

上海莱士(002252)调研报告

谨慎推荐

投浆量平稳增长, 毛利率或将稳中有降

首次评级

健康护理/医药

发布时间: 2012 年 1 月 12 日

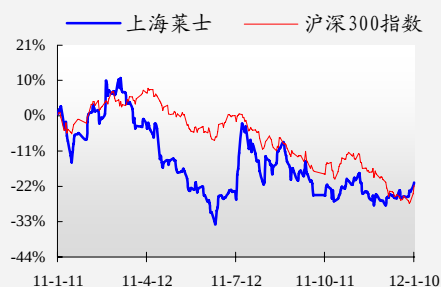
投资要点:

- **投浆量继续平稳增长。**投浆量的增加主要来自于供浆员人数和供浆次数的增加, 供浆员人数短期内很难大幅增加, 供浆次数还有一定的上升空间, 但也不大。2012 年将新增浆站 3 个(含去年底采血的琼中浆站), 营养费的提高会增加供浆员的热情, 预计公司 3 年内的投浆量的增速在 10%~15%。
- **毛利率或将稳中有降。**供浆员的营养费是成本中最大的一块, 营养费已经从 150 元/次提高到 200 元/次, 2012 年或将继续提高, 另外, 人工费、耗材和辅料费用等都有所上涨, 可能导致公司的毛利率继续下降。
- **新品上市还待明年。**公司目前有 7 种 23 个规格的产品, 在研产品包括重组凝血因子 VIII、高密度载脂蛋白 ApoA-I 和静脉注射用人乙肝免疫球蛋白, 其中静脉注射用人乙肝免疫球蛋白有望在明年上市, 成为国内第二家销售该品的企业。
- **政策影响尚需观察。**针对血液制品供应紧张的局面, 卫生部部长陈竺提出了“血液制品倍增计划”, 我们认为对于行业的影响还需等待后续的细化政策。
- **投资建议:**我们预计公司 2011~2013 年的 EPS 分别为 0.74 元、0.81 元和 0.94 元, 现价对应的 PE 分别为 33.8 倍、30.9 倍和 26.6 倍, 估值偏高, 但公司所处产业壁垒较高, 产品不受药品降价政策的影响, 业绩稳定增长, 且具有产品提价的预期, 因此给予公司“谨慎推荐”的评级。
- **风险提示:**产品质量的风险; 投浆量不达预期的风险; 成本上涨的风险。

业绩预测:

	主营收入 (百万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (百万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2010	483	24.73	185	36.73	0.68	25.87	36.8	
2011E	543	12.42	200	8.11	0.74		33.8	
2012E	598	10.13	221	9.09	0.81		30.9	
2013E	684	14.38	243	9.95	0.94		26.6	

走势图



市场数据 2012-1-12

收盘价:	25.04 元
52 周最高价:	35.95 元
52 周最低价:	20.85 元
平均持仓成本:	26.50 元

基本数据 2011Q3

总股本(万股):	27,200
流通 A 股(万股):	27,200
每股收益(元):	0.51
每股净资产(元):	3.14
每股经营现金流(元):	0.38
市净率:	7.97

分析师: 周思立; 联系人: 刘林
执业证书编号: S0550511010003
TEL: (8621)2036 1137
FAX: (8621)2036 1159
Email: liul@nesc.cn
地 址: 上海市源深路 305 号 4 楼
邮 编: 200135

近期，我们调研了上海莱士，参观了公司的血液制品车间，与公司就投浆量、产品价格、政策影响、在研新品等方面的情况做了交流。

投浆量继续平稳增长

公司目前有 10 个获准采浆的单采血浆站，其中海南琼中的浆站为去年 11 月份开始采浆，另有海南白沙和海南保亭 2 个浆站正在建设中。从浆站分布情况看，安徽省 1 个，陕西省 1 个，湖南省 1 个，广西省 6 个，海南省 3 个（含在建 2 个），涉及将近 400 个乡镇。

表 1：公司单采血浆浆站情况

浆站地点	持股比例	成立时间	注册资本	核定采浆区域	2008 年 1 月在册供浆员数
安徽灵璧	95%	2006. 11	30 万元		9542
陕西兴平	80%	2007. 10	100 万元		4030
湖南石门	80%	2006. 6	200 万元	石门县（20 个乡镇） 临澧县（17 个乡镇） 澧 县（32 个乡镇）	9406
海南琼中	80%	2010. 1	750 万元		
海南保亭	80%	2010. 7	750 万元		
海南白沙	80%	2010. 4	750 万元		
广西巴马	80%	2006. 6	30 万元	巴马县（11 个乡镇） 东兰县（14 个乡镇） 凤山县（11 个乡镇）	2361
广西武鸣	80%	2007. 11	100 万元	武鸣县（16 个乡镇） 西乡塘区（7 个乡镇）	3551
广西大化	80%	2007. 6	300 万元	大化县（16 个乡镇）	3349
广西马山	80%	2007. 8	378.87 万元	马山县（15 个乡镇） 忻城县（13 个乡镇） 合山县（辖 1 岭 2 乡）	3289
广西全州	80%	2006. 3	60 万元	全州县（19 个乡镇） 兴安县（10 个乡镇） 资源县（8 个乡镇） 灌阳县（9 个乡镇）	1097
广西大新	80%	2008. 3	198 万元	大新县（15 个乡镇） 龙州县（12 个乡镇）	2589

资料来源：公司公告、东北证券整理

注：灵璧供浆员人数包含滩溪浆站 4164 人

根据国家相关规定，供浆员一年最多可以献浆 24 次，每次 600 克（扣除 80ml 的抗凝剂，实际为 520ml 每次），也就是说供浆员每次的供浆量是固定的。因此，投浆量的增加主要来自于供浆员人数和供浆次数的增加。

供浆员人数的增加主要来自于开设新浆站和挖掘原有浆站的潜力，从新浆站来看，公司 2012 年将新增浆站 3 个（含去年底采血的琼中浆站），由于海南省人口较少，再加

上浆站开业需要推广期，我们预计新浆站的设立短期内难以大幅增加供浆员人数。从原有浆站看，原有 9 个浆站的设立日期都在 4 年以上，核定采浆区域的供浆员都被充分挖掘，随着农民生活水平的提高，供浆员不流失就值得庆幸了。2008 年初公司的供浆员人数总计为 39184 人，根据公司 2011 年 315 吨的采浆量，假定人均年献浆次数为 13 次，估计 2011 年供浆员总人数仍为 4 万人左右，3 年基本没有增加。即便考虑海南新设浆站的影响，2 年内供浆员人数也很难超过 5 万人，距离公司上市初的到 2014 年达到 9 万人的目标还有很大距离。

从供浆次数看，公司在 2007 年的年人均供浆次数为 9 次，随着营养费用的提高，供浆员的献浆热情有所提高，人均年供浆次数有所增加。但由于农民外出务工的机会也在增多，人均年采浆量达到 12~14 次后，估计很难再大幅提高，因此采浆次数的上升空间也不大。

根据下表的采浆量敏感性分析，若是供浆员人数达到 5 万人，人均年采浆达到 14 次，那么年采浆量为 420 吨。公司 2011 年的投浆量在 315 吨左右，若公司没有其他新开浆站，我们估计公司的投浆量 3 年内至多为 420 吨，年均 10%~15% 的增速。

表 2：采浆量敏感性分析

在册供浆 员人数	合计年采浆量（吨）				
	人均年采浆 8 次	人均年采浆 10 次	人均年采浆 12 次	人均年采浆 14 次	人均年采浆 16 次
30000	144	180	216	252	288
35000	168	210	252	294	336
40000	192	240	288	336	384
45000	216	270	324	378	432
50000	240	300	360	420	480
55000	264	330	396	462	528
60000	288	360	432	504	576

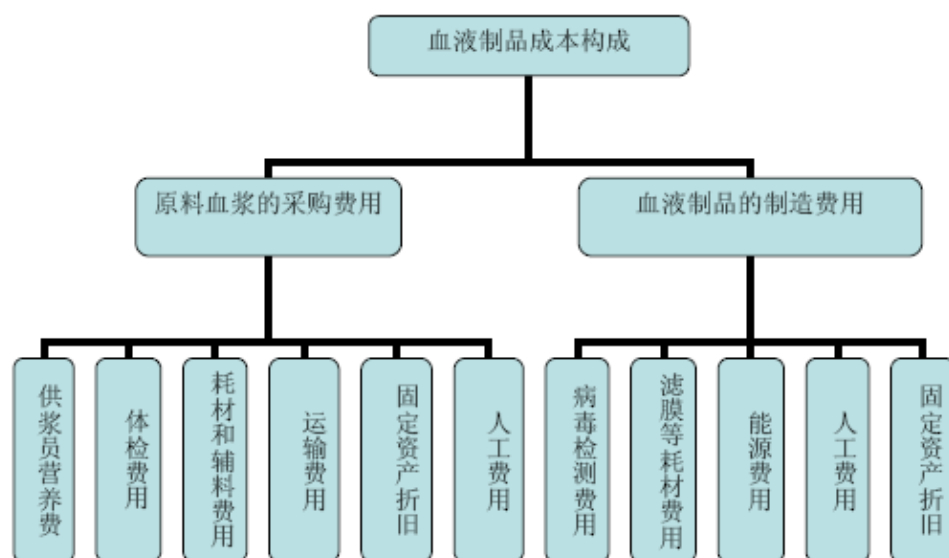
资料来源：东北证券

毛利率或将稳中有降

公司成本中最主要的部分是原料血浆的采购费用，而原料血浆费用中最大的支出为供浆员的营养费。公司对于供浆员的营养费从 2010 年的 150 元/袋提高到现在的 200 元/袋，预计公司在 2012 年将继续提高，有可能达到 220 元/袋。若是按照 220 元/袋的营养费用，1 吨原料血浆的成本中仅营养费就达到了 33 万元左右，再加上人工费用、体检费用、试剂和耗材费用、从浆站到血液制品企业的运输费用等，血液制品企业从浆站采购 1 吨原料血浆的支出大约为 40~50 万元。

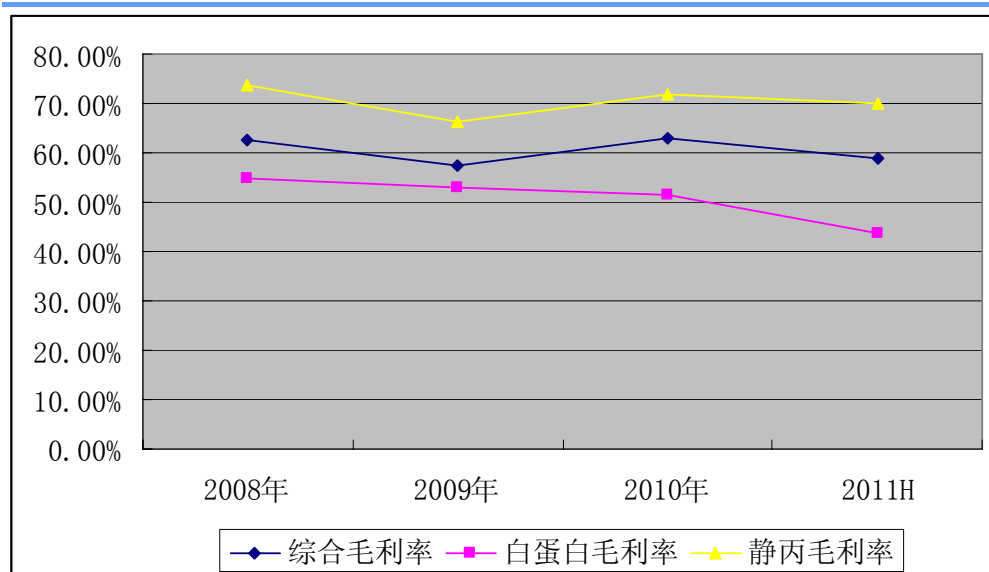
从原料血浆到血液制品，还需经过病毒检测、提取纯化、储存等过程，公司在病毒检测中除了国家规定的酶免检测方法外，还应用了核酸检测的方法，提取纯化中费用较高的是滤膜等耗材，1 吨原料血浆的加工费用大概为 30 万元左右。综合下来，1 吨血浆的加工费用大约为 70 万元。

图 3: 血液制品的生产成本构成情况



资料来源: 东北证券

图 4: 公司主要产品毛利率稳中有降



资料来源: 公司公告、东北证券

1 吨血浆大约可以生产 2500 瓶白蛋白 (10g/瓶), 再加上静丙等产品, 1 吨血浆的收入大约在 170 万元以上。若销售价格不变, 则毛利率的变动就取决于成本的变化。由于营养费、人工费、检测费、设备和耗材费、运输和能源的费用的持续上涨, 公司的综合毛利率开始出现下滑, 特别是这两年没有提价的白蛋白的价格的毛利率下滑较快, 从 2008 年最高的 54.82% 下滑到 2011 上半年的 43.75%, 2011 年没有提价效应的静丙的毛利率也出现了小幅下滑。2012 年由于要继续提高营养费, 所以我们预计 2012 年的综合毛利率可能继续小幅下降。

新品上市还待明年

公司目前拥有 7 种 23 个规格的产品，产品种类数在国内血液制品企业中名列前茅，仅次于华兰生物的 11 种和四川蜀阳的 8 种。

表 5：公司现有的产品种类

通用名	商品名	规格
人血白蛋白	安普莱士	[2g, 40ml] [5g, 50ml] [10g, 50ml] [12.5g, 50ml] [20g, 100ml]
静注人免疫球蛋白 (pH4)	伽玛莱士	[1.0g, 20ml] [2.5g, 50ml] [5g, 100ml]
人凝血因子 VIII	海莫莱士	[100IU] [200IU] [250IU] [300IU] [400IU] [500IU] [1000IU]
人凝血酶原复合物	普舒莱士	[100IU] [200IU] [300IU] [400IU] [1000IU]
人纤维蛋白原	法布莱士	[0.5g]
冻干人凝血酶	舒平莱士	[1000IU]
外用冻干纤维蛋白粘合剂	护固莱士	[2ml]

资料来源：公司网站、东北证券

公司的在研产品包括重组凝血因子 VIII、高密度载脂蛋白 ApoA-I 和静脉注射用人乙型肝炎免疫球蛋白，其中重组凝血因子 VIII 和高密度载脂蛋白 ApoA-I 还处于临床前研究阶段，研发风险较高，5 年内都很难贡献收益。

静脉注射用人乙型肝炎免疫球蛋白是供浆员注射乙肝疫苗后产生的，可以中和乙肝病毒，作为对抗乙型肝炎病毒的被动免疫，在阻断母婴垂直传播和肝移植手术中有应用。静脉注射用人乙型肝炎免疫球蛋白目前只有四川蜀阳生产，市场需求缺口较大，市场价也较高，在 2000 元/瓶左右，是典型的高毛利产品。公司目前处于三期临床的后期，预计将于明年上市。公司的新生产基地也即将建成，将形成年产 4 万瓶的生产能力。

政策影响尚待观察

去年血液制品产业最大的事件莫过于贵州省关停了部分地区的单采血浆站，血液制品的供应形式更加紧张，血液制品提价的预期也重新被资本市场所关注。针对血浆供应紧张的情况，2011 年 12 月 25 日，卫生部部长陈竺出席北京某论坛时提出“血液制品倍增计划”，即“十二五”期间血液制品供应量增加一倍，同时还将研究将血液制品纳入国家基本药物目录，促进生产企业兼并合作，扩大规模。

我们认为政策对于血液制品企业的影响，主要在于两点：一是价格，另一是单采血浆站的设立和管理。从价格上看，白蛋白和静丙都曾提过价，在医药大幅降价的背景下，这 2 个品种短期内再次提价的可能性较小，其他产品或者是市场定价，或者是产量较小，对于血液制品企业的利润影响不大。如果产品纳入基本药物目录，提价的可能性就更小了。从单采浆站的设立来看，卫生部于 2008 年就已颁布了《单采血浆站管理办法》，对于浆站的设立和管理做了详细的规定，浆站的设立和管理政策是否有变，尚需等待卫生部或者国家其他相关部委的后续政策。

盈利预测

- 假定2011~2013年的投浆量分别为315吨、345吨和380吨；
- 假定2011~2013年的综合毛利率分别为58.6%、58%和58%。
- 假定静脉注射用人乙肝免疫球蛋白在2013年上市销售；
- 暂不考虑产品价格的变化。

表 6: 公司财务预测表

单位: 百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	483	543	598	684
减: 营业成本	180	224	248	287
营业税金及附加	3	7	8	9
销售费用	15	10	11	12
管理费用	75	74	80	87
财务费用	-7	-8	-10	-14
资产减值损失	1	1	1	1
加: 公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	217	235	260	302
加: 营业外收入	4	1	1	1
减: 营业外支出	1	0	0	0
利润总额	221	236	261	303
减: 所得税	35	36	40	46
净利润	185	200	221	257
减: 少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	185	200	221	243
EPS (元)	0.68	0.74	0.81	0.94

资料来源: 东北证券

投资建议

我们预计公司 2011~2013 年的 EPS 分别为 0.74 元、0.81 元和 0.94 元, 现价对应的 PE 分别为 33.8 倍、30.9 倍和 26.6 倍, 估值偏高, 但公司所处产业壁垒较高, 产品不受药品降价政策的影响, 业绩稳定增长, 且具有产品提价的预期, 因此给予公司“谨慎推荐”的评级。

风险提示

- 产品质量的风险;
- 投浆量不达预期的风险;
- 成本上涨的风险。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势: 在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回 避: 在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。