长约为13%。公司单季度的经营情况一方面受到行业周期的影响，另一方面也与产品销售结算周期有关。报告期内公司销售毛利率为48.69%，同比提升了0.28个百分点，在大的行业背景下毛利率有所提升，显示出公司通过调整产品销售模式、丰富产品结构、强化成本控制、拓展海外销售等措施取得了一定成效。在海外市场拓展方面，公司年初制定了全年出口订单3000-4000万美金的销售目标，我们预计目前公司较好的完成了相关的销售指标，相关业绩将在下半年开始逐步体现。总体来说，我们认为公司冻干系统受益于新版GMP后续改造仍有望保持稳定增长趋势，而海外市场的拓展也为公司业

请阅读最后一页信息披露和重要声明

绩带来一定增量，在后 GMP 时代也有望接续国内市场以维持公司业绩保持平稳增长。

- **后 GMP 时代研发投入加大，积极调整销售模式丰富产品线：**为应对后 GMP 时代冻干设备需求波动的问题，公司一方面积极通过全套产品的覆盖供应提高单个订单的价格提升盈利能力，用制药机械系统代替单机销售，并尝试承接工程总包项目，全年目标承接工程总包项目不少于 5 个，公司已经能够覆盖从灌装、配液至冻干、出料等环节的整体定制。另一方面也在积极拓展新的产品领域，公司在聚焦注射剂装备之外，还重点推动原料药相关制造装备的销售，包括精制、干燥、包装相关设备；鉴于仿制药一次性评价可能带来的行业机遇，公司未来也将择机进入固体制剂领域。为了真正实现向工程总包模式的过渡，公司在智能灯检机、全自动配液系统等产品的基础上，还将继续在灭菌设备、制药用水处理设备（也包括公用工程中的水处理设备）、空气净化设备、灭活设备、废水处理系统、隔离器（既包括无菌药品领域的隔离设备，也包括毒性药品领域的应用）等方面持续拓展。从制药装备整体市场来看，目前还有约 50% 的冻干车间没有通过新版 GMP 认证，已通过认证企业的快速发展、整体搬迁等都会持续推动相关设备的销售，但认证高峰过后的传统订单下滑是不可避免的行业周期规律，公司在系统化产品供应之外也会通过降本增效、梳理内部子公司间损耗等方式保持整体盈利能力。
- **外延式发展稳步推进，投资风格相对谨慎：**此前，公司股权激励制定了较高的业绩增长目标，在当前行业周期下行的背景下有一定的经营压力，2014 年受益于 2013 年订单的后续交付，业绩压力相对有限，但新增订单的压力会对之后的业绩增长造成影响。为此，在积极推进制药装备领域的扩张之外，公司也规划坚定不移的推进医疗器械领域的外延式扩张。在标的选择上，公司会着重考量标的拥有产品本身的技术先进性，产品及管理团队未来的成长性，短期内对标的收入及利润规模并不十分看重。在投资方向上，公司着重于生物医学材料领域、消毒感控灭菌领域、康复理疗家用器械诊断试剂等领域。目前，公司在外延式扩张方面已经规划出 5 亿元的投入规模，并已经收购典范医疗（可吸收医用膜），参股建中医疗（灭菌包材），收购上海派瑞（食品装备）。鉴于相关实践经验较少，公司在外延式扩张方面目前较为稳健，投资风格相对谨慎，在实践中逐步加大并购规模，整体规划在 2020 年实现非制药装备领域 10 亿元的收入规模。
- **财务指标保持健康状态：**公司应收账款为 2.00 亿元，同比增长 35.43%，整体仍处于合理水平。期间费用方面，报告期内公司发生销售费用 3618 万元，同比增长 29.25%，对应费用率 3.93%，同比上升 0.37 个百分点，主要是由于当期国际业务增长导致相应费用增加所致；发生管理费用 1.48 亿元，同比增长 26.99%，对应费用率 16.11%，同比上升 1.29 个百分点，主要是由于研发投入保持较快增长及当期计提股权激励费用所致；整体上，报告期内两项费用率控制良好。当期经营性净现金流为 -632 元，下降幅度较大，一方面是由于公司去年同期在新版 GMP 认证高峰期收到的货款较多，另一方面也于当

期收入结算进度有关，但相比半年度已经明显改善（半年度经营性净现金流为-3115万元）。总体来说，公司财务指标整体稳健，而目前公司账上现金高达18.7亿元，也为其后续通过收购介入更多医疗器械子领域创造了有利条件。

- **盈利预测：**我们认为，公司作为国内冻干行业的龙头企业运营规范，财务稳健，发展战略清晰，在“后 GMP 时代”通过提前布局水针生产线、空气净化设备、生物反应器、智能灯检机等其他制药装备的延伸，并积极拓展海外市场销售，一方面使得公司能够保持较为稳定的增长，另一方面也使其具备了成为综合性的制药装备龙头企业的潜质。此外，公司在医疗器械领域的外延式拓展也值得我们期待，我们预计公司 2014-2016 年 EPS 分别为 1.02、1.22 和 1.46 元，对应动态市盈率为 26、22 和 18 倍，继续维持其“增持”评级。
- **风险提示：**国家政策变化，产品竞争加剧，外延式发展低于预期

表、东富龙分季度业绩对比 (单位: 百万元、元、%)

报告期	13-4Q	14-1Q	14-2Q	14-3Q	QOQ	2012	2013	YOY
营业收入	234	299	335	286	-14.9%	822	1021	24.2%
营业成本	126	155	172	145	-15.5%	446	532	19.5%
毛利	108	144	164	140	-14.2%	376	489	29.9%
销售费用	17	10	13	13	4.5%	40	45	10.8%
管理费用	49	46	47	55	18.1%	108	166	53.7%
财务费用	-32	-12	-12	-12	1.7%	-47	-66	39.3%
资产减值	5	2	6	0	-99.4%	5	10	117.9%
公允价值	0	0	0	0		0	0	
投资收益	0	-0	0	1	66.8%	0	0	
营业利润	67	97	107	82	-23.3%	263	322	22.3%
利润总额	69	99	126	87	-30.6%	281	335	19.4%
净利润	58	68	90	61	-32.4%	233	266	14.2%
EPS	0.280	0.328	0.424	0.193	-54.5%	1.122	1.281	14.2%
销售费用率	7.2%	3.3%	3.8%	4.7%	0.9%	4.9%	4.4%	-0.5%
管理费用率	20.9%	15.4%	14.0%	19.4%	5.4%	13.1%	16.2%	3.1%
财务费用率	-13.8%	-4.1%	-3.6%	-4.3%	-0.7%	-5.7%	-6.4%	-0.7%
所得税率	11.0%	24.4%	26.7%	28.5%	1.8%	15.0%	16.6%	1.6%
毛利率	46.1%	48.1%	48.8%	49.2%	0.4%	45.8%	47.9%	2.1%
净利润率	24.9%	22.8%	27.0%	21.4%	-5.6%	28.4%	26.1%	-2.3%

资料来源: 天软投资系统

附表

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	3389	3327	3125	3522
货币资金	2084	2505	2109	2273
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	169	207	250	307
其他应收款	3	4	5	6
存货	940	380	430	500
非流动资产	389	577	696	777
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	20	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	200	385	524	621
在建工程	67	58	54	42
油气资产	0	0	0	0
无形资产	84	100	95	90
资产总计	3779	3903	3821	4299
流动负债	1342	1108	632	636
短期借款	0	476	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	147	182	218	268
其他	1196	450	414	368
非流动负债	28	28	28	28
长期借款	0	0	0	0
其他	28	28	28	28
负债合计	1371	1137	661	664
股本	208	317	317	317
资本公积	1510	1471	1471	1471
未分配利润	536	789	1138	1556
少数股东权益	52	55	61	71
股东权益合计	2408	2767	3160	3635
负债及权益合计	3779	3903	3821	4299

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	266	324	388	464
折旧和摊销	24	29	41	50
资产减值准备	8	5	6	8
无形资产摊销	5	5	5	5
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	-66	-57	-57	-66
投资损失	0	0	0	0
少数股东损益	13	3	6	10
营运资金的变动	5	231	200	237
经营活动产生现金流量	253	59	193	229
投资活动产生现金流量	-57	-202	-170	-130
融资活动产生现金流量	-56	564	-419	66
现金净变动	140	422	-396	164
现金的期初余额	1957	2084	2505	2109
现金的期末余额	2097	2505	2109	2273

利润表

单位: 百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	1021	1253	1511	1853
营业成本	532	660	792	971
营业税金及附加	12	14	17	21
销售费用	45	57	68	84
管理费用	166	207	242	297
财务费用	-66	-57	-57	-66
资产减值损失	10	4	3	3
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	322	368	446	543
营业外收入	13	18	18	15
营业外支出	0	1	1	1
利润总额	335	385	463	558
所得税	55	58	69	84
净利润	280	327	394	474
少数股东损益	13	3	6	10
归属母公司净利润	266	324	388	464
EPS(元)	0.84	1.02	1.22	1.46

主要财务比率

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长性(%)				
营业收入增长率	24.2%	22.7%	20.6%	22.7%
营业利润增长率	22.3%	14.1%	21.2%	21.9%
净利润增长率	14.2%	21.8%	19.5%	19.7%
盈利能力(%)				
毛利率	47.9%	47.3%	47.6%	47.6%
净利率	26.1%	25.9%	25.7%	25.0%
ROE	11.3%	12.0%	12.5%	13.0%
偿债能力(%)				
资产负债率	36.3%	29.1%	17.3%	15.5%
流动比率	2.53	3.00	4.94	5.54
速动比率	1.82	2.66	4.26	4.75
营运能力(次)				
资产周转率	0.29	0.33	0.39	0.46
应收帐款周转率	5.92	5.80	5.75	5.80
每股资料(元)				
每股收益	0.84	1.02	1.22	1.46
每股经营现金	1.07	0.19	0.61	0.72
每股净资产	7.43	8.55	9.77	11.23
估值比率(倍)				
PE	31.74	26.06	21.80	18.21
PB	3.59	3.12	2.73	2.37

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人		邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn	
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨 忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王 政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯 诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王 溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾 超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	李 丹	010-66290223	lidan@xyzq.com.cn
肖 霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴 磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层 609 (100033) 传真: 010-66290200					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李 昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨 剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐 皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
徐 瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-38565470	yangxueting@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					

【信息披露】

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。