

生物制品 III

李昱

010-66276861

liyu@cjis.cn

上海莱士

002252

中性

投浆量将平稳回升

血液制品行业目前仍处在高景气状态，人血白蛋白与静丙的需求依然旺盛，静丙的出厂价格继续上涨。但由于吨浆成本提高，行业整体毛利率略有下降。制约行业发展的仍是投浆量，在新开拓浆源难度较大的情况下，投浆量的回升将较为平稳。公司也将维持平稳增长。

投资要点：

- 血液制品的特点是具有政策壁垒的资源性行业，我们一直认为其盈利取决于以下三个因素：1、产品价格，尤其是人血白蛋白和静丙的产品价格；2、投浆量，主要取决于对浆源的控制和献浆政策的执行；3、吨浆成本，主要可变因素是献浆员补贴。
- 产品价格情况基本平稳，行业景气度并未发生变化，供给仍然存在一定缺口。因此，人血白蛋白的招标价格维持在最高零售价，出厂价格基本没有变化，静丙价格则在 08 年的基础上继续上涨。
- 投浆量方面，因为新开设浆站的审批需要时间。目前公司只能在原有浆站的基础上进行挖潜。上半年投浆量 120 吨较去年同期下降的原因在于去年下半年由于有大检修和检疫期的影响，所以上半年投浆较为集中。实际采浆量保持稳步回升，我们预计公司全年的投浆水平可达到 220-230 吨。我们认为未来的浆量增长除了新建浆站外，献浆间隔政策的调整如果实施可能会是重要因素。
- 公司吨浆成本有一定程度的上升，导致整体毛利率略有下降。其主要原因是献浆员补贴的提高，目前，部分献浆员的补贴已从 150 元提高到 200 元，同时，对于持续献浆的献浆员公司还会有奖励措施。我们预计未来吨浆成本将维持现有的水平。
- 公司奉贤新厂区预计需 2 年时间方能投入使用，对 09 年盈利没有影响。
- 我们预测公司 09-11 年 EPS 为 0.70、0.87、1.04 元，公司产品质量、品牌在行业内处于一流水平，在小产品开发上处于行业领先地位，增长确定，我们看好公司的长期发展，目前估值水平达到 10 年 30 X PE，股价合理，维持“中性”的投资评级。

6-12 个月目标价： 26.10 元

当前股价： 26.00 元

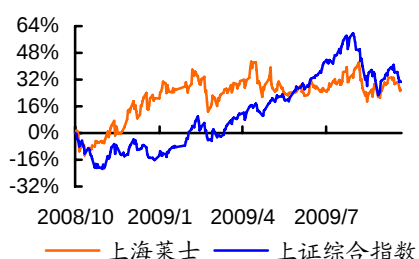
评级调整： 维持

基本资料

上证综合指数	2763.53
总股本(百万)	160
流通股本(百万)	40
流通市值(亿)	10
EPS (TTM)	0.58
每股净资产(元)	4.72
资产负债率	9.2%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
上海莱士	-3.67	-2.03	-1.53
上证综合指数	-3.40	-5.62	16.39



相关报告

《上海莱士-投浆恢复 景气仍然高企》
2009-4-21

主要财务指标

单位：百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	310	329	415	498
同比(%)	0%	6%	26%	20%
归属母公司净利润(百万元)	105	111	138	166
同比(%)	28%	6%	24%	20%
毛利率(%)	62.4%	59.0%	59.0%	59.0%
ROE(%)	13.9%	15.1%	15.9%	16.0%
每股收益(元)	0.65	0.70	0.87	1.04
P/E	40.16	37.82	30.40	25.37
P/B	5.60	5.73	4.82	4.05
EV/EBITDA	26	28	22	18

资料来源：中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	716	568	658	798	营业收入	310	329	415	498
现金	558	387	430	525	营业成本	116	135	170	204
应收账款	17	18	22	27	营业税金及附加	0	0	1	1
其它应收款	5	5	6	7	营业费用	11	12	15	18
预付账款	17	20	25	30	管理费用	55	59	74	89
存货	120	138	175	210	财务费用	1	-8	-8	-10
其他	0	0	0	0	资产减值损失	-1	0	0	0
非流动资产	116	267	294	330	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	-1	0	0	0
固定资产	103	220	269	310	营业利润	125	132	164	196
无形资产	7	7	7	7	营业外收入	1	0	0	0
其他	6	40	18	13	营业外支出	2	0	0	0
资产总计	831	834	952	1128	利润总额	124	132	164	196
流动负债	76	96	76	86	所得税	19	20	25	30
短期借款	29	0	0	0	净利润	105	111	138	166
应付账款	7	8	10	12	少数股东损益	0	0	0	0
其他	41	88	66	74	归属母公司净利润	105	111	138	166
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	141	132	169	203
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.65	0.70	0.87	1.04
其他	0	0	0	0					
负债合计	76	96	76	86	主要财务比率				
少数股东权益	4	4	4	4	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
股本	160	160	160	160	成长能力				
资本公积	438	438	438	438	营业收入	0.0%	6.1%	26.2%	20.0%
留存收益	153	136	275	440	营业利润	24.7%	5.2%	24.4%	19.8%
归属母公司股东权益	751	734	873	1039	归属于母公司净利润	28.2%	6.2%	24.4%	19.8%
负债和股东权益	831	834	952	1128	获利能力				
					毛利率	62.4%	59.0%	59.0%	59.0%
					净利率	33.8%	33.9%	33.4%	33.3%
					ROE	13.9%	15.1%	15.9%	16.0%
					ROIC	48.6%	30.9%	29.8%	30.9%
					偿债能力				
					资产负债率	9.2%	11.5%	8.0%	7.6%
					净负债比率	37.96	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	9.36	5.90	8.67	9.29
					速动比率	7.80	4.46	6.37	6.85
					营运能力				
					总资产周转率	0.54	0.39	0.46	0.48
					应收账款周转率	7	10	11	11
					应付账款周转率	16.21	18.62	19.36	18.93
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.65	0.70	0.87	1.04
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.67	0.77	0.53	0.84
					每股净资产(最新摊薄)	4.70	4.59	5.46	6.49
					估值比率				
					P/E	40.16	37.82	30.40	25.37
					P/B	5.60	5.73	4.82	4.05
					EV/EBITDA	26	28	22	18

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

李昱, 中投证券研究所医药行业分析师, 理学硕士。2008 年度卖方分析师水晶球奖"医药行业第二名, 2008 年新财富最佳分析师医药行业第 3 名。

主要研究覆盖生物医药、传统中药、医疗器械: 云南白药、三九医药、康美药业、通化东宝、天坛生物、科华生物、达安基因等。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的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、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434