

投浆量增长短期弹性有限 产品涨价预期是看点

投资要点:

1. 事件

近日,我们对上海莱士的情况进行了跟踪。

2. 我们的分析与判断

(一)、投浆量增长短期弹性有限

行业投浆量恢复一波三折:2006年《关于单采血浆站转制的工作方案》。单采血浆站由卫生行政部门改由血液制品企业设置。浆站与生产企业建立“一对一”供浆关系,加速行业集中。

国家在2008年7月1日开始在血制品生产企业中实施检疫期制度,所有原料血浆必须检疫合格后方可使用。2008年《单采血浆站管理办法》,加强对浆站的管理,关停一些不合格的浆站,但同时也加剧了原料血浆的供给压力。全行业自2006年开始采浆量和投浆量迅速下降。

由于检疫期制度的实施,2007年下半年至2008年上半年有突击献浆现象。从2009年开始,行业整体投浆量重新开始恢复性增长,但今年增速开始放缓,到最近贵州关闭14家浆站,行业投浆量的恢复可谓一波三折。

新建浆站投产需循序渐进。2010年公司投浆总量约为300吨。目前公司共有浆站12个,已经投产的9个,其中海南省保亭县、琼中县、白沙县3个浆站正在建设(2009年11月批准建设)。预计琼中县浆站将于年底投产,其余两个预计在明年上半年投产。

公司未来将继续寻求新建或收购单采血浆站。由于国家对新建浆站的设定以及公司资质具有严格的限定,符合条件的建浆站地区有限。

新建浆站从建设到开始投产约需2年。新建浆站建成后需要经历寻找献浆员、登记在册,检疫合格后方可开始献浆,即正式投产。投浆量的增长依赖于既有献浆员积极性的提高以及纳入新的献浆人员。献浆量取决于补贴金额与献浆者的机会成本(即打工工资收入),以及人群对献浆的心理认同(如献浆光荣而不是卖血可悲)。公司献浆人群以40岁以上的中年人为主。2010年献浆一次补贴额约220-230元,较2009年提高了约20-30元。今年物价上涨幅度较大,献浆积极性受到抑制,还需要关注下半年献浆补贴情况。我们预计公司全年投浆量增长7-14%。

(二)、用药习惯支撑白蛋白行业景气持续

国内临床对白蛋白接受度较高。临床上对白蛋白的功效接受程度较高,国内外人均用量差别相对较小。

上海莱士(002252.SZ)

谨慎推荐 首次评级

分析师

陈雷

✉: chenlei_zb@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130208071629

联系人

黄国珍

☎: (8621) 20252609

✉: huangguozhen@chinastock.com.cn

郭思捷

☎: (8610) 8357 4110

✉: guosijie@chinastock.com.cn

市场数据	时间 2011.07.27
A股收盘价(元)	29.42
A股一年内最高价(元)	35.95
A股一年内最低价(元)	20.85
上证指数	2723.49
市净率	9.71
总股本(万股)	27200
实际流通A股(万股)	27200
限售的流通A股(万股)	0
流通A股市值(亿元)	80.02

相关研究

需求的刚性与稳步增长，短期内的供给弹性限制造就了白蛋白长期的景气周期。公司白蛋白主要规格 10mg（50ml），目前市场最高零售价 360 元。进口白蛋白市场售价 390 元，主要来自百特公司和拜耳公司。

表 1：中国和发达国家主要血制品每百万人用量比较

发达国家	发达国家	中国	功能主治
人血白蛋白（克）	0.2-0.5	0.07	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、低蛋白血症等
静脉免疫球蛋白（克）	0.01	0.001	甲肝和麻疹被动免疫、低或无丙种球蛋白血症；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；暴露乙肝的被动免疫（母婴垂直传播等）；狂犬病的被动免疫；破伤风被动免疫等
凝血因子 VIII（IU）	1	0.1	预防和治疗甲型血友病出血；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；纤维蛋白原缺乏症、异常纤维蛋白血症、有高纤溶倾向的脏器手术等

资料来源：中国银河证券研究部

未来白蛋白价格可能上调。白蛋白属于国家医保医保乙类产品，在报销上限制使用病种，由国家发改委制定最高零售价格。2010 年白蛋白国内销售对应投浆量约为 3600 吨，进口白蛋白折合成投浆量约 2200 吨。贵州浆站关停后，白蛋白供求关系更趋紧张。国家允许白蛋白和重组第 VIII 因子进口。由于需要增加一些关税等其他费用，目前市场进口白蛋白价格约 390 元高于国产。我们预计国家可能在未来上调白蛋白的最高限价，以鼓励企业进行生产。

（三）、静丙出厂价格获得较强支撑

由于国内对静丙的认知水平和临床用药习惯，相比白蛋白，静丙和第 VIII 因子基本处于供求平衡。2010 年 2 月 24 日，上海地区静丙销售价格率先从 412 元上调至 600 元，提价幅度达到 45.6%。目前公司静丙出厂价格约为 510 元。由于目前出厂价格和最高零售价格仍有空间，受贵州浆站关停的影响，下半年静丙出厂价格可能上调，是公司业绩超预期的潜在因素。

3. 投资建议

投浆量和收率是影响公司血液制品产量的核心因素。短期内投浆量供给弹性有限，收率也难以大幅提高。公司业绩超预期因素主要来自下半年白蛋白和静丙等小制品提价。我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.84、1.02 和 1.19，对应当前股价市盈率为 35、29 和 25 倍，基本处于合理范围。考虑到下半年白蛋白和静丙可能提价，我们给予谨慎推荐评级。

表 1:上海莱士 (002252.SZ)财务报表预测

资产负债表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	利润表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	463	458	625	893	1109	营业收入	388	483	612	747	867
应收票据	7	5	10	12	14	营业成本	165	180	227	278	322
应收账款	25	19	37	45	52	营业税金及附加	1	3	4	5	5
预付款项	11	8	10	12	14	销售费用	9	15	18	22	26
其他应收款	5	5	6	7	8	管理费用	64	75	92	112	130
存货	152	181	229	280	324	财务费用	(11)	(7)	(2)	(2)	(2)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	0	1	1	1	1
固定资产净额	99	101	187	173	156	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	14	104	4	0	50	投资收益	(0)	0	0	0	0
无形资产净值	42	46	50	54	58	营业利润	159	217	272	331	384
递延所得税资产	5	3	3	3	3	营业外净收入	0	3	1	1	1
资产总计	825	930	1161	1481	1790	税前利润	160	221	273	332	385
短期借款	0	0	0	50	50	所得税	23	35	44	53	62
应付票据	0	0	0	0	0	净利润	137	185	229	279	323
应付账款	7	23	37	45	52	归属母公司净利润	136	185	229	279	323
预收款项	1	11	14	17	20	少数股东损益	1	(0)	0	0	0
应付职工薪酬	20	18	21	24	27	基本每股收益	0.85	0.68	0.84	1.02	1.19
应交税费	19	32	32	32	32	摊薄每股收益	0.85	0.68	0.84	1.02	1.19
其他应付款	5	3	3	3	3	财务指标					
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	成长性					
长期借款	0	0	0	0	0	营业收入增长率	25%	25%	27%	22%	16%
长期应付款	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	17%	42%	28%	22%	16%
专项应付款	0	0	0	0	0	净利润增长率	29%	37%	24%	22%	16%
其他非流动负债	10	12	12	12	12	盈利能力					
负债合计	62	99	119	183	197	毛利率	58%	63%	63%	63%	63%
所有者权益合计	763	831	1042	1298	1593	净利率	35%	38%	37%	37%	37%
现金流量表						EBITDA/营业收入	43%	46%	47%	47%	46%
净利润	137	185	229	279	323	ROE	18%	22%	22%	21%	20%
折旧与摊销	0	0	16	18	18	ROIC	17%	21%	22%	21%	20%
经营活动现金流	137	185	188	244	297	估值指标					
投资活动现金流	0	0	(5)	(5)	(55)	PE	59	43	35	29	25
融资活动现金流	0	0	(17)	29	(26)	P/S	12	17	13	11	9
净现金流	137	185	167	268	216	P/B	6	10	8	6	5
期初现金余额	558	463	458	625	893	EV/EBITDA	26	34	26	21	17
期末现金余额	695	649	625	893	1109	股息收益率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源: 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

陈雷，医药生物行业证券分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100033

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908