

投浆量逐渐恢复，业绩拐点正在形成

上海莱士 (002252)

评级: 买入 (调高)

当前股价: 26.29 元

中报点评

2009 年 8 月 25 日 星期二

医药化工研究小组

张飞、袁舰波

021-50586660-8629

zhf@longone.com.cn

医药/生物制品行业

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

行业重点跟踪股票及评级

股票名称	代码	评级
益佰制药	600594	买入
康缘药业	600557	买入
南京医药	600713	买入
上海莱士	002252	买入

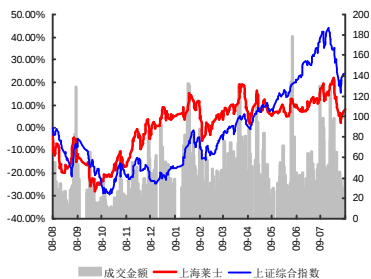
重要数据

总股本(亿股)	1.60
流通股本(亿股)	0.40
总市值(亿元)	42.06
流通市值(亿元)	10.52

市场表现

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1 个月	-7.75%	3.49%
3 个月	1.98%	-13.26%
6 个月	3.98%	-32.05%

个股相对上证综指走势图



相关报告:

- 1、《行业高景气度下的投资机会》，2009 年 1 月 21 日；
- 2、《行业景气度持续提高，投资机会凸现》，2009 年 3 月 31 日；
- 3、《90 天窗口检疫期的影响，投浆量下降》2009 年 4 月 27 日。

投资要点

q 经营业绩

公司 2009 年上半年实现营业收入 1.63 亿元，同比下降 7.90%；实现营业利润 6145 万元，同比减少 21.87%；实现利润总额 6140 万元，同比减少 19.98%；实现归属母公司所有者净利润 5121 万元，同比减少 19.70%；基本每股收益 0.32 元，按照同一基数计算（1.6 亿总股本），同比减少 19.70%。

q 业绩分析

受 90 天窗口检疫期的影响，尽管公司投浆量开始了恢复，但整体仍然远小于去年同期，公司 09 年上半年的业绩同我们的预测（下降 20%）基本一致，具体分析：

- 1、90 天窗口检疫期对公司影响最大的时间为 08 年下半年和 09 年上半年，公司 08 年投浆量为 180 吨，其中下半年投浆量大幅度下降，估计仅有 50 吨左右，报告期内公司产品销量较去年同期减少 12.56%，主营业务收入较去年同期下降 7.9%。
- 2、受投浆量下降以及采浆成本上升的双重影响，报告期内公司毛利率为 58.37%，较去年同期下降了 5.26 个百分点。其中由于年初献浆员营养费发的提升导致原料血浆的采购价格同比增加了 22.70%，分产品中白蛋白毛利率下降了 1.3 个百分点，静丙由于去年同期消化了部分存货毛利率下降了 8.93 个百分点。
- 3、报告期内公司期间费用率为 19.3%，较去年同期微增 0.23 个百分点，但费用结构发生了较大的变化其：中销售费用率受益于产品景气度的不断提高，在原本很低（去年同期为 3.18%）的基础上下降了 0.34 个百分点；较多的账面现金导致财务费用率下降了 2.56 个百分点；由于下属浆站费用的支出刚性，在销售收入下降的前提下，管理费用率增加了 3.13 个百分点。

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21)50586660 转 8638

传真: (86-21)50819897

E-Mail: dhresearch@longone.com.cn

市场有风险，投资需谨慎

q 投资要点

公司 08 年全年的投浆量在 180 吨左右，其中上半年 130 吨，下半年受 90 天窗口期的影响急剧下滑至 50 吨左右，而公司的采浆量一直处于稳定增长的状态（15%的增速），由此公司 08 年积累了相当多的存货，历史上留存较多的生产静丙的组分也于 08 年被销售一空。90 天窗口检疫期对公司影响最大的时间为 08 年下半年和 09 年上半年，其中尤以 08 年下半年为甚。

进入 09 年以来，公司采用了各种措施提高献浆员复查的频率，投浆量较 08 年下半年有了较大程度的回复，但鉴于 08 年上半年较大的基数（08 年上半年不受 90 天窗口期的影响），投浆量同比仍然处于下滑状态，加上采浆成本的提高、浆站的刚性支出等因素造成了 09 年上半年的业绩下滑。

由于窗口期影响的减弱，公司 09 年下半年的投浆量将高于上半年并远高于去年下半年 50 吨的投浆量，从而使全年的投浆量将有明显增长。

目前血液制品行业供求关系紧张的局面尚无法在短期内得以解决，公司主要产品的供货价格均已接近发改委的最高零售价，未来一段时间内维持高毛利率的可能性非常大，因此目前影响公司盈利情况的最主要因素是公司的投浆量水平。

鉴于公司下半年的投浆量将有较大程度的恢复，尽管上半年业绩预减，但全年业绩仍将高于去年，因此我们认为 09 年上半年是公司业绩的最低点，下半年开始公司经营业绩将得到较大提升，经营低谷已经过去，业绩拐点正在形成，且公司投浆量在 2010 年相对于 2009 年仍将有较大的增长，这就保证了公司今明两年的持续增长。

今年以来，公司股价持续落后于行业，在未来业绩持续上升的预期下，我们认为公司股价未来将有较大的上涨空间，建议密切关注。

q 盈利预测

我们预计上海莱士 09 年、10 年 EPS 分别为 0.756 元、1.08 元，当前股价相对于 09 年、10 年 EPS 分别为 34.78 倍、24.34 倍，由于 10 年业绩的高增长是确定性事件以及血液制品持续的供不应求状况，我们给予上海莱士 6 个月目标价 31.55 元，相对于 09 年、10 年 EPS 分别为 41.73 倍、29.21 倍，给予“买入”评级。

表 1: 上海莱士主要财务指标 单位: 亿元

主要财务指标	2008 年	2009 年	2010 年
营业收入	3.0986	3.5779	5.0091
增长率 (%)	0.00	15.46	40
减: 营业成本	1.1645	1.4312	1.9535

营业毛利	1.9341	2.1467	3.0556
毛利率(%)	62.42	60.00	61
减：营业税金及附加	0.0042	0.0048	0.0067
资产减值损失	-0.0080	0	0
销售费用	0.1090	0.1090	0.1090
管理费用	0.5524	0.6308	0.9332
财务费用	0.0128	-0.0429	-0.0500
费用率(%)	21.76	19.48	19.81%
营业利润	1.2520	1.445	2.0567
营业外收入	0.0144	0.0166	0.0232
营业外支出	0.0216	0.0249	0.0349
利润总额	1.2448	1.4367	2.045
减：所得税	0.1930	0.2227	0.3170
实际税负比率(%)	15.50	15.50	15.50
少数股东损益	0.0039	0.0045	0.0063
归属母公司所有者的净利润	1.0479	1.2095	1.7217
增长率(%)	28.15	15.4%	42.35%
净利润率(%)	33.82	33.80	34.37
每股收益	0.65	0.756	1.08

q 风险提升

- 1、 投浆量的恢复达不到预期目标。
- 2、 采浆成本的提高导致单位血浆的盈利能力下降。

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

张飞: 东海证券医药行业分析师, 西安交通大学药学学士, 北京大学金融信息工程硕士, 主要研究中药、生物制药及化学制剂板块。

重点跟踪公司: 兰生股份、三九医药、同仁堂、上海莱士、双鹤药业、健康元等。

袁舰波: 东海证券医药行业高级分析师, 南京大学理学学士, 复旦大学 MBA, 拥有 13 年的医药及证券行业从业经历, 具备丰富的营销、管理及证券分析经验, 对企业的核心竞争能力和投资价值具有独到的研究。

重点跟踪公司: 益佰制药、康缘药业、升华拜克、现代制药、仁和药业、双鹭药业、上海医药等。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、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。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 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多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122