

生物制品III

署名人: 周锐

S0960207090141

0755-82026719

zhourui@cjis.cn

参与人: 江琦

S0960110110023

0755-82026817

jiangqi@cjis.cn

上海莱士

002252

推荐

业绩平稳增长，期待血液制品价格稳中有升

上海莱士公布 2011 年三季报，1-9 月净利 1.39 亿，同比上涨 12.31%，实现每股收益 0.51 元，略超我们 0.5 元的预期；7-9 月实现净利 5,906 万元，同比上涨 10.75%，实现每股收益 0.22 元。公司预计全年净利同比增幅-10%-20%，合 EPS0.61-0.82 元。

投资要点:

- 今年可销售产品基本持平，均价的稳中有升带来业绩的稳步上涨：1-9 月公司实现营业收入 3.82 亿，同比增长 15.36%；营业利润 1.63 亿，同比增长 11.8%；净利润 1.39 亿元，同比增长 10.2%。7-9 月公司实现营业收入 1.55 亿，同比增长 9.64%；归属于上市公司净利润 5,905 万，同比增长 10.75%。
- 毛利率小幅下降，三项费用率同比出现下降，然而税金的增长使得净利润的增长慢于收入增长：1-9 月，毛利率 58.49%，同比下降 4.63%；经营效率提高，三项费用率下降 4.14%，然而营业税金及附加大幅增加 219%，使得净利润增速慢于收入。
- 预计 12 年血液制品可能更短缺，价格稳中有升：由于贵州关停浆站将影响全行业 20%的采浆量，由于血液制品有生产销售周期，我们预计 2012 年血液制品可能越来越紧缺，预计 3、4 季度产品将最为紧缺，产品价格有望稳中逐步上升，白蛋白可能重现 360 元/10g，静丙价格有望超过 550 元/2.5g，小制品涨价幅度可能更大。
- 预计采浆量将维持稳定的增长，新浆站继续建设中，产能有望逐步增加：公司老浆站将继续加大力度培育；海南 3 个新浆站有望逐步建成采浆，未来预计采浆量将维持稳定增长。
- 血液制品产品依旧紧缺，公司产品质量好，得率高，是血液制品行业中资质较好的企业。我们预测公司 11、12、13 年 EPS 分别为 0.77、0.89、1.06 元，对应 PE31、26、22 倍，鉴于血液制品的紧缺，价格有上涨的预期，维持推荐评级。
- 风险提示：血液制品批签量和价格受政策影响大，有一定政策风险。

6-12 个月目标价： 26.70 元

当前股价： 23.52 元

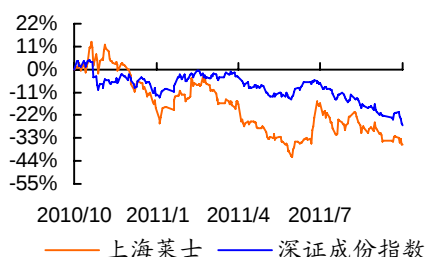
评级调整： 维持

基本资料

深证成份指数	9697.21
总股本(百万)	272
流通股本(百万)	272
流通市值(亿)	64
EPS (TTM)	0.72
每股净资产 (元)	3.06
资产负债率	10.7%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
上海莱士	-14.00	-22.12	-22.98
深证成份指数	-11.78	-21.17	-24.23



相关报告

《上海莱士-投浆量稳步增长，小品种将成为新看点》2010-11-17

《上海莱士-受益于血液制品行业景气，三季报业绩超预期》2010-10-28

《上海莱士-受益于血液制品行业景气和产品结构优势，维持推荐评级》2010-8-25

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	483	534	603	696
同比(%)	25%	10%	13%	15%
归属母公司净利润(百万元)	185	209	243	289
同比(%)	37%	13%	16%	19%
毛利率(%)	62.9%	63.0%	63.3%	64.1%
ROE(%)	22.5%	22.6%	20.8%	19.8%
每股收益(元)	0.68	0.77	0.89	1.06
P/E	34.5	30.6	26.3	22.1
P/B	7.8	6.9	5.5	4.4
EV/EBITDA	27	24	20	17

资料来源：中投证券研究所

表 1: 上海莱士的季度盈利性数据

财务指标(万)	10 年 2Q	10 年 3Q	10 年 4Q	11 年 1Q	11 年 2Q	11 年 3Q	3Q 同比	3Q 环比
营业总收入	11,841.2	14,160.3	15,248.8	7,566.4	15,077.7	15,525.6	9.6%	3.0%
营业成本	4,485.2	5,318.2	5,749.8	3,087.1	6,255.0	6,503.6	22.3%	4.0%
营业费用	273.5	443.0	532.5	274.7	195.0	221.8	-49.9%	13.8%
管理费用	1,385.7	2,611.2	1,782.7	1,655.0	1,708.7	1,844.6	-29.4%	8.0%
财务费用	-38.8	-520.1	-48.4	-190.4	-130.0	-223.7	-57.0%	72.1%
营业利润	5,636.5	6,205.8	7,128.8	2,624.8	6,754.4	6,959.3	12.1%	3.0%
利润总额	5,776.0	6,297.2	7,245.5	2,626.8	6,780.5	6,954.9	10.4%	2.6%
所得税	835.9	948.0	1,123.2	433.9	1,009.3	1,048.9	10.6%	3.9%
归属于母公司净利	4,903.4	5,332.5	6,167.7	2,233.0	5,767.9	5,905.6	10.7%	2.4%
EPS	0.18	0.20	0.23	0.08	0.21	0.22	12.2%	4.8%
毛利率	62.1%	62.4%	62.3%	59.2%	58.5%	58.1%	-4.3%	-0.4%
营业费用率	2.3%	3.1%	3.5%	3.6%	1.3%	1.4%	-1.7%	0.1%
管理费用率	11.7%	18.4%	11.7%	21.9%	11.3%	11.9%	-6.6%	0.5%
营业利润率	47.6%	43.8%	46.8%	34.7%	44.8%	44.8%	1.0%	0.0%
实际所得税率	14.5%	15.1%	15.5%	16.5%	14.9%	15.1%	0.0%	0.2%

资料来源: 上海莱士历年报表、中投证券研究所 * EPS 按最新股本摊薄

表 2: 上海莱士浆站一览表

序号	浆站名称	所在地	状态
1	全州莱士单采血浆有限公司	广西	建成
2	灵璧莱士单采血浆有限公司	安徽	建成
3	武鸣莱士单采血浆有限公司	广西	建成
4	大化莱士单采血浆有限公司	广西	建成
5	马山莱士单采血浆有限公司	广西	建成
6	大新莱士单采血浆有限公司	广西	建成
7	石门莱士单采血浆有限公司	湖南	建成
8	巴马莱士单采血浆有限公司	广西	建成
9	兴平莱士单采血浆有限公司	陕西	建成
10	琼中莱士单采血浆有限公司	海南	在建
11	白沙莱士单采血浆有限公司	海南	在建
12	保亭莱士单采血浆有限公司	海南	在建

资料来源: 上海莱士公告、中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	674	733	889	1180	营业收入	483	534	603	696
现金	458	500	628	884	营业成本	180	197	222	250
应收账款	19	21	23	27	营业税金及附加	3	3	4	4
其它应收款	5	5	6	7	营业费用	15	19	16	22
预付账款	8	8	9	11	管理费用	75	85	96	111
存货	181	198	223	252	财务费用	-7	-17	-20	-31
其他	5	0	0	0	资产减值损失	1	0	0	0
非流动资产	256	343	354	354	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	215	265	284	营业利润	217	246	286	340
无形资产	46	46	46	46	营业外收入	4	0	0	0
其他	109	82	43	24	营业外支出	1	0	0	0
资产总计	930	1075	1243	1534	利润总额	221	246	286	340
流动负债	88	144	69	71	所得税	35	37	43	51
短期借款	0	77	0	0	净利润	185	209	243	289
应付账款	23	8	9	10	少数股东损益	-0	0	0	0
其他	65	59	60	61	归属母公司净利润	185	209	243	289
非流动负债	12	0	0	0	EBITDA	224	252	304	358
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.68	0.77	0.89	1.06
其他	12	0	0	0					
负债合计	99	144	69	71	主要财务比率				
少数股东权益	7	7	7	7	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	272	272	272	272	成长能力				
资本公积	326	326	326	326	营业收入	24.7%	10.4%	13.0%	15.4%
留存收益	226	326	569	858	营业利润	36.5%	13.1%	16.3%	18.9%
归属母公司股东权益	824	924	1167	1456	归属于母公司净利润	36.7%	12.7%	16.3%	18.9%
负债和股东权益	930	1075	1243	1534	获利能力				
					毛利率	62.9%	63.0%	63.3%	64.1%
					净利率	38.4%	39.2%	40.3%	41.5%
					ROE	22.5%	22.6%	20.8%	19.8%
					ROIC	55.6%	45.6%	49.1%	53.9%
					偿债能力				
					资产负债率	10.7%	13.4%	5.5%	4.6%
					净负债比率				
					流动比率	7.70	5.09	12.95	16.68
					速动比率	5.63	3.71	9.70	13.12
					营运能力				
					总资产周转率	0.55	0.53	0.52	0.50
					应收账款周转率	16	26	26	26
					应付账款周转率	12.32	12.94	26.44	26.52
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.68	0.77	0.89	1.06
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.74	0.61	0.86	1.01
					每股净资产(最新摊薄)	3.03	3.40	4.29	5.35
					估值比率				
					P/E	20.99	28.09	27.75	22.82
					P/B	5.93	5.24	4.41	3.69
					EV/EBITDA	14	19	18	15

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐： 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性： 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避： 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

中投医药团队荣誉：2007 年和 2009 年《新财富》最佳分析师评选中入围；“2008 年度卖方分析师水晶球奖”医药行业第 2 名，2008 年新财富最佳分析师医药行业第 3 名；2010 年新财富、水晶球、金牛奖均为第 5 名；2010 年财经风云榜最佳证券分析师（医药行业唯一一个）。

中投医药团队成员：

周锐，医药行业首席分析师，理学博士，3 年医药行业从业经验，8 年证券行业从业经验，整体负责中投医药团队研究工作；
余方升，医药行业研究助理，理学学士，经济学硕士，2009 年加入中投证券研究所，负责中药行业研究；
余文心，医药行业研究助理，北京大学药学、经济学双学士，北京大学药事管理、澳门大学医药管理双硕士。2010 年加入中投证券研究所，负责化学药、医疗服务及政策研究；
江琦，医药行业研究助理，上海交大生物工程学士，金融学硕士，2010 年加入中投证券研究所，负责生物制药行业及医药流通研究；
王威，医药行业研究助理，工学硕士，5 年医疗器械行业从业经验，2010 年加入中投证券研究所，负责医疗器械及境外上市中资医药股研究；

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的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、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站：<http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编：200041 传真：(021) 62171434