

上海莱士 (002252.SZ)

生物技术行业

评级: 增持 维持评级

公司研究简报

市价(人民币): 21.05元

现有浆站挖潜效果显著, 行业趋势向好;

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	489.60
总市值(百万元)	103.06
年内股价最高最低(元)	21.05/11.91
沪深 300 指数	2467.88
中小板指数	5176.35



相关报告

1. 《产品优化毛利率提升, 业绩回归增长》, 2012.10.25

叶苏

联系人
(8621)60753906
yesu@gjzq.com.cn

李敬雷

分析师 SAC 执业编号: S1130511030026
(8621)61038219
lijingl@gjzq.com.cn

黄挺

分析师 SAC 执业编号: S1130511030028
(8621)61038218
huangting@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	0.737	0.460	0.581	0.702	0.843
每股净资产(元)	3.36	2.05	2.50	3.07	3.79
每股经营性现金流(元)	0.65	0.54	0.53	0.68	0.80
市盈率(倍)	32.50	29.64	36.23	30.01	24.98
行业优化市盈率(倍)	24.42	33.55	44.62	44.62	44.62
净利润增长率(%)	8.01%	12.31%	26.41%	20.75%	20.12%
净资产收益率(%)	21.91%	22.42%	23.23%	22.83%	22.26%
总股本(百万股)	272.00	489.60	489.60	489.60	489.60

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **浆源不足, 血制品行业未来三年依然供不应求, 具有稀缺性价值:** 血制品需求旺盛, 临床缺口过半, 卫生部保守测算血浆年需求可达 8000 吨, 而目前的供给仅在 4000 吨左右。新浆站审批难, 浆源内生增长缓慢, “浆源为王”的局面至少还会持续 3-5 年, 并且据此决定企业的地位;
- **增长点之一: 现有浆站挖潜。** 公司目前共有 12 个单采血浆站, 其中 9 个成熟浆站(见附表), 海南省人口稀少, 3 个新浆站运营时间较短, 采浆量主要来自于 9 个老浆站, 2012 年以来, 公司采取各种激励措施提升采浆量, 增长较为显著;
- **增长点之二: 结构优化, 抵御成本上升, 小制品人纤维蛋白粘合剂销售增长。** 公司产品结构优化, 毛利率较高的小制品占比提升, 整体毛利率水平有所提升。白蛋白及静丙的销售额占主营业务收入的比重由 2011 年的 85% 下降至 79%, 小制品人纤维蛋白粘合剂销售增长很快; 粘合剂由纤维蛋白原和人凝血酶两种血浆蛋白组成, 用于术前术后血和组织粘合作用, 临床需求量大。
- **2013 年血制品行业趋势性好转:** 制约行业发展的量、价、成本因素正在好转, 2013 年初发改委提高人血白蛋白最高零售限价, 行业盈利状况有所改善, 我们依然看好血制品的恢复性机会。

投资建议

- 血液制品行业目前仍然是短缺的状况, 作为血液制品行业第一梯队的企业之一, 公司近几年投浆量整体平稳增长, 若浆源、采浆量方面能有所突破, 公司业绩弹性很大。如果采浆政策有所放松, 公司将受益。

估值

- 不考虑外延并购, 我们预测公司 2013-2015 年 EPS 为 0.581 元、0.702 元和 0.843 元, 同比增长 26%、21%、20%。

风险

- 浆源拓展低预期。
- 采浆成本上升

图表1: 公司浆站资源

	血浆站名称	地点	省份	所属公司	年末户籍总人口	农业人口数	农业人口所占比例	非农业人口	非农人口比例
1	石门莱士单采血浆站有限公司	石门	湖南	上海莱士	685300	499800	72.93%	185500	27.07%
2	巴马莱士单采血浆有限公司	河池市	广西	上海莱士	255100	228100	89.42%	27000	10.58%
3	武鸣莱士单采血浆有限公司	南宁市	广西	上海莱士	669400	552400	82.52%	117000	17.48%
4	大化莱士单采血浆有限公司	河池市	广西	上海莱士	432100	378800	87.66%	53300	12.34%
5	全州莱士单采血浆有限公司	桂林市	广西	上海莱士	776200	687900	88.62%	88300	11.38%
6	马山莱士单采血浆有限公司	南宁市	广西	上海莱士	524100	484900	92.52%	39200	7.48%
7	兴平市莱士单采血浆站有限公司	咸阳市	陕西	上海莱士	584369	463990	79.40%	120379	20.60%
	兴平市莱士单采血浆站有限公司	泾阳县	陕西	上海莱士	503056	446254	88.71%	56802	11.29%
	兴平市莱士单采血浆站有限公司	三原县	陕西	上海莱士	412277	329082	79.82%	83195	20.18%
	兴平市莱士单采血浆站有限公司	彬县	陕西	上海莱士	337009	302171	89.66%	34838	10.34%
8	大新莱士单采血浆有限公司	崇左市	广西	上海莱士	367000	319300	87.00%	47700	13.00%
9	灵璧莱士单采血浆有限公司	宿州市	安徽	上海莱士	1182941	1096262	92.67%	86679	7.33%
10	保亭莱士单采血浆有限公司	保亭	海南	上海莱士	166864	88749	53.19%	78115	46.81%
11	琼中莱士单采血浆有限公司	琼中	海南	上海莱士	216763	116423	53.71%	100340	46.29%
12	白沙莱士单采血浆有限公司	白沙	海南	上海莱士	195610	110138	56.30%	85472	43.70%

来源: 公司资料 国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	483	567	663	850	1,034	1,240	货币资金	458	363	362	800	900	889
增长率		17.4%	16.8%	28.3%	21.6%	19.9%	应收款项	28	79	94	107	130	155
主营业务成本	-180	-233	-262	-332	-403	-484	存货	181	161	184	223	271	325
%销售收入	37.1%	41.0%	39.5%	39.0%	39.0%	39.0%	其他流动资产	8	11	11	15	18	21
毛利	304	335	401	519	631	756	流动资产	674	614	651	1,144	1,319	1,391
%销售收入	62.9%	59.0%	60.5%	61.0%	61.0%	61.0%	%总资产	72.5%	60.8%	55.1%	64.3%	64.7%	65.2%
营业税金及附加	-3	-8	-10	-13	-16	-19	长期投资	0	0	0	1	0	0
%销售收入	0.6%	1.4%	1.6%	1.6%	1.6%	1.6%	固定资产	206	343	477	576	652	665
营业费用	-15	-11	-18	-26	-31	-37	%总资产	22.1%	34.0%	40.4%	32.4%	32.0%	31.2%
%销售收入	3.1%	2.0%	2.7%	3.0%	3.0%	3.0%	无形资产	47	49	48	57	66	75
管理费用	-75	-85	-114	-145	-176	-211	非流动资产	256	396	530	636	720	743
%销售收入	15.5%	15.0%	17.2%	17.0%	17.0%	17.0%	%总资产	27.5%	39.2%	44.9%	35.7%	35.3%	34.8%
息税前利润 (EBIT)	211	230	258	335	408	489	资产总计	930	1,010	1,182	1,780	2,039	2,134
%销售收入	43.7%	40.5%	39.0%	39.4%	39.4%	39.4%	短期借款	0	0	0	339	289	0
财务费用	7	7	5	-2	-2	-2	应付款项	37	24	70	54	66	79
%销售收入	-1.4%	-1.2%	-0.7%	0.2%	0.2%	0.2%	其他流动负债	50	46	65	146	164	184
资产减值损失	-1	-2	-2	0	0	0	流动负债	88	69	135	540	519	264
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	1
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	12	13	27	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	99	82	162	540	519	265
营业利润	217	235	260	334	406	487	普通股股东权益	824	915	1,004	1,224	1,504	1,853
营业利润率	45.0%	41.4%	39.3%	39.3%	39.2%	39.3%	少数股东权益	7	13	16	16	16	16
营业外收支	3	1	4	2	0	0	负债股东权益合计	930	1,010	1,182	1,780	2,039	2,134
税前利润	221	236	265	336	406	487	比率分析						
利润率	45.7%	41.5%	39.9%	39.5%	39.2%	39.3%		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
所得税	-35	-36	-41	-51	-62	-75	每股指标						
所得税率	16.1%	15.3%	15.4%	15.3%	15.3%	15.3%	每股收益	0.682	0.737	0.460	0.581	0.702	0.843
净利润	185	199	224	284	343	413	每股净资产	3.030	3.363	2.050	2.501	3.072	3.785
少数股东损益	0	-1	-1	0	0	0	每股经营现金净流	0.736	0.655	0.538	0.531	0.678	0.796
归属于母公司的净利润	185	200	225	284	343	413	每股股利	0.400	0.500	0.000	0.130	0.130	0.130
净利率	38.4%	35.3%	34.0%	33.5%	33.2%	33.3%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	22.51%	21.91%	22.42%	23.23%	22.83%	22.26%
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	总资产收益率	19.94%	19.85%	19.04%	15.98%	16.84%	19.34%
净利润	185	199	224	284	343	413	投入资本收益率	21.32%	21.01%	21.45%	17.98%	19.10%	22.16%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	14	17	17	15	16	18	主营业务收入增长率	24.73%	17.38%	16.79%	28.31%	21.64%	19.92%
非经营收益	2	-6	-4	13	16	10	EBIT增长率	42.00%	8.93%	12.32%	29.80%	21.65%	19.92%
营运资金变动	-1	-33	27	-52	-44	-50	净利润增长率	36.62%	8.01%	12.31%	26.41%	20.75%	20.12%
经营活动现金净流	200	178	263	260	332	390	总资产增长率	12.74%	8.51%	17.05%	50.65%	14.54%	4.64%
资本开支	-89	-177	-150	-122	-101	-40	资产管理能力						
投资	0	0	0	-1	0	0	应收账款周转天数	16.5	19.9	32.2	32.0	32.0	32.0
其他	-4	7	15	0	0	0	存货周转天数	337.6	267.5	240.5	245.0	245.0	245.0
投资活动现金净流	-94	-170	-135	-123	-101	-40	应付账款周转天数	29.6	34.9	32.0	45.0	45.0	45.0
股权募资	3	7	4	0	0	0	固定资产周转天数	76.6	74.0	68.5	52.4	41.8	32.8
债权募资	0	0	0	312	-51	-288	偿债能力						
其他	-121	-103	-134	-11	-80	-73	净负债/股东权益	-55.08%	-39.16%	-35.52%	-37.15%	-40.23%	-47.53%
筹资活动现金净流	-118	-96	-129	301	-131	-361	EBIT利息保障倍数	-30.3	-32.7	-56.7	220.6	168.6	232.4
现金净流量	-11	-88	-1	438	100	-11	资产负债率	10.65%	8.15%	13.73%	30.33%	25.45%	12.41%

来源：公司年报、国金证券研究所

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	2	5	6	7	18
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2012-02-29	中性	13.79	26.50 ~ 27.00
2 2012-03-29	中性	14.19	N/A
3 2012-04-10	中性	14.12	N/A
4 2012-10-25	增持	13.16	N/A

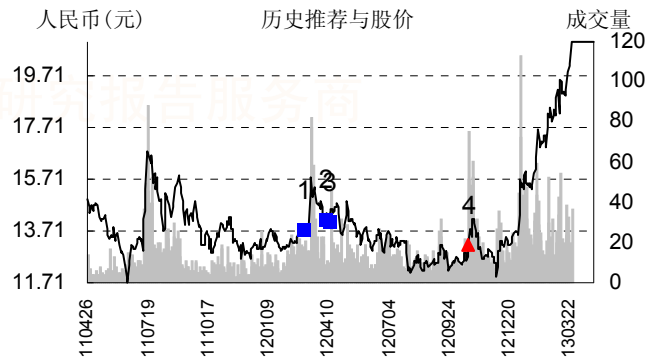
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
3.01~4.0 = 减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 增持：预期未来6-12个月内上涨幅度在5%-20%；
- 中性：预期未来6-12个月内变动幅度在-5%-5%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在5%以下。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有, 未经事先书面授权, 本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发, 需注明出处为“国金证券股份有限公司”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 对由于该等问题产生的一切责任, 国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 在不作事先通知的情况下, 可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突, 而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品, 使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下, 国金证券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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法, 故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致, 且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用; 非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资, 遭受任何损失, 国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 6793	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100053	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net