

上海莱士 (002252): 产品需求分化的最大受益者

增持 (维持)

医药/生物制品

当前股价: 30.12 元

报告日期: 2011 年 2 月 9 日

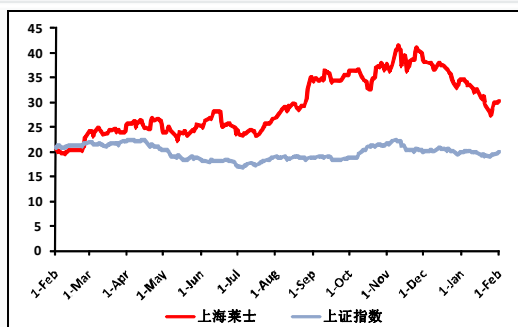
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	388	523	688	918
(+/-)	25.06%	35.02%	31.53%	33.41%
营业利润	223	321	429	574
(+/-)	15.22%	44.24%	33.35%	33.88%
归属于母公司				
的净利润	136	190	253	340
(+/-)	29.46%	39.73%	33.72%	34.08%
每股收益 (元)	0.50	0.70	0.93	1.25
市盈率 (倍)	60	43	32	24

公司基本情况 (2011 年 2 月 9 日止)

总股本/已流通 A 股 (万股)	27,200/6,800
流通市值 (亿元)	24.70
每股净资产 (元)	2.82
资产负债率 (%)	9.09

股价表现 (最近一年)



证券分析师: 彭晓
执业证书编号: A0140511010008
【电话】010-66045453
【邮箱】pengx@txsec.com
联系人: 邓周宇 (执笔)
【电话】021-58824282-811
【邮箱】dengzy@txsec.com
服务热线 010-66045555
服务邮箱 service@txsec.com

● **血制品行业: 供给不足, 行业维持高景气度, 终端产品需求现分化。**2010年全行业投浆量为2950吨, 离目前供需平衡所需要的5000吨有很大的缺口, 以行业投浆量15%的自然增长率计算, 最快也要2014年达到供需平衡。行业将维持高景气度, 但血液制品各产品将出现分化。白蛋白和静丙将比较快的趋向于供需平衡, 预计在2012年之后增速将下降, 进入一个增长平稳的时期; 而凝血因子类小制品将持续高速增长, 未来凝血因子完全可能成为像白蛋白一样的大品种。

● 上海莱士投资亮点:

1. **顺时势, 应运而生: 产品结构受益于行业分化趋势。**白蛋白和静丙的供需逐渐趋向平衡, 未来行业的看点在凝血因子类小制品上面, 上海莱士是国内凝血因子类产品最为齐全的企业, 市场占有率长期保持在第一位, 产品结构顺应时势。

2. **未雨绸缪: 保证相对富裕的血浆资源, 投浆量将稳定而持续增长。**公司拥有12个单采血浆站 (包括3个在建), 年投浆量在行业前4位, 公司对现有浆站资源内部挖掘的潜力大, 而在建新浆站将在2012年贡献20-30吨的采浆量, 增加年血浆采集能力100-150吨, 我们预计未来6年公司投浆量的CAGR将达到17.38%, 2016年的投浆量达到732.5吨。

3. **捷足先登: 技术领先, 率先进入基因重组类产品, 公司是有可能冲破浆源限制的企业。**上海莱士技术处于行业领先地位, 单位血浆综合利用率高, 目前能生产7个品种的产品, 而乙肝免疫球蛋白完成3期临床, 预计2012年可以上市, 公司是国内能分离产品最多的企业之一。同时在研产品凝血因子VIII即将进入临床研究, 是国内目前最有希望成功的基因重组类血液制品, 基因重组类产品将使公司冲破浆源限制。

● **盈利预测:** 我们预测上海莱士2010-2012年的EPS为0.70元、0.93元、1.25元, 考虑到血液制品行业在投浆量逐渐上升后将发挥规模效应, 凝血因子类小制品将完全有可能成为像白蛋白一样的大品种, 上海莱士在凝血因子类产品上占据优势, 投浆量稳定增长, 公司将保持长期高增长的趋势, 上海莱士应该享有“高成长高估值”的优势, 我们以公司2011年的EPS为基础, 给予其40倍的市盈率, 目标价位在37.20元, 给予“增持”的投资评级。

● **风险提示:** 投浆量增长慢于预期, 乙肝免疫球蛋白市场推广不力, 凝血因子类产品增速慢于预期。

正文目录

1. 血制品：供给不足，行业维持高景气度，终端产品现分化	4
1.1 血液制品简介	4
1.2 需求端：市场规模快速上升，有效需求没有被完全唤醒	4
1.3 供给端：供给不足维持行业高景气度	6
1.4 产品分化：大品种稳定增长，小品种加速增长	7
1.5 如何选择投资标的？—开源、节流和产品结构	7
2. 上海莱士—专注于血制品研发生产的高科技民营企业	9
2.1 公司简介	9
2.2 主营业务历史与现状	9
3. 投资亮点：顺应时势，未雨绸缪，捷足先登	13
3.1 顺时势，应运而生：产品结构受益于行业分化趋势	13
3.2 未雨绸缪：相对富裕的浆源保证投浆量稳定快速增长	15
3.3 捷足先登：率先进入基因重组领域，有望率先打破浆源限制	17
4. 主营业务未来前景：投浆量上升，小制品占比进一步扩大	18
4.1 投浆量：CAGR 将达到 17.38%	18
4.2 白蛋白和静丙销量 2012 后稳定增长，静丙仍有提价空间	18
4.3 凝血因子类产品：增速加快	19
4.4 乙肝免疫球蛋白：供需缺口较大，有望在 2012 年底上市	19
5. 盈利预测与估值分析	21
5.1 盈利预测假设	21
5.2 估值与建议	22
6. 风险提示	23

图表目录

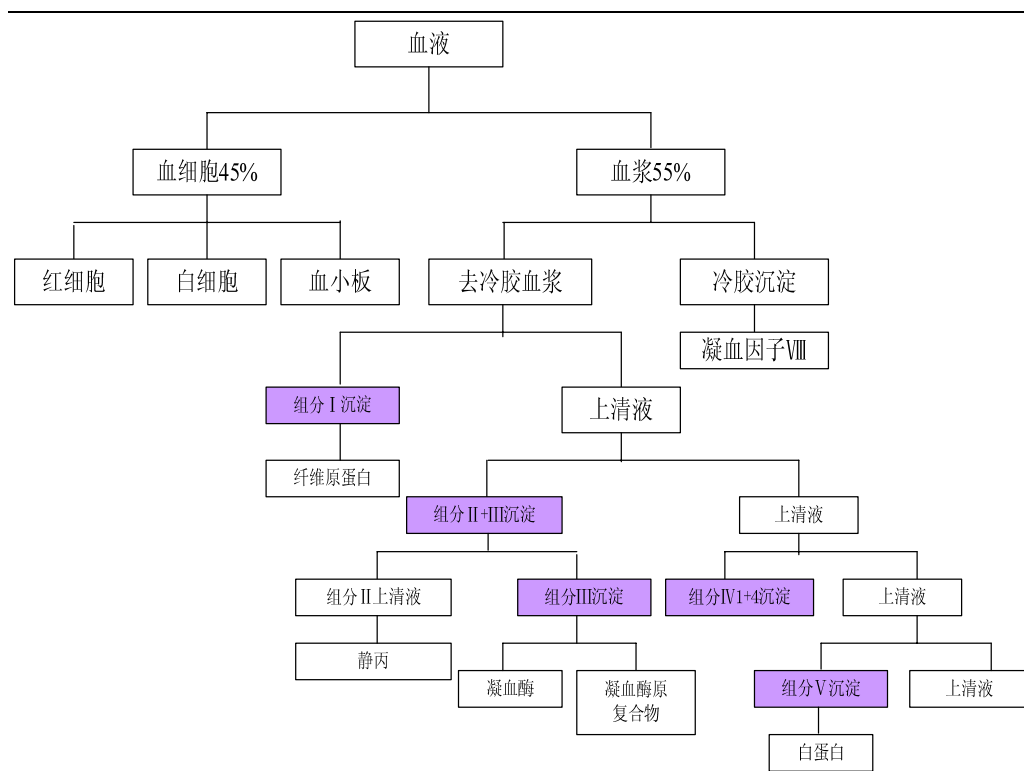
图表 1. 血制品分离流程.....	4
图表 2. 主要血液制品的适应症.....	5
图表 3. 中国血液制品市场规模变化.....	5
图表 4. 中国与发达国家血液制品人均使用量的对比.....	6
图表 5. 中国血制品行业投浆量变化.....	6
图表 6. 2007 年中国各类血制品市场供需缺口	7
图表 7. 上海莱士股权结构图.....	9
图表 8. 公司近三年营业收入复合增长率.....	9
图表 9. 公司近三年净利润复合增长率.....	10
图表 10. 公司毛利率, 净利率和 ROE 情况.....	10
图表 11. 分项毛利率情况.....	10
图表 12. 公司主营业务收入、毛利构成变化.....	11
图表 13. 白蛋白、静丙收入、毛利、毛利率变化.....	11
图表 14. 人血白蛋白批签发情况.....	12
图表 15. 静丙批签发情况.....	12
图表 16. 国内外血液制品产品结构比较.....	13
图表 17. 血制品分产品成长性分析.....	14
图表 18. 小制品市场占有率.....	14
图表 19. 上海莱士投浆量预测.....	18
图表 20. 上海莱士小制品生产制约因素.....	19
图表 21. 上海莱士分产品预测.....	21
图表 22. 上海莱士盈利预测预测.....	22
图表 23. 可比公司估值分析.....	23

1. 血制品：供给不足，行业维持高景气度，终端产品现分化

1.1 血液制品简介

血液制品是从血浆中的蛋白质分离出来的各种产品，主要包括人血白蛋白、静脉注射用丙种人免疫球蛋白（下称静丙）、特异性免疫球蛋白、乙型肝炎、狂犬病、破伤风免疫球蛋白、人凝血因子Ⅷ、人凝血酶原复合物、人纤维蛋白原、肌注人免疫球蛋白、组织胺人免疫球蛋白、抗人淋巴细胞免疫球蛋白等。目前主要在产的血制品分离流程如下图所示：

图表 1. 血制品分离流程



资料来源：天相投顾

1.2 需求端：市场规模快速上升，有效需求没有被完全唤醒

不可替代性决定了理论需求的广阔

作为血液的替代品，在医疗急救及某些特定疾病的预防和治疗上，血液制品有着其它药品不可替代的重要作用。在战争或重大自然灾害发生时，国家需要提供足够的血液制品，血液制品属于国家战略性资源，拥有广阔的市场前景。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。而且，在查明病症的情况下，医疗机构大都使用血液制品而不是新鲜血液。血液制品的临床适应症如图表2所示：

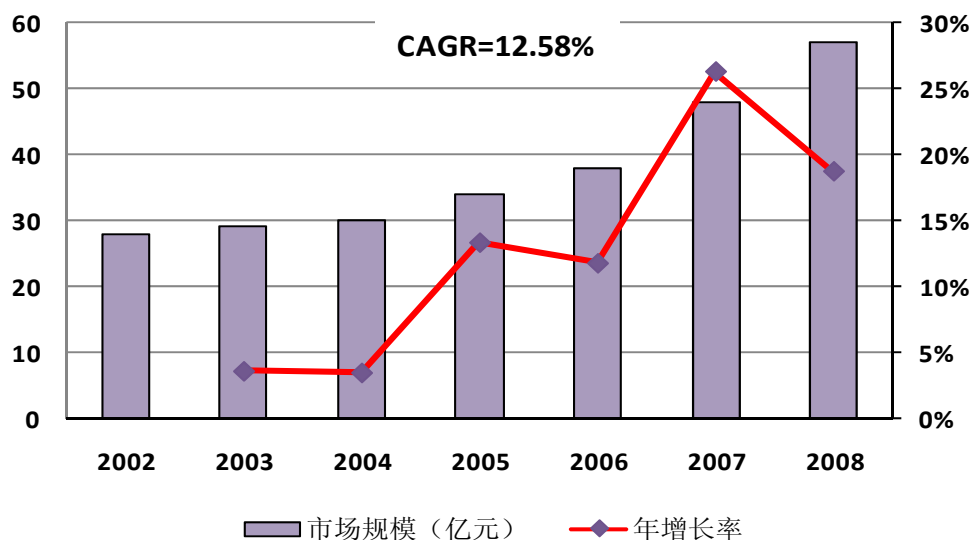
图表 2. 主要血液制品的适应症

大类	产品	适应症
血浆扩容剂	白蛋白	调节血浆胶体渗透压、扩充血容量、肝硬化及肾病引起的水肿或腹水、低蛋白血症
凝血因子类	凝血因子Ⅷ	预防和治疗甲型血友病出血
	凝血酶原复合物（PCC）	主要用于治疗先天性和获得性凝血因子Ⅱ、Ⅶ、Ⅸ、Ⅹ缺乏症、乙型血友病出血
	纤维蛋白原	纤维蛋白原缺乏症、异常纤维蛋白血症、有高纤溶倾向的脏器手术
免疫球蛋白	肌肉注射免疫球蛋白	甲肝和麻疹被动免疫、低或无丙种球蛋白血症
	静脉注射用人免疫球蛋白	抗体缺乏的替代治疗、自身免疫性疾病（ITP、川崎病等）、原发或继发免疫球蛋白缺乏症
	乙型肝炎免疫球蛋白	暴露乙肝的被动免疫（母婴垂直传播等）
	狂犬病免疫球蛋白	狂犬病的被动免疫
	破伤风免疫球蛋白	破伤风被动免疫
纤溶	溶纤维蛋白酶	溶解血管内凝块
创伤愈合	纤维蛋白胶	外科止血、粘合组织等

资料来源：天相投顾

有效需求（实际需求）强劲，规模快速增长

从2002年到2008年，血液制品全行业还经历了大的整顿，血液制品的原材料血浆的投浆量发生了急剧下滑。但在这种情况下，在中国血液制品市场的规模仍然从28亿元增长到57亿，复合增长率达到12.58%，保持了较快的增速。

图表 3. 中国血液制品市场规模变化


资料来源：天相投顾

患者可支付能力的不足和临床技术的落后使得有效需求没有完全被唤醒

虽然血液制品的理论需求很大，但目前来说，国内对血液制品的实际消费量（有效需求）仍然太小，明显低于发达国家，一方面是由于价格较高，医保覆盖率和报销比例小，患者收入水平低的原因，另一方面是由于医生和患者对血液制品认知度不高和临床治疗手段落后的问题。



图表 4. 中国与发达国家血液制品人均使用量的对比

	发达国家	中国
人血白蛋白（克）	0.2-0.5	0.07
静脉免疫球蛋白（克）	0.01	0.001
凝血因子Ⅷ（IU）	1	0.1

资料来源：上海莱士招股说明书、天相投顾

未来有效需求将快速上升，原因基于两点：

1. 国民生活水平的提高，国民对于自身健康更为关注，收入水平也在提高；医改进程的推进，投入到医疗卫生事业中的财政支出在上升，医保报销比例和覆盖率在提高，患者也更有能力去承担价格高昂的血制品；

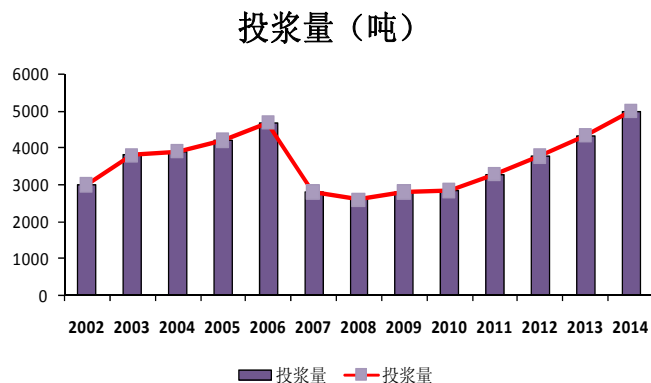
2. 临床技术的提高，非保守手术治疗的发展，很多疾病的治疗逐渐普及化。我们可以预见未来会更多的运用免疫球蛋白去治疗免疫缺陷病；运用凝血因子、人凝血酶原复合物、人纤维蛋白等小制品去预防和治疗血友病、白血病；运用人凝血酶原复合物辅助体外循环手术、脾脏切除术等。

1.3 供给端：供给不足维持行业高景气度

血液制品的原材料是血浆，血浆的采集方式是：供浆员去单采血浆站供浆，经过体检后，浆站工作人员用采浆机采集血液，并将血浆分离出来，同时将血液的其他组分输送回供浆员的体内。上世纪末到本世纪初，全行业的采浆量和投浆量的快速增长，但是由于浆站管理和利益链条的混乱，出现了无序采浆的局面，并造成了血源性疾病（如艾滋病）大量传播。从2006年开始，全行业进行浆站管理体制的整治和GMP生产认证，使得全行业采浆量和投浆量大幅减少，投浆量从2006年的4687吨下降到2007年的不足2800吨，2008年又开始实行血浆采集“窗口期”制度，使得当年投浆量进一步下降到2600吨，此后才开始恢复，到2010年采浆量预计能够恢复到2950吨。以目前的需求来看，投浆量的供需在5000吨左右基本达到平衡，目前尚存很大的缺口。以投浆量15%的自然增长率计算，供需缺口最快也要在2014年得以填补。原材料的缺乏直接导致了终端产品的短缺。

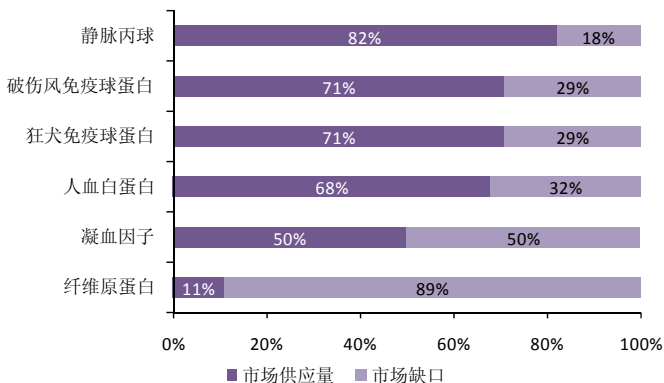
同时，国家严格监管血液制品企业，从2001年起，国家不再审批新的血液制品生产企业。对于进口也是严格限制，为防止艾滋病等血源性疾病传入，目前我国只允许进口非疯牛病疫区血浆来源的人血白蛋白，而其他血浆提取的凝血因子类和免疫球蛋白类产品则不允许进口。供给的严重不足造成了各类血制品市场供需的缺口，我们判断至少在2014年以前，血液制品行业仍将维持高景气度。

图表 5. 中国血制品行业投浆量变化



资料来源：南方医药经济研究所

图表 6. 2007年中国各类血制品市场供需缺口



资料来源：南方医药经济研究所

1.4 产品分化：大品种稳定增长，小品种加速增长

国内血制品市场紧缺的局面从 2006 年延续至今，随着投浆量的恢复，部分品种如白蛋白和静丙出现缓解的迹象，未来的增长要看凝血因子等小制品。

人血白蛋白：白蛋白一直是在血制品中占比最大的品种，占比达到 62% 以上，并且是唯一能够进口的品种。2009 年中检所批签发了 1230.77 万瓶人血白蛋白（以 10g/瓶计量），其中国产占 58.85%，进口品占 41.15%，而同期欧美市场上原料血浆出现富余 10% 左右，白蛋白配送量持续 3 个季度下降，欧美市场白蛋白价格将下降，国外产品将会更多的进入中国市场。从国内厂商产量上来说，伴随着采浆量的逐步回升，投浆量逐步接近以往的规模，白蛋白逐步接近以往的供应记录，我们预计白蛋白会在 2012 年左右率先达到供需平衡，随后将进入一个需求的自然增长率时期。

静脉丙球：类似于白蛋白，静丙的供需也逐渐平衡。2009 年中检所批签发 414.48 万瓶，目前市场缺口不大，进入 2012 年之后静丙将会维持稳定增长的态势。

特免和小制品：以乙肝免疫球蛋白为代表的特免产品，以凝血因子 VIII 为代表的小制品未来将会加速增长，原因有两个：

1. 以现时的供需关系来看，供给严重小于需求，以乙肝免疫球蛋白为例，2009 年中检所批签发 125 万瓶（以 200IU/瓶计量），供需缺口在 50% 以上。供给紧张的主要原因是国内企业投浆量不足，绝大多数资源投入到白蛋白和静丙上面，我们可以预见伴随行业投浆量的增大和白蛋白和静丙等产品的供需平衡，未来会有多的资源去投入到特免和小制品领域，加速填补这个供需缺口。

2. 以未来需求的增长来看，临床技术的提高和患者可支付能力的增强会继续扩大对这些高端血液制品的需求。

关于行业终端产品分化的趋势，我们在 3.1 节中还会有进一步的论述。

1.5 如何选择投资标的？——开源、节流和产品结构

血液制品企业我们看重两点：

1. 短期内，行业的高景气度和供给不足决定了浆站-血浆资源的重要性；
2. 长期内，投浆量不可能一直快速增长下去，而且需求端产品结构也在不断的变

化，公司的研发能力，血浆综合利用率，单位血浆可分离的产品种类和数量是最为关键的因素，这同时也受第一个因素的制约。

开源：浆站越多，投浆量越大，开工量越大，可生产的产品数量越多。

国家对于单采血浆站资格的审批十分严格，2001年起国家不再审批新的血液制品生产企业，对于单采血浆站，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，这使得规模大，分离技术高的企业具备优势。目前国内拥有单采血浆站最多的企业是中国生物制造公司（CBPO，纳斯达克上市，控股山东泰邦，贵州黔峰和西安回天）华兰生物，天坛生物，上海莱士，四川蜀阳，上海所，这些企业年投浆量都在300吨以上，合计占到全行业投浆量的60%，未来无论是新建浆站还是行业内现有的浆站整合，大型企业都将占据优势。

节流：在投浆量一定的前提下，血浆综合利用率越高，分离的产品越多，产品线越丰富，产品叠加效应越明显，同时单位产品分摊的成本越小，公司业绩越好。

血液中有150种蛋白因子，如果可分离的组分越多，不仅产品线丰富，单位成本也越低。目前国外大型企业能分离出20种产品，而国内最先进的企业也只能分离出9种，一般的也只有3-4种，产品销量及占市场份额大的主要还是白蛋白。对国内的企业来说，无论是技术、资本和精力，都无法过多地储备来开发新的品种。国内企业62%靠白蛋白支撑，其余是静丙及小制品（不含疫苗），既不能满足临床医疗需要，也无法让企业合理分摊利润，更谈不上开发新产品，资源浪费不说，还造成千军万马狭路相逢，产品同质化现象严重。

顺应行业发展趋势的产品结构：未来特免和凝血因子类小制品的增速将大于白蛋白和静丙，在这些产品上占据优势的企业将获得超额收益。

目前国际市场上凝血因子类产品是血制品种用量最大的品种；而在我国，白蛋白居于主导地位，占比达到62%。受制于临床技术的落后和患者消费承受力的不足，丙种球蛋白、特种免疫性球蛋白和凝血因子类产品占比不足38%，尤其是凝血因子类小制品的占比不到8%。从目前的国内市场上来看，白蛋白和静丙的供给缺口在收窄，供需在2012年左右达到平衡，随后白蛋白和静丙的增速将获得一个自然增长率。未来随着临床技术的提高和医生认知度的提高，以及患者收入水平的上升，以及医保范围的扩大，特免和凝血因子类小制品的有效需求（可以转化为购买力的需求）将快速提高；同时伴随投浆量的增长，血制品企业的规模效应将会发威，小制品的产量也会比之前提高的更快，从而使得成本下降，终端产品价格低到大众可以接受的程度，小制品很可能会成长为像白蛋白这样的大品种。特免和小制品将高于白蛋白的增长速度，所以在这些产品上占据优势的企业将获得更大的收益。

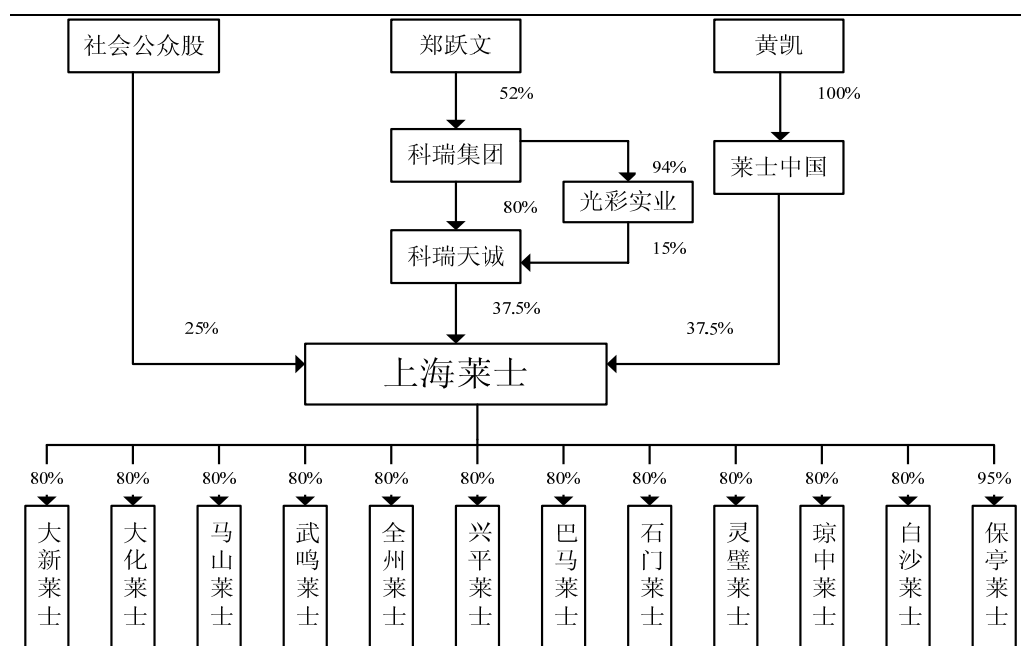
很明显，上海莱士在这三个方面的比较中都处于领先的地位。

2. 上海莱士—专注于血制品研发生产的高科技民营企业

2.1 公司简介

公司是专注于血液制品研发生产的高科技民营企业，是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器材经营公司于 1989 年在上海合资成立，2008 年 6 月公司在深圳交易所上市。公司实际控制人为郑跃文和黄凯，分别通过科瑞天诚和莱士中国控股 37.5%，公司股权结构清晰。

图表 7. 上海莱士股权结构图



资料来源：公司年报、天相投顾

2.2 主营业务历史与现状

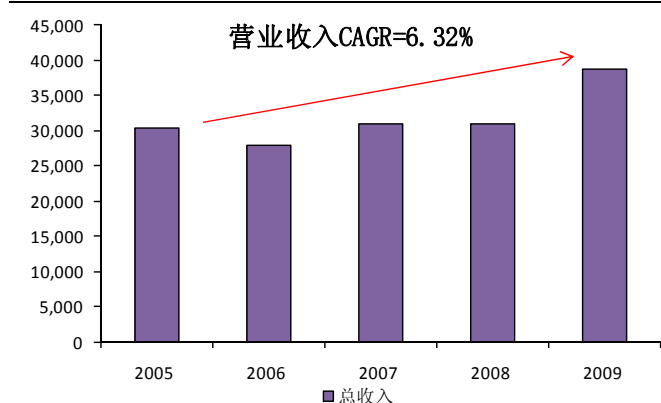
盈利能力快速提高

公司营业收入从 2005 年的 3.03 亿元快速增长到 2009 年的 3.88 亿元，年均复合增长率只有 6.32%，收入增速并不快；但是公司净利率从 2005 年的 5124.25 万元快速增长到 2009 年的 1.37 亿元，年均复合增长率高达 27.82%，净利率从 2005 年的 16.90% 快速上升到 2009 年的 35.29%，公司盈利能力大幅提升。

公司收入增长缓慢的原因是全行业在 2006 年开始进行单采血浆站体制改革，全行业的投浆量从 2006 年的 4687 吨急剧下滑到 2008 年的不足 2600 吨，公司的投浆量也从 2006 年的 390 吨锐减到 2008 年的不足 280 吨，到此投浆量才开始恢复增长，投浆量的减少直接导致了血制品产品原材料的不足，可生产的产品数量有限，产能利用不足。

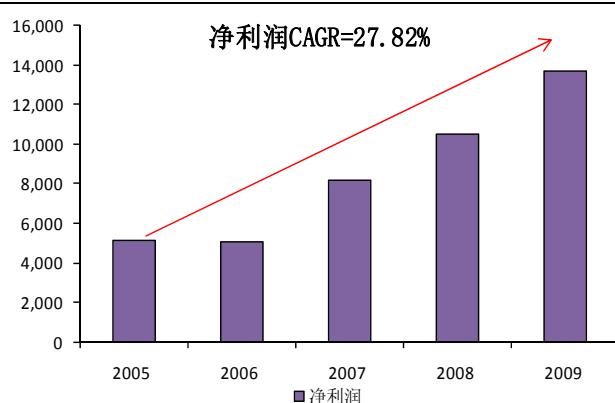
盈利能力快速提高的原因是：血制品行业长期处于供不应求的局面，公司产品数次提价，虽然近几年原材料血浆的采浆成本也有所上调，但是产品出厂价经过数次涨价后，有效地抵消了成本的上升。

图表 8. 公司近三年营业收入复合增长率



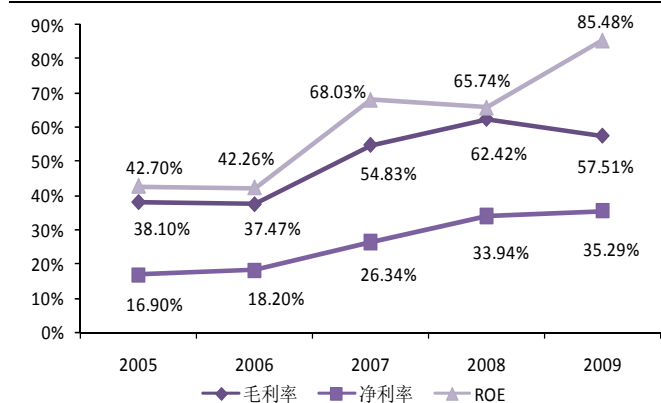
资料来源：招股说明书、天相投顾整理

图表 9. 公司近三年净利润复合增长率



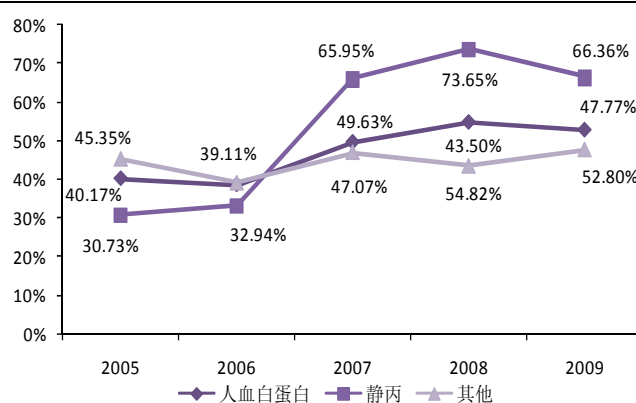
资料来源：招股说明书、天相投顾整理

图表 10. 公司毛利率，净利率和 ROE 情况



资料来源：公司年报、天相投顾

图表 11. 分项毛利率情况



资料来源：公司年报、天相投顾

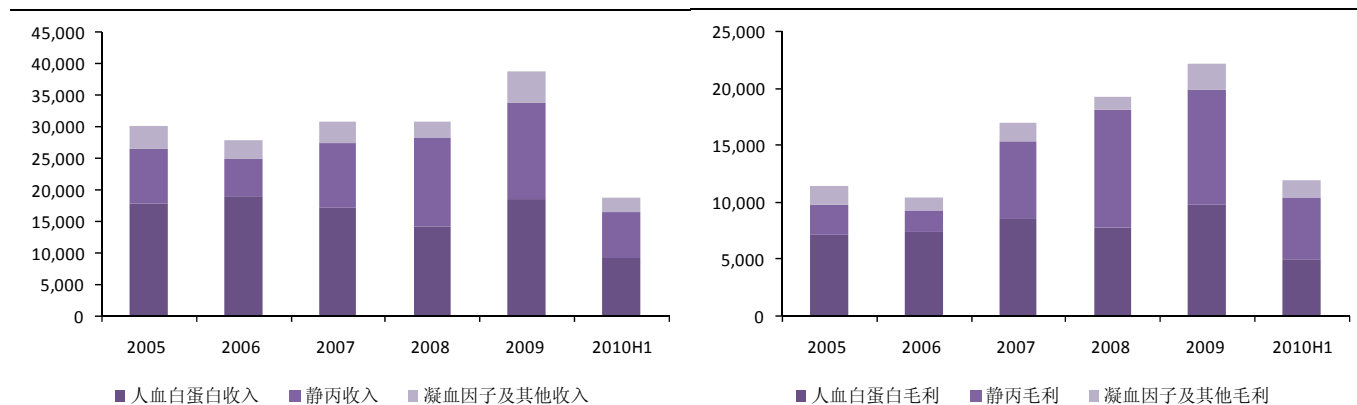
静丙和白蛋白贡献大部分收入和利润，毛利率快速上升

人血白蛋白和静丙一直是公司收入结构中占比最大的两类产品，但是白蛋白所占的比重呈现下降的趋势，静丙占比在提高。

2010 年上半年白蛋白收入达到 9241.77 万元，占比达到 48.83%，毛利达到 5106.30 万元，占比达到 42.40%；静丙收入达到 7316.94 万元，占比达到 38.66%，毛利达到 5349.69 元，占比达到 44.42%。

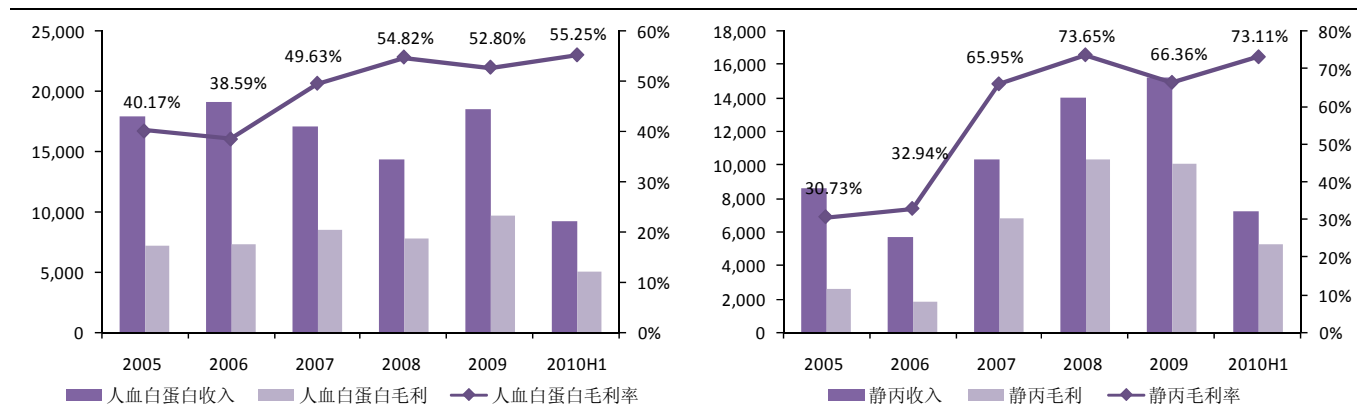
从 2002 年至 2009 年，受制于浆站整顿，投浆量的下降，白蛋白和静丙收入增长缓慢，但是产品静丙由于终端需求强劲，经过数次提价后白蛋白和静丙的毛利率呈逐年上升的趋势。

图表 12. 公司主营业务收入、毛利构成变化



资料来源：公司年报、天相投顾

图表 13. 白蛋白、静丙收入、毛利、毛利率变化



资料来源：公司年报、天相投顾

资料来源：公司年报、天相投顾

白蛋白，静丙的市场占有率靠前。

从中检所批签发数据来看，近三年来，上海莱士的白蛋白市场占有率排在前六位，静丙的市场占有率排在前三位。

图表 14. 人血白蛋白批签发情况

生产厂商	2007 年批签发量（万瓶）	2008 年批签发量（万瓶）	2009 年批签发量（万瓶）	2007 年市场占有率	2008 年市场占有率	2009 年市场占有率
华兰生物	12.40	63.57	67.93	1.94%	6.91%	5.52%
四川远大蜀阳	72.16	40.33	67.64	11.27%	4.38%	5.50%
贵阳黔峰生物	62.17	51.62	64.22	9.71%	5.61%	5.22%
成都蓉生	60.54	75.62	63.25	9.46%	8.22%	5.14%
山东泰邦生物	29.87	50.20	62.95	4.67%	5.46%	5.12%
上海莱士	6.86	48.69	61.43	1.07%	5.29%	4.99%
天坛生物	3.12	26.48	5.98	0.49%	2.88%	0.49%
国内合计	523.38	658.15	724.26	81.77%	71.53%	58.85%
国外合计	116.69	262.02	506.51	18.23%	28.47%	41.15%
行业合计	640.07	920.16	1230.77	100.00%	100.00%	100.00%

资料来源：公司年报、天相投顾

图表 15. 静丙批签发情况

生产厂商	2007 年批签发量（万瓶）	2008 年批签发量（万瓶）	2009 年批签发量（万瓶）	2007 年市场占有率	2008 年市场占有率	2009 年市场占有率
成都蓉生	11.58	58.80	42.09	5.46%	15.82%	10.15%
华兰生物	35.32	33.42	30.98	16.66%	8.99%	7.47%
上海莱士	12.27	29.70	32.45	5.79%	7.99%	7.83%
天坛生物	0.00	12.88	4.21	0.00%	3.47%	1.02%
行业总计	211.99	371.61	414.48	100.00%	100.00%	100.00%

资料来源：公司年报，天相投顾

3. 投资亮点：顺应时势，未雨绸缪，捷足先登

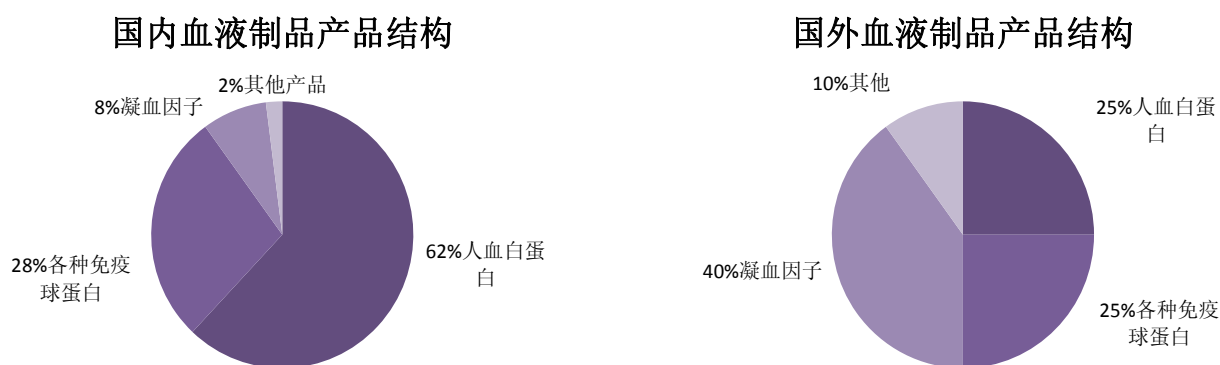
3.1 顺时势，应运而生：产品结构受益于行业分化趋势

在 1.4 节中，我们已经论述过关于行业产品即将分化的趋势，这一节我们会进一步论述上海莱士将如何受益于这一趋势。

国内外用药结构差异巨大

从血液制品的产品体系来说，目前国际市场上凝血因子类产品已经进入用药主流；而在我国，白蛋白仍居于主导地位，占比达到 62%，其次是丙种球蛋白、特种免疫性球蛋白和凝血因子类产品，凝血因子等高端产品的占比不到 10%。近几年虽然已经发生明显变化，但与成熟市场的血液制品市场构成差别仍然很大。

图表 16. 国内外血液制品产品结构比较



资料来源：南方医药经济研究所、天相投顾

造成这一局面的原因有 3 点：

1. 由于投浆量的不足，国内企业无法获得规模效应。原材料紧缺和分离技术的落后使得企业只有集中力量投入到需求最大，能快速获得收益的白蛋白和静丙上面。国内的企业无论是技术、资本和精力，都无法过多地储备来开发新的品种。
2. 由于特免和小制品的生产规模的受限，生产工艺复杂，成本较高，产品定位相对高端，受众群体小，没有形成大众化的市场，产品价格定位相对目前患者的购买力来说还是比较高，产品需求没有完全唤醒。
3. 临床技术的落后使得特免和凝血因子类品种的使用没有普及。

行业趋势：产品结构趋向高端化

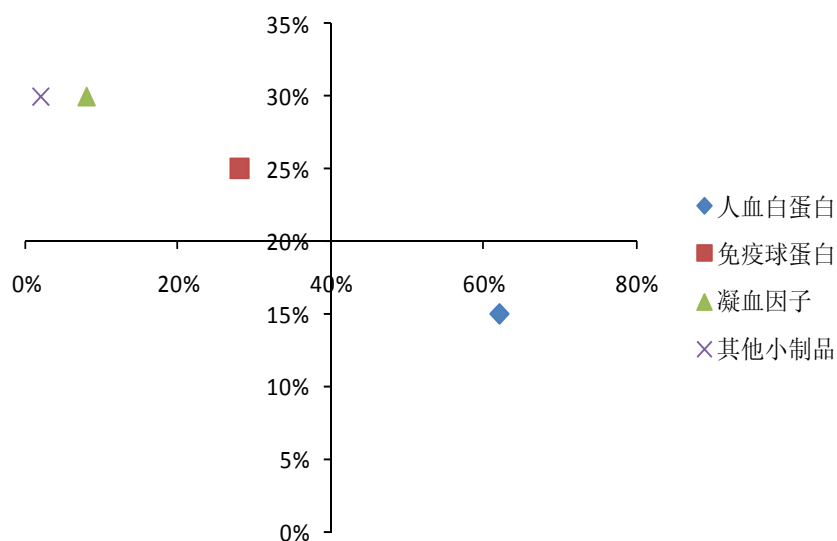
我们在 1.5 节中已经论述过，对比国内外临床用药差距，考虑到未来老百姓收入水平提高，医保覆盖率和报销比例的扩大，临床技术和医生认知度的提高，特免和小制品的需求会快速增长。同时伴随投浆量的增长，血制品企业会逐步获得规模效应，而静丙和白蛋白的供需逐渐趋向平衡后，企业将会有更加充足的原材料投入到特免和凝血因子类小制品上。需求和供给两方面的力量将会使小制品将逐步成长为像白蛋白一样的大品种。

我们对血液制品行业趋势的基本判断是：人血白蛋白和静丙在 2012 年左右达到

供需平衡，之后将进入自然增长时期，白蛋白价格保持稳定，静丙有一定的提价空间，这两种产品的使用量在血制品中所占份额逐渐下降，未来的竞争将会更加注重于产品质量的竞争。凝血因子类小制品将以更快的速度增长，在血制品中所占份额逐渐上升。同时高端产品向低端市场下沉，低端用户将更有能力去承担，和更有意愿去使用高端产品。

如下图所示，我们将白蛋白，免疫球蛋白，凝血因子和其他小制品放入这个坐标系中，横坐标表示目前产品在血制品中的占比，纵坐标表示未来增长率，我们可以很清晰的看出白蛋白落入到第四象限中，其他几类产品落入第二象限中，这说明目前来说白蛋白占比很大，但未来白蛋白的增速将慢于免疫球蛋白和小制品。

图表 17. 血制品分产品成长性分析



资料来源：南方医药经济研究所、天相投顾

上海莱士：高端产品具有绝对优势，产品结构顺应行业趋势

上海莱士在高端的小制品领域占据绝对优势：公司在国内凝血因子VIII市场上占比达到 50%，在凝血酶原复合物市场上占比达到 30%以上，冻干人纤维蛋白原上占比达到 80%以上。而在血白蛋白和静丙上，公司也主攻高端用户。由于公司产品质量占据着中国血液制品行业最为高端的市场，定价也处于行业最高端。公司在凝血因子产品上的优势将会使其充分享受到顺应行业发展趋势的果实。同时，公司拥有的血浆资源行业领先，投浆量稳步上升，将会率先获得规模效应，下一节我们会详细介绍公司在浆站资源上的情况。

图表 18. 小制品市场占有率

生产厂商	2007 年批签发量 (万瓶)	2008 年批签发量 (万瓶)	2009 年批签发量 (万瓶)	2007 年市场占有率	2008 年市场占有率	2009 年市场占有率
人凝血酶原复合物						
华兰生物	-	3.90	10.83	-	49.43%	55.70%
上海莱士	-	3.11	6.00	-	39.46%	30.88%
上海新兴医药	-	0.88	2.61	-	11.12%	13.42%
行业总计	-	7.88	19.44	-	100.00%	100.00%
人凝血因子VIII						

上海莱士	-	6.53	9.42	-	47.79%	47.88%
华兰生物	-	1.27	2.51	-	9.28%	12.74%
绿十字（中国）生物	-	5.87	7.74	-	42.93%	39.38%
行业总计	-	13.67	19.67	-	100.00%	100.00%
人纤维蛋白原						
上海莱士	-	2.13	5.67	-	67.46%	80.36%
哈尔滨世亨生物	-	0.38	0.21	-	12.08%	2.92%
江西博雅生物	-	0.64	0.61	-	20.46%	8.70%
绿十字（中国）生物	-	0.00	1.00	-	0.00%	14.17%
行业总计	-	3.15	7.06	-	100.00%	100.00%

资料来源：中检所、天相投顾

3.2 未雨而绸缪：相对富裕的浆源保证投浆量稳定而持续的增长

未雨绸缪，布局浆站资源

公司目前拥有 10 个单采血浆站，分布在湖南、广西、陕西等地，2009 年采浆总量达到 280 万吨，仅次于中国生物制造公司（CBPO，纳斯达克上市，控股山东泰邦，贵州黔峰和西安回天），华兰生物和天坛生物。

图表 19. 国内主要企业单采血浆站数量对比

	公司名称	所在地	拥有浆站	可生产产品
第一梯队	华兰生物	河南	18（含 4 个在建）	8
	天坛生物	四川	15	6
	上海莱士	上海	12（含 3 个在建）	7
	上海生物制品研究所	上海	10	7
	四川蜀阳	四川	11	6
第二梯队部分企业	贵阳黔峰生物制品有限责任公司	贵州	5	5
	山东泰邦生物制品有限公司	山东	9	6
	哈尔滨世亨生物工程药业股份有限公司	黑龙江	6	6
	武汉生物制品研究所	湖北	5	5
	绿十字（中国）生物制品有限公司	安徽	4	6

资料来源：南方医药经济研究所、天相投顾

现有浆站的尚存巨大的潜力

2009 年上海莱士的单采血浆站平均采血浆量为 28 万吨左右，相对于 2007 年的 22 万吨增长了 27%，但是公司主要血浆站对于其所在区域的覆盖率还是很低，如图表 9 所示，以采浆量最大的石门莱士为例：石门血浆站设在石门县，所覆盖的区域包括石门县，临澧县和澧县，但是来自石门县的供浆员占 84.7%，来自临澧县和澧县的供浆员占比不足 16%。石门县浆站已经算是公司所有血浆站中潜力挖掘比较深的浆站，但其覆盖率还是很低，可以挖掘的潜力很大，如果现有浆站能够完全覆盖到周边地区的话，采浆量能够扩大到 3 倍以上。

根据正常人新陈代谢的周期，每个供浆员每两次献浆间隔为 14 天（每月 2 次）每次献浆标准袋 600 克对身体健康没有影响，国家按照上述要求规范采浆行为，而西方发达国家（包括美国和欧洲）规定两次采浆间隔为 7 天（即每月四次）。按国家标



准，每年对每个供浆员的采浆频率最高可以达到每年 24 次。但是目前上海莱士的在
册供浆员每年的供浆次数平均不超过 10 次，潜力巨大。

图表 20. 上海莱士部分现有浆站分布区域、覆盖率

省份	浆站	核定采浆区域	各区域供浆员分布情况（占比）
湖南省	石门莱士	石门县（20 个乡镇）	石门县供浆员占总比的 84.70%，其中易家渡、二都、新关、夹山、新铺五个镇占比 60.70%，其他 15 个乡镇占比 24.00%； 临澧县占 12.39%，仅六个镇有浆源；澧县仅占 2.91%
		临澧县（17 个乡镇）	
		澧县（32 个乡镇）	
	巴马莱士	巴马县（11 个乡镇）	巴马县东山乡、那桃乡、巴马镇、百林乡四个镇占比 75.77%， 其他七个镇占比仅为 19.15%，东兰县 4.53%；凤山县 0.55%。
		东兰县（14 个乡镇）	
		凤山县（11 个乡镇）	
广西省	大化莱士	大化县（16 个乡镇）	大化镇供浆员占总比的 15.68%、七百弄乡 16.21%、北景乡 18.09%、六也乡 11.91%、雅龙乡 18.48%，其他十一个乡镇仅占 19.62%。
	大新莱士	大新县（15 个乡镇） 龙州县（12 个乡镇）	大新县五山乡供浆员占总比的 46.27%，桃城镇 16.61%，恩城乡 17.46%，大新县其他十二个乡镇供浆员仅占 19.66%；龙州县暂无供浆员。
	马山莱士	马山县（15 个乡镇）	99.85%的供浆员来自马山县，其中马山县里当乡、白山镇、古零镇、百龙滩镇、古寨五个镇占比 90.12%，其他 10 个乡镇共占 9.73%；忻城县供浆员人数仅占 0.15%；合山县暂无供浆员。
		忻城县（13 个乡镇）	
		合山县（辖 1 岭 2 乡）	
	武鸣莱士	武鸣县（16 个乡镇） 西乡塘区（7 个乡镇）	供浆员均来自武鸣县，其中武鸣县陆斡镇占比 52.49%，罗波镇 14.93%，城厢镇 10.73%，其他 13 个乡镇仅占 21.82%； 西乡塘区七个镇共 1 名供浆员。
	全州莱士	全州县（19 个乡镇） 兴安县（10 个乡镇） 资源县（8 个乡镇） 灌阳县（9 个乡镇）	全州县占 89.61%；兴安县仅四个乡镇有供浆员，占 9.02%； 资源县共有 1 名供浆员；灌阳县共有 14 名供浆员。

资料来源：公司招股说明书、天相投顾

公司如何挖掘现有浆站的潜力？

提高现有浆站的投浆量无外乎两种方式：1. 扩大单个浆站覆盖的人数，2. 提高每人供浆的频率。

公司 2009 年上半年将营养费标准由原来 150 元/人次提高到至 200 元/人次，显著提高了供浆员供浆的积极性。上海莱士的在册供浆员数量从 2008 年底的 3.9 万人增长到 2009 年底的 5 万多人，平均年采浆次数也从 2008 年的 9 次增长到 2009 年的 10 次，但平均年采浆次数还是远低于离国家规定的最高 24 次，仍有提升的空间。供浆员规模增加后会有一个辐射效应，带动周围人群加入，故在册供浆员人数和平均采浆次数有望进一步上升。

新建浆站提高公司血浆贮备能力

公司 2009 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，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，单个浆站的覆盖率会比较高，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，提高上海莱士未来血浆年采集能力 100-150 万吨。

同时，公司还在寻找其他地方能够收购的浆站资源，也在进行新建浆站的努力。

3.3 捷足先登：

技术领先，提前进军基因重组类产品，将率先冲破浆源限制

技术领先，单位血浆综合利用率高，产品体系丰富

公司技术处于行业领先地位，单位血浆综合利用率高，是国内能分离产品最多的企业之一。目前公司能生产人血白蛋白、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，而在研产品乙肝免疫球蛋白进入 3 期临床试验，预计 2012 年将会给公司贡献利润。

图表 21. 主要血液制品企业可生产产品数量对比

类别	名称	华兰生物	成都蓉生	四川蜀阳	上生所	贵阳黔峰	本公司
白蛋白	人血白蛋白	√	√	√	√	√	√
丙种球蛋白	静注射人免疫球蛋白	√	√	√	√	√	√
凝血因子类	人凝血酶原复合物蛋白	√			√		√
	人凝血因子 VIII	√	√				√
	人凝血酶	√					√
	人纤维蛋白原		√		√		√
	人纤维蛋白粘合剂	√					√
特种球蛋白	人乙肝免疫球蛋白	√	√	√	√	√	※
	人破伤风免疫球蛋白	√	√	√		√	
	人狂犬病免疫球蛋白			√		√	

资料来源：天相投顾，※乙肝免疫球蛋白在进行临床 3 期，预计 2012 年底前可以上市

捷足先登：率先进军基因重组领域，冲破浆源限制

目前公司正全力进军基因重组领域，在研产品基因重组凝血因子 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，即将进入临床试验。

基因重组类血浆蛋白制品是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：

1. 基因重组类血制品完全不依赖于血浆，能冲破浆源限制；
2. 基因重组类血制品价格更高，如八因子基因重组类产品最高限价为 1320 元，国内最高零售价为 540 元；
3. 基因重组类产品更加安全，有效隔绝血源性疾病的传染。

国外血液制品企业开始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，并取得了很大的成功。目前已经上市重组人血浆蛋白的情况：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 年的销售额近 10 亿美元；3、重组人凝血因子 IX；4、组织血浆酶原激活物 tPA，2005 年市场规模为 6-8 亿美元；5、

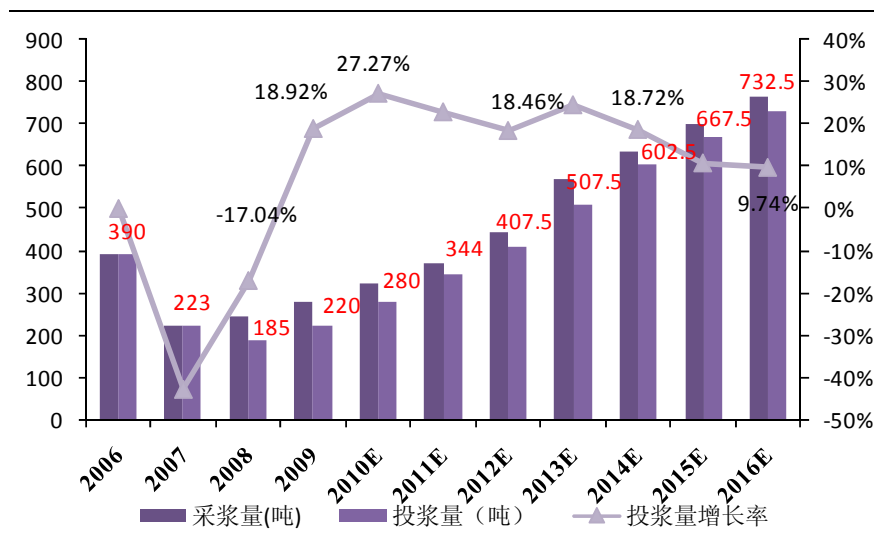
C 反应蛋白；6、重组人抗凝血酶（AT-III）等等。

4. 主营业务未来前景：投浆量上升，小制品占比进一步扩大

4.1 投浆量：CAGR 将达到 17.38%

公司在 08 年 IPO 上市之后投资约 3 亿元扩大了白蛋白，免疫球蛋白和各种凝血因子的产能，建设期为 2 年，估计在 2011 年达产，项目扩张产能 1 倍，扩产之后的产能约为 850 吨-900 吨的投浆量，公司计划项目达产的 5 年后，产能利用率可以达到 87.5%，也就是投浆量达到 743 吨-787 吨，对比 2009 年 280 吨的投浆量，投浆量的年均复合增长率达到 17.38%，其中现有浆站新增 300 吨的投浆量。考虑到对现有浆站的潜力挖掘和新浆站的申报和建设，我们认为这样的增长速度是可以达到的。

图表 19. 上海莱士投浆量预测



资料来源：天相投顾

4.2 白蛋白和静丙销量 2012 后稳定增长，静丙仍有提价空间

我们在前面章节已有论述，从全行业的角度来看，白蛋白和静丙的供需缺口约在 2012 年左右达到平衡，此后白蛋白和静丙进入一个自然增长率时期。从单个公司的角度来说，其白蛋白和静丙的产量上限受投浆量增长的限制，所以我们认为 2012 年以前，上海莱士的白蛋白和静丙的产量跟投浆量保持一致，销量在 2012 年前跟产量相等；在 2012 年之后白蛋白和静丙的产量增速会放缓，逐步与需求的自然增长率一致，彼时将会有更多的血浆资源用于特免和小制品。

血液制品由国家发改委制定最高零售价，由于之前白蛋白供应紧张，甚至出现断货的现象，发改委对白蛋白先后进行两次提价，白蛋白终端价格一直在往上涨，目前终端产品零售价约为：50ml (10g) 白蛋白，国产 360 元/瓶，进口是 378 元/瓶，由于白蛋白的供需逐渐趋向平衡，价格会保持稳定。

而静丙的价格同样也是一直上涨。而目前最近的一次的提价是上海发改委将上海地区的静丙的提价，将 2.5g/瓶的单价从 412 元上升到 600 元，5g/瓶的单价从 720.5 元

上升到1140元。本次提价仅是上海地区提价，其他地方的调价需要经当地发改委和物价局备案后执行新的价格，同时出厂价提价幅度和进度一般是慢于零售价调整，静丙出厂价提高向全国范围内推广是一个渐进的过程，所以静丙提价仍然有很大的空间。

4.3 凝血因子类产品：增速加快

两个原因加快凝血因子类的增速：

1. 投浆量的增长会促使血浆综合利用率的提高，从而加快凝血因子增速。

由于投浆量不足，而白蛋白和静丙的需求仍然旺盛，使得企业没有原材料生产凝血因子等小制品。小制品比白蛋白和静丙更加受制于投浆量的增长，我们从本文最开始图1血液组分图可以看出，人凝血酶原复合物和冻干人凝血酶使用同一原料组分III生产，而冻干人纤维蛋白粘合剂由纤维蛋白原和人凝血酶两种人血浆蛋白成份组成，当投浆量不足的时候，可供生产的组分更少。例如：2007年血浆供应紧张，公司将原料组分III全用于生产销售更为紧俏的人凝血酶原复合物，故冻干人凝血酶2007年未生产；而外用冻干人纤维蛋白粘合剂由纤维蛋白原和人凝血酶两种人血浆蛋白成份组成，因此外用冻干人纤维蛋白粘合剂2007年也未生产。

血浆综合利用率提高就产生了所谓的规模效应，规模提高100%，产量可扩大超过100%。国外的血制品企业投浆量在1500吨以上，产品线达到20个品种以上，形成产品叠加效应。因此我们预测，随着投浆量的继续扩大，公司小制品的增速将加快。

2. 技改项目完成后血浆综合利用率提高

公司数个小制品共用生产线，极大的制约了产能的释放，例如：冻干人凝血酶和冻干人纤维蛋白粘合剂使用相同的血浆组分来生产，人凝血酶原复合物和冻干人纤维蛋白粘合剂 共用相同的生产线。公司IPO之后投资1.4亿元进入凝血因子类产品和特种免疫球蛋白生产线改扩建项目，将改变这一局面，有效破除生产制约。

图表 20. 上海莱士小制品生产制约因素

产品	生产制约因素			
人凝血酶原复合物	使用同一原料组分III	-	-	共用生产线
冻干人凝血酶	使用同一原料组分III	与纤维蛋白原组成外用冻干人纤维蛋白粘合剂	共用生产线	-
冻干人纤维蛋白粘合剂	-	由纤维蛋白原和人凝血酶两种人血浆蛋白成份组成	-	共用生产线
冻干人凝血因子VIII	-	-	共用生产线	-

资料来源：公司年报、招股说明书

4.4 乙肝免疫球蛋白：供需缺口较大，有望在 2012 年底上市

公司在研产品乙肝免疫球蛋白处于临床3期阶段，产品有望2011年底上市，并贡献

利润，成为公司一个新的增长点。

由于受原料血浆抗体效价低及分离技术等因素影响，静脉注射用的人乙型肝炎免疫球蛋白于80年代后期在国外少数几个厂家才取得成功。该品是从经乙型肝炎疫苗免疫的献血员采集的乙型肝炎表面抗体（抗-HBsAg）效价较高的血浆，临床上主要用于乙型肝炎的预防和阻断乙型肝炎母婴垂直传播。

我国是乙肝的高发区，乙肝免疫球蛋白是用于阻断乙肝病毒母婴垂直传播的首选药物。据初步统计，我国约有5000万HBsAg 阳性的女性，单就乙肝免疫球蛋白用于阻断母婴垂直传播，保护新生儿免于感染HBsAg以达优生优育方面而言，一个婴儿出生时需注射该品200IU-300IU，若有半数HBsAg阳性母亲出生的新生儿使用该产品，理论上约需乙型肝炎免疫球蛋白50—70 亿单位。而对于应用于肝脏移植后的抗乙肝治疗方面，目前全国每年接受肝移植手术的病人大概在3000-4000 例，每例手术患者大概需要使用15-20瓶静注乙肝免疫球蛋白，在肝移植手术后预防肝炎的品种上，目前只有四川蜀阳一家生产。

另外因伤口接触HBsAg 阳性血液、孕妇每月注射人乙肝免疫球蛋白降低孕妇血清中病毒负荷滴度以及乙型肝炎肝硬化需肝移植的患者等，注射静脉注射用乙型肝炎免疫球蛋白均是首选药物。初步估计该产品在我国每年总的需求量约在100亿单位（每2000个单位/瓶）、500万瓶以上。

从批签发数据上来看，2009年全年批签发166万瓶，2010年前8月批签发151万瓶，市场缺口非常大，行业内受制于血浆量的不足和技术的落后，使得企业没有足够的能力去生产更多的产品，3-5年内，乙肝免疫球蛋白供需紧张的局面不会改变。

5. 盈利预测与估值分析

5.1 盈利预测假设

关键假设：

1. 2010-2012 年投浆量的增速为 27.27%、22.86%、18.46%；
2. 2010-2012 年各产品吨浆产量保持稳定，其中：白蛋白 2600 瓶/吨，静丙 1500 瓶/吨，凝血因子Ⅷ900 瓶/吨；
3. 乙肝免疫球蛋白 2012 年上市贡献利润；
4. 期间费用率保持稳定，实际税率保持稳定。

图表 21. 上海莱士分产品预测

单位:万元	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
1. 人血白蛋白						
收入	17180	14378	18551	23745	29207	35048
增长率	-10.40%	-16.31%	29.02%	28.00%	23.00%	20.00%
2. 静脉注射人免疫球蛋白						
收入	10413	14049	15275	21190	28900	36704
增长率	80.81%	34.92%	8.73%	38.72%	36.39%	27.00%
3. 凝血因子及其他						
收入	3404	2559	4925	7388	10712	14461
增长率	16.14%	-24.82%	92.46%	50.00%	45.00%	35.00%
4. 乙肝免疫球蛋白						
收入	0	0	0	0	0	5600
增长率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源：天相投顾

图表 22. 上海莱士盈利预测预测

利润表 单位：百万	2009年	2010E	2011年E	2012年E	资产负债表（百万元）	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	388	523	688	918	资产				
增长率(%)	25.06%	35.02%	31.53%	33.41%	流动资产	664	589	511	682
减：营业成本	165	202	260	344	固定资产	113	220	420	357
营业毛利	223	321	429	574	长期投资	0	0	0	0
增长率(%)	15.22%	44.24%	33.35%	33.88%	无形及其他资产	42	42	34	28
毛利率(%)	57.51%	61.43%	62.29%	62.51%	资产合计	825	859	977	1,082
减：营业税金及附加	1	1	1	1	负债与权益	0	0	0	0
资产减值损失	0	1	1	1	流动负债	52	72	94	126
销售费用	9	10	14	18	非流动负债	10	14	18	24
管理费用	64	86	114	151	负债合计	62	85	112	149
财务费用	-11	-1	0	0	少数股东权益	5	6	7	9
费用率(%)	15.93%	18.31%	18.45%	18.45%	股东权益	763	774	865	1,169
加：公允价值变动净	0	0	0	0	负债和权益总计	825	859	977	1,318
投资净收益	0	0	0	0	现金流量表（百万元）	2009年	2010E	2011E	2012E
其他科目	0	0	0	0	经营现金流	176	114	241	289
营业利润	159	224	300	402	投资现金流	-29	-124	-258	12
营业利润率(%)	41.12%	42.87%	43.59%	43.81%	筹资现金流	-114	-175	-158	-30
增长率(%)	27.27%	40.78%	33.72%	34.08%	现金及等价物净增加额	33	-185	-175	270
加：营业外收入	1	1	2	2	盈利能力：	2009年	2010E	2011E	2012E
减：营业外支出	1	1	2	2	净资产收益率(%年初)	17.97%	24.83%	32.75%	39.30%
利润总额	160	224	300	402	总资产报酬率(%)	16.44%	22.06%	25.95%	31.40%
增长率(%)	28.19%	40.59%	33.72%	34.08%	净利润率(%)	35.01%	36.23%	36.83%	37.02%
利润率(%)	41.18%	42.87%	43.59%	43.81%	毛利率(%)	57.51%	61.43%	62.29%	62.51%
减：所得税	23	34	45	60	净资产收益率(%比年末)	17.77%	24.49%	29.31%	29.08%
实际税负比率(%)	14.29%	15.00%	15.00%	15.00%	财务杠杆与流动性：	2009年	2010E	2011E	2012E
少数股东损益	1	1	1	2	资产负债率(%)	7.50%	9.91%	11.47%	13.81%
归属母公司净利润	136	190	253	340	总负债 / 股东权益(x)	8.11%	11.01%	12.96%	12.79%
增长率(%)	29.46%	39.73%	33.72%	34.08%	长期负债 / 股东权益(%)	1.31%	1.74%	2.05%	2.03%
净利润率(%)	35.01%	36.23%	36.83%	37.02%	EBIT / 利息支出(x)				
每股收益(元)	0.50	0.70	0.93	1.25	流动比率(x)	12.79	8.21	5.42	5.42

资料来源：天相投顾

5.2 估值与建议

我们预测上海莱士2010-2012年的EPS为0.70元、0.93元、1.25元，对应12月1日的收盘价30.12元，市盈率为43倍,32倍,24倍。A股市场上主营业务与上海莱士相似的有华兰生物、天坛生物，这两家都是横跨血液制品和疫苗领域的大型生物制药企业，对应市盈率都比上海莱士低。考虑到上海莱士的高成长性，其市盈率并不高，以2010-2012年EPS的复合增长率为基础，比较上述3家公司的PEG，我们可以看出上海莱士的PEG最低，只有1.28，天坛生物和华兰生物的PEG分别为2.00和1.77，上海莱士可享受“高成长高估值”的溢价。

考虑到血液制品行业在投浆量逐渐上升后将发挥规模效应，凝血因子类小制品完



全有可能成长为像白蛋白一样的大品种。上海莱士在凝血因子类产品上占据优势，白蛋白和静丙在3年内可以维持高增长的趋势，而3年之后白蛋白和静丙进入自然增长率时期，凝血因子和新上市的特免产品将会成为新的增长引擎，公司将保持长期高增长的趋势。

我们以公司2011年的EPS为基础，给予40倍的市盈率，目标价位在37.20元，给予其“增持”的投资评级。

图表 23. 可比公司估值分析

代码	公司名称	EPS			PE			EPS 复合增长率	PEG
		2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	2010-2012	2010
600161	天坛生物	0.56	0.66	0.79	37	32	27	18.77%	2.00
002007	华兰生物	1.39	1.45	1.91	30	29	22	17.22%	1.77
002252	上海莱士	0.70	0.93	1.25	43	32	24	33.63%	1.28
002022	科华生物	0.46	0.60	0.75	36	27	22	27.69%	1.28
002038	双鹭药业	1.00	1.26	1.65	54	43	32	28.45%	1.88
002030	达安基因	0.20	0.26	0.34	63	49	37	30.38%	2.08
平均					44	35	27	26.03%	1.72

资料来源：天相投顾

6. 风险提示

1. 投浆量增速低于预期；
2. 乙肝免疫球蛋白上市时间慢于预期，或市场推广不力；
3. 凝血因子类产品增速慢于预期。

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

天相投资顾问有限公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格(业务许可证编号:ZX0157)。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料和合法渠道,天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正,但不对其引用资料和数据本身的真实性、准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议,仅供阅读者参考,不构成对证券买卖的出价或询价,也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果,概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有,为非公开资料,仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权,任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址:北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话:010-66045566 传真:010-66573918 邮编:100140
北京新盛	地址:北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话:010-66045566; 66045577 传真:010-66045500 邮编:100140
北京德胜园	地址:北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话:010-66045566 传真:010-66045700 邮编:100088
上海天相	地址:上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话:021-58824282 传真:021-58824283 邮编:200120
深圳天相	地址:深圳市福田区深南大道6033号金运世纪大厦22A 电话:0755-83234800 传真:0755-83234800 邮编:518040