

东 富 龙(300171.SZ)

行业寒冬，关注龙头公司的提效、转型之路，给予“增持”

评级：**增持** 前次：**增持**

目标价(元)：**22—25**

分析师

孙建 PhD

S0740515080002

021-20315160

sunjian@r.qlzq.com.cn

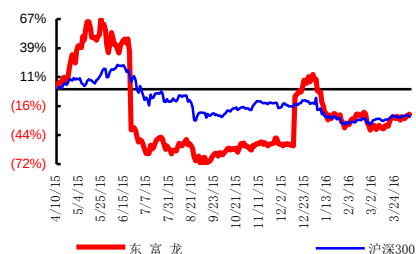
2016 年 04 月 10 日

中泰证券医药团队

基本状况

总股本(百万股)	635
流通股本(百万股)	317
市价(元)	20.23
市值(百万元)	12,841
流通市值(百万元)	6,420

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	1,021.1	1,258.6	1,521.7	1,836.4	2,246.5
营业收入增速	24.25%	23.27%	20.90%	20.68%	22.33%
净利润增长率	14.16%	25.92%	14.12%	7.07%	19.49%
摊薄每股收益(元)	1.28	1.06	0.60	0.65	0.77
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市)					
市盈率(倍)	26.65	21.83	28.30	26.43	22.12
PEG	1.88	0.84	2.00	3.74	1.13
每股净资产(元)	11.31	8.20	4.20	4.85	5.62
每股现金流量(元)	1.63	0.17	0.75	0.54	0.75
净资产收益率	11.32%	12.88%	14.34%	13.31%	13.72%
市净率	3.02	2.81	4.06	3.52	3.04
总股本(百万元)	208.00	317.42	634.84	634.84	634.84

投资要点

- **事件：2016.4.8，公司公布 2016 年一季报预告，预计归母净利润 8106-10132 万元，同比下滑 0-20%。**
- **点评：**我们认为在行业竞争日趋激烈的背景下，公司一季报业绩符合市场预期。同时，我们认为作为注射剂药机龙头公司的抗风险能力强，通过内部调整、外部增量市场积极拓展，有望保持业绩稳健增长，给予“增持”评级。建议关注公司收入端增长的稳定性和精准医疗战略的持续推进落地。我们认为后 GMP 时代，制药装备行业进入产能调整、智慧化升级的新阶段，需求阶段性下降导致行业景气度低迷，产业升级（一体化、智能化）+增量市场挖掘（海外市场）成为企业必经之路，同时借助药机行业的成本优势，产业链延伸做新领域、高景气度行业的探索、打造制药综合服务企业也成为药机行业的重要探索方向。东富龙作为冻干领域的龙头企业，短期我们看好其国内外工程总包业务开拓、精准医疗领域加速布局，长期看好其制药装备主业（工业 4.0 信息化机会）+食品机械（主业协同）+东富龙医疗（伯豪生物技术优势和医院资源以及服务中心陆续运营）打造的综合服务平台价值。
- **我们预计公司一季度收入仍保持了稳定增长，业绩下滑主要因为需求缩量期的价格战及其他短期因素影响导致。**后 GMP 时期，随着行业需求缩量，行业价格战加剧，而在此情况下，我们预计公司一季度收入仍保持了稳定增长，体现了药机龙头企业的行业地位和品牌影响力。一季度业绩下滑 0-20%，我们认为主要收入以下几个方面的影响：1) 行业竞争加剧带来的价格战：在后 GMP 时代，行业竞争加剧，彼此之间更多要看谁能活下来，看收入端。2) 海外收入确认时点影响：在国内行业景气度下降大背景下，公司积极开拓海外市场，探索总包业务推广，一季度预计部分收入确认较晚，影响了一季报业绩。3) 募集资金利息收入下降。综上分析，我们认为，公司一季报的业绩基本符合我们的预期，龙头公司的地位更多的建议关注收入端的变化。

- **战略转型，未来 5 年“制药+食品+医疗”多领域布局打造制药综合服务型平台。**投资 5 亿设立全资子公司东富龙医疗布局精准医疗、收购瑞派提升原料药设备并向食品机械拓展等，我们认为借助三大平台的搭建，未来五年公司整体有望达到 50 亿销售规模，10 亿净利润，再造两个“东富龙”。
 - **药机业务（35 亿元）：**短期药厂搬迁+海外增量市场驱动药机订单持续增长，长期看好公司工业 4.0 信息化潜力。短期来说，因产能需求和环保因素，大批药厂展开药厂搬迁项目，集中搬至开发区或搬至环保要求低的地区，一定程度上释放了对制药装备的需求，而海外市场重心仍在南亚、印度等地，重点推广和商洽交钥匙工程；长期来说，公司收购的致淳信息在 MES 系统的开发上具有一定技术优势，随着未来 MES 在制药厂内的普及和推广，有助于公司在工业 4.0 信息化进程中占据先发和技术优势。
 - **东富龙医疗（10 亿元）：**加速搭建“诊断+治疗+服务”精准医疗服务型平台。2015 年 4 月，公司投资 5 亿元设立东富龙医疗进行医疗板块的布局，包括基因检测 CRO、细胞免疫治疗研发、无菌医疗器械以及精准医疗服务中心建设；2015.7，东富龙医疗投入 9000 万元参股伯豪生物，成为该公司第一大股东，在精准医疗领域首次布局（主要从事基因芯片和测序服务等），2015.12.31，公司首家精准医疗中心落地重庆。我们认为公司在精准医疗方面的布局扎实稳健，有望通过技术、人才引进、服务平台搭建、销售推广等逐步打造具备极强竞争力的精准医疗综合服务平台。
 - **原料药、食品机械（5 亿元）：**制药、食品协同发展，系统化、工程化优势实现食品业务升级。2014 年公司收购上海瑞派，提升原料药设备的系统化和工程能力，同时借助瑞派本身在食品机械领域的优势，发展非制药领域的生产设备和系统，扩展机械产品线，而东富龙在冻干领域的成功经验有望复制到瑞派的机械业务中，提供系统集成，提供定制化的解决方案。
- **投资建议：**公司未来业绩的催化因素短期包括国内外工程总包业务拓展，长期包括工业 4.0 信息化推广和精准医疗平台加速搭建，不考虑并购因素的影响，我们预计 2016-17 年公司收入 18.4、22.5 亿元，同比增长 20%、22%，归属母公司净利润 4.1、4.9 亿元，同比增长 7%、19.5%，对应摊薄后 EPS 为 0.65、0.77 元，公司目前股价对应 2016 年 31PE，考虑东富龙在冻干领域的龙头地位，以及伯豪生物在基因检测 CRO 服务中的技术优势和后续服务中心的陆续运营，我们给予公司 2016 年 35-40 倍 PE，公司的估值区间为 22-26 元，给予“增持”评级。
- **风险提示：**并购整合不达预期风险、精准医疗竞争加剧风险、海外出口业绩低于预期风险

图表 1：东富龙财务摘要

损益表（人民币百万元）						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业总收入	822	1,021	1,259	1,522	1,836	2,247
增长率	26.66%	24.2%	23.3%	20.9%	20.7%	22.3%
营业成本	-446	-532	-653	-814	-1,010	-1,253
% 销售收入	54.2%	52.1%	51.9%	53.5%	55.0%	55.8%
毛利	376	489	606	708	826	994
% 销售收入	45.8%	47.9%	48.1%	46.5%	45.0%	44.2%
营业税金及附加	-7	-12	-9	-12	-16	-20
% 销售收入	0.9%	1.2%	0.7%	0.8%	0.9%	0.9%
营业费用	-40	-45	-55	-65	-79	-97
% 销售收入	4.9%	4.4%	4.4%	4.3%	4.3%	4.3%
管理费用	-108	-166	-204	-247	-298	-359
% 销售收入	13.1%	16.2%	16.2%	16.2%	16.2%	16.0%
息税前利润（EBIT）	221	267	337	384	433	518
% 销售收入	26.9%	26.1%	26.8%	25.2%	23.6%	23.0%
财务费用	47	66	61	40	46	48
% 销售收入	-5.7%	-6.4%	-4.8%	-2.7%	-2.5%	-2.2%
资产减值损失	-5	-10	-13	3	-8	-9
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	2	5	1	2
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.4%	1.1%	0.3%	0.3%
营业利润	263	322	388	432	472	559
营业利润率	32.1%	31.6%	30.8%	28.4%	25.7%	24.9%
营业外收支	17	13	27	23	27	30
税前利润	281	335	415	455	499	589
利润率	34.1%	32.8%	33.0%	29.9%	27.2%	26.2%
所得税	-42	-55	-63	-69	-76	-90
所得税率	15.0%	16.6%	15.3%	15.3%	15.3%	15.3%
净利润	239	280	351	385	423	499
少数股东损益	5	13	16	3	13	9
归属于母公司的净利润	233	266	335	383	410	490
净利率	28.4%	26.1%	26.6%	25.2%	22.3%	21.8%
现金流量表（人民币百万元）						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	239	280	351	385	423	499
少数股东损益	0	0	0	3	13	9
非现金支出	20	35	42	28	42	45
非经营收益	-1	0	-7	-28	-28	-32
营运资金变动	90	25	-331	93	-94	-39
经营活动现金净流	347	339	55	482	356	482
资本开支	46	100	89	79	44	97
投资	-10	-38	-107	-3	-3	-3
其他	626	-615	257	5	1	2
投资活动现金净流	570	-753	61	-77	-45	-99
股权筹资	5	3	94	0	0	0
债权筹资	18	-18	-44	-10	0	0
其他	-98	-107	-105	-3	-317	0
筹资活动现金净流	-75	-122	-55	-13	-317	0
现金净流量	843	-536	61	392	-7	384
资产负债表（人民币百万元）						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	1,957	2,084	1,856	2,245	2,225	2,600
应收款项	285	255	371	431	533	644
存货	559	940	1,124	1,159	1,518	1,834
其他流动资产	98	110	186	207	232	263
流动资产	2,899	3,389	3,538	4,042	4,509	5,340
% 总资产	90.3%	89.7%	84.9%	85.2%	85.8%	86.4%
长期投资	0	20	60	63	66	69
固定资产	208	267	381	445	521	589
% 总资产	6.5%	7.1%	9.1%	9.4%	9.9%	9.5%
无形资产	101	97	179	186	147	171
非流动资产	312	389	630	705	744	839
% 总资产	9.7%	10.3%	15.1%	14.8%	14.2%	13.6%
资产总计	3,212	3,779	4,168	4,747	5,253	6,179
短期借款	18	0	10	0	0	0
应付款项	986	1,430	1,509	1,730	2,154	2,608
其他流动负债	-33	-88	-83	216	-123	-150
流动负债	970	1,342	1,436	1,946	2,031	2,458
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	14	28	56	56	56	56
负债	985	1,371	1,491	2,002	2,086	2,513
普通股股东权益	2,190	2,353	2,604	2,669	3,079	3,568
少数股东权益	37	52	73	76	89	98
负债股东权益合计	3,212	3,775	4,168	4,747	5,253	6,179
比率分析						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益(元)	1.122	1.281	1.057	0.603	0.646	0.771
每股净资产(元)	10.531	11.310	8.202	4.204	4.850	5.621
每股经营现金净流(元)	1.670	1.630	0.173	0.754	0.540	0.745
每股股利(元)	0.000	0.000	0.500	0.500	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	10.65%	11.32%	12.88%	14.34%	13.31%	13.72%
总资产收益率	7.27%	7.06%	8.05%	8.06%	7.80%	7.92%
投入资本收益率	65.25%	73.98%	36.68%	73.00%	41.49%	43.58%
增长率						
营业总收入增长率	26.66%	24.25%	23.27%	20.90%	20.68%	22.33%
EBIT增长率	4.84%	20.74%	26.55%	13.71%	12.89%	19.50%
净利润增长率	7.33%	14.16%	25.92%	14.12%	7.07%	19.49%
总资产增长率	27.52%	17.55%	10.40%	13.88%	10.68%	17.63%
资产管理能力						
应收账款周转天数	51.6	59.4	67.4	64.0	66.0	65.0
存货周转天数	369.0	514.0	577.0	520.0	548.5	534.2
应付账款周转天数	69.2	93.6	94.7	95.5	95.1	95.3
固定资产周转天数	61.1	72.4	61.2	51.6	40.6	31.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-87.07%	-86.66%	-68.98%	-81.81%	-70.26%	-70.91%
EBIT利息保障倍数	-4.7	-4.1	-5.6	-9.5	-9.5	-10.7
资产负债率	30.66%	36.30%	35.78%	42.18%	39.71%	40.67%

来源：中泰证券研究所

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：

本报告仅供中泰证券股份有限公司（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。

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“中泰证券股份有限公司”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“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。