

充分享受血制品行业的高景气

- 公司 2010 年上半年扣非后归属于母公司所有者净利润同比增长为 34.30%。公司扣非后 EPS 为 0.44 元，基本符合预期。公司 2010 年上半年实现业务收入 1.89 亿元，同比增长 16.38%，实现主营业务利润 1.19 亿元，同比增长 26.1%，实现营业利润 0.84 亿元，同比增长 36.9%，实现利润总额 0.86 亿元，同比增长 39.2%，实现归属于母公司所有者的净利润为 0.71 亿元，同比增长 37.65%，实现扣除非经常性损益归属于母公司所有者净利润为 0.69 亿元，同比增长 34.30%。上半年资本公积金转增股本预案为每 10 股转增 7 股。

报告期内公司业绩增长的主要原因一方面是由于投浆量较去年同期增长 18%—22%，达到 130—150 吨左右，可供销售的产品数量同比增加，另一方面是产品供不应求，静丙和小制品出厂价格同比大幅度上涨。

- 今年下半年经营业绩将显著好于上半年。随着目前批签发工作的正常开展，下半年经营业绩将会显著好于上半年，全年业绩将不会受到影响。另外由于公司静丙和小制品提价集中在 2009 年底和 2010 年初，2009 年下半年基数较低，所以我们预计下半年公司经营业绩将显著好于上半年。公司中报中已经披露，预计 2010 年 1—9 月归属于母公司所有者的净利润比上年同期增长幅度为 20%—50%。
- 小制品增速明显加快。分产品收入来看，上半年白蛋白实现销售收入 0.92 亿元，同比增长 30.98%，静丙实现销售收入 0.73 亿元，同比略有下降，小制品实现销售收入 0.24 亿元，同比增长 50.36%。

在未提价的情况下，白蛋白实现 30% 的增速凸显出公司投浆量的上升，小制品增速加快主要是受益于产品价格在去年 10 月份的大幅度提升，另外由于静丙是地方医保产品，今年 2 月份静丙最高零售价和出厂价上调，在各省市场的推行需要一段时间，因而收入出现一定波动，预计下半年静丙销售收入会重回快速增长之路。

- 毛利率水平显著上升，三费控制良好。上半年公司总体毛利率水平为 63.63%，同比上升 5.3 个百分点，毛利率提升的主要原因是静丙、纤维蛋白原、凝血因子八等产品的销售价格较去年同期有较大幅度的提高。
- 批签发延迟造成存货大幅增加。公司存货期末为 1.85 亿元，比年初增加 0.33 亿元，增长 22%，主要为公司上半年批签发延迟造成的血制品积压。
- 投资建议：2010 年公司经营业绩将上一新台阶，净利润同比增速 66%，按照现有股本测算，每股收益为 1.41 元，2011 年公司仍将保持较快稳定，净利润同比增速 30%，预测每股收益 1.83 元，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 73 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

田加强

联系人

8621-63325888 × 6087

tianjiaqiang@orientsec.com.cn

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2010 年 8 月 24 日) 49.23 元

目标价格 73 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 8 月 25 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%	29%	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 (X)	58.06	34.88	26.96	21.33
P/B(X)	10.38	8.00	6.25	4.88

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。并阅读本报告最后一页的免责声明。

公司 2010 年上半年扣非后归属于母公司所有者净利润同比增长为 34.30%

公司扣非后 EPS 为 0.44 元，基本符合预期。公司 2010 年上半年实现业务收入 1.89 亿元，同比增长 16.38%，实现主营业务利润 1.19 亿元，同比增长 26.1%，实现营业利润 0.84 亿元，同比增长 36.9%，实现利润总额 0.86 亿元，同比增长 39.2%，实现归属于母公司所有者的净利润为 0.71 亿元，同比增长 37.65%，实现扣除非经常性损益归属于母公司所有者净利润为 0.69 亿元，同比增长 34.30%。上半年资本公积金转增股本预案为每 10 股转增 7 股。

今年上半年血液制品行业仍呈现高景气状态。短期来看，血浆供给紧张导致的产品供不应求的局面仍将维持，行业内各家企业竞争的重点目前集中在新建浆站与扩大投浆量上。报告期内公司业绩增长的主要原因一方面是投浆量较去年同期增长 18%-22%，达到 130-150 吨左右，可供销售的产品数量同比增加，另一方面是产品供不应求，静丙和小制品出厂价格同比大幅度上涨。

今年下半年经营业绩将显著好于上半年

今年上半年受血制品批签发工作暂时停顿一段时间的影响，公司营业收入和净利润的增长受到一定压制，随着目前批签发工作的正常开展，下半年经营业绩将会显著好于上半年，全年业绩将不会受到影响。另外由于公司静丙和小制品提价集中在 2009 年底和 2010 年初，2009 年下半年基数较低，所以我们预计下半年公司经营业绩将显著好于上半年。公司中报中已经披露，预计 2010 年 1-9 月归属于母公司所有者的净利润比上年同期增长幅度为 20%-50%。

小制品增速明显加快

分产品收入来看，上半年白蛋白实现销售收入 0.92 亿元，同比增长 30.98%，静丙实现销售收入 0.73 亿元，同比略有下降，小制品实现销售收入 0.24 亿元，同比增长 50.36%。

在未提价的情况下，白蛋白实现 30% 的增速凸显出公司投浆量的上升，小制品增速加快主要是受益于产品价格在去年 10 月份的大幅度提升，另外由于静丙是地方医保产品，今年 2 月份静丙最高零售价和出厂价上调，在各省市场的推行需要一段时间，因而收入出现一定波动，预计下半年静丙销售收入会重回快速增长之路。

表 1: 公司分产品销售收入

	营业收入（单位：万元）	营业收入同比增长	毛利率	毛利率同比变动
白蛋白	9241.77	30.98%	55.25%	2.55%
静丙	7316.94	-4.16%	73.11%	5.60%
其他	2367.99	50.56%	67.03%	27.63%

资料来源：公司中报 东方证券研究所

表 2：上海莱士利润表分析

百万元	累计数据比较						单季度数据比较					
	1Q2009	1-2Q2009	1-3Q2009	1-4Q2009	1Q2010	1-2Q2010	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010Q1	2010Q2
营业收入	68.6	162.6	245.5	387.5	70.9	189.3	68.6	94.1	82.8	142.1	70.9	118.4
同比增长率	-21.7%	-7.9%	3.8%	25.1%	3.3%	16.4%	-21.7%	5.7%	38.3%	93.6%	3.3%	25.9%
营业总成本	44.5	100.7	146.3	228.1	43.1	105.1	44.5	56.3	45.5	81.8	43.1	62.0
营业成本	30.4	67.7	106.3	164.7	24.0	68.8	30.4	37.3	38.5	58.4	24.0	44.9
成本率	44.3%	41.6%	43.3%	42.5%	33.8%	36.4%	44.3%	39.7%	46.5%	41.1%	33.8%	37.9%
主营业务利润	38.1	94.6	138.7	221.6	46.3	119.3	38.1	56.6	44.1	82.9	46.3	73.0
毛利率	55.7%	58.4%	56.7%	57.5%	66.2%	63.6%	55.7%	60.3%	53.5%	58.9%	66.2%	62.1%
同比增长率	-34.1%	-15.6%	-7.8%	14.8%	21.7%	26.1%	-34.1%	4.0%	15.2%	94.7%	21.7%	29.0%
营业税金及附加	0.1	0.3	0.5	1.3	0.5	1.1	0.1	0.2	0.2	0.7	0.5	0.6
销售费用	2.6	4.6	7.1	8.7	2.4	5.2	2.6	2.1	2.5	1.6	2.4	2.7
营业费用率	3.7%	2.8%	2.9%	2.2%	3.4%	2.7%	3.7%	2.2%	3.0%	1.1%	3.4%	2.3%
管理费用	13.0	28.7	42.8	64.2	17.0	30.9	13.0	15.7	14.1	21.4	17.0	13.9
管理费用率	19.0%	17.6%	17.4%	16.6%	24.0%	16.3%	19.0%	16.6%	17.1%	15.1%	24.0%	11.7%
财务费用	-1.6	-1.9	-11.0	-11.2	-0.9	-1.3	-1.6	-0.3	-9.1	-0.2	-0.9	-0.4
期间费用率	20.3%	19.3%	15.8%	15.9%	26.2%	18.4%	20.3%	18.5%	9.1%	16.1%	26.2%	13.7%
资产减值损失	0.0	1.4	0.6	0.4	0.0	0.4	0.0	1.4	-0.8	-0.2	0.0	0.4
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	-0.4	-0.5	-0.5	-0.1	0.0	0.0	-0.4	-0.1	0.0	0.3	0.0	0.0
其中：对联营企业和合营企业的投	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
汇兑净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	23.7	61.5	98.8	159.4	27.8	84.1	23.7	37.7	37.3	60.6	27.8	56.4
营业利润率	34.6%	37.8%	40.2%	41.1%	39.2%	44.5%	34.6%	40.1%	45.0%	42.7%	39.2%	47.6%
同比增长率	-38.3%	-21.9%	-2.6%	27.3%	17.0%	36.9%	-38.3%	-6.2%	64.2%	154.3%	17.0%	49.4%
加：营业外收入	0.0	0.3	1.1	1.1	0.0	1.4	0.0	0.3	0.8	0.0	0.0	1.4
减：营业外支出	0.2	0.4	0.5	0.9	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1	0.4	0.1	0.0
利润总额	23.5	61.4	99.4	159.6	27.7	85.5	23.5	37.9	38.0	60.2	27.7	57.8
税前利润率	34.3%	37.8%	40.5%	41.2%	39.1%	45.2%	34.3%	40.3%	45.8%	42.4%	39.1%	48.8%
同比增长率	-38.7%	-20.0%	-0.1%	28.2%	17.9%	39.2%	-38.7%	-1.3%	67.0%	140.6%	17.9%	52.4%
减：所得税	3.5	9.4	15.1	22.8	6.4	14.8	3.5	5.9	5.7	7.7	6.4	8.4
有效税率	5.2%	5.8%	6.2%	5.9%	9.1%	7.8%	15.1%	15.5%	15.0%	12.8%	23.2%	14.5%
净利润	20.0	52.0	84.3	136.8	21.3	70.7	20.0	32.0	32.3	52.5	21.3	49.4
减：少数股东损益	0.07	0.78	1.4	1.11	-0.18	0.19122	0.07	0.71	0.62	-0.29	-0.18	0.37122
归属于母公司所有者的净利润	19.9	51.2	82.9	135.7	21.5	70.5	19.9	31.3	31.7	52.8	21.5	49.0
净利润率	29.0%	31.5%	33.8%	35.0%	30.3%	37.2%	29.0%	33.3%	38.2%	37.2%	30.3%	41.4%
同比增长率	-36.9%	-19.7%	0.7%	29.5%	7.9%	37.7%	-36.9%	-2.8%	70.6%	135.1%	7.9%	56.5%
每股收益(元)	0.124	0.320	0.518	0.848	0.134	0.441	0.124	0.196	0.198	0.330	0.134	0.306

资料来源：东方证券研究所

毛利率水平显著上升，三费控制良好

上半年公司总体毛利率水平为 63.63%，同比上升 5.3 个百分点，其中白蛋白毛利率为 55.25%，同比上升 2.55 个百分点，静丙毛利率为 73.11%，同比上升 5.60 个百分点，小制品毛利率为 67.03%，同比上升 27.63 个百分点。毛利率提升的主要原因是静丙、纤维蛋白原、凝血因子八等产品的销售价格较去年同期有较大幅度的提高，我们预计静丙的出厂价增幅在 25%-30%、纤维蛋白原的出厂价增幅超过 100%、八因子的出厂价增幅在 60%-70%。

公司总体期间费用率为 18.4%，同比下降 0.9 个百分点，其中销售费用率为 2.7%，同比下降 0.1 个百分点，管理费用率为 16.3%，同比下降 1.3 个百分点，期间费用控制良好。

批签发延迟造成存货大幅增加

- 公司货币资金期末为 3.64 亿元，比年初减少 1 亿元，主要为报告期内公司支付了 1.2 亿元现金股利；
- 公司存货期末为 1.85 亿元，比年初增加 0.33 亿元，增长 22%，主要为公司上半年批签发延迟造成的血制品积压；
- 在建工程为 4809 万元，比年初增加 3431 万元，主要为奉贤新厂区建设工程投入增加；
- 公司的经营性现金流为 0.37 元，略低于每股收益；

投资建议

2010 年公司经营业绩将上一新台阶，净利润同比增速 66%，按照现有股本测算，每股收益为 1.41 元，2011 年公司仍将保持较快稳定，净利润同比增速 30%，预测每股收益 1.83 元，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 73 元。

附表：财务报表预测与比率分析

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	1620	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	575	647	所得税	23	40	52	65
短期借款	0	455	515	581	净利润	137	227	293	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	353	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	575	647	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%	29.4%	26.4%
留存收益	161	386	663	1016	归属于母公司净利润	29.5%	66.4%	29.4%	26.4%
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%	43.7%	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%	78.1%	81.9%
经营活动现金流	116	188	257	313	偿债能力				
净利润	137	227	293	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	19.22	19.48
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	45	55	每股经营现金流	0.73	1.18	1.60	1.96
短期借款	-29	455	60	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	58.06	34.88	26.96	21.33
资本公积增加	-0	0	0	0	P/B	10.38	8.00	6.25	4.88
其他	-130	7	-15	-10	EV/EBITDA	45	28	21	17
现金净增加额	-94	606	267	334					

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，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