



中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

制药

王军

证券投资咨询业务证书编号: S1300511070001
(8621) 2032 8310
jun.wang_sh@bocichina.com

上海莱士调研纪要

近日我们调研了上海莱士(002252.CH/人民币 50.70, 未有评级)。公司主要从事血液制品的研发、生产和销售,是我国最大的血液制品生产企业之一。近年来公司通过行业并购实现跨越式发展。2014年2月公司收购同行业公司郑州邦和药业100%股权,2014年9月公告收购同行业公司合肥同路生物制药有限公司89.77%股权。

公司收购同路生物后,采浆规模跃居国内行业首位。公司此前拥有浆站14个,2014年采浆475吨。同路生物目前拥有11家正在运营的单采血浆站,另有3家浆站在筹建,2014年采浆近300吨。收购完成后,公司的浆站数量和采浆量将明显超越四川蜀阳和成都蓉生,成为行业第一。

收购使得公司的浆站分布更合理,供给将更有保障。公司浆站分别在广西(7家)、海南(3家)、湖南(2家)、陕西(1家)、安徽(1家)共14家。同路生物浆站分布在安徽(7家)、内蒙古(4家)、广东(2家)、浙江(1家)共14家。收购后公司所属浆站的分布地域扩大,新增内蒙古以及华东的浙江、华南的广东,完善公司的浆站的整体布局。

公司收购同路生物后,产品线的协同效应明显。公司此前产品有8种,分别为人血白蛋白、人免疫球蛋白、静注人免疫球蛋白、人凝血原酶复合物、人凝血因子VIII、人凝血酶、人纤维蛋白原、人纤维蛋白粘合剂。收购同路生物后,将增加人乙肝免疫球蛋白、人破伤风免疫球蛋白、人狂犬免疫球蛋白,产品种类增加至11个,在国内同行中品种最多。

收购后公司和同路生物在集中研发费用提升研发效率、人才、销售渠道、管理、浆源使用效率方面均产生协同效应,提升整体经营效益。公司的收入和利润规模将大幅度提升。2014年前三季度,公司收入8.26亿元,同路生物收入4.66亿元,两者合计达到12.92亿元,居于行业首位,净利润也居行业首位。预计2015年上海莱士收入14.19亿元,净利润5亿元,预计同路生物2015年收入8.86亿元,净利润3.68亿元,两者合计稳居行业首位。

我国血液制品行业具有巨大的发展前景,目前处在快速发展期,年增速为20%,高于国际同行业5个百分点,国内企业具有强劲内生增长动力。2013年国内采浆量估计约5,500吨,而实际需求量估计为12,000吨,供需差距近2倍。与成熟市场相比,我国血液制品的产品种类也有很大扩展空间,许多品种在我国仍处在使用的初始阶段,一些极具市场潜力的适应症还有待开发。公司今后将加快现有浆站建设步伐,加快新浆站布局,加大和国内外科研机构的合作和研发投入,提升血浆综合利用率。

继续外延式战略并购是公司进一步实现跨越式发展的必须路径。血液制品主要原材料来源于健康人血浆，原料血浆供应量和单采血浆站规模很大程度上决定了血液制品企业的规模，并购整合是该行业发展的关键路径。目前约占全球市场份额超过70%的全球前五大血液制品企业贝林、百特、拜耳、基立福、奥克特珐玛，其均通过在全球范围内进行了一系列行业整合，逐步提升了企业规模。近年来，国内血液制品同行业内并购交易也高度活跃，有能力进行积极整合扩张的龙头企业将长期保持竞争优势。公司通过对邦和药业（现更名为郑州莱士）的收购和对同路生物的收购，有力的增强了公司的竞争优势。我国血液制品行业在未来较长的一段时间内保持快速增长态势，市场对于产品的需求增长是刚性的。因此继续外延式战略并购是公司取得跨越式发展的必须路径。

结论：公司通过2014年以来的两次收购，跃升为国内血液制品行业龙头。结合国内行业发展态势，以及公司和国际同行业巨头的差距，我们认为公司在外延式并购和内生式发展方面，仍有巨大空间和潜力。我们预计公司将在未来5年内加大对国内及国际市场的行业整合力度，全面推进外延式发展战略。公司目前市值700亿元，是国内医药行业市值最大的上市公司。我们初步预计公司（收购同路生物完成后）2015年每股收益0.65元。公司有望发展为具有国际竞争力的血液制品企业，建议关注。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分容予任何其他人士，或将此报告全部或部分容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 7 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371