

生物制品 III



王晞 S0190200010075
021-38565926
wangx@xyzq.com.cn

推荐

上海莱士 (002252)

行业高景气，业绩稳增确定性高

2010 年 11 月 22 日

投资要点

- 近期，我们调研了上海莱士，与公司管理层就公司经营情况，产品市场，研发进展及行业动态等进行了交流。我们认为，受行业高景气度的影响，未来 3 年公司业绩稳定较快增长是一个确定性事件。而国内静丙和小制品用量上升、新产品上市、海外市场拓展等因素也将可能为公司的业绩锦上添花。我们给予公司“推荐”评级。

调研要点：

- **三季度业绩增长提速：**公司第三季度实现销售收入 1.42 亿元，同比增长 70.93%；实现净利润 5,333 万元，同比增长 68.42%；毛利润率上升 9 个百分点至 62.44%。受益于静丙提价和批签发恢复正常，公司业绩增长迅猛，公司预计全年净利润同比增幅在 30%-60%。
- **行业景气维持，价格刚性依旧：**近年来血液制品下游的需求稳定增长，而相对较高的企业准入门槛和有限的采浆量又造成了产品的供不应求，在之前的报告中我们提出血液制品行业整体高景气将至少持续到 2013 年。在国内各家血液制品企业中，上海莱士凭借稳定的产品质量往往提价最早，降价最晚，价格策略较具刚性。目前公司包括白蛋白在内的各类产品价格保持坚挺，之前静丙和凝血因子提价后终端价格和出厂价价差增大，也为公司根据未来市场走势继续提高出厂价预留了空间。
- **白蛋白供需平衡，价格高位稳定：**由于目前国际市场白蛋白价格较低（30 美元/10g），导致外资企业对华输出白蛋白的动力较大。按照批签发量估算，今年外资企业白蛋白折合投浆量约在 2,300 吨左右，加上国内约 4,000 吨的投浆量，可使国内白蛋白市场供需基本平衡。考虑到全球血浆总量有限，外资企业为满足本国市场需求继续加大对华白蛋白出口的潜力有限，预计未来白蛋白价格将维持高位稳定，但进一步提价可能性较小。
- **静丙、小产品潜力巨大：**长期以来，由于中国乙肝病患数量庞大，国内血液制品市场已白蛋白为主，与国际上存在很大结构差异。但是正如我们在之前的行业报告中提到的，随着患者经济条件的改善和用药习惯的变化，术后对特定免疫力低下人群使用静丙的观念正在被更多人认可；同时血友病人治疗比例的增加也促进了凝血因子 VIII 等小制品的增长。但与此同时，由于我国法律规定除白蛋白外的其他血液制品禁止进口，国内静丙和小制品供需矛盾将越发突出。近年来，国内的静丙和凝血因子无论是批签发量增幅还是单价增幅都超过人血白蛋白，显示国内市场正在经历从白蛋白为主到静丙和凝血因子为主的市场转变，参考静丙和凝血因子对公司利润贡献最大的情况，我们认为，静丙和凝血因子在未来国内企业营收及利润中所占比例也将会越来越大，在此过程中，像上海莱士这样静丙和小产品占比较高的企业将

会受益更大。

- **投浆量稳定增长：**公司过去三年投浆量年复合增长率一直保持在 15%左右，预计 2010 年采浆量在 300 吨左右。公司在海南新建的三个浆站预计 2011 年能够投入使用，按照过往的经验，新建浆站能够为投浆量做出显著性贡献一般还需要 2 年时间。对已有浆站，公司除了通过提高营养费（目前仍保持在 200 元/次）、招募新献浆员外，还通过适当激励措施保持献浆员的稳定，降低‘死浆’率（如对于每月献浆 2 次，连续 6 次以上的献浆员，营养费上调至 250 元/次。）。我们预计，虽然公司在新设浆站的速度上不及华兰生物，但在上述措施共同作用下，未来 2 年公司年均投浆量增幅仍将接近或达到 10%。
- **募投项目完工在即，折旧压力不大：**设计投浆量 800 吨的奉贤新厂房（公司募投项目）工程建设已进入尾声，预计明年 6、7 月完成建设，我们预期厂房经过 GMP 认证后将于 2012 年达产。公司预计明年下半年工程结转后将开始计提折旧，每年约 2000 万元，但由于血液制品市场景气度高，投浆量稳步增长，预计折旧带来的压力不大。
- **研发稳步推进：**公司研发的静注乙肝免疫球蛋白已进入 III 期临床试验。据卫生部最新统计，我国约有 9,800 万 HBV 病毒携带者和 2,800 万乙肝病患，这些病患在进行大手术、剖腹产等开放性治疗时对乙肝免疫球蛋白都有需求，而目前国内大规模生产静注乙肝免疫球蛋白的只有四川蜀阳一家，产品具有较好的市场前景。我们预计莱士的乙肝免疫球蛋白将在 2012 年上市并逐步贡献利润。除此之外，公司的重组凝血因子 VIII 也在实验室中试阶段，但短期内还无法为公司贡献利润。
- **国际渠道是潜在优势：**公司上半年海外销售约占总销售收入的 12%，公司预计全年海外销售占比仍将维持在 10-20%之间，目前主要市场仍是中东和中南美洲等发展中国家。公司大股东具有丰富的海外营销经验，未来如果行业景气度下降，公司可以通过出口有效规避风险，确保利润率。
- 我们认为，在行业持续高景气的大背景下，公司产品价格维持高位，投浆量稳步增长，未来 3 年内公司业绩稳定较快增长是一个确定性事件。而国内静丙和小制品用量上升、新产品上市、海外市场拓展等因素也将可能为公司的业绩锦上添花。我们预计公司 2010 年到 2012 年 EPS 分别为 0.74、0.92 和 1.11 元。目前公司估值相比同类企业略高，但考虑到企业未来几年较快增长的确定性高，我们仍给予‘推荐’评级。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	664	693	843	1094
货币资金	463	440	535	741
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	25	47	61	74
其他应收款	5	9	11	13
存货	152	179	212	238
非流动资产	161	300	386	457
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产	99	178	263	338
在建工程	14	57	68	64
油气资产	0	0	0	0
无形资产	42	41	40	39
资产总计	825	993	1229	1551
流动负债	52	139	125	143
短期借款	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	7	9	9	11
其他	45	130	115	132
非流动负债	10	10	10	10
长期借款	0	0	0	0
其他	10	10	10	10
负债合计	62	149	135	153
股本	160	272	272	272
资本公积	438	326	326	326
未分配利润	124	185	409	681
少数股东权益	5	5	6	7
股东权益合计	763	845	1094	1397
负债及权益合计	825	993	1229	1551

现金流量表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	136	201	249	302
折旧和摊销	17	9	14	20
资产减值准备	0	0	-0	0
无形资产摊销	1	1	1	1
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	-11	-5	-5	-6
投资损失	0	0	0	0
少数股东损益	1	1	1	1
营运资金的变动	38	-34	69	26
经营活动产生现金流量	113	222	200	290
投资活动产生现金流量	-45	-130	-110	-90
融资活动产生现金流量	-146	-115	5	6
现金净变动	-79	-23	95	207
现金的期初余额	558	463	440	535
现金的期末余额	479	440	535	741

利润表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	388	516	628	738
营业成本	165	179	212	238
营业税金及附加	1	3	3	4
销售费用	9	14	19	22
管理费用	64	85	104	122
财务费用	-11	-5	-5	-6
资产减值损失	0	1	1	1
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	-0	0	0	0
营业利润	159	239	295	358
营业外收入	1	2	2	2
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	160	240	295	359
所得税	23	38	46	56
净利润	137	201	250	303
少数股东损益	1	1	1	1
归属母公司净利润	136	201	249	302
EPS (元)	0.50	0.74	0.92	1.11

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长性(%)				
营业收入增长率	25.1%	33.1%	21.8%	17.4%
营业利润增长率	27.3%	49.7%	23.6%	21.5%
净利润增长率	29.5%	48.0%	24.0%	21.5%
盈利能力(%)				
毛利率	57.5%	65.2%	66.2%	67.8%
净利率	35.0%	38.9%	39.6%	41.0%
ROE	17.9%	23.9%	22.9%	21.7%

偿债能力(%)

资产负债率	7.5%	15.0%	11.0%	9.9%
流动比率	12.79	5.00	6.76	7.64
速动比率	9.87	3.71	5.06	5.98

营运能力(次)

资产周转率	0.47	0.57	0.57	0.53
应收帐款周转率	10.90	10.13	9.15	9.00

每股资料(元)

每股收益	0.50	0.74	0.92	1.11
每股经营现金	0.43	0.82	0.73	1.07
每股净资产	2.79	3.09	4.00	5.11

估值比率(倍)

PE	77.49	52.37	42.23	34.76
PB	13.86	12.53	9.66	7.56

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

重要声明

兴业证券系列报告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,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。