

投浆量增速下降影响短期成长

研究结论

- **原材料和劳动力成本上涨导致募投项目调整投资金额。**公司于 2011 年 6 月 10 日召开第一次临时股东大会，会议审议并通过了《关于公司募集资金投资项目调整投资金额的议案》。募投项目成文于 2007 年，原定为在旧厂区进行改扩建，其中材料费用、人工费用、工艺设备等均基于当时的物价水平，此后 2009 年公司募投项目改为在奉贤建设新厂区，同时材料费用、人工费用、工艺设备等价格的上涨，实际成本已远远高于当初的预算，为此将募投项目投资金额从 3.4 亿元调整到 4.8 亿元，预计投资金额修改会影响现金流的充裕度，同时项目建成后每年折旧会增加。
- **未来三年内血制品行业将维持供不应求局面：**目前预计国内采浆量达到 5000—6000 吨时将会出现市场竞争，而 2010 年国内采浆量在 4000 吨左右，假使以行业平均增速 10% 计，实现供求平衡至少需要三年时间。而从全球看，如金砖四国的印度、巴西等地其血制品用药尚未充分培育，随着上述国家血制品市场的成长，未来全球血制品行业将会保持长期供应紧张的态势。公司一季度预收账款余额为 3374 万元，较期初增加 201.33%，预收账款的大幅增加显示出行业景气度并未发生改变。
- **采浆量增速下降影响短期成长：**公司 2010 年在海南新设的三个浆站均已开工建设，预计 2011 年内将能投入使用。短期内新浆站不会贡献增量，而原有浆站在 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/人次后，推动了 2009—2010 年采浆量的提高，但我们预计今年这一激励作用将会明显减弱，采浆量增速下降影响血制品供给。
- **投资建议：**前提假设血制品最高零售价不进行调整，公司未来三年将进入平稳增长轨道，我们根据公司已经做出的半年报利润预增 10%—20%，预计公司 2011—2013 年将实现每股收益为 0.81 元（原预测为 0.88 元、下调 7.95%）、0.99 元（原预测为 1.09 元、下调 9.17%）、1.23 元（原预测为 1.38 元、下调 10.87%），维持公司增持的投资评级。



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

联系人

田加强

8621-63325888 × 6087

tianjiaqiang@orientsec.com.cn

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价 (2011 年 6 月 10 日) 24.06 元

目标价格 28.35 元

总股本/A 股 (万股) 27200/27200

国家/地区 中国

行业 医药

报告发布日期 2011 年 6 月 13 日

股价表现



资料来源：WIND

财务预测		单位：百万元			
主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E	
营业收入	483	556	678	841	
同比(%)	25%	15%	22%	24%	
归属母公司净利润	186	221	268	336	
同比(%)	37%	19%	22%	25%	
毛利率(%)	62.9%	62.9%	62.9%	62.9%	
ROE(%)	22.5%	23.7%	22.3%	21.8%	
每股收益(元)	0.68	0.81	0.99	1.23	
P/E (倍)	35.28	29.63	24.38	19.50	
P/B (倍)	7.94	7.01	5.45	4.26	

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

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，不应视本证券研究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。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

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	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	674	785	1080	1452	营业收入	483	556	678	841
现金	458	524	762	1026	营业成本	180	206	252	312
应收账款	19	26	32	72	营业税金及附加	3	3	3	4
其它应收款	5	8	10	12	营业费用	15	16	19	24
预付账款	8	10	13	16	管理费用	75	85	104	127
存货	181	210	257	318	财务费用	-7	-14	-16	-22
其他	5	6	7	8	资产减值损失	1	1	1	1
非流动资产	256	281	282	276	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	101	175	202	210	营业利润	217	259	316	396
无形资产	46	46	45	45	营业外收入	4	3	3	3
其他	109	60	34	21	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	930	1066	1362	1728	利润总额	221	262	319	399
流动负债	88	125	152	181	所得税	36	40	49	62
短期借款	0	40	60	80	净利润	185	222	269	337
应付账款	23	21	25	31	少数股东损益	-0	1	1	1
其他	65	64	67	70	归属于母公司净利润	186	221	268	336
非流动负债	12	0	0	0	EBITDA	224	267	332	413
长期借款	0	0	0	0	EPS（元）	0.68	0.81	0.99	1.23
其他	12	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	99	125	152	181	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	7	8	9	10	成长能力				
股本	272	272	272	272	营业收入	24.7%	15.0%	22.0%	24.0%
资本公积	326	214	214	214	营业利润	36.5%	19.3%	21.8%	25.3%
留存收益	226	447	715	1051	归属于母公司净利润	36.7%	19.1%	21.6%	25.0%
归属母公司股东权益合计	824	933	1201	1537	获利能力				
负债和股东权益	930	1066	1362	1728	毛利率	62.9%	62.9%	62.9%	62.9%
现金流量表					净利率	38.4%	39.7%	39.6%	39.9%
单位:百万元					ROE	22.5%	23.7%	22.3%	21.8%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC	55.6%	54.3%	59.6%	62.8%
经营活动现金流	200	169	236	255	偿债能力				
净利润	185	222	269	337	资产负债率	10.7%	11.7%	11.1%	10.5%
折旧摊销	13	22	32	39	净负债比率				
财务费用	-7	-14	-16	-22	流动比率	7.69	6.29	7.12	8.02
投资损失	0	0	0	0	速动比率	5.63	4.61	5.43	6.26
营运资金变动	-1	-48	-50	-101	营运能力				
其它	9	-13	1	3	总资产周转率	0.55	0.56	0.56	0.54
投资活动现金流	-94	-44	-34	-34	应收账款周转率	16	23	22	15
资本支出	89	43	33	33	应付账款周转率	12.32	9.54	10.99	11.07
长期投资	0	0	0	0	每股指标（元）				
其他	-4	-1	-1	-1	每股收益	0.68	0.81	0.99	1.23
筹资活动现金流	-118	-58	36	42	每股经营现金流	0.74	0.62	0.87	0.94
短期借款	0	40	20	20	每股净资产	3.03	3.43	4.42	5.65
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	112	0	0	0	P/E	35.28	29.63	24.38	19.50
资本公积增加	-112	-112	0	0	P/B	7.94	7.01	5.45	4.26
其他	-118	14	16	22	EV/EBITDA	15	13	10	8
现金净增加额	-11	66	238	264					

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