

外延增厚血制品盈利能力和规模，两大控股股东全资收购英国 BPL 血制品巨头、提升该资产注入的预期

公司简报

❖ **事件：**公司今日公告了 2016 年中报，实现收入、扣非归母净利润分别为 10.4 亿元、4.25 亿元，同比分别增长了 27.2%、56.0%；归母净利润 6.49 亿元，同比下降 22%，EPS 0.235 元。

❖ **2016 年中报回顾和分析：**

➢ **外延增厚血制品盈利能力和规模：**2016 上半年公司血液制品业务收入 10.38 亿元，其中白蛋白、静丙及其他血液制品营业收入分别为 3.86 亿元、3.15 亿元、3.10 亿元，同比分别增长 7.54%、18.45%和 83.65%；由于毛利率较高的小产品销售比重提高，血液制品综合毛利率达到 65.01%，同比增长了 3.17 个百分点。公司于 2014 年底并购同路生物，由于生产计划安排、血液制品投产-批签发-销售的时间将近半年、和 2015 下半年公司投浆量较为集中，因此 2016 H1 莱士及同路整体销量集中释放，这是公司上半年扣非归母净利润大幅上升的重要原因。

➢ **“内生+外延”成为国内采浆量最大。**上海莱士通过增加浆站布局和外延并购，成为我国浆站最多（33 家浆站，含已获批 3 家、在建 2 家、同路生物在建 1 家）、采浆量最大（800 吨左右）和产能第一的血液制品上市企业。采浆范围涵盖广西、湖南、海南、陕西、安徽、广东、内蒙、浙江、湖北、江西 10 个省（自治区），未来内生性增长和外延式并购都是公司重要看点。

❖ **两大控股股东全资收购英国 BPL 血制品巨头、提升该资产注入的预期：**控股股东科瑞天诚和莱士中国通过其控股的香港天诚国际投资，与贝恩资本下属特殊目的持股公司及英国卫生部签订了《股权转让协议》，以全现金方式收购其持有的 Naga UK Topco Limited 100% 股权，并由此间接持有了 BPL 公司 100% 股权。BPL 在美国拥有 34 家浆站，2015 年采浆量为 1899 吨，居全球第五，是全球最大的第三方血浆供应商。公告显示控股股东科瑞天诚和莱士中国计划在符合相关法律法规要求的前提下，未来择机将 BPL 整体或相关业务、资产注入上海莱士。BPL 作为全球知名的血液制品企业，技术研发能力强，产品线宽，采浆规模全球第五，销售网络完备，极具发展前景，符合上海莱士“内生增长为根基，外延并购为跨越”的战略目标。

❖ 我们维持业绩预测和增持投资评级。上海莱士是国内血液制品龙头企业，具有非常强的整合能力，公司未来将持续复制自身的“内生性增长加外延式并购”的快速发展模式，两大控股股东全资收购英国 BPL 血制品巨头，提升资产注入预期，与 BPL 合作有望实现双赢，公司现有的行业地位和未来发展空间决定了其具有较高的投资价值。在不考虑 BPL 资产注入的情况下，我们预计 2016~2018 年的净利润同比增长 19%/17%/14%，EPS 0.62/0.73/0.83 元，给予“增持”评级。

❖ **风险提示：**进口白蛋白增长，对国内供求关系造成进一步冲击。

业绩预测和估值指标

指标	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	1,320	2,013	2,754	3,532	4,294
营业收入增长率	165.88%	52.55%	36.78%	28.26%	21.59%
净利润（百万元）	511	1,442	1,717	2,001	2,291
净利润增长率	255.27%	182.35%	19.06%	16.55%	14.48%
EPS（元）	0.19	0.52	0.62	0.73	0.83
ROE（归属母公司）（摊薄）	5.93%	13.53%	13.79%	14.21%	14.38%
P/E	223	79	66	57	50

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

增持（维持）

当前价：41.38

分析师

张明芳（执业证书编号：S0930516030001）
0755-23917929
zhangmingfang@ebsecn.com

刘阳（执业证书编号：S0930516060001）
liuyang16@ebsecn.com

市场数据

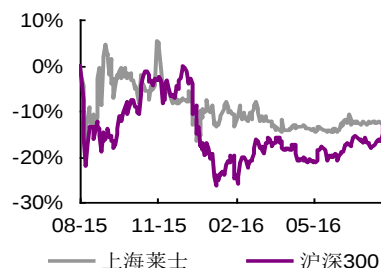
总股本(亿股)：27.59

总市值(亿元)：1141.57

一年最低/最高(元)：35.77/88.25

近 3 月换手率：6.88%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	6.33	3.51	6.34
绝对	9.70	11.51	5.43

相关研报

1、20160713《7 月报&32 家重点公司中报前瞻——受 645 号文影响，医保控费力度再加大，板块整体增速将继续放缓、重申看好 6 大领域存量洗牌、龙头受益，规避辅助用药》

2、20160603《医药行业 2016 年中期投资策略——存量大洗牌、龙头受益是核心策略，CRO、零售连锁和药用辅料的趋势攀升》

3、20160428《销量集中释放促使收入和毛利率提升明显，扣非后净利润大幅增长》

❖ 两大控股股东全资收购 BPL，未来如果进行资产注入，上海莱士与 BPL 将实现双赢。

BPL 作为全球采浆量第五的全球性全产业链公司，具有产品线多、采浆量大的优势；上海莱士作为国内血制品行业龙头，拥有完善的国内销售渠道、较强的品牌溢价能力。如果双方进行合并，上海莱士与 BPL 合计将成为采浆量 2800 吨左右的国际巨头。上海莱士将借助 BPL 技术研发合作，产品线将得到延伸，同时借助 BPL 的国际销售渠道迅速打开国际市场；BPL 将能借助上海莱士的资本力量，改造生产线，提高生产能力，同时其血浆制品（主要为白蛋白）也可以迅速进入国内市场，血浆利用效率将进行提升，实现双方的互利共赢。

- 上海莱士的控股股东资本实力雄厚，同时上海莱士作为 A 股上市公司融资渠道通畅，可以借助资本市场获得融资，改造 BPL 的现有生产线，提升 BPL 产能，扩大血制品销售规模。

BPL 是全球前十大血液制品生产企业，在美国拥有 34 家浆站。其 2015 年采浆量全球第五，采浆 1899 吨，当年销售收入 2.51 亿英镑，是全球最大的第三方血浆供应商。我们根据产品结构估算，现有收入与采浆量不匹配，我们预计公司自用血浆量在 700 吨左右，其余 1100 吨左右的血浆都供应给了其他血制品企业。我们判断如果对现有生产线进行改造，将大幅提升公司血液制品产量和血浆利用率。

- 上海莱士在国内有完善的销售渠道和较好的品牌溢价能力，BPL 的白蛋白借助莱士的优势可以迅速在国内销售放量

上海莱士在国内、东南亚、中东、中南美洲等 20 多个地区有销售渠道，同时大股东莱士中国具有美国背景、也有相应的美国渠道，BPL 可以借助莱士的渠道提升在这些区域的销售规模。

如果 BPL 的白蛋白未来在国内注册销售，能借助上海莱士在中国境内完善的销售渠道和获得其较好的品牌溢价，迅速打开国内市场；由于国内白蛋白的价格高于国外销售价格，同时 BPL 产品品种多，白蛋白生产成本相对较低，因此 BPL 白蛋白未来进入国内市场，将提升其白蛋白价格，毛利率水平也将大幅提升。2015 年国内采浆量约 5800 吨，2015 年进口的人血白蛋白占比已接近 60%。未来如果现有将近 1900 吨采浆量生产的白蛋白全部进入中国市场，将占去年全国白蛋白销量 16% 左右，未来国内白蛋白价格有可能会小幅下行，但莱士通过与 BPL 的合作将大幅提升国内市场份额，大幅提升营收和利润规模。

- BPL 产品线丰富，通过技术转让、共同研发等方式，上海莱士产品品规迅速丰富、带动公司整体毛利率提升

目前上海莱士血液制品拥有三大品类（白蛋白类、免疫球蛋白类及凝血因子）、合计 11 个品种，是目前国内少数可从血浆中提取六种组分的血液制品生产企业，也是国内同行业中凝血因子类产品种类最为齐全的生产企业之一，但与国际巨头 BPL 相比，产品品规数量仍然相对较少。BPL 拥有人血白蛋白、免疫球蛋白、凝血因子三大类产品，共计 13 个品种、22 个规格的血液制品。同时 2015 年 10 月 BPL 研发的 Coagadex（凝血因子 X）获得美国 FDA 批准，是全球首个获批的治疗罕见出血性疾病——遗传性凝血因子 X 缺陷症的药物。后续双方通过技术转让、共同研发等方式的合作，上海莱士有望迅速增加血液制品品规数量，进而大幅提升现有吨浆的毛利率水平

- 上海莱士可以借助 BPL 丰富的国际渠道迅速打开欧美市场

BPL 血制品目前已在全球 48 个国家或地区注册，在 44 个国家销售，BPL 正在积极拓展并完善其全球性销售网络。莱士可以借助 BPL 的英国生产基地，以及丰富国际销售渠道快速打开欧美市场。

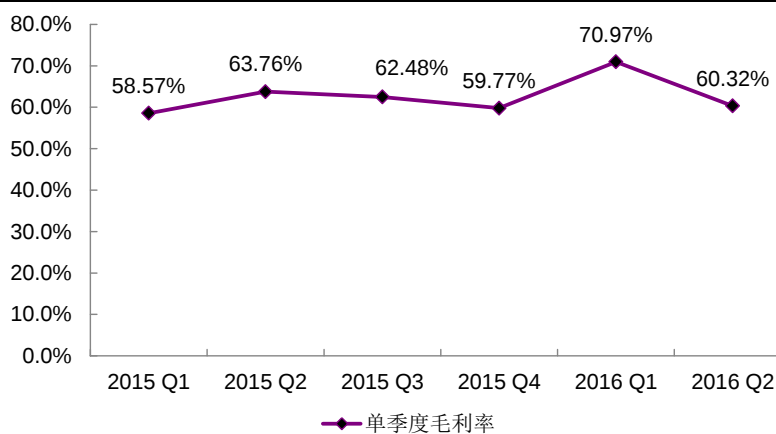
- 如果未来 BPL 资产注入，上海莱士将成为采浆量 2800 吨左右的国际巨头，成为屹立于世界舞台的民族血制品航母

根据上海莱士公告显示，目前其采浆量接近 900 吨，而 BPL 公司 2015 年采浆量接近 1900 吨，未来资产注入之后，将成为采浆量在 2800 吨左右的国际血制品巨头，共同利用产品、销售渠道、资本实力之间的协同性，获得快速发展和业绩的大幅提升。

- ❖ 投资收益下滑导致规模净利润增速下降。因交易性金融资产而产生的公允价值变动损益及投资收益较上年同期下降 60.73%，导致本期归属于上市公司股东净利润为 6.49 亿元，同比下降 22.01%。投资收益并非公司主业，我们持续看好公司血制品业务的“内生+外延”式成长。

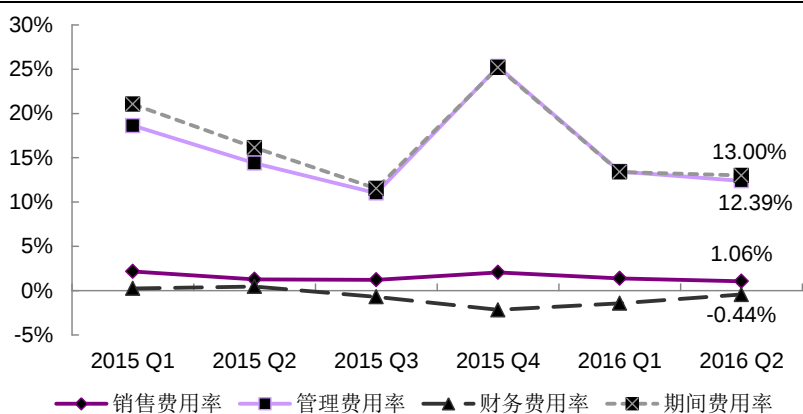
附图表

图 1：上海莱士单季度毛利率

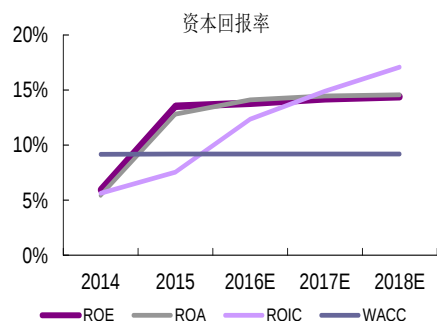
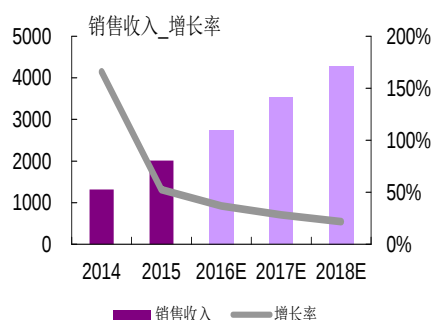
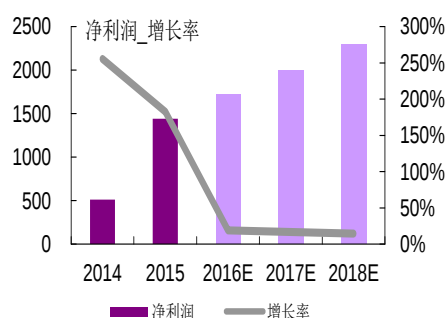
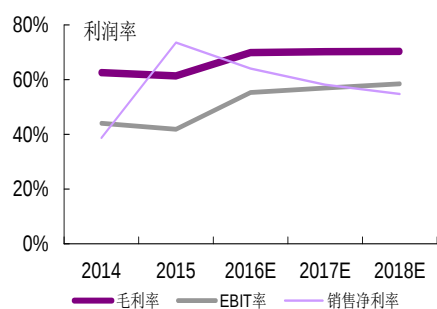


资料来源：公司公告，光大证券研究所

图 2：上海莱士单季度期间费用率



资料来源：公司公告，光大证券研究所



利润表 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,320	2,013	2,754	3,532	4,294
营业成本	494	778	830	1,055	1,276
折旧和摊销	60	106	129	137	146
营业税费	7	8	11	14	16
销售费用	22	33	37	43	47
管理费用	215	339	344	397	435
财务费用	14	-13	-39	-45	-49
公允价值变动损益	0	865	0	0	0
投资收益	31	10	500	350	200
营业利润	599	1,729	2,061	2,406	2,758
利润总额	602	1,749	2,083	2,427	2,779
少数股东损益	0	38	45	53	60
归属母公司净利润	510.85	1,442.41	1,717.30	2,001.47	2,291.36

资产负债表 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
总资产	9,379	11,556	12,486	14,208	16,135
流动资产	2,667	4,807	5,738	7,452	9,379
货币资金	1,450	1,919	4,248	5,565	7,103
交易型金融资产	0	1,613	0	0	0
应收账款	114	120	165	211	257
应收票据	370	412	564	723	879
其他应收款	4	3	5	6	7
存货	695	716	764	971	1,175
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1,027	1,004	1,032	1,048	1,053
无形资产	163	162	154	147	139
总负债	755	844	432	570	694
无息负债	397	484	432	570	694
有息负债	358	360	0	0	0
股东权益	8,624	10,712	12,551	14,236	16,141
股本	1,365	2,759	2,759	2,759	2,759
公积金	6,418	5,896	6,068	6,268	6,497
未分配利润	830	2,038	3,446	4,776	6,289
少数股东权益	15	54	99	152	212

现金流量表 (百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	466	762	1,080	1,500	1,945
净利润	511	1,442	1,717	2,001	2,291
折旧摊销	60	106	129	137	146
净营运资金增加	1,251	746	867	1,040	1,031
其他	-1,357	-1,532	-1,633	-1,679	-1,523
投资活动产生现金流	290	-819	1,954	205	55
净资本支出	-65	-127	-145	-145	-145
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	355	-692	2,099	350	200
融资活动现金流	365	524	-387	-387	-462
股本变化	876	1,394	0	0	0
债务净变化	1	2	-360	0	0
无息负债变化	280	87	-52	138	124
净现金流	1,121	468	2,647	1,317	1,538

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

关键指标	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	165.88%	52.55%	36.78%	28.26%	21.59%
净利润增长率	255.27%	182.35%	19.06%	16.55%	14.48%
EBITDA/EBITDA 增长率	221.97%	47.61%	74.34%	30.13%	23.52%
EBIT/EBIT 增长率	219.59%	44.67%	80.95%	32.13%	24.71%
估值指标					
PE	223	79	66	57	50
PB	13	11	9	8	7
EV/EBITDA	88	119	68	52	42
EV/EBIT	97	134	74	56	44
EV/NOPLAT	115	159	87	66	52
EV/Sales	43	56	41	32	26
EV/IC	6	12	11	10	9
盈利能力 (%)					
毛利率	62.56%	61.38%	69.87%	70.13%	70.28%
EBITDA 率	48.63%	47.05%	59.97%	60.85%	61.81%
EBIT 率	44.07%	41.79%	55.29%	56.96%	58.42%
税前净利润率	45.61%	86.88%	75.63%	68.72%	64.70%
税后净利润率 (归属母公司)	38.71%	71.64%	62.36%	56.67%	53.36%
ROA	5.44%	12.81%	14.12%	14.46%	14.58%
ROE (归属母公司) (摊薄)	5.93%	13.53%	13.79%	14.21%	14.38%
经营性 ROIC	5.61%	7.53%	12.35%	14.88%	17.08%
偿债能力					
流动比率	9.77	19.46	19.09	18.68	19.36
速动比率	7.22	16.56	16.55	16.24	16.93
归属母公司权益/有息债务	24.05	29.64	-	-	-
有形资产/有息债务	10.54	16.52	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	0.19	0.52	0.62	0.73	0.83
每股红利	0.05	0.05	0.17	0.20	0.23
每股经营现金流	0.17	0.28	0.39	0.54	0.71
每股自由现金流(FCFF)	-0.28	-0.01	0.15	0.24	0.40
每股净资产	3.12	3.86	4.51	5.11	5.77
每股销售收入	0.48	0.73	1.00	1.28	1.56

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

张明芳，武汉大学生物化学专业硕士，现任光大证券医药行业首席分析师，曾先后工作于中国药品生物制品检定研究院 6 年、招商证券医药首席分析师 6 年、中信建投证券和中信证券医药首席分析师 1 年，多次获得新财富医药生物行业最佳分析师，其中，2007 年和 2013 年获得新财富医药生物行业第一名。

刘阳，理学硕士，曾就职于国际著名医药研发机构，2011 年进入金融领域，2013 年至 2015 年担任联讯证券医药组长，2015 年担任东兴证券医药组组长，2016 年加盟光大证券医药团队。

行业及公司评级体系

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% 至 15%；

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；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所 销售交易总部

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114、22169134

销售交易总部	姓名	办公电话	手机	电子邮件
上海	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	李强	021-22169131	18621590998	liqiang88@ebsecn.com
	罗德锦	021-22169146	13661875949/13609618940	luodj@ebsecn.com
	张弓	021-22169083	13918550549	zhanggong@ebsecn.com
	黄素青	021-22169130	13162521110	huangsuqing@ebsecn.com
	濮维娜	021-22167099	13611990668	puwn@ebsecn.com
	计爽	021-22167101	18017184645	jishuang@ebsecn.com
	邢可	021-22167108	15618296961	xingk@ebsecn.com
	陈晨	021-22167330	15000608292	chenchen66@ebsecn.com
	吕程	021-22169152	18616981623	lvch@ebsecn.com
	王昕宇	021-22169129	15216717824	wangxinyu@ebsecn.com
	黄怡	010-58452027	13699271001	huangyi@ebsecn.com
北京	郝辉	010-58452028	13511017986	haohui@ebsecn.com
	梁晨	010-58452025	13901184256	liangchen@ebsecn.com
	杜婧瑶	010-58452038	13910115588	dujy@ebsecn.com
	张玮琦	-	18500177850	zhangwq@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83553559	13823771340	lix1@ebsecn.com
深圳	李潇	0755-83559378	13631517757	lixiao1@ebsecn.com
	张亦潇	0755-23996409	13725559855	zhangyx@ebsecn.com
	王渊锋	0755-83551458	18576778603	wangyuanfeng@ebsecn.com
	牟俊宇		13606938932	moujy@ebsecn.com
	陶奕	021-22169091	18018609199	taoyi@ebsecn.com
国际业务	戚德文	021-22169491	18101889111	qidw@ebsecn.com
	金英光	021-22169085	13311088991	jinyg@ebsecn.com
	傅裕	021-22169092	13564655558	fuyu@ebsecn.com