

投资评级：强烈推荐（首次）
分析师

曲小溪 010-88366060-8712

Email:quxx@cgws.com

执业证书编号:S1070514090001

联系人:

张如许 0755-83559732

Email:zhangruxu@cgws.com

从业证书编号:S1070115070101

李倩倩 021-61680674

Email:liqq@cgws.com

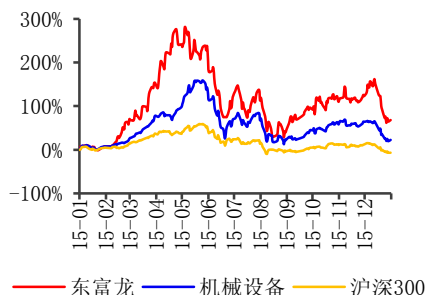
从业证书编号:S1070115120028

市场数据

目前股价	20.06
总市值(亿元)	127.34
流通市值(亿元)	63.97
总股本(万股)	63,477
流通股本(万股)	31,890
12个月最高/最低	46.19/11.68

盈利预测

	2015E	2016E	2017E
营业收入	1561	1904	2323
(+/-%)	24.0%	22.0%	22.0%
净利润	391	474	571
(+/-%)	16.7%	21.1%	20.5%
摊薄 EPS	0.62	0.75	0.90
PE	31.88	26.34	21.85

股价表现


数据来源：贝格数据

相关报告

主业平稳增长，多方位外延布局带来更大增值空间

——东富龙（300171）公司调研报告

投资建议

我们预测公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.62 元、0.75 元、0.90 元，对应的 PE 分别为 32、26、22 倍。随着公司制药工业 4.0 智慧工厂和“制药装备+医疗+食品”布局将不断深化，公司未来两年的业绩有望快速增长，首次给予“强烈推荐”评级。

投资要点

■ **冻干设备龙头企业，打造制药工业 4.0 智慧工厂。**公司的主要产品包括冻干单机及系统设备、净化设备及工程、其他制药设备、医疗器械、食品设备、配件及服务。营业收入主要来源于冻干机单机及系统设备，其毛利率分别在 45% 和 50% 左右。2015 年第三季度，公司实现营业收入 31,944.58 万元，较上年同期增长 11.88%；归属于上市公司股东的净利润 7,631.35 万元，较上年同期增长 24.86%。预计整个 2015 年公司的主营收入在 15 亿左右，未来几年的收入增长率预计为 20% 左右。公司最新公告给出的 2015 年盈利预测为 36,895.22-43,603.44 万元。受新版 GMP 之后行业景气度下降的影响，未来两年制药行业整体增速放缓，行业集中度提高，公司冻干系统相关业务竞争激烈，存在利润率下降的风险。为此公司提出新的五年规划，以冻干系统为核心，积极拓展系统集成和工程总包业务，立足注射剂，做强原料药，布局生物工程与固体制剂，快速成长为综合性制药装备主流供应商。公司计划到 2020 年年营业收入为 50 亿，净利润 10 个亿，利润率下调为 20%。2015 年 7 月，公司正式交付国药集团安徽国瑞药业“冻干系统交钥匙工程”项目，成功迈出了“冻干工程整体解决方案向制药工业 4.0 智慧工厂”升级的第一步。

■ **“制药装备+医疗+食品”的全方位布局寻求战略升级。**到 2020 年公司计划实现的 50 亿年收入中制药装备 35 亿，东富龙医疗 10 个亿，食品工程 5 个亿。制药装备收入又进一步拆分为：注射剂 20 个亿、原料药、生物工程和固体制剂各 5 个亿。在制药装备方面：未来 5-10 年受益于来自于药厂的车间版、企业版或集团版的信息化投入，每年将有不少于 50 亿的市场需求，公司将主推系统集成和交钥匙工程。同时，公司也在积极拓展海外市场，目前产品已出口到 30 多个国家和地区，预计 2016 年将会有 8000 万美元的订单。公司收购的致淳信息是专业从事生产信息管理系统整体解决方案和提供相关信息服务的软件供应服务商，占其总股本的 65%，致淳信息在制药领域的信息化优势将助力公司的工业 4.0 布局的深化。此外，公司使用超募资金人民币 9,900 万元增资东富龙智能，目的是以东富龙智能为载体，提供具有竞争力的整体解决方案。在医疗方面：2015 年 4 月，公司使用超募资金人民币 5 亿元设立东富龙

医疗进行医疗板块的布局，2015年7月，东富龙医疗向伯豪生物增资9,000万元，持有伯豪生物34.02%股权，成为伯豪生物第一大股东，伯豪生物的主营业务为基因芯片和测序服务，为公司精准医疗业务的开展提供了坚实的基础。此外，公司此前还收购了典范医疗，公司对其有97%的绝对控股权，将其定位为东富龙医疗的平台。在食品机械、原料药方面，公司希望发挥两者的协同效应，借助于公司已有的工程化和信息化优势促进食品业务升级。公司2014年收购上海瑞派，上海瑞派的业务分为制药装备和食品机械两大领域，做好原料药设备和中药自动化系统的同时大力提升食品机械单机性能和系统化能力。

- **首个精准医疗中心落户重庆，逐步搭建精准医疗平台。**2015年12月31日公司与重庆市大渡口区人民政府在重庆市签署了战略合作协议，协议的主要内容包括设立重庆精准医疗产业技术研究院、构建精准医疗产业创新创业的闭环生态体系、引入国际化的精准医疗人才和团队创新创业和建设行业组织，推动制定行业标准和规范。精准医疗是公司未来发展的重要战略布局和创新平台，重庆产研院的设立，标志着公司首家精准医疗中心的布局完成，是继公司参股伯豪生物后在精准医疗领域的又一重大突破。未来东富龙医疗将逐步建立基因测序、分子诊断、细胞治疗三大平台，后续将在北京、上海、广州、武汉建设其它四大精准医疗研究中心，打造精准医疗研、产、销为一体的大生态系统。
- **风险提示：**制药行业装备需求低于预期，外延式扩张的效益不达目标。

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E	主要财务指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1021	1259	1561	1904	2323	成长性					
营业成本	532	653	812	990	1208	营业收入增长	24.3%	23.3%	24.0%	22.0%	22.0%
销售费用	45	55	66	78	95	营业成本增长	19.5%	22.7%	24.3%	22.0%	22.0%
管理费用	166	204	251	307	374	营业利润增长	22.3%	20.2%	19.5%	21.9%	21.2%
财务费用	-66	-61	-49	-58	-67	利润总额增长	19.4%	23.8%	16.3%	21.0%	20.5%
投资净收益	0	2	0	0	0	净利润增长	17.2%	25.7%	16.7%	21.1%	20.5%
营业利润	322	388	463	565	685	盈利能力					
营业外收支	13	27	19	19	19	毛利率	47.9%	48.1%	48.0%	48.0%	48.0%
利润总额	335	415	482	584	704	销售净利率	27.4%	27.9%	26.3%	26.1%	25.7%
所得税	56	63	72	88	106	ROE	11.3%	12.9%	14.3%	15.5%	16.6%
少数股东损益	13	16	19	23	27	ROIC	11.7%	13.5%	16.8%	18.3%	20.6%
净利润	266	336	391	473	571	营运效率					
资产负债表						销售费用/营业收入	4.4%	4.4%	4.2%	4.1%	4.1%
					(百万)	管理费用/营业收入	16.3%	16.2%	16.1%	16.1%	16.1%
流动资产	3389	3538	4302	4968	6017	财务费用/营业收入	-6.5%	-4.8%	-3.1%	-3.1%	-2.9%
货币资金	2084	1856	2744	2641	3605	投资收益/营业利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
应收账款	169	229	282	348	421	所得税/利润总额	16.7%	15.2%	14.9%	15.1%	15.1%
应收票据	83	135	154	191	230	应收账款周转率	4.06	3.46	3.58	3.53	3.57
存货	940	1124	964	1584	1525	存货周转率	0.57	0.58	0.84	0.63	0.79
非流动资产	390	630	433	392	355	流动资产周转率	0.32	0.36	0.40	0.41	0.42
固定资产	390	630	433	392	355	总资产周转率	0.27	0.30	0.33	0.36	0.36
资产总计	3779	4168	4735	5360	6372	偿债能力					
流动负债	1430	1519	1948	2223	2819	资产负债率	36.3%	35.8%	40.6%	41.0%	43.8%
短期借款	0	10	0	0	0	流动比率	2.5	2.5	2.3	2.3	2.2
应付款项	1430	1509	1948	2223	2819	速动比率	1.8	1.6	1.8	1.6	1.6
非流动负债	-59	-27	-28	-28	-28	每股指标 (元)					
长期借款	0	0	0	0	0	EPS	1.26	0.99	0.62	0.75	0.90
负债合计	1371	1492	1920	2195	2791	每股净资产	11.33	8.20	4.29	4.81	5.42
股东权益	2408	2676	2815	3165	3581	每股经营现金流	1.60	0.15	0.60	0.74	1.02
股本	208	317	635	635	635	每股经营现金/EPS	1.27	0.15	0.97	0.99	1.13
留存收益	2200	2359	2180	2530	2946	估值	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
少数股东权益	52	73	92	114	141	PE	26.65	21.92	31.88	26.34	21.85
负债和权益总计	3779	4168	4735	5360	6372	PEG	1.55	0.85	1.91	1.25	1.07
现金流量表					(百万)	PB	3.01	2.81	4.58	4.09	3.63
经营活动现金流	339	55	279	345	428	EV/EBITDA	7.07	11.64	19.78	16.89	13.00
其中营运资本减少	-25	-43	-72	-86	-104	EV/SALES	2.02	3.54	6.29	5.22	3.88
投资活动现金流	-753	61	16	16	16	EV/IC	6.18	5.42	15.53	14.24	14.11
其中资本支出	-75	63	0	0	0	ROIC/WACC	0.98	1.13	1.40	1.53	1.72
融资活动现金流	-121	-55	-104	-115	-141	REP	1.06	1.03	1.01	1.04	1.01
净现金总变化	-535	61	191	246	303						

研究员介绍及承诺

曲小溪: 机械行业分析师, 2014 年加入长城证券。

张如许: 机械行业研究员, 2015 年加入长城证券。

李倩倩: 机械行业研究员, 2015 年加入长城证券。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 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接收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券股份有限公司(以下简称长城证券)具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。本报告由长城证券向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和個人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的任何其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级: 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间;
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5%之间;
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

行业评级: 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘璇: 0755-83516231, 18938029743, liux@cgws.com
李丹: 0755-83699629, 18665289977, ldan@cgws.com
李嘉禾: 0755-83516287, 18201578698, lijiah@cgws.com
李小音: 0755-83516187, 18562591899, lixiaoyin@cgws.com
吴林蔓: 075583515203, 13418560821, wulinman@cgws.com

北京联系人

赵东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com
王媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com
李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com
杨徐超: 010-88366060-8795, 18611594300, yangxuchao@cgws.com
申涛: 010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieww@cgws.com
徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com
凌云: 021-61683504, 18621755986, lingyun@cgws.com
王一: 021-61683504, 13761867866, wangy@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层
邮编: 518034 传真: 86-755-83516207
北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层
邮编: 100044 传真: 86-10-88366686
上海办公地址: 上海市民生路 1399 号太平大厦 3 楼
邮编: 200135 传真: 021-61680357
网址: <http://www.cgws.com>