

上海莱士 (002252)

推荐 (维持)

行业高景气, Q1 有望继续高增长

市场数据

报告日期	2011-3-31
收盘价(元)	31.57
总股本(百万股)	272.00
流通股本(百万股)	68.00
总市值(百万元)	8587.04
流通市值(百万元)	2146.76
净资产(百万元)	824.07
总资产(百万元)	930.33
每股净资产	3.03

主要财指

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	483	609	721	830
同比增长(%)	24.7%	26.1%	18.2%	15.1%
净利润(百万元)	185	227	276	321
同比增长(%)	36.7%	22.2%	21.7%	16.3%
毛利率(%)	62.9%	63.2%	64.6%	65.0%
净利率(%)	38.4%	37.2%	38.3%	38.7%
净资产收益率(%)	22.5%	21.6%	20.8%	19.5%
每股收益(元)	0.68	0.83	1.01	1.18
每股经营现金流(元)	0.74	0.70	0.91	1.13

相关报告

《未来维持稳定较快增长》
2011-2-28《行业高景气, 业绩稳增确定性高》
2010-11-23

投资要点

事件:

上海莱士发布 2010 年年报。2010 年度公司实现营业收入 4.83 亿元, 较上年同期增长 24.73%; 实现利润总额 2.21 亿元, 较上年同期增长 38.44%; 归属于上市公司股东的净利润 1.85 亿元, 较上年同期增长 36.73%。摊薄后每股收益 0.68 元, 公司拟每 10 股派发现金红利 4 元 (含税)。

点评:

- **受收入确认影响公司业绩略低于预期:** 公司在 2 月 26 日公布了业绩快报, EPS 为 0.75 元, 与我们先前的预期一致。3 月 22 日公司公告经审计显示公司业绩与已公布的业绩快报部分数据存在差异, 归属于上市公司股东的净利润减少约 1,724 万元。我们认为, 该差异主要是由于在公司已开具销售发票并确认收入的产品中, 有部分未在 12 月 31 日前发货, 属于收入确认条件的判断上的差异, 对公司基本面影响不大。
- **投浆量有所上升, 静丙提价推动毛利润率继续提高:** 随着现有浆站管理能力的增强和营养费的上调, 公司过去三年投浆量年复合增长率一直保持在 15% 左右, 我们估计公司 2010 年采浆量在 300 吨左右, 这使得公司可供销售的血液制品随之增加, 促进了主营业务收入的增加。与此同时, 静丙提价的效果在 2010 年也全面体现, 静丙毛利润率提高 5.3 个百分点至 71.70%, 对公司利润增长贡献较大; 而凝血因子等产品的提

分析师 王晞
021-38565926
wangx@xyzq.com.cn
SAC:S0190200010075

价也使得公司除白蛋白和静丙外的其他产品毛利率大幅上升 15 个百分点至 62.85%。

- **行业高景气致使费用率较低：**由于血液制品整体供不应求，导致公司销售费用率极低，仅为 3.09%（去年为 2.24%，销售费用增加部分系举办国际会议支出）。同期管理费用为 15.48%，小幅下降 1.1 个百分点，我们预计未来 2 年内血液制品市场维持较高景气仍是大概率事件，公司销售费用率有望继续维持在较低水平。
- **预计 11 年 Q1 业绩仍将高速增长，下半年起回归平稳增长：**由于上海本地市场静丙提价发生在去年 2 月份，各省价格在 3 月份后才逐步执行到位，因此，我们预计公司 11 年第一季度仍将保持较快的业绩增速，但下半年业绩增速将回归平稳。未来 2 年公司仍将受益于行业高景气，随着现有浆站献浆员的扩充和海南新浆站 11 年逐步投产，未来几年中公司投浆量增速仍可继续稳定在 10% 左右。在各品种上，去年以来，随着国内白蛋白价格持续上涨，国外企业加大了对中国市场的出口量，白蛋白市场供需已基本平衡，价格进一步上行动力不足。但随着经济条件的改善和用药习惯的变化，被禁止进口的静丙、凝血因子等产品的供需矛盾仍将持续，有望继续带动公司毛利率小幅上行，只是受制于药品降价的政策大环境，短期内产品再次大幅上调终端价格的可能性较小。
- **盈利预测：**我们认为，未来两年在行业持续高景气的大背景下，公司凭借其较好的产品质量和合理的产品结构仍将保持在国内血制品的第一阵营中。随着公司产品价格维持高位，投浆量稳步增长，其业绩稳定增长的确定性也较强。我们预估公司 2011 年到 2013 年 EPS 分别为 0.83、1.01 和 1.18 元，继续给予公司‘推荐’评级。
- **风险因素：**白蛋白市场价格进一步下行。

表 1、上海莱士分季度业绩对比（单位：百万元、元、%）

主要数据	10-1Q	10-2Q	10-3Q	10-4Q	QOQ	2009	2010	YOY		说明
营业收入	71	118	142	152	7.7%	388	483	24.7%		行业维持高景气
营业成本	24	45	53	57	8.1%	165	180	9.0%		
毛利	47	74	88	95	7.4%	223	304	36.3%		
销售费用	2	3	4	5	20.2%	9	15	72.1%		
管理费用	17	14	26	18	-31.7%	64	75	16.5%		
财务费用	-1	-0	-5	-0	-90.7%	-11	-7	-37.6%		
资产减值	0	0	0	-0	-152.0%	0	1	64.3%		
公允价值	0	0	0	0		0	0			
投资收益	0	0	0	0		-0	0	-100.0%		
营业利润	28	56	62	71	14.9%	159	217	36.5%		
利润总额	28	58	63	72	15.1%	160	221	38.4%		
净利润	21	49	53	62	15.7%	136	185	36.7%		
EPS	0.134	0.306	0.333	0.227	-32.0%	0.848	0.682	-19.6%		
销售费用率	3.4%	2.3%	3.1%	3.5%	0.4%	2.2%	3.1%	0.8%		
管理费用率	24.0%	11.7%	18.4%	11.7%	-6.7%	16.6%	15.5%	-1.1%		
财务费用率	-1.3%	-0.3%	-3.7%	-0.3%	3.4%	-2.9%	-1.4%	1.4%		
所得税率	23.2%	14.5%	15.1%	15.5%	0.4%	14.3%	16.1%	1.8%		
毛利率	66.2%	62.1%	62.4%	62.3%	-0.1%	57.5%	62.9%	5.4%		
净利润率	30.3%	41.4%	37.7%	40.4%	2.8%	35.0%	38.4%	3.4%		

资料来源：天软投资系统

附表

资产负债表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	674	846	1044	1326
货币资金	458	524	668	892
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	19	63	78	94
其他应收款	5	11	14	16
存货	181	224	255	291
非流动资产	256	386	459	517
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	101	215	310	383
在建工程	104	102	91	76
油气资产	0	0	0	0
无形资产	46	45	44	43
资产总计	930	1231	1504	1843
流动负债	88	163	159	176
短期借款	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0
应付账款	23	19	27	27
其他	65	144	132	149
非流动负债	12	10	10	10
长期借款	0	0	0	0
其他	12	10	10	10
负债合计	99	173	169	186
股本	272	272	272	272
资本公积	326	326	326	326
未分配利润	171	375	623	912
少数股东权益	7	8	8	9
股东权益合计	831	1058	1335	1657
负债及权益合计	930	1231	1504	1843

现金流量表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	185	227	276	321
折旧和摊销	13	19	27	34
资产减值准备	-16	11	-2	-2
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	-7	-5	-6	-8
投资损失	0	0	0	0
少数股东损益	-0	1	1	1
营运资金的变动	-36	40	57	38
经营活动产生现金流量	215	192	248	306
投资活动产生现金流量	-97	-130	-110	-90
融资活动产生现金流量	-113	5	6	8
现金净变动	4	67	144	224
现金的期初余额	463	458	524	668
现金的期末余额	468	524	668	892

利润表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	483	609	721	830
营业成本	180	224	255	291
营业税金及附加	3	3	4	4
销售费用	15	17	22	25
管理费用	75	101	119	137
财务费用	-7	-5	-6	-8
资产减值损失	1	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	217	270	327	380
营业外收入	4	2	2	2
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	221	271	327	381
所得税	35	43	51	59
净利润	185	227	277	322
少数股东损益	-0	1	1	1
归属母公司净利润	185	227	276	321
EPS (元)	0.68	0.83	1.01	1.18

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长性(%)				
营业收入增长率	24.7%	26.1%	18.2%	15.1%
营业利润增长率	36.5%	23.9%	21.3%	16.4%
净利润增长率	36.7%	22.2%	21.7%	16.3%
盈利能力(%)				
毛利率	62.9%	63.2%	64.6%	65.0%
净利率	38.4%	37.2%	38.3%	38.7%
ROE	22.5%	21.6%	20.8%	19.5%

偿债能力(%)

资产负债率	10.7%	14.0%	11.2%	10.1%
流动比率	7.70	5.19	6.58	7.53
速动比率	5.63	3.82	4.97	5.88

营运能力(次)

资产周转率	0.55	0.56	0.53	0.50
应收帐款周转率	16.50	13.28	9.03	8.92

每股资料(元)

每股收益	0.68	0.83	1.01	1.18
每股经营现金	0.74	0.70	0.91	1.13
每股净资产	3.03	3.86	4.88	6.06

估值比率(倍)

PE	46.29	37.89	31.13	26.76
PB	10.42	8.17	6.47	5.21

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

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 信息披露栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

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。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。