

相关研究:

- 1、限售股全部解禁，大股东减持动力不足，2011.6.28
- 2、涨价预期形成，在研产品可期，2011.7.18
- 3、上海莱士公告点评，2011.7.26

投资评级: **增持**

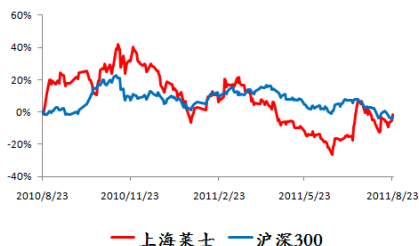
当前价格: 28.33 元
目标价格: 30 元
目标期限: 6 个月

市场数据

总股本(百万股)	272
流通股本(百万股)	272
A股流通比例(%)	100
12个月最高/最低(元)	42.51/21.23
第一大股东	科瑞天诚/莱士中国
第一大股东持股比例	37.5%/37.5%
上证综指/沪深300	2554/2821

注：2011年8月23日数据

近十二个月股价表现



%	1 个月	3 个月	12 个月
相对收益	0	19	1
绝对收益	-8	12	-1

注：相对收益与沪深300相比

分析师：李晓彬

执业证书编号：S0500511040003

联系人：任广丰

电话：021-68634510-8630

邮件：rgf3335@xcsc.com

业绩稳定增长，静丙产品成亮点

投资要点:

报告期内公司业绩保持稳定增长。

2011年上半年，公司营业收入为2.26亿元，同比增长19.60%；归属于母公司净利润为8001万元，同比增长13.49%，折合EPS为0.29元。公司业绩基本符合预期。

静丙销售收入高速增长，首次超过白蛋白。

报告期内公司静丙销售收入为1.03亿元，同比增长40.79%，销量和价格均有所提高；白蛋白销售收入为1.01亿元，同比增长9.68%；凝血因子类产品销售收入2199万元，同比下降7.13%。静丙销售收入首次超过白蛋白，成为公司第一大产品。

采浆量有所下滑，海南三浆站建成后可增加公司采浆量。

报告期内由于献浆员数量减少，导致公司采浆量有所下降。但公司在海南新建的三个浆站将于今年底完成，2012年采浆，预计成熟后年采浆量合计约42吨，能够增加公司15%的采浆量，缓解公司投浆量紧张情况。

静注乙肝免疫球蛋白临床III期即将完成，2012年开始贡献业绩。

公司静脉注射人乙肝免疫球蛋白项目处于临床三期后期阶段，目前正在进行新药报批的相关程序，预计年底能够拿到生产批文，2012年开始为公司贡献业绩。该产品主要用于肝移植，与其他公司产品用于母婴阻断有所不同，是公司未来的一大看点。该产品市场规模接近2亿元，预计未来保持30%左右增长，市场前景广阔，公司有望占据一半的份额。

贵州省浆站关停事件导致血液制品涨价预期形成。

根据《贵州省采供血机构设置规划(2011-2014)》，今年8月1日已关停省内16个浆站，估计将减少全国20%的采浆量，形成血液制品的涨价预期。上海莱士作为纯血液制品企业，在涨价过程中受益匪浅。

估值和投资建议。

我们预测公司2011-2013年EPS分别为0.75、0.92、1.11元，对应于当前的收盘价PE分别为38、31、26倍，我们维持公司“增持”的投资评级。

重点关注事项。

股价催化剂(正面): 新建浆站采浆；静注乙肝免疫球蛋白投产；产品涨价。

风险提示(负面): 成本上升风险；项目投产晚于预期风险。

表 1、公司主要财务数据预测

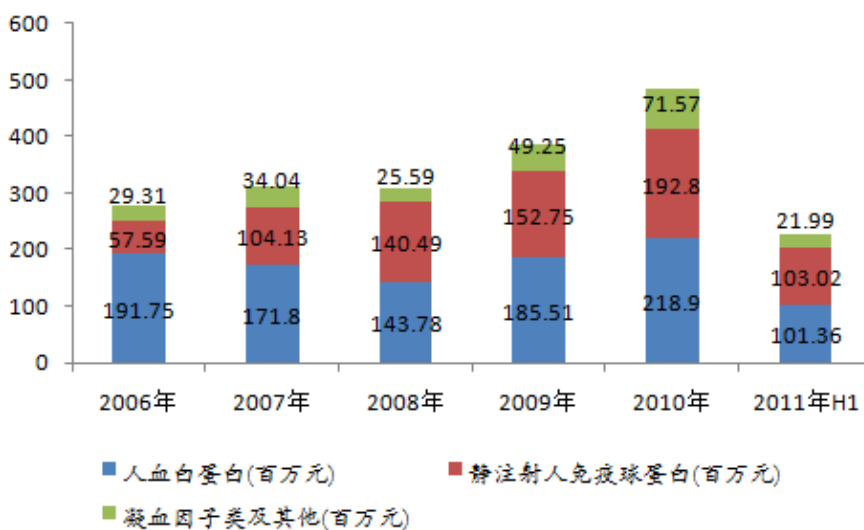
财务预测	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	388	483	574	676	785
增长率 (%)	25.1%	24.7%	18.7%	17.8%	16.1%
净利润 (百万元)	136	185	204	249	301
增长率 (%)	29.5%	36.7%	10.2%	22.0%	20.8%
ROE (%)	17.9%	22.5%	22.2%	23.8%	25.2%
ROA (%)	16.4%	19.9%	20.2%	21.8%	23.5%
EPS (元)	0.50	0.68	0.75	0.92	1.11
P/E	56.80	41.54	37.69	30.89	25.57
P/B	10.16	9.35	8.38	7.36	6.43
EV/EBITDA	44	32	29	24	20

数据来源：湘财证券研究所

表 2、海南三个浆站成熟后年采浆量预测

项目	琼中	白沙	保亭	合计
人口 (万人)	21.7	19.6	16.3	57.6
献浆员比例	1.80%	1.80%	1.80%	-
年献浆次数	7	7	7	-
采浆量 (吨)	15.86	14.32	11.91	42.09

数据来源：湘财证券研究所

图 1、历年公司销售收入分布情况


资料来源：wind，湘财证券研究所

资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	674	771	922	1083
现金	458	488	609	729
应收账款	19	40	43	48
其他应收款	5	7	9	10
预付账款	8	14	15	17
存货	181	215	239	271
其他流动资产	5	6	7	8
非流动资产	256	243	222	198
长期投资	0	0	0	0
固定资产	101	136	139	127
无形资产	46	48	50	52
其他非流动资产	109	59	33	20
资产总计	930	1014	1144	1282
流动负债	88	76	81	69
短期借款	0	18	0	0
应付账款	23	8	27	12
其他流动负债	65	51	54	58
非流动负债	12	12	12	12
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	12	12	12	12
负债合计	99	88	93	81
少数股东权益	7	6	4	3
股本	272	272	272	272
资本公积	326	326	326	326
留存收益	226	322	448	600
归属母公司股东权益	824	920	1046	1198
负债和股东权益	930	1014	1144	1282

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	200	118	256	263
净利润	185	203	248	300
折旧摊销	13	18	23	26
财务费用	-7	-6	-7	-9
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-1	-95	-9	-53
其他经营现金流	9	-2	1	0
投资活动现金流	-94	-2	-2	-2
资本支出	89	0	0	0
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-4	-2	-2	-2
筹资活动现金流	-118	-85	-133	-141
短期借款	0	18	-18	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	112	0	0	0
资本公积增加	-112	0	0	0
其他筹资现金流	-118	-103	-116	-141
现金净增加额	-11	31	120	120

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	483	574	676	785
营业成本	180	226	257	288
营业税金及附加	3	3	4	5
营业费用	15	19	22	25
管理费用	75	92	107	123
财务费用	-7	-6	-7	-9
资产减值损失	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	217	240	292	354
营业外收入	4	2	2	2
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	221	241	293	355
所得税	35	37	45	55
净利润	185	203	248	300
少数股东损益	-0	-1	-1	-2
归属母公司净利润	185	204	249	301
EBITDA	224	251	308	370
EPS (元)	0.68	0.75	0.92	1.11

主要财务比率				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	24.7%	18.7%	17.8%	16.1%
营业利润	36.5%	10.1%	22.1%	20.9%
归属于母公司净利润	36.7%	10.2%	22.0%	20.8%
获利能力				
毛利率(%)	62.9%	60.6%	61.9%	63.4%
净利率(%)	38.4%	35.6%	36.9%	38.4%
ROE(%)	22.5%	22.2%	23.8%	25.2%
ROIC(%)	46.7%	42.6%	53.5%	60.6%
偿债能力				
资产负债率(%)	10.7%	8.7%	8.1%	6.3%
净负债比率(%)	0.00%	20.08%	0.00%	0.00%
流动比率	7.70	10.09	11.37	15.67
速动比率	5.63	7.27	8.42	11.75
营运能力				
总资产周转率	0.55	0.59	0.63	0.65
应收账款周转率	17	19	16	17
应付账款周转率	12.32	15.00	15.00	15.00
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.68	0.75	0.92	1.11
每股经营现金流(最)	0.74	0.43	0.94	0.97
每股净资产(最新摊)	3.03	3.38	3.85	4.41
估值比率				
P/E	41.54	37.69	30.89	25.57
P/B	9.35	8.38	7.36	6.43
EV/EBITDA	32	29	24	20

分析师声明

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，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券有限责任公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。