

五驾马车，奔赴盛宴

研究结论

- **产品价格提升，公司盈利能力上新台阶。**从 2009 年末到 2010 年初，包括静丙蛋白、八因子和纤维蛋白原在内的多个产品最高零售价均出现大幅上调，出厂价也随比例调整。由于静丙蛋白和小制品占据公司营收的半壁江山，此阶段的大幅度提价对公司的盈利能力起到明显的提升作用，景气度上了一个新台阶。

在行业内选择投资标的，上海莱士享受估值优势，这为投资者提供了最为安全的投资边际，并且其独具特色的高纯度与低基数也为业绩的高增长奠定了主节奏。另外公司静丙出厂价上调空间犹存，或将成为超预期因素。

- **投浆量上升奠定公司业绩增长基石。**国内原料血浆供应紧张加剧，因而投浆量是公司业绩增长的根本性保证，原材料的掌控能力成为血制品企业的核心竞争力。预计今后三年公司投浆量将保持 18%–22% 的增速，高于行业平均 10%–15% 的增速，2010、2011 年投浆量预计将分别达到 330 万吨、390 吨，规模优势将进一步明显，并带来毛利率水平至少提升 3–4 个百分点。公司未来投浆量的增长预计来自于两个方面：一方面是现有浆站的内部挖潜，空间巨大，另一方面是新建三个浆站的贡献。

- **乙肝免疫球蛋白上市缓解市场供求紧张度。**我国乙肝免疫球蛋白市场供求极度紧张，预计 3 年内供不应求局面不会改变，公司在研产品乙肝免疫球蛋白现在处于临床 3 期阶段，本期临床结束后即将开始产品报批工作，我们预计 2011 年下半年乙肝免疫球蛋白将开始为公司贡献利润，并丰富公司产品线，在提高血浆利用率的同时提高公司整体毛利率水平。

- **开发基因重组产品，摆脱血浆原料限制。**公司已经成为我国血制品高端研发的急先锋。在研产品重组凝血因子 VIII 已经完成实验室的研究后，目前正进行中试研究。作为我国小制品领域最有希望的基因重组类药物，一旦研发成功，公司将可能彻底摆脱投浆量的限制，实现行业升级换代。

- **未来股价催化剂：**产品价格的上升，新血浆站的建成、新产品的上市、以及良好的 2010 年半年报、年报、2011 年一季报、年报等业绩。

- 我们预计，2010 年公司经营业绩将上一新台阶，净利润同比增速 66%，每股收益达到 1.41 元，2011 年公司仍将保持较快稳定，净利润同比增速 30%，每股收益 1.83 元，预期此后公司受益于新浆站和新产品的推动作用将继续保持 20%–30% 的增速。维持公司“买入”的投资评级，目标价 56 元。



东方证券
ORIENT SECURITIES

李淑花

医药行业首席分析师

8621-63325888 × 6088

lishuhua@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860208110154

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 **(维持)**

股价(2010 年 06 月 10 日) 46.26 元

目标价格 56 元

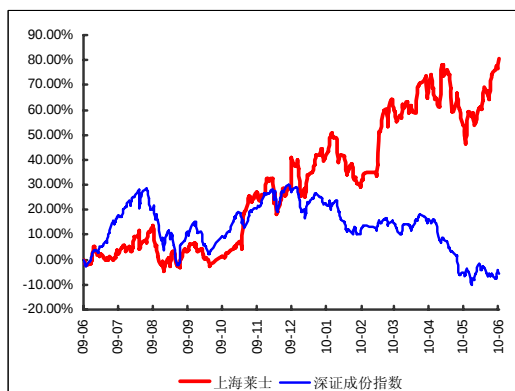
总股本/A 股(万股) 16000/16000

国家地区 中国

行业 医药

报告日期 2010 年 06 月 11 日

股价表现



资料来源：WIND

财务预测

重要财务指标		单位:百万元			
主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E	
营业收入	388	535	668	836	
同比(%)	25%	38%	25%	25%	
归属母公司净利润	136	226	292	369	
同比(%)	29%	66%	30%	26%	
毛利率(%)	57.5%	69.0%	70.0%	70.0%	
ROE(%)	17.9%	22.9%	23.2%	22.9%	
每股收益(元)	0.85	1.41	1.83	2.31	
P/E	54.56	32.78	25.31	20.04	
P/B	9.76	7.52	5.87	4.59	

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

目 录

1 盈利预测	4
2 投资亮点	5
2.1 产品价格提升，公司盈利能力上新台阶	5
2.2 投浆量上升奠定公司业绩增长基石	6
2.3 新产品上市：乙肝免疫球蛋白缓解市场供求紧张度	9
2.4 未来战略定位：开发基因重组产品，摆脱血浆原料限制	9
2.5 多重指标验证公司极强的股本扩张能力	10
3 公司概况	12
3.1 股权结构明晰，营运机制高效	12
3.2 种类完备，质量领先	12
3.3 收入三分天下，静丙贡献提升	13
3.4 销售回款良好，盈利质量极佳	15
4 行业纵览	16
4.1 原料血浆供应是行业的命脉所在	16
4.2 高门槛与高质量造就寡头竞争格局	16
4.3 国内外血制品消费结构存在差异	17
5 投资建议	19

图表目录

图 1：公司景气度预测	5
图 2：公司投浆量增长情况预测	7
图 3：公司新建浆站基本概况	9
图 4：公司股权结构图	12
图 5：公司分产品经营情况	14
图 6：公司主要产品毛利率变化情况	14
图 7：2005 – 2009 年公司经营活动现金状况	15
图 8：人血液成分的构成情况	16
图 9：2006 年全国血液制品生产企业投浆量规模	17
图 10：国内外市场血液制品销售结构比较	18
表 1：血制品上市企业投资价值横向比较	6
表 2：公司现有主要浆站潜力示意	8
表 3：09 年乙肝免疫球蛋白批签发情况	9
表 4：基因重组类血制品与传统血制品比较	10
表 5：公司股本扩张能力指标衡量	10
表 6：公司主要产品概况	13
附表：公司财务预测表	20

1 盈利预测

我们预计，2010 年公司经营业绩将上一新台阶，净利润同比增速 60%以上，每股收益达到 1.41 元，2011 年公司仍将保持较快稳定，净利润同比增速 30%，此后公司受益于新浆站和新产品的推动作用将继续保持 20%–30%的增速。我们主要的盈利预测假设如下：

2010 年

- 受益于营养费上调的推动作用，公司 2010 年投浆量增长 20%，达到 330 万吨，假设血制品价格不变，规模的上升将带来毛利率水平的上升和期间费用率的下降，因此我们预计 2010 年公司净利润将增长 30%，增厚 4070 万税后利润，每股收益增加 0.26 元；
- 在 2010 年初静丙蛋白最高零售价，以 2.5g 为计，从原来的 412 元提高到 600 元的背景下，我们从经销商处了解到，公司静丙蛋白出厂价从 402 元调整到 520 元，增长 29.35%，2009 年公司静丙蛋白销售收入为 1.52 亿，价格不变前提下 2010 年静丙收入增长到 1.82 亿，算入价格上升 29.35%，静丙产品税前利润增厚 5353 万，扣除实际所得税 15%，增厚 4550 万税后利润，每股收益增加 0.28 元；
- 从 2009 年 10 月份开始，包括纤维蛋白、八因子在内的小制品价格上调，对公司业绩的影响主要体现在 2010 年，纤维蛋白原以 0.5g 为计，出厂价从 147 元上调至 350 元，增幅为 138%，八因子以 300 单位为计，出厂价从 300 元上调至 500 元，增幅为 67%。2009 年公司小制品销售收入为 4925 万元，价格不变前提下 2010 年小制品收入增长到 5910 万元，估算价格上升 100%，小制品税前利润增厚 5910 万元，扣除实际所得税 15%，增厚 5023 万税后利润，每股收益增加 0.31 元；

综合以上预测，公司 2010 年税后利润增厚 1.45 亿元，每股收益增厚 0.85 元，2010 年每股收益将达到 1.70 元，考虑其他难以预期的因素后、以及公司业绩释放的意愿，我们适当调低盈利预测，预计 2010 年每股收益为 1.41 元，存在超预期可能。

2011 年–2012 年

- 公司投浆量继续保持 18%–20%增速；
- 海南三个浆站建成，开始贡献新浆源；
- 新产品乙肝免疫球蛋白预计将上市，成为新的利润增长点；

2 投资亮点

上海莱士是一家典型的血制品生产企业。作为国内最早实现血液制品批量生产的厂家之一，上海莱士至今仍保持着对血制品行业的专注，在涉足血制品业务的已上市企业中，公司是唯一一家业务100%集中在该领域的厂家。公司产品优质优价，长期占据着中国血制品消费的高端市场，在业内和消费者中拥有良好的知名度，品牌优势明显。

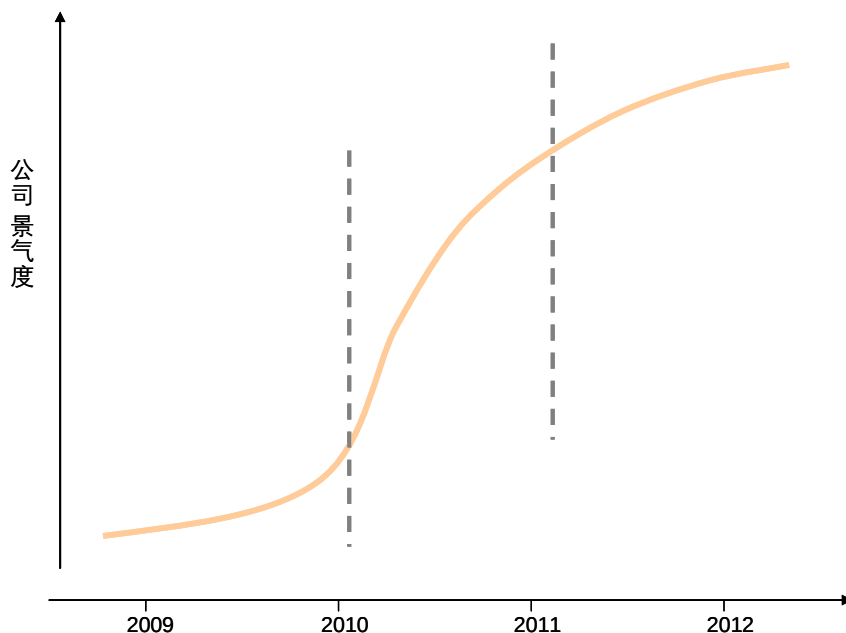
2.1 产品价格提升，公司盈利能力上新台阶

目前国内血制品主要产品一直处于供不应求的阶段，黑市价格远远高于国家和地方设定的最高零售价，产品提价势在必行，从2009年末到2010年初，包括静丙蛋白、八因子和纤维蛋白原在内的多个产品最高零售价均出现大幅上调，出厂价也随比例调整。

- 2009年10月上海市将八因子（凝血因子VIII）最高零售价，以300单位为计，从原来的346元提高到540元，提升幅度达到56%，目前全国其他地区已基本实行此价格；
- 2010年2月上海市将静丙蛋白最高零售价，以2.5g为计，从原来的412元提高到600元，提升幅度为46%，目前全国大部分地区也已作相应调整；

静丙蛋白和小制品占据公司营收的半壁江山，此阶段的大幅度提价对公司的盈利能力起到明显的提升作用，景气度上了一个新台阶，考虑到此次提价后，未来两三年内采浆量的逐步上升将开始缓解目前供求紧张的局面，静丙蛋白和小制品再度集中提价的可能性较低，此次景气度大幅度爬坡很可能是最后的盛宴，机不可失。

图 1：公司景气度预测



资料来源：东方证券研究所

● 行业内投资标的选择：上海莱士享受多重优势

价格的提升一定程度上促进整个行业内公司价值的上调，如天坛生物 2010 年 1 季度整体销售收入同比降低 2.61%，净利润却同比增长 36.51%，其三大业务组成中长春祈健业绩下滑、母公司销售收入和毛利率均有三个点左右降幅的情况下，1 季度公司经营的一亮点和净利润增长的关键点就在于成都蓉生及其血液制品业务。在此背景下我们要在血制品行业高景气下选择投资标的，主要考虑投资的潜在收益和投资对象与血制品行业的关联度。

表 1：血制品上市企业投资价值横向比较

	估值分析				业务分析	
	2010 预测 EPS	2010PE	2011 预测 EPS	2011PE	2009 年血制品营业额	占公司比例
华兰生物	1.32 元	38 倍	1.71 元	30 倍	5.05 亿	41.43%
天坛生物	0.50 元	55 倍	0.55 元	50 倍	3.50 亿	32.58%
上海莱士	1.41 元	33 倍	1.83 元	25 倍	3.88 亿	100%

以 2010 年 6 月 10 日收盘价计算

资料来源：东方证券研究所

从估值角度分析，上海莱士 2010 年 PE 为 33 倍，2011 年 PE 为 25 倍，在三家企业中最低，去年甲流疫苗行情很大程度上提升了华兰生物和天坛生物的估值水平，由于上海莱士没有疫苗业务因此股价并未一路走高，随着血制品行业景气度的爬坡，历史原因下的低估值理应被纠正，这也为投资者提供了最为安全的投资边际。

从业务角度分析，上海莱士 2009 年血制品营业额为 3.88 亿元，占公司总收入的 100%，受益整个行业大发展的关联度最高，而天坛生物受累于自身疫苗业务的低增长，华兰生物血制品规模最大但基数效应也相应降低，因此惟有上海莱士，其独具特色的高纯度与低基数为业绩的高增长奠定了主节奏。

● 静丙出厂价上调空间犹存，或成超预期因素

我们从经销商处了解到，在静丙提价前，公司出厂价为 402 元，而最高零售价为 412 元，此次提价后，静丙最高零售价上升至 600 元，而公司出厂价为 520 元，未来静丙出厂价上升仍有一定空间，成为公司未来掌控业绩增长的一把利器。

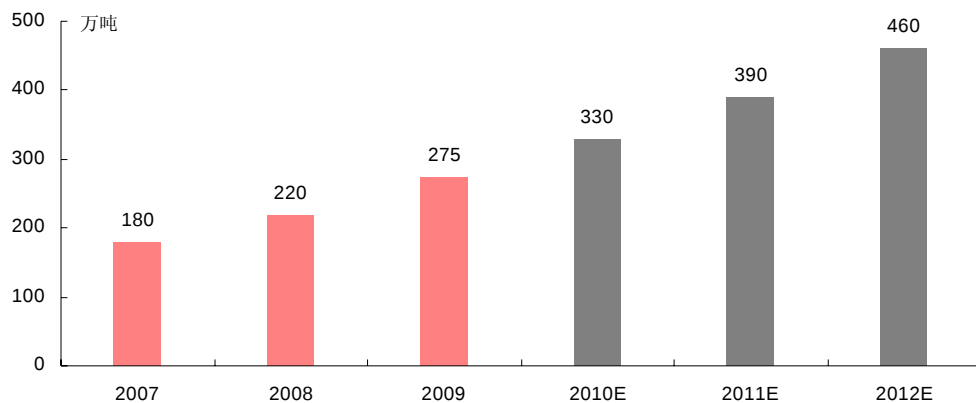
2.2 投浆量上升奠定公司业绩增长基石

血浆是血液制品的原料来源，血浆的不足是我国目前血液制品供求紧张的根本性因素，2004 年国家关停了部分不合要求的单采血浆站，全国原料血浆供应开始紧张，其后随着国家对单采血浆站出台一系列更为严格的监管政策及 2006 年对单采血浆站进行改制，国内原料血浆供应紧张加剧。在此背景下，采浆量和投浆量的上升是公司业绩增长的根本性保证，原材料的掌控能力成为血制品企业的核心竞争力。

公司投浆量一直保持稳步增长态势，成为助推公司业绩增长的坚实动力，预计今后三年公司投浆量将保持 18%–22% 的增速，高于行业平均 10%–15% 的增速，我们预测 2010、2011 年投浆量将分别达到 330 万吨、390 吨，规模优势将进一步明显，并带来毛利率水平至少提升 3–4 个百分点。公

司未来投浆量的增长来自于两个方面：一方面是现有浆站的内部挖潜，另一方面是新建三个浆站的贡献。

图 2：公司投浆量增长情况预测



资料来源：东方证券研究所

● 现有浆站：内部挖潜、空间巨大

公司目前拥有 9 个单采血浆站，分布在湖南、广西、陕西等地，09 年单采血浆站平均采血浆量为 33 万吨左右，相对于 07 年的 22 万吨增长了 50%，然而公司主要血浆站的核定采浆区域内献浆员分布并不均匀，献浆员主要聚集在血浆站附近地区，周边县镇基本没有献浆员分布，这说明血浆开采并没有覆盖到邻近区域，市场开发潜力巨大。以 07 年的 22 万吨为基准，我们估算血浆站的潜力至少可以翻两到三倍，为 66—88 万吨，内部挖潜，空间巨大。

公司 2009 年上半年将营养费标准由原来的 150 元/人次提高到至 200 元/人次，显著提高了献浆员献浆的积极性。上海莱士的在册献浆员队伍从 08 年底的 3.9 万人增长到 09 年底的 5 万多人，平均年采浆次数也从 08 年的 9 次增长到 09 年的 10 次，但平均年采浆次数离国家规定 20 次的最高限制还相去甚远，仍有增长的巨大潜力。献浆员规模增加后会有一个辐射效应，带动周围人群加入，因此在册献浆员人数和平均采浆次数有望进一步上升。

表 2：公司现有主要浆站潜力示意

	2007 年采浆量（万吨）	核定采浆区域	供浆员占比（2007 年统计）
石门莱士	38.31	石门县（20 个乡镇）	84.70%
		临澧县（17 个乡镇）	12.39%
		澧县（32 个乡镇）	2.91%
巴马莱士	18.16	巴马县（11 个乡镇）	94.92%
		东兰县（14 个乡镇）	4.53%
		凤山县（11 个乡镇）	0.55%
大新莱士	27.61	大新县（15 个乡镇）	100.00%
		龙州县（12 个乡镇）	0.00%
马山莱士	24.57	马山县（15 个乡镇）	99.85%
		忻城县（13 个乡镇）	0.15%
		合山县（辖 1 岭 2 乡）	0.00%
武鸣莱士	31.47	武鸣县（16 个乡镇）	100.00%
		西乡塘区（7 个乡镇）	0.00%
全州莱士	7.14	全州县（19 个乡镇）	89.61%
		兴安县（10 个乡镇）	9.02%
		资源县（8 个乡镇）	0.09%
		灌阳县（9 个乡镇）	1.37%

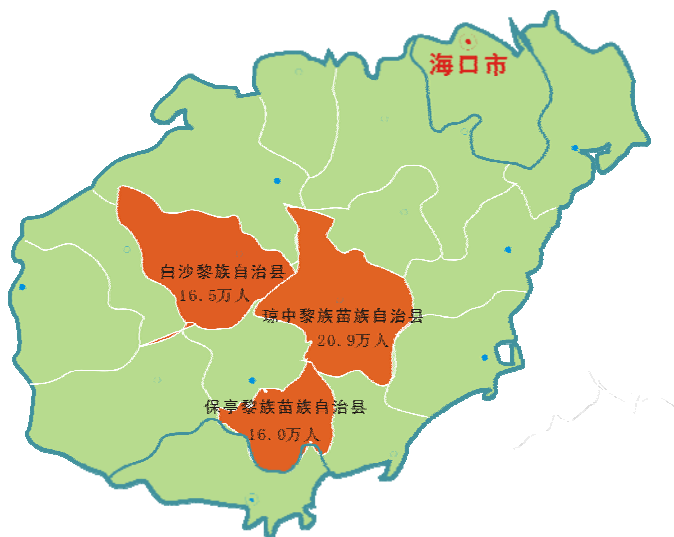
资料来源：公司招股说明书 东方证券研究所

● 新建浆站达产：未来业绩增长的保障

公司 09 年底获批在海南省保亭县、琼中县和白沙县新建三个单采血浆站，目前已完成相关注册工作、土地已经买好并报批结束，预计 2011 年下半年完成建设投入使用。三个县的平均人口在 16-20 万左右，人口规模较小，但我们不同于市场上的其他观点，我们认为公司在本可只建一个浆站覆盖三个县的选择下却决定分别建三个浆站，其主要考虑就在于浆站对周边地区辐射能力在建站之初最强，而对较远地区最弱，在三个县分别建站能够最大程度培育附近市场，提高浆站的采血浆能力，因此我们预计三个浆站达产将会在 2012 年贡献 20-30 万吨左右的血浆量，贡献上海莱士未来血浆储备能力 100-150 万吨。

同时，我们了解到公司还在其他地区进行新建浆站的努力，尽管未来新浆站获批对公司短期业绩并无影响，但考虑到浆站受国家严格管制，属于稀缺性资源，此举对公司长远的可持续发展至关重要。

图 3：公司新建浆站基本情况



资料来源：东方证券研究所

2.3 新产品上市：乙肝免疫球蛋白缓解市场供求紧张度

乙型肝炎免疫球蛋白，临床上主要用于针对意外感染后的应急处理和阻断乙型肝炎母婴垂直传播等。以阻断母婴垂直传播为例，我国每年约有 1700 万孕妇产子，按照孕妇中乙肝表面抗原携带率 7% 左右估算，约有 120 万多名新生儿需接种乙肝免疫球蛋白，给携带乙肝病毒的孕妇每月注射 1 针乙肝免疫球蛋白(200 国际单位)，连续注射 3 针，直至婴儿出生，需要 360 万支‘乙免’，对乙肝免疫球蛋白的需求量极大。

目前华兰生物、四川蜀阳、成都蓉生、上海生物所是乙肝免疫球蛋白的主要生产厂家，从中国生物制品检定所了解到，09 年共有 43 万瓶 200 单位乙肝免疫球蛋白批签发，市场供求极度紧张，由于乙肝免疫球蛋白的血浆来源是有乙肝抗体或者是注射过疫苗的献血者，行业扩产受限于原料供应紧缺，我们预计至少 3 年内供不应求局面不会改变。

表 3：09 年乙肝免疫球蛋白批签发情况

	同路生物	上生所	其他	总计
乙肝免疫球蛋白（200 单位）	182875 瓶	29344 瓶	199660 瓶	428664 瓶

资料来源：中国生物制品检定所 东方证券研究所

公司在研产品乙肝免疫球蛋白 2006 年 4 月 3 日获得 SFDA 颁发的《药物临床试验批件》，现在处于临床 3 期阶段，本期临床结束后即将开始产品报批工作，我们预计 2011 年下半年乙肝免疫球蛋白将开始为公司贡献利润，并丰富公司产品线，在提高血浆利用率的同时提高公司整体毛利率水平。

2.4 未来战略定位：开发基因重组产品，摆脱血浆原料限制

目前公司正全力进军基因重组领域，在研产品凝血因子 VIII 已经完成了完成工艺路线开发、第一阶段实验室的研究后，目前正进行中试研究，公司已经成为我国血制品高端研发的先锋。

基因重组类血浆蛋白制品堪称传统血浆蛋白制品的更新换代性产品，其基本原理在于目的蛋白的基因克隆，将该基因插入到某种细菌或真菌中进行复制，然后收集蛋白用于临床治疗，与传统血浆制品相比，基因重组类产品具有多重优势：

表 4：基因重组类血制品与传统血制品比较

	基因重组类血制品	传统血制品
对血浆依赖度	完全不依赖于血浆	对血浆依赖度极高
价格因素（以八因子为例）	国内最高零售价为 1320 元	国内最高零售价为 540 元
安全性	与人类血液“绝缘”，风险极低	存在疾病传染的风险
技术壁垒	技术要求高，国内尚无此类厂家	技术要求低，多家企业生产

资料来源：东方证券研究所

国外血液制品企业已经大规模利用基因重组技术生产血浆蛋白制品取代血浆来源的产品用于临床，目前已经上市重组人血浆蛋白包括 1、重组人凝血因子 VIII，在欧美市场上，基因工程凝血八因子的市场份额已经达到了 80%，而国内基本还是空白；2、重组人凝血因子 VII，2005 年的全球销售额近 10 亿美元，另外还有重组人凝血因子 IX、组织血浆酶原激活物、C 反应蛋白等。为解决凝血因子 VIII 缺货断货的问题，我国食品药品监督管理局也于 2007 年审批拜耳公司生产的基因重组凝血因子 VIII 进入中国市场。

公司的基因重组凝血因子 VIII 已成为我国小制品领域最有希望的基因重组类药物，一旦研发成功，公司可彻底摆脱投浆量的限制，对产品进行自主的扩大再生产，从而彻底解决目前国内凝血因子供求紧张的局面，同时公司将积累丰富的研发经验，系列基因重组类药物将陆续推出，实现行业升级换代。

2.5 多重指标验证公司极强的股本扩张能力

公司总股本 16000 万，流通股 4000 万，上市两年来公司一直没有扩张自己的股本，分析公司基本指标，我们认为公司具有极强的股本扩张能力，股本扩张潜力十足。

表 5：公司股本扩张能力指标衡量

	2008	2009	2010
每股未分配利润(元)	0.81	0.77	-
每股资本公积(元)	2.74	2.74	-
每股收益(元)	0.75	0.85	1.41
净利润增长率	28.15%	29.46%	65.88%

资料来源：东方证券研究所

首先，公司盈利能力和成长性非常出色。在股本保持不变前提下，10 年预计每股收益 1.41 元，为公司股本稀释留下充足空间，同时从历史上来看，公司 08、09 年净利润保持 29% 的增速，10 年受产品提价因素促进，增速将会达到 66%，公司未来高成长性确定；

其次，公司每股资本公积金高达 2.74 元，直接决定了公司强大的转增股本能力，2.7 元的公积金就意味着公司可以最高 10 股转增 27 股。

在公司已上市两年、股本仍然较小的前提下，我们认为公司今明两年进行股本扩张的可能性非常大，建议投资者在制定决定时积极考虑上述因素。

3 公司概况

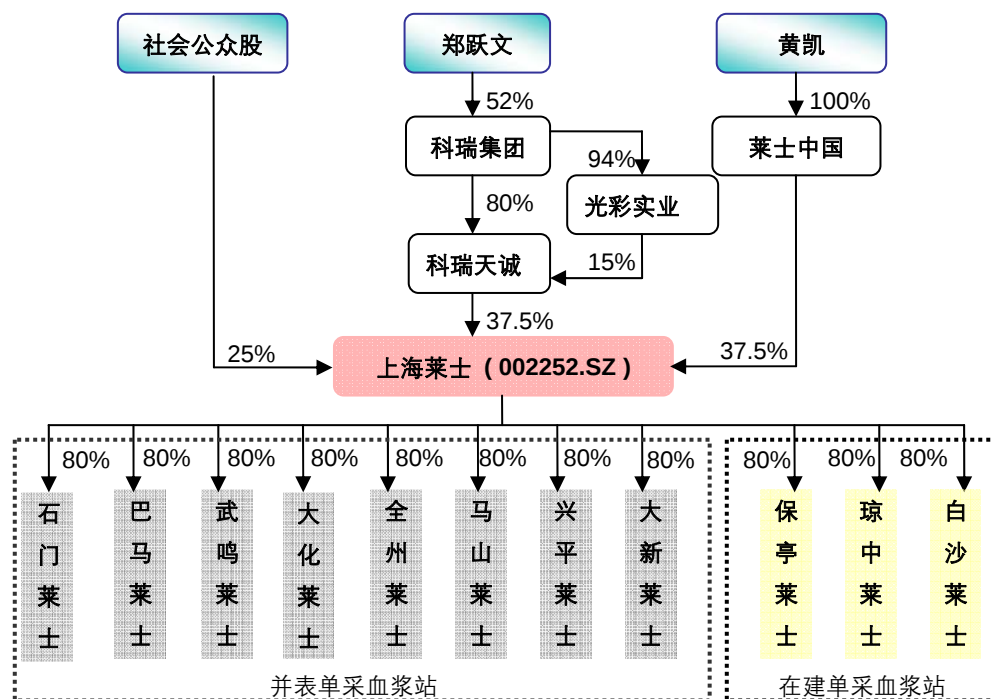
上海莱士其前身为上海莱士血制品有限公司,由美国稀有抗体抗原供应公司和上海市血液中心血制品输血浆器材经营公司于 1989 年在上海合资成立。公司于 2008 年 6 月 11 日向社会公开发行人民币普通股 (A 股) 4,000 万股,于 2008 年 6 月 23 日在深圳证券交易所上市。

3.1 股权结构明晰, 营运机制高效

公司的实际控股股东为黄凯和郑跃文, 分别通过科瑞天诚与莱士中国持有公司 37.5% 的股权, 同时也是公司的实际控制人。公司股权结构明晰, 利于高效的营运管理, 给公司的稳健发展打下坚实基础。

公司现有 9 个控股子公司, 均为向公司提供原料血浆的单采血浆站, 其中纳入公司合并范围的控股子公司有 8 个, 灵璧莱士单采血浆站未纳入合并范围。2009 年 12 月, 公司得到海南省卫生厅的批复, 获准在海南省保亭、琼中、白沙三个县 (人口总数约 60 万) 分别新建单采血浆站有限公司, 公司对各浆站的出资比例为 80%, 出资额为 600 万元。目前, 各站的筹建工作已积极展开, 预计于 2011 年投入使用。

图 4: 公司股权结构图



资料来源: 公司资料 东方证券研究所

3.2 种类完备, 质量领先

公司主要产品为人血白蛋白、静注射人免疫球蛋白、人凝血酶原复合物、人凝血因子 VIII、冻干人凝血酶、冻干人纤维蛋白原以及外用冻干人纤维蛋白粘合剂，涵盖 7 个品种 23 个规格，产品种类完备。

公司生产工艺成熟，血浆综合利用率高居行业前列，一吨血浆能够分离出 2600 瓶白蛋白（10g）1500-1600 瓶静丙蛋白（2.5g）和 1000 瓶八因子。公司血浆分离采用改良孔氏法，生产过程由电脑全程自动监控，产品均采用二步不同的有效病毒灭活措施，采用密闭管道化的工艺流程，以确保生产的可重复性，避免人为因素引起差错，而且更可避免交叉污染。

公司的产品质量内控要求远高于国家质量控制标准：如白蛋白的纯度公司内控要求达到 99%，高于国家 $\geq 96\%$ 的标准；静注丙球的纯度公司内控要求 $>98\%$ ，高于国家 $\geq 95\%$ 的标准；凝血因子 VIII 的纯度公司内控要求 $\geq 80\%$ ，而国家标准为 $\geq 70\%$ 。

表 6：公司主要产品概况

产品名称	主要临床用途	是否医保
人血白蛋白 (安普莱士)	临床应用极广，如失血创伤等引起的休克、脑水肿及损伤引起的颅压升高、肝硬化及肾病引起的水肿或腹水等。	国家乙类
静丙蛋白 (伽玛莱士)	常用于各类原发性免疫蛋白缺乏症与继发性免疫球蛋白缺陷症等	北京、上海
人凝血因子 VIII (海莫莱士)	主要用于人血友病的治疗	国家乙类
人凝血酶原复合物 (普舒莱士)	主治疗先天性和获得性凝血因子 II、VII、IX、X 缺乏症	国家乙类
人纤维蛋白原 (法布莱士)	主治先天性、获得性纤维蛋白原减少与缺乏症	国家甲类
冻干人凝血酶原 (舒平莱士)	主要用作局部止血药，辅助用于处理普通外科腹部切口等创面的渗血	国家乙类
外用冻干纤维蛋白粘合剂 (护固莱士)	主要用作局部止血药，辅助用于处理烧伤创面或手术切口等创面的渗血	上海

资料来源：公司资料 东方证券研究所

从 2008 年开始，公司就采用核酸扩增技术（NAT）对原料血浆、中间产品和终产品进行乙肝、丙肝和爱滋病毒检测，目前公司是国内唯一一家采用 NAT 技术进行质量检测的企业。

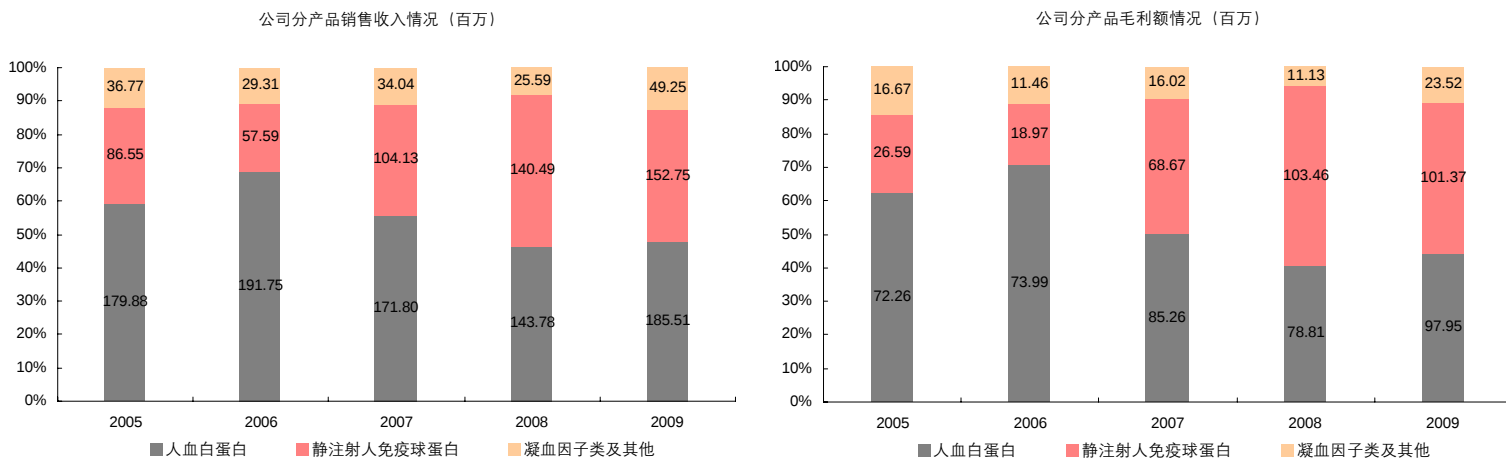
由于工艺和产品质量控制在业内遥遥领先，公司产品定价一直位于行业最高端。产品主销区为经济发达的华南地区、华东地区包括上海等地，目前三个地区的销售收入已占公司总销售收入 80% 以上。

3.3 收入三分天下，静丙贡献提升

从主营收入构成看，人血白蛋白、静丙和小制品构成公司三大业务，其中白蛋白和静丙是公司主要的利润来源。2007 年、2008 年及 2009 年这两种产品的销售合计占同期主营业务收入的比重分别达到了 89.02%、91.74% 和 87.29%。其中静丙产品近年提价幅度大幅高于人血白蛋白产品，盈利能力

力显著增强，对公司业绩的贡献力度明显提升，静丙产品的销售收入占同期主营业务收入的比重从 2007 年的 33.59% 提升至 2009 年的 39.42%。

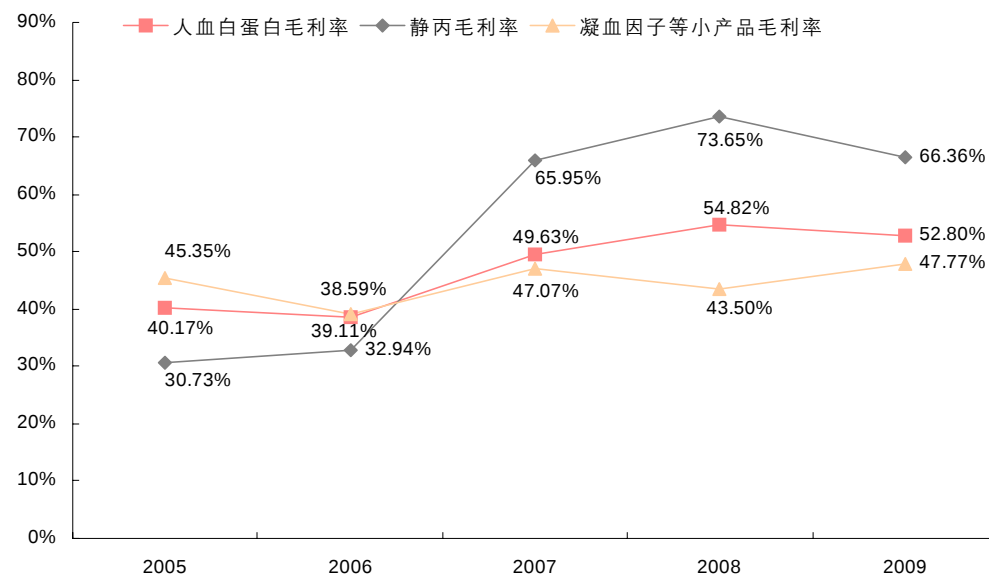
图 5：公司分产品经营情况



来源：Wind，东方证券研究所

从 2006 年下半年起，公司陆续将下属浆站改制并纳入公司合并报表，由于采购血浆成本的合并抵销，一定程度上提高了公司按合并报表口径计算的毛利率水平，因此 2007 年公司毛利率水平显著上升。此后随着投浆量的上升和产品价格的提升，公司毛利率水平基本保持历年稳步上升的态势，09 年毛利率水平略有降低，这主要是因为公司提高了营养费标准，09 年吨浆成本 45 万元 相比去年增加了 8.3 万元左右。

图 6：公司主要产品毛利率变化情况

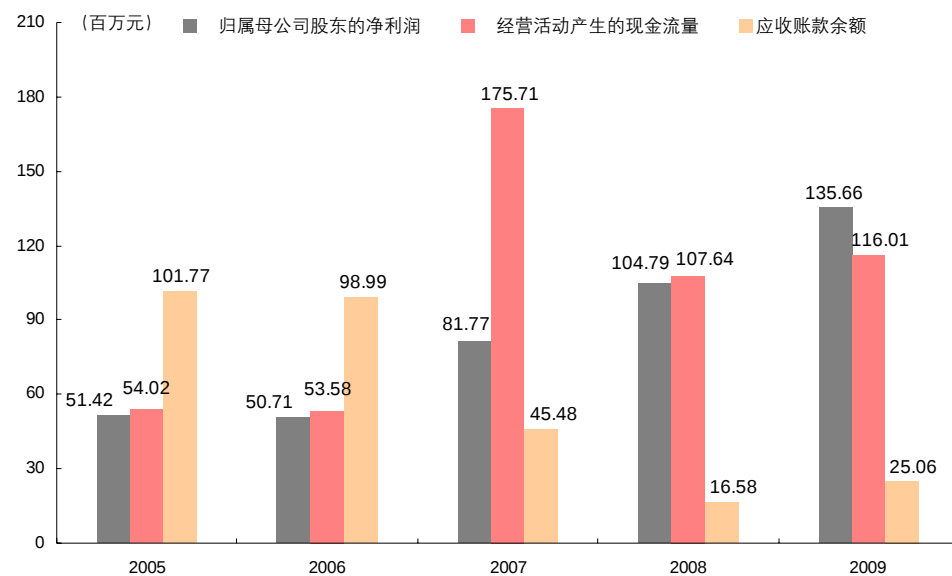


资料来源：Wind，东方证券研究所

3.4 销售回款良好，盈利质量极佳

公司历年产销状况良好，产品供不应求，产品销售回款的情况也很理想，公司经营活动产生的现金流量净额一直高于公司净利润，显示出公司极佳的盈利质量，09 年现金流略低于净利润，这主要是公司应收账款和应收票据增加所致。公司 2005 年 -2009 年间归属母公司股东的净利润复合增长率达 27.56%，而同期公司应收账款余额复合增长率为-29.56%，显示出销售回款控制良好，公司资金状况极佳。

图 7：2005 - 2009 年公司经营活动现金状况



资料来源：Wind，东方证券研究所

4 行业纵览

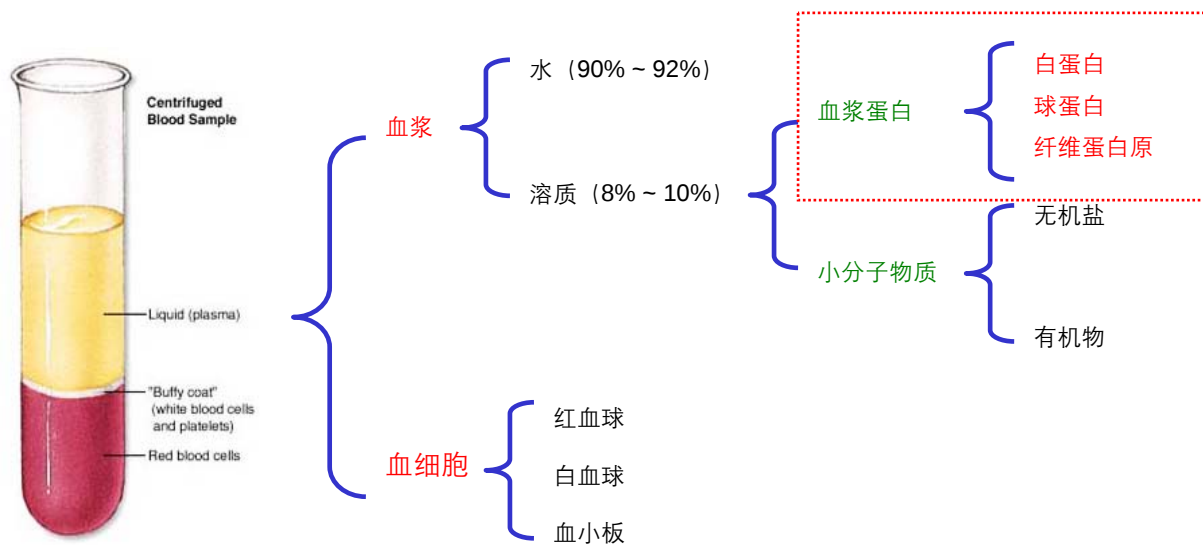
4.1 原料血浆供应是行业的命脉所在

血液制品是指各种人血浆蛋白制品，包括人血白蛋白、静脉注射用人免疫球蛋白、肌注人免疫球蛋白、人凝血因子Ⅷ、人凝血酶原复合物、人纤维蛋白原、抗人淋巴细胞免疫球蛋白等多种产品，其原料是血浆。人血浆中有 90% - 92% 是水，仅有 8% - 10% 是溶质，血液制品主要是从血浆蛋白组分中分离提纯制成的。

一般来说，新鲜血液保质期为 21 天，血液制品保质期短则两年，长的可达 5 年。据国家统计局相关数据显示，2002 年全国血液制品投浆量为 3000 吨，2004 和 2005 年由于血浆站整治等因素导致投浆量增长不大，2006 年增长至 4687 吨，达到近几年历史新高。2007 年国家实施血浆站转制，同时卫生部要求血浆站进行 GMP 认证，一大批浆站处于停产或半停产的整顿状态，导致当年血浆采集量大幅下降，同比降幅约为 40%。2008 年受到“窗口检疫期”的影响更为严重，市场供给只有 2,500 吨。

总而言之，原料血浆作为全行业目前唯一的生产原料，资源性极为宝贵，直接扼守了企业生存的咽喉。因此，采浆量和投浆量的上升是血制品企业业绩增长的根本性保证，原材料的掌控能力成为血制品企业的核心竞争力。

图 8：人血液成分的构成情况



资料来源：东方证券研究所

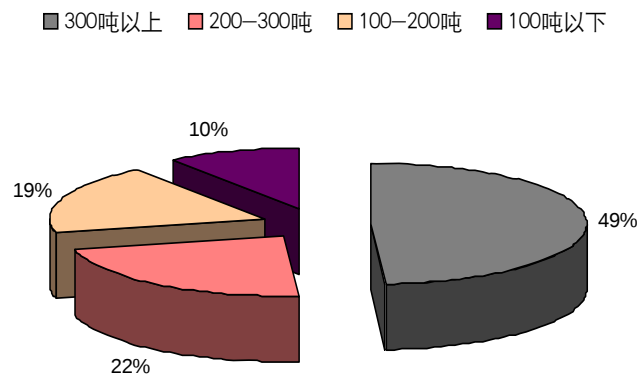
4.2 高门槛与高质量造就寡头竞争格局

由于血制品为预防和治疗用特殊药物，从一人所献血浆中提取蛋白用于其他人身上，质量监管不严格容易造成疾病借血制品进行大规模传染，因此与其他行业相比，本行业又是一个受监管程度较高的行业，其监管部门主要为各级政府的药品监管部门和卫生部门。因此，行业特性导致只有综合能力强的企业才能在血制品生产领域立足。

2001 年起，国务院颁布政策决定不再审批新的血液制品生产企业。为了提高对原料血浆的利用效率，政策规定新设血浆站的生产企业注册的血液制品不得少于 6 个品种，这对血制品生产企业的技术能力提出了更高的要求。

政府提出的一系列行业监管政策大大提高了血液制品行业的行政进入壁垒，也加速了行业形成寡头垄断的速度。血液制品行业的特性导致只有综合能力强的企业才能在本领域立足。

图 9：2006 年全国血液制品生产企业投浆量规模



资料来源：Wind，东方证券研究所

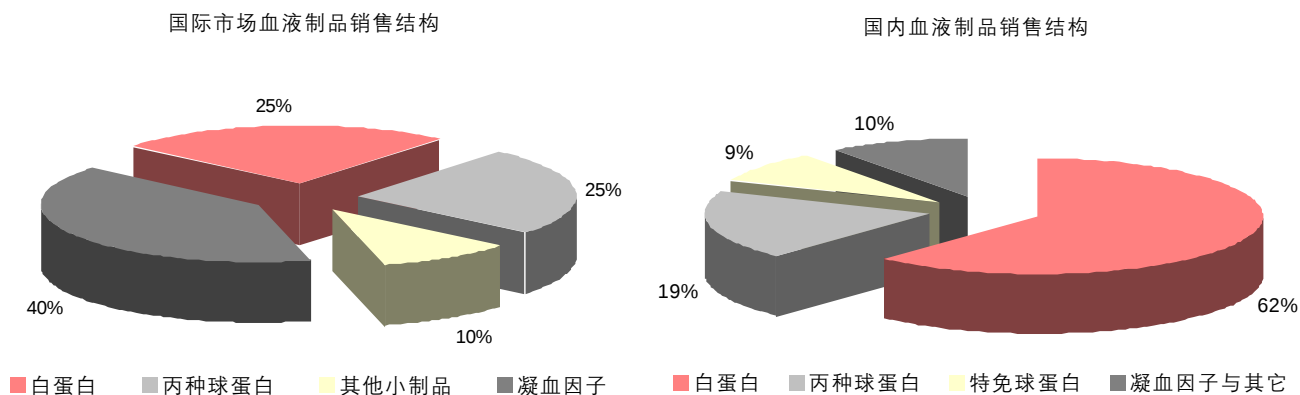
目前国内通过 GMP 认证的血液制品生产企业共有 33 家，正常经营的仅 20 余家，其中中华兰生物、成都蓉生、上海莱士、四川远大蜀阳、上生所、贵阳黔峰六家企业的平均投浆量在 300 万吨以上，约占全国总投浆量的 50%，投浆量在 200 吨至 300 吨之间的血制品企业有 5 家，约占全国总投浆量的 22%，剩余其他血液制品企业的投浆规模都较小。

毫无疑问，国内血液制品行业的监管日趋严格，行业标准逐步提高，血液制品行业集中度的提升乃是大势所趋。血液制品行业内的竞争也必将从过去传统的技术、产品与市场的竞争演变为对整条产业链上下游的管理与掌控能力间的竞争。那些投浆量小、产品单一的小企业将无法生存，领先企业与小企业之间的分化将日益加剧，多寡头竞争必将成为血液制品领域的行业格局。

4.3 国内外血制品消费结构存在差异

从国际市场竞争格局看，国际血液制品市场呈现典型的双寡头垄断格局，拜耳（Bayer）及百特（Baxter）二者的市场占有率高达 80%，其它厂商只占有剩余约 20% 的份额。

从产品消费结构看，凝血因子类产品在国际市场上占主导地位，按产值比例计算约占 40%，其余各类丙种球蛋白占 25%，白蛋白占 25%，其它副产品占 10%。

图 10：国内外市场血液制品销售结构比较


资料来源：南方所，东方证券研究所

相对于国际市场上凝血因子类产品已经进入主流用药的局面而言，白蛋白产品在我国仍居于主导地位，其次是丙种球蛋白、静丙和凝血因子类产品。根据 SFDA 于 2005 年对全国 16 城市典型医院用药的分析数据，在血液制品收入结构中，白蛋白占 62%，丙种球蛋白占 19%，特异性免疫球蛋白占 9%，凝血因子占 8%，其他产品占 2%。

随着经济发展水平的提升，近几年国内血制品消费结构已经发生明显变化，但与国外成熟市场的血液制品市场构成相比，仍然有较大的提升空间。预计未来国内血液制品的消费结构将逐渐向国际市场靠拢，静丙与凝血因子等小产品的国内市场消费量有着较好的增长前景。

5 投资建议

● 产品价格提升，公司盈利能力上新台阶。

从 2009 年末到 2010 年初，包括静丙蛋白、八因子和纤维蛋白原在内的多个产品最高零售价均出现大幅上调，出厂价也随比例调整。由于静丙蛋白和小制品占据公司营收的半壁江山，此阶段的大幅提价对公司的盈利能力起到明显的提升作用，景气度上了一个新台阶。

在行业内选择投资标的，上海莱士享受估值优势，这为投资者提供了最为安全的投资边际，并且其独具特色的高纯度与低基数也为业绩的高增长奠定了主节奏。另外公司静丙出厂价上调空间犹存，而年内白蛋白提价或将成为超预期因素。

● 投浆量上升奠定公司业绩增长基石。

国内原料血浆供应紧张加剧，因而投浆量是公司业绩增长的根本性保证，原材料的掌控能力成为血制品企业的核心竞争力。预计今后三年公司投浆量将保持 18%–22% 的增速，高于行业平均 10%–15% 的增速，2010、2011 年投浆量将分别达到 330 万吨、390 吨，规模优势将进一步明显，并带来毛利率水平至少提升 3–4 个百分点。公司未来投浆量的增长来自于两个方面：一方面是现有浆站的内部挖潜，空间巨大，另一方面是新建三个浆站的贡献。

● 乙肝免疫球蛋白上市缓解市场供求紧张度。

我国乙肝免疫球蛋白市场供求极度紧张，3 年内供不应求局面不会改变，公司在研产品乙肝免疫球蛋白现在处于临床 3 期阶段，本期临床结束后即将开始产品报批工作，我们预计 2011 年下半年乙肝免疫球蛋白将开始为公司贡献利润，并丰富公司产品线，在提高血浆利用率的同时提高公司整体毛利率水平。

● 开发基因重组产品，摆脱血浆原料限制。

公司已经成为我国血制品高端研发的急先锋。在研产品重组凝血因子 VIII 已经完成实验室的研究后，目前正进行中试研究。作为我国小制品领域最有希望的基因重组类药物，一旦研发成功，公司可彻底摆脱投浆量的限制，实现行业升级换代。

● 多重指标验证公司极强的股本扩张能力。

公司未来公司盈利能力和成长性非常出色，而且公司每股资本公积金高达 2.74 元，直接决定了公司强大的转增股本能力。在公司已上市两年、股本仍然较小的前提下，我们认为公司今明两年进行股本扩张的可能性非常大，建议投资者在制定决定时积极考虑上述因素。

我们预计，2010 年公司经营业绩将上一新台阶，净利润同比增速 66%，每股收益达到 1.41 元，2011 年公司仍将保持较快稳定，净利润同比增速 30%，每股收益 1.83 元，预期此后公司受益于新浆站和新产品的推动作用将继续保持 20%–30% 的增速。维持公司“买入”的投资评级，目标价 56 元。

附表：公司财务预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	664	1302	1619	2024	营业收入	388	535	668	836
现金	463	1070	1337	1671	营业成本	165	166	201	251
应收账款	25	32	40	50	营业税金及附加	1	1	1	1
其它应收款	5	8	10	12	营业费用	9	21	23	28
预付账款	11	23	28	35	管理费用	64	87	100	125
存货	152	169	205	256	财务费用	-11	-7	-1	-6
其他	7	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	161	199	222	244	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	-0	0	0	0
固定资产	99	141	169	193	营业利润	159	267	345	436
无形资产	42	42	42	41	营业外收入	1	2	2	2
其他	20	15	12	10	营业外支出	1	2	2	2
资产总计	825	1500	1842	2268	利润总额	160	267	345	436
流动负债	52	510	574	646	所得税	23	40	52	65
短期借款	0	455	514	580	净利润	137	227	294	371
应付账款	7	9	11	14	少数股东损益	1	1	1	1
其他	45	46	48	52	归属于母公司净利润	136	226	292	369
非流动负债	10	0	0	0	EBITDA	165	267	354	442
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.85	1.41	1.83	2.31
其他	10	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	62	510	574	646	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	5	6	7	8	成长能力				
股本	160	160	160	160	营业收入	25.1%	38.0%	25.0%	25.0%
资本公积	438	438	438	438	营业利润	27.3%	67.3%	29.5%	26.3%
留存收益	161	386	663	1016	归属于母公司净利润	29.5%	66.5%	29.5%	26.3%
归属母公司股东权益合计	759	984	1261	1614	获利能力				
负债和股东权益	825	1500	1842	2268	毛利率	57.5%	69.0%	70.0%	70.0%
现金流量表					净利率	35.0%	42.2%	43.8%	44.2%
单位:百万元					ROE	17.9%	22.9%	23.2%	22.9%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC	49.1%	70.0%	78.3%	81.9%
经营活动现金流	116	188	257	313	偿债能力				
净利润	137	227	294	371	资产负债率	7.5%	34.0%	31.2%	28.5%
折旧摊销	17	7	9	11	净负债比率				
财务费用	-11	-7	-1	-6	流动比率	12.79	2.55	2.82	3.13
投资损失	0	0	0	0	速动比率	9.87	2.22	2.46	2.74
营运资金变动	-38	-35	-51	-71	营运能力				
其它	12	-4	6	7	总资产周转率	0.47	0.46	0.40	0.41
投资活动现金流	-51	-44	-34	-34	应收账款周转率	11	11	11	11
资本支出	61	43	33	33	应付账款周转率	24.86	20.74	19.21	19.49
长期投资	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他	10	-1	-1	-1	每股收益	0.85	1.41	1.83	2.31
筹资活动现金流	-159	462	44	56	每股经营现金流	0.73	1.18	1.61	1.95
短期借款	-29	455	59	66	每股净资产	4.74	6.15	7.88	10.09
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	54.56	32.78	25.31	20.04
资本公积增加	-0	0	0	0	P/B	9.76	7.52	5.87	4.59
其他	-130	7	-15	-10	EV/EBITDA	42	26	20	16
现金净增加额	-94	606	267	334					

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn