

上海莱士 (002252)

业绩略低于预期，成本上升挤压利润

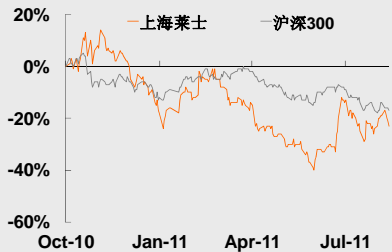
推荐 (维持)

现价：23.52 元

主要数据

行业	血液制品
公司网址	www.raas-corp.com
大股东/持股	莱士中国/37.50% 科瑞天诚/37.50%
总股本(百万股)	272
流通 A 股(百万股)	272
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	63.97
流通 A 股市值(亿元)	63.97
每股净资产(元)	3.14
资产负债率(%)	6.3

行情走势图



相关研究报告

《上海莱士 (002252) 公司调研报告》
2011/10/17

证券分析师

凌军 S1060209110193
0755-22624694
lingjun004@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

■ 三季度业绩略低于预期：

今年1-9 月份，上海莱士实现收入3.82亿元，同比增长15.36%，归属母公司的净利润为1.39亿元，同比增长12.31%，每股收益0.51元，其中第三季度收入同比增长9.64%，净利润同比增长10.75%，EPS 0.22 元，略低于我们的预期。

■ 产量同比基本持平，成本上升挤压利润：

我们预计1-9月公司的投浆量与去年同期相比基本持平，可供销售的产品数量同比无明显增长，收入增长的主要原因是静脉注射人免疫球蛋白和凝血因子Ⅷ的平均出厂价格相比去年有所上调，净利润增速低于收入增速的原因主要是血浆原料成本上升速度较快，高于出厂价格的上涨，造成毛利率下降。

■ 产品紧缺，涨价预期强烈：

贵州关闭浆站的年采浆量约占国内总采浆量的20%，短期内新建浆站的贡献无法弥补这一缺口。血液制品从采浆到批发上市的生产周期约为8个月，由于市场对产品的需求具有刚性，明年二、三季度将可能面临产品紧缺的状况，我们预计大产品静注人免疫球蛋白的出厂价有15%左右的上调空间，而人血白蛋白的出厂价虽然已接近最高限价，但如果产品供应持续紧张，限价仍可能上调。

■ 今年年底新建浆站开始贡献采浆量：

我们预计公司在海南的其中两个新建浆站将于年底正式投入使用，随着采浆能力的逐渐成熟，将为公司增加约35吨/年的采浆量，增加量为10%左右。随着海南浆站采浆能力不断成熟，未来两年公司的投浆量增速将超过今年，达到12%左右。从长期来看，由于新建浆站受到政府审批和建设周期的限制而不可能突然爆发增长，所以之后几年公司的投浆量将保持15%左右的稳定增速。

■ 维持推荐评级：

预计公司2011-2013年的EPS分别为0.79、1.02、1.23元，对应10月21日收盘价23.52元的动态PE分别为29.8、23.1、19.1倍，基于公司产品的涨价预期和行业高景气保证公司的确定成长，我们维持推荐评级。风险因素：血液制品使用导致传染性疾病的传播、公司浆站被大规模关闭。

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	388	483	561	689	805
YoY(%)	25.1	24.7	16.1	22.8	16.8
净利润(百万元)	136	185	215	277	337
YoY(%)	29.5	36.7	16.2	28.8	21.7
毛利率(%)	57.5	62.9	63.5	66.2	67.8
净利率(%)	35.0	38.4	38.4	40.2	41.7
ROE(%)	17.9	22.5	23.1	25.0	25.2
EPS(摊薄/元)	0.50	0.68	0.79	1.02	1.23
P/E(倍)	47.0	34.6	29.8	23.1	19.1
P/B(倍)	8.4	7.8	6.9	6.2	5.1

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010A	2011 E	2012E	2013E
流动资产	674	715	807	969	营业收入	483	561	689	805
现金	458	449	500	626	营业成本	180	205	232	259
应收账款	19	38	47	53	营业税金及附加	3	2	2	3
其他应收款	5	7	8	10	营业费用	15	17	20	24
预付账款	8	11	12	14	管理费用	75	94	106	126
存货	181	201	230	256	财务费用	-7	-8	-4	-6
其他流动资产	5	8	9	11	资产减值损失	1	1	1	1
非流动资产	256	321	395	467	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	114	135	154	营业利润	217	251	330	399
无形资产	46	48	51	54	营业外收入	4	6	1	2
其他非流动资产	109	159	209	259	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	930	1037	1202	1436	利润总额	221	257	331	401
流动负债	88	88	75	82	所得税	35	41	53	64
短期借款	0	20	0	0	净利润	185	216	278	337
应付账款	23	15	17	19	少数股东损益	0	1	1	1
其他流动负债	0	0	0	0	归属母公司净利润	185	215	277	335
非流动负债	12	11	11	11	EBITDA	224	252	336	405
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.68	0.79	1.02	1.23
其他非流动负债	12	11	11	11					
负债合计	99	99	87	93	主要财务比率				
少数股东权益	7	8	9	10	会计年度	2010 A	2011 E	2012 E	2013 E
股本	272	272	272	272	成长能力				
资本公积	326	326	326	326	营业收入	24.7%	16.0%	17.5%	16.9%
留存收益	226	332	509	735	营业利润	36.5%	15.6%	26.5%	20.8%
归属母公司股东权	824	930	1107	1333	归属于母公司净利润	36.7%	15.8%	24.2%	21.0%
负债和股东权益	930	1037	1202	1436	获利能力				
					毛利率(%)	62.9%	63.5%	66.2%	67.8%
					净利率(%)	38.3%	38.4%	38.3%	40.2%
					ROE(%)	22.5%	23.1%	25.0%	25.2%
					ROIC(%)	21.5%	22.0%	24.7%	24.8%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	10.7%	9.5%	7.2%	6.5%
					净负债比率(%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
					流动比率	7.7	8.2	10.7	11.9
					速动比率	5.6	5.9	7.6	8.7
					营运能力				
					总资产周转率	0.6	0.6	0.6	0.6
					应收账款周转率	16.2	18.7	15.0	15.4
					应付账款周转率	12.3	10.8	14.0	14.2
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.68	0.79	1.02	1.23
					每股经营现金流(最新)	0.74	0.53	0.97	1.15
					每股净资产(最新摊薄)	3.03	3.42	4.07	4.90
					估值比率				
					P/E	34.6	29.8	23.1	19.1
					P/B	8.7	7.7	6.5	5.4
					EV/EBITDA	30.0	26.7	20.0	17.0

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	200	145	263	313
净利润	185	216	278	337
折旧摊销	13	8	10	12
财务费用	-7	-8	-4	-6
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-1	-71	-22	-30
其他经营现金流	9	0	1	1
投资活动现金流	-94	-73	-84	-84
资本支出	89	70	80	80
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	-4	-3	-4	-4
筹资活动现金流	-118	-81	-148	-103
短期借款	0	20	-43	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	-101	-105	-103
现金净增加额	-11	-9	31	126

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257