

张明芳 葛岩
 010-88087423
 zhangmf@cmschina.com.cn

2009年3月31日

上海莱士 (002252.SZ)/27.00元

品牌和技术远超同行，盈利能力持续较快增长

日用消费·医药

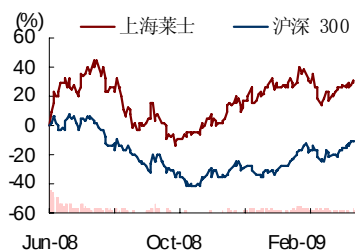
审慎推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	2358
总股本(万股)	16000
已上市流通股(万股)	4000
总市值(亿元)	43
流通市值(亿元)	11
每股净资产(MRQ)	4.7
ROE(TTM)	14.2
资产负债率	9.2%
主要股东	莱士中国有限公司
主要股东持股比例	37.5%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	9	22	111
相对表现	-7	11	147



相关报告

- 1、上海莱士 IPO 投资价值分析报告——综合优势领先的血制品寡头之一，值得长期投资者持有 2008/6/23
- 2、医药行业 2008 年第二季度投资策略——成长性和防御性兼备品种严重低估 2008/4/7
- 3、医药行业月报(09 年 1 月)——重点公司年报前瞻、政策解读和了望 2009/1/19
- 4、医药行业 2009 年度投资策略——主流投资机会来自四种盈利增长模式和五大领域 2008/12/3
- 5、医药行业第四季度投资策略——新医改推动行业整合来临，布局产业巨头 2008/9/17
- 6、上海莱士中报分析——看好公司长期增势，“检疫期”政策一过性影响 08 年业绩 2008/8/20

报告原因：公司公布 2008 年年报。

- 公司 08 年业绩略超预期，受血液制品供应短缺、销售价格上涨驱动，我们测算：上海莱士 08 年每吨血浆产值同比上涨了 24%，远超同行 28% 左右。受 08 年 7 月 1 日血液制品全行业执行 90 天窗口期影响，公司 08 年实际投浆量 180 吨，同比下降了 19%，实现销售收入 3.1 亿元，同比基本持平。销售毛利率大幅上升了 7.6 个百分点，实现净利润 1.05 亿元，同比增长了 28%，EPS0.65 元，每股经营现金流 0.67 元。因管理费用率上升 5.4 个百分点带动期间费用率同比上升 1.7 个百分点。应收帐款周转率同比加快 5.7 次，血浆窗口期和批签发综合影响存货周转率略减慢 0.5 次。08 年实际所得税率 15.5%，同比下降 1.2 个百分点。拟每 10 股派现 8 元。
- 公司激励机制的完善更有助于盈利持续较快增长。公司今日同时公布了拟定的高管薪酬与绩效考核制度，将通过董事会决议后生效：以上一年度完成的利润和提取的奖励总额为基数，依据当年经营指标完成情况，超过上一年度利润的、除按上一年度提取奖励总额外，超额完成利润部分按 10%~30% 增提绩效奖金；低于上一年度利润的、利润差额部分按 10%~30% 减提绩效奖金。
- 我们判断公司未来利润增长点来自 4 个方面：1、通过新建血浆站、刺激老浆站增加献浆量来增加血浆投产量。2、提高血浆综合利用率，公司凝血因子和特免等产品仍有扩大产销量空间。3、发挥品牌和技术领先优势，扩大产品出口南美和东南亚等国家，公司已经具备了较好的海外市场销售基础。4、发挥研发优势，开发基因重组人凝血因子新产品，上市销售继续占领高端人群市场。我们早在 08 年 4 月 7 日研究报告中，就业内率先指出“上海莱士 IPO 新股申购投资机会”，公司是我们看好的核心竞争力位列 No.1 的血液制品企业，公司具备抗血液制品景气周期的盈利能力。奉贤新生产基地两年后建成投产，将进一步提高公司的硬件制造水平、降低生产成本。
- 小幅上调业绩预测，维持“审慎推荐-A”评级。预计 09~11 年投浆量回升，销售收入同比增长 22%、15% 和 18%，净利润同比增长 34%、31% 和 23%，实现 EPS0.88 元、1.15 元和 1.41 元，对应动态 PE31、24 和 19 倍。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	310	310	378	435	513
同比增长	11%	0%	22%	15%	18%
营业利润(百万元)	100	125	166	217	267
同比增长	69%	25%	33%	31%	23%
净利润(百万元)	82	105	141	184	226
同比增长	61%	28%	34%	31%	23%
每股收益(元)	0.51	0.65	0.88	1.15	1.41
PE	39.6	41.2	30.7	23.5	19.1
PB	19.3	5.8	5.7	5.3	4.7

资料来源：招商证券

表 1: 上海莱士 08 年合并报表、母公司报表财务指标

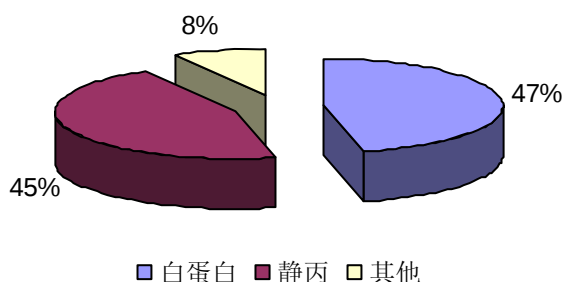
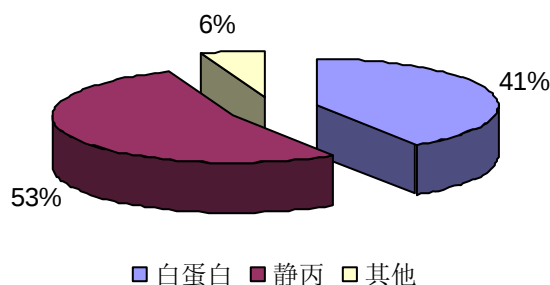
百万元、元	合并报表		母公司报表	
	08 年	同比增长率	08 年	同比增长率
营业收入	310	-0.04%	310	0.0%
营业成本	116	-16.8%	125	-13.7%
毛利率	62.4%	7.6%	59.8%	6.4%
营业费用率	3.5%	-2.4%	3.5%	-1.2%
管理费用率	17.8%	5.4%	15.4%	3.9%
财务费用率	0.4%	-1.2%	0.4%	-1.2%
期间费用率	21.8%	1.7%	19.3%	1.4%
营业利润率	40.4%	24.7%	40.4%	21.5%
利润总额	124	27.0%	124	23.4%
利润率	40.2%	8.6%	40.0%	7.6%
实际所得税率	15.5%	-1.2%	15.2%	-1.0%
净利润	105	28.2%	105	24.9%
净利率	33.8%	7.4%	33.9%	6.8%
应收账款周转率	10.0	5.7	10.0	5.7
存货周转率	1.2	-0.5	1.3	-0.5
每股经营现金流	0.67	-0.42	0.59	-0.47

资料来源: 公司年报, 招商证券研究

表 2: 上海莱士分产品销售分析

分行业	主营收入			主营成本			毛利率		
	08 年	07 年	同比增长率	08 年	07 年	同比增长率	08 年	07 年	同比变化百分点
白蛋白	144	172	-16.3%	65	87	-24.9%	54.8%	49.6%	5.2%
静丙	140	104	34.9%	37	35	4.4%	73.6%	65.9%	7.7%
其他	26	34	-24.8%	14	18	-19.7%	43.5%	47.1%	-3.6%
合计	310	310	0.0%	116	140	-16.8%	62.4%	54.8%	7.6%

资料来源: 公司年报, 招商证券研究

图 1: 上海莱士 08 年产品销售收入占比

图 2: 上海莱士 08 年产品销售毛利占比


资料来源: 公司年报, 招商证券研究

资料来源: 公司年报, 招商证券研究

表 3: 上海莱士单季度, 季度累计财务指标

单位:百万元	07Q1	07Q2	07Q3	07Q4	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	07A	08A
一、营业总收入	101	66	56	87	88	89	60	73	310	310
二、营业总成本	79	41	31	57	49	48	37	50	208	184
其中:营业成本	55	30	22	34	30	34	22	31	140	116
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
销售费用	4	4	4	6	4	2	2	3	18	11
管理费用	13	7	4	15	14	12	13	17	39	55
财务费用	1	1	0	2	2	0	0	-1	5	1
资产减值损失	6	-1	0	1	0	-2	1	0	6	-1
三、其他经营收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	-1	-1	0	-1	0	0	-1	-1
四、营业利润	22	26	23	29	38	40	23	24	100	125
加: 营业外收入	0	1	1	0	0	0	0	1	2	1
减: 营业外支出	0	1	0	3	0	2	0	0	5	2
五、利润总额	22	25	25	26	38	38	23	25	98	124
减: 所得税	3	4	2	8	7	6	4	2	16	19
六、净利润	20	22	22	18	31	32	19	23	82	105
减: 少数股东损益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
七、归属母公司所有者净利润	20	22	23	18	32	32	19	22	82	105
EPS	0.12	0.14	0.14	0.11	0.20	0.20	0.12	0.14	0.51	0.65

收入增长率					-14%	34%	8%	-15%	11%	0%
毛利率	46%	55%	60%	61%	66%	61%	64%	58%	55%	62%
营业利润率	22%	39%	42%	33%	44%	45%	38%	32%	32%	40%
净利率	19%	33%	40%	21%	36%	36%	31%	31%	26%	34%
营业费率	4%	6%	8%	7%	4%	2%	3%	5%	6%	4%
管理费率	12%	11%	8%	17%	15%	14%	21%	23%	12%	18%
实际税率	12%	14%	10%	30%	18%	16%	17%	10%	17%	16%
净利润增长率					61%	49%	-18%	26%	61%	28%

资料来源: 公司季报, 半年报, 年报, 招商证券研究

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	200	716	722	769	860
现金	56	558	563	612	686
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	1	0	0	0	0
应收款项	45	17	20	23	28
其它应收款	3	5	6	7	8
存货	77	120	112	107	117
其他	17	17	20	20	21
非流动资产	107	116	125	134	144
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	93	103	113	123	133
无形资产	4	7	6	6	5
其他	9	6	6	6	5
资产总计	307	831	847	903	1003
流动负债	137	76	79	78	79
短期借款	38	29	29	29	29
应付账款	8	7	8	8	8
预收账款	4	6	7	7	8
其他	87	35	34	34	34
长期负债	0	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
负债合计	137	76	79	78	79
股本	120	160	160	160	160
资本公积金	0	438	438	438	438
留存收益	48	153	166	221	320
少数股东权益	2	4	4	5	6
母公司所有者权益	168	751	764	820	918
负债及权益合计	307	831	847	903	1003

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	176	108	133	175	200
净利润			141	184	226
折旧摊销			1	1	1
财务费用			(10)	(11)	(12)
投资收益			0	0	0
营运资金变动			2	1	(16)
其它			1	1	1
投资活动现金流	(29)	(29)	(10)	(10)	(10)
资本支出			(10)	(10)	(10)
其他投资			0	0	0
筹资活动现金流	(114)	423	(118)	(117)	(116)
借款变动			(0)	0	0
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(128)	(128)	(128)
其他			10	11	12
现金净增加额	33	502	6	48	74

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	310	310	378	435	513
营业成本	140	116	140	134	146
营业税金及附加	0	0	0	0	1
营业费用	18	11	13	15	18
管理费用	39	55	69	79	93
财务费用	5	1	(10)	(11)	(12)
资产减值损失	6	(1)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(1)	(1)	0	0	0
营业利润	100	125	166	217	267
营业外收入	2	1	0	0	0
营业外支出	5	2	0	0	0
利润总额	98	124	166	217	267
所得税	16	19	25	33	40
净利润	82	105	141	185	227
少数股东损益	(0)	0	1	1	1
母公司所有者净利润	82	105	141	184	226
EPS (元)	0.51	0.65	0.88	1.15	1.41

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	11%	0%	22%	15%	18%
营业利润	69%	25%	33%	31%	23%
净利润	61%	28%	34%	31%	23%
获利能力					
毛利率	54.8%	62.4%	63.0%	69.2%	71.5%
净利率	26.4%	33.8%	37.2%	42.3%	44.1%
ROE	48.7%	13.9%	18.4%	22.4%	24.6%
ROIC	42.3%	13.6%	16.6%	20.5%	22.7%
偿债能力					
资产负债率	44.5%	9.2%	9.3%	8.6%	7.9%
净负债比率	12.4%	3.5%	3.4%	3.2%	2.9%
流动比率	1.5	9.4	9.2	9.8	10.8
速动比率	0.9	7.8	7.8	8.5	9.4
营运能力					
资产周转率	1.0	0.4	0.4	0.5	0.5
存货周转率	1.7	1.2	1.2	1.2	1.3
应收帐款周转率	4.3	10.0	20.4	19.8	20.0
应付帐款周转率	16.8	16.2	18.9	16.9	18.0
每股资料(元)					
每股收益	0.68	0.65	0.88	1.15	1.41
每股经营现金	1.46	0.67	0.83	1.10	1.25
每股净资产	1.40	4.70	4.77	5.12	5.74
每股股利	0.00	0.80	0.80	0.80	0.80
估值比率					
PE	39.6	41.2	30.7	23.5	19.1
PB	19.3	5.8	5.7	5.3	4.7
EV/EBITDA	26.3	25.4	20.6	15.6	12.6

分析师简介

张明芳，武汉大学生物化学专业硕士，曾在国家食品药品监督管理局直属的中国药品生物制品检定所（NICBP）工作了6年，6年证券从业经验，目前为招商证券医药行业首席分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从2008年4月11日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。