

上海莱士 (002252):

血液制品航母，内生外延增长旅程再度起航

分析师：刘阳

执业证书编号：S0300514080002

Email: liuyang@lxzq.com.cn

日期：2015年04月07日

www.lxzq.com.cn

要点：

1、**血液制品行业集中度不断提升，龙头企业获得超额收益。**血液制品企业对上游原材料成本把控能力强、下游需求量供不应求、行业进入壁垒高、竞品短期无法替代现有产品以及行业内部产品竞争激烈程度有限，通过对于血液制品行业的波特五力分析，我们可以发现血液制品行业具有非常高的投资价值。目前国内外行业集中度均在提升，国家在政策层面也鼓励龙头企业做大做强，通过外延并购可以迅速扩大企业规模，同时随着血液制品价格放开预期临近，行业毛利率有进一步提升的可能性，我们判断具有较强整合能力的血液制品行业龙头企业具有非常高的投资稀缺性特点，可获得超额收益。

2、**上海莱士：驶向世界的民族血液制品航母。**上海莱士在注重自身采浆站建设的基础上大力推动外延式并购，目前已经成为国内浆站数量及年采浆能力第一的企业（采浆能力900吨左右）；公司不满足于现有发展，确立了五年内步入世界级血液制品企业之列的目标（采浆能力1500吨以上）。公司作为我国民族血液制品龙头企业，发展目标明确，管理团队经营能力强、大股东资源整合能力强，公司研发投入不断加大、营销网络整合加速，公司浆站建设、收购进一步提升企业规模，血液制品行业产品提价预期临近，作为龙头企业具有较强的溢价能力。同时，两大股东积极参与了收购邦和药业与同路生物的定增项目，显示出坚定看好公司长远发展的信心。

3、**公司财务状况良好。**截止2014年报，公司资产负债率8.1%低于行业平均水平，流动资产充沛，无偿债之忧；可以扩大财务杠杆来提升公司资产盈利水平。根据阿特曼得分为28.89位于安全区，远高于行业平均13.45的水平，2-5年之内破产的可能性极低。由于生产技术好、浆源利用率高（由单一浆源获得产品品种数量多、附加值高）、成本控制好等因素使得毛利率、净利率水平高于行业均值。由于公司在2014年先后完成了对于邦和药业、同路生物的收购，因此使得公司收入和利润增速远高于行业均值；随着公司未来外延内生性的持续增长，预计收入和利润还将继续保持较好增速。

4、**盈利预测。**不考虑外延收购及产品提价等因素影响，我们预计公司2015-2017年净利润增速分别为97.1%、26.6%和23.6%，EPS分别为0.74、0.93和1.15元，目前股价对应PE



分别为 77、61 和 49 倍。考虑到公司未来在血液制品领域继续通过资本整合提升整体规模的实力、加强血站建设的内生性增长的能力以及产品的提价空间，看好公司长远发展，维持公司“增持”评级。

5、风险提示：1) 血液制品安全风险；2) 公司在资产整合方面进度不达预期风险；3) 国家政策调整导致公司部分采浆站关闭风险；4) 国家药品价格放开进程低于预期风险。

一、两大实际控制人看好公司长期发展

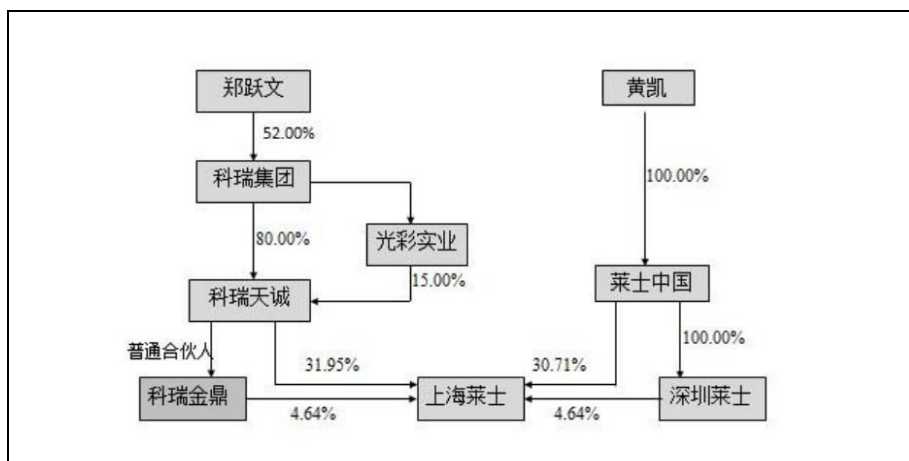
公司是中国第一家中外合资的血液制品大型生产企业，主要致力于血液制品的研发、生产和销售。主要产品为人血白蛋白、静脉注射用人免疫球蛋白、凝血因子产品等。科瑞天诚和莱士中国为公司控股股东，科瑞天诚的实际控制人为郑跃文，莱士中国实际控制人为黄凯，郑跃文和黄凯为上海莱士实际控制人。（科瑞天诚担任科瑞金鼎普通合伙人、深圳莱士为莱士中国的全资子公司，科瑞天诚实际持股比例为36.59%，莱士中国实际持股比例为35.35%；科瑞天诚和莱士中国依其可实际支配的上市公司股份表决权都不足以单独控制上市公司）

图表1 股本结构（单位：百万股，%）

股东名称	持股数量	持股比	股本性质
1 科瑞天诚投资控股有限公司	436.18	31.95%	限售流通 A 股
2 RAAS CHINA LIMITED	419.20	30.71%	限售流通 A 股
3 深圳莱士凯吉投资咨询有限公司	63.37	4.64%	A 股流通股
4 宁波科瑞金鼎投资合伙企业(有限合伙)	63.37	4.64%	限售流通 A 股
5 傅建平	59.94	4.39%	A 股流通股
6 新疆华建恒业股权投资有限公司	59.62	4.37%	A 股流通股
7 谢燕玲	16.88	1.24%	A 股流通股
8 中信证券股份有限公司	14.93	1.09%	A 股流通股
9 江苏省国际信托有限责任公司-民生新股自由打资金信托三号	11.08	0.81%	A 股流通股
10 招商证券股份有限公司	10.42	0.76%	A 股流通股
合计	1,154.97	84.60%	

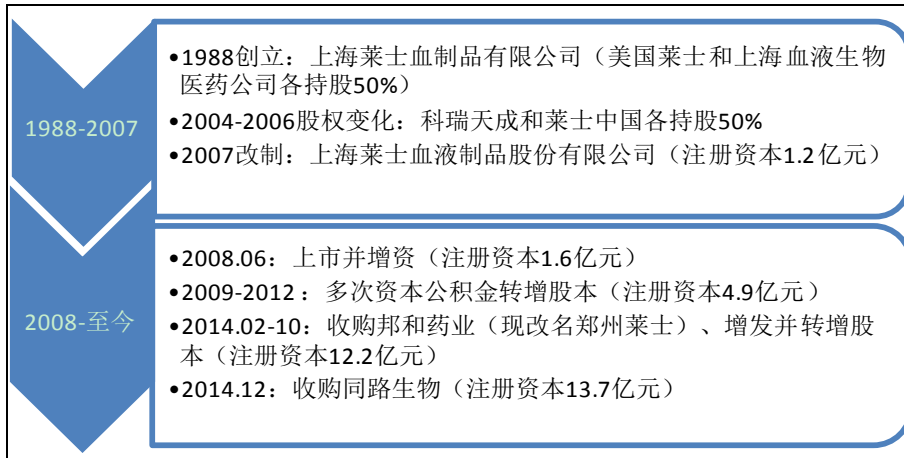
资料来源：公司公告，联讯证券投研中心（截止到2014年12月31日）

图表2 两大股东对于公司的实际控制情况



资料来源：公司公告，联讯证券投研中心

图表3 公司发展历程



资料来源：公司公告，联讯证券投研中心

控股股东科瑞天诚和莱士中国合计持有超过70%的公司股权，且并无大规模减持的意图，有利于公司稳定发展；两大股东积极参与收购邦和药业与同路生物的定增项目，显示了坚定看好公司长远发展的信心。

图表4 短期内暂无解禁压力（单位：百万股，%）

上市日期	本次解禁股份	占解禁后流通股比例	占总股本比例	剩余限售股份
2017/12/25	126.73	9.3	9.28	3.13
2017/6/12	52	4.21	3.81	129.86
2017/2/20	177.94	15.04	13.03	181.86
2015/12/25	16.88	1.68	1.24	359.8

资料来源：公司公告，联讯证券投研中心（截止到2014年12月31日）

二、血液制品行业集中度不断提升，龙头企业获得超额收益

血液制品企业对上游原材料成本把控能力强、下游需求量供不应求、行业进入壁垒高、竞品短期无法替代现有产品以及行业内部产品竞争激烈程度有限，通过对于血液制品行业的波特五力分析，我们可以发现血液制品行业具有非常高的投资价值。目前国内外行业集中度均在提升，国家在政策层面也鼓励龙头企业做大做强，通过外延并购可以迅速扩大企业规模，同时随着血液制品价格放开预期临近，行业毛利率有进一步提升的可能性，我们判断具有较强整合能力的血液制品行业龙头企业具有非常高的投资稀缺性特点，可获得超额收益。

2.1、血液制品原料不能大规模获取

血液制品是指各种人血浆蛋白制品，包括人血白蛋白、人胎盘血白蛋白、静脉注射用人免疫球蛋白、肌注人免疫球蛋白、组织胺人免疫球蛋白、特异性免疫球蛋白、乙型肝炎、狂犬病、破伤风免疫球蛋白、人凝血因子VIII、人凝血酶原复合物、人纤维蛋白原、抗人淋巴细胞免疫球蛋白等。

血液制品的原料是血浆。人血浆中有92% - 93%是水，仅有7% - 8%是蛋白质，血液制品就是从这部分蛋白质分离提纯制成的。由于血液制品式以人血浆为原料，处于安全性等因素考虑，我国限制了成年人献浆的次数，且只有浆站所在地户籍的居民才有资格献浆。由于采浆站建设受限，随着经济发展、生活水平提升、浆源地居民减少等因素影响，作为原材料的人血浆不可能大规模获取。

2.2、血液制品行业龙头企业具有投资稀缺性特点

出于对血液制品安全性的把控，国家在关闭部分不合格浆站的基础上也严格限定了新采浆站的批建节奏；同时对于献浆人群的采浆次数也进行了严格限制，浆源供给不足导致近两年国内采浆量只有5000吨左右，而实际需求在1.2万吨左右。采浆站属于各血液制品企业所有，企业对于上游原材料的控制力强，从而保证了企业成本的稳定，平均毛利率达60%左右。采浆量的不足导致国内血液制品行业处于严重的供需不平衡局面，60%左右的产品需要进口，各企业产品不用通过降价来打击对手，竞争相对不激烈；而短期内以重组人凝血八因子为代表的竞品由于成本高、产生抑制物等因素影响，使得血液制品在较长的一段时间内无法被替代。

图表5 通过波特五力分析发现血液制品行业非常高的投资价值

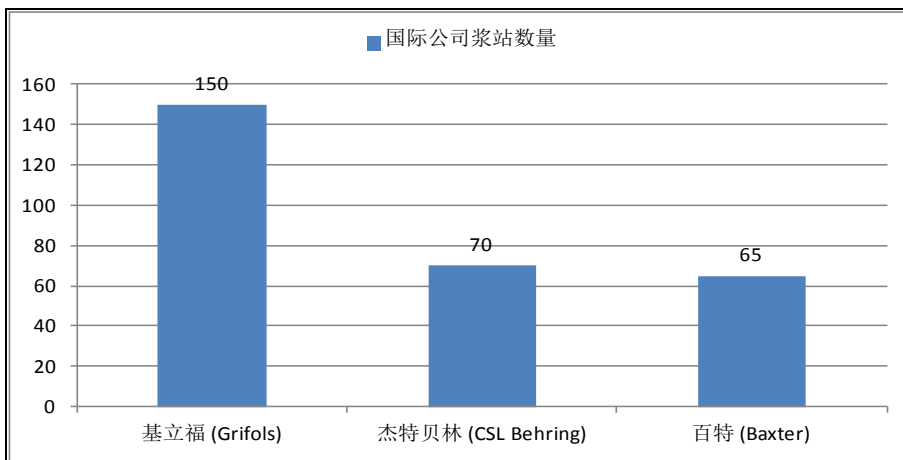


资料来源：公司公告，联讯证券投研中心

通过对于血液制品行业的波特五力分析，可以发现血液制品行业具有非常高的投资价值。然而在产品供不应求、竞争相对不激烈的情况下，血液制品行业内部却呈现除了并购加速的局面。我们认为这是由于以下原因。

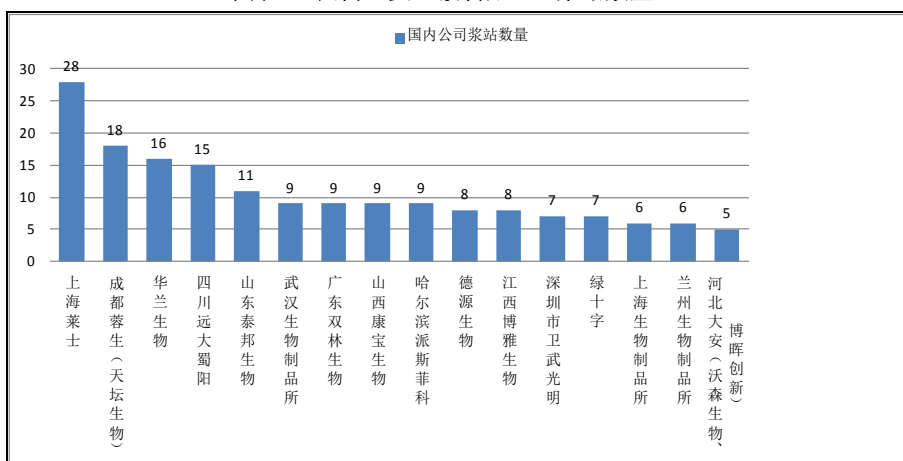
首先，虽然国家对于血液制品企业出台了限制外商投资的政策，但是并没有限制相关产品的进口。我国血液制品行业虽然企业进入壁垒高，但是产品却直接面对了全球化的竞争。现有临床用量的60%左右需要进口，过高的对外依存度严重影响了我国血液制品的使用安全。我国现单采血浆站200家左右，分属于20多家企业，血液制品企业的规模远落后于国际巨头。政府也希望在我国血液制品企业内部能诞生出可以与国际大企业对抗的行业龙头。

图表6 国际主要血液制品企业浆站数量



资料来源：公开资料整理，联讯证券投研中心

图表7 国内主要血液制品企业浆站数量



资料来源：公司公告，政府网站，联讯证券投研中心

其次，除了个别地区外，国内一般成熟浆站采浆量在35-50吨左右，浆站的数量决定了企业由原料到产品的生产规模。企业只有通过不断的争取各地方政府获批更多的浆站，或者通过并购的方式来提升企业的浆站数量达到扩大经营规模的目的。由于政策性因素影响较大，使得单纯通过依靠新浆站的获批来达到内生性增长，速度较慢；因此，外延式并购有利于公司迅速扩大规模。同时，中小企业由于规模有限，导致经营管理能力不足，行业集中度的提升有利于提升行业经营管理规范化，有利于降低血液制品安全风险（政府鼓励）。

因此，通过对于血液制品行业的波特五力分析，同时综合以上我国血液制品行业特性与国家政策等因素，我们可以发现血液制品行业的龙头企业具有非常高的投资稀缺性特点。

2.3、国内外行业集中度均在提升，并购是大势所趋

通过并购扩张浆站数量、提升企业规模，是国内外企业迅速发展壮大的路径。

国际血液制品企业并购规模巨大，例如2011年，全球排名第五的西班牙基立福(Grifols)以34亿美元完成了对当时排名第三的美国Talecris生物疗法控股公司(TLCR)的收购，迅速拉开了与二线血液制品企业的距离，成为全球三大血液制品企业之一。

我国近年来为了加强行业监管、促进优胜劣汰，从2001年起不再新批准血液制品企业，并且鼓励现有企业通过并购等方式不断提升规模，国内血液制品行业内部集中度也在不断提升，只是规模不如国际巨头；例如，上海莱士（002252）2013年至2014年通过收购邦和药业（100%股权、18亿人民币）、同路生物（90%股权、48亿人民币），浆站数量迅速扩大为28家（含3家在建）成为国内龙头，拉开了与其他国内企业的距离。

图 8 近年来国内外血液制品企业并购情况

	时间	收购
国际	2000-2004	杰特贝林 (CSL Behring)收购瑞士红十字会下属 ZLB、美国 Nabi 下属 47 个浆站、Aventis Behring, 迅速成为全球第二大血液制品企业
	2011	西班牙基立福(Grifols)收购美国 Talecris, 成为全球第三大血液制品企业
国内	2008	天坛生物 (600161) 收购成都蓉生
	2012	云南沃森生物 (300142) 收购河北大安、博雅生物 (300294) 参股海康生物
	2013-2014	上海莱士 (002252) 收购邦和药业、同路生物, 迅速成为国内第一大血液制品企业

资料来源：公开资料整理，联讯证券投研中心

2.4、药品价格放开有利于产品提价

国家规定了血液制品的最高零售价，根据国家发改委相关规定，自2012年10月起，静注人免疫球蛋白（2.5g/瓶：50ml）最高零售价格调整为561元/瓶；自2013年2月1日起，人血白蛋白（10克/瓶：50ml）最高零售价格调整为378元/瓶，人血白蛋白（5克/瓶：25ml）最高零售价格调整为220元/瓶，人免疫球蛋白（300毫克每瓶：3ml）最高零售价格调整为74.10元/瓶，破伤风人免疫球蛋白（250IU）最高零售价格调整为82.60元/瓶，狂犬病人免疫球蛋白（200IU）最高零售价格调整为228元/瓶。

由于产品供不应求，使得病患最终通过其他渠道获得的产品价格远高于产品的最高零售价。如果未来部分药品价格逐步放开，医保目录外的血液制品的价格将由市场决定，供需矛盾决定了血液制品将有较好的提价能力，只是提价空间略有不同：白蛋白<凝血因子<静丙，产品综合提价水平在20%-30%。

图表 9 涉及到药品价格放开的政府工作动向

时间	政府工作动向
2014年10月27日	全国物价局局长会议上首次提议放开全部药品价格
2014年11月15日	召开的国务院常务会议部署加快推进价格改革
2014年11月25日	国家发改委下发《推进药品价格改革方案(征求意见稿)》，欲从2015年起取消药品最高零售限价。
2015年3月17日	国家发改委组织天津、河北、黑龙江、安徽、山东、湖南、广东、重庆、四川、陕西等10省市发改委/物价局负责药品价格管理的处长召开药品价格座谈会。会议讨论了药品价格放开的方案
2015年4月1日	中央深化改革领导小组会议通过《关于城市公立医院综合改革试点的指导意见》，建立部分药品价格谈判机制

资料来源：政府网站，联讯证券投研中心

三、上海莱士：驶向世界的民族血液制品航母

上海莱士在注重自身采浆站建设的基础上大力推动外延式并购，目前已经成为国内浆站数量及年采浆能力第一的企业（采浆能力900吨左右）；公司不满足于现有发展，确立了五年内步入世界级血液制品企业之列的目标（采浆能力1500吨以上）。公司作为我国民族血液制品龙头企业，发展目标明确，管理团队经营能力强、大股东资源整合能力强，公司研发投入不断加大、营销网络整合加速，**公司通过浆站获批、建设、收购进一步提升企业规模**，同时血液制品行业产品提价预期临近，作为龙头企业具有较强的溢价能力，看好公司的长远发展。

3.1、外延并购迅速提升规模

由于国家监管政策支持和行业发展态势，未来行业集中度将会进一步提高，兼并收购是大势所趋，行业内企业将会强者愈强。从国际血液制品巨头的成长发展路径来看，在增强自身的竞争实力的同时，通过外延式并购才是公司迅速发展壮大的主要途径。2014公司通过先后收购邦和药业（郑州莱士，拥有2家浆站，投浆量120吨，拥有人血白蛋白、静注人免疫球蛋白、人免疫球蛋白和乙肝人免疫球蛋白4个品种、共9个规格产品）和同路生物（拥有浆站14家(含3家筹建)、国内前五，7个品种、共32个规格产品），整合后公司采浆站达到28家（含3家筹建），采浆量由400余吨增至900吨左右、占国内采浆量20%左右，采浆范围除原来的广西、湖南、海南、陕西、安徽5省（自治区）外，又新增了广东、内蒙、浙江3省（自治区），且目前仅有上海莱士在海南、内蒙两省（自治区）开设了单采血浆站。公司在浆站数量及年采浆能力方面迅速拉开了与其他企业的差距，确立了国内行业第一的地位。

图表 10 上海莱士收购同路生物后采浆能力大幅提升

	浆站（家）	采浆量（吨）
上海莱士（含邦和药业）	14	550
同路生物	14（含在建）	400（含在建）
收购后	28	950

资料来源：公司公告，联讯证券投研中心

（注：同路生物2014年采浆量在280吨左右）

图表 11 上海莱士及并购企业采浆站布点情况

公司	省份	数量	名称	
上海莱士	陕西	1	兴平市莱士单采血浆站有限公司	
	安徽	1	灵璧莱士单采血浆站有限公司	
	湖南	1	石门莱士单采血浆站有限公司	
	广西		6	大新莱士单采血浆有限公司
				马山莱士单采血浆有限公司
				武鸣莱士单采血浆有限公司
				全州莱士单采血浆有限公司
				巴马莱士单采血浆有限公司
				大化莱士单采血浆有限公司
	海南		3	琼中莱士单采血浆有限公司
		白沙莱士单采血浆有限公司		
邦和药业	湖南	1	醴陵市邦和单采血浆有限公司	
	广西	1	上林邦和单采血浆有限公司	
同路生物	安徽	7	舒城浆站	
			庐江浆站	
			五河浆站	
			宿松浆站	
			南陵浆站	
			旌德浆站	
			十字铺浆站	
	内蒙	3	商都浆站	
			扎赉特旗浆站	
			翁牛特旗浆站	
	广东	1	乐昌浆站	
	广东	1	怀集浆站（在建）	
	内蒙	1	巴林左旗浆站（在建）	
浙江	1	龙游浆站（在建）		

资料来源：公司网站、公告，联讯证券投研中心

通过对邦和药业、同路生物的收购，上海莱士积累了丰富的外延式并购及整合经验。作为国内血液制品行业龙头企业，公司不满足于国内领先的行业地位，公司将利用自身在资本市场上的优势，在未来5年内加大对国内及国际市场的行业整合力度。**公司短期的成长目标是成长为国际排名前五的血液制品企业（采浆量超过1500吨）**；为了全面推动外延式并购发展战略，公司计划专门成立两只并购基金，将并购目标锁定在国内二线梯队企业和国际血液制品企业排名第4-10的企业，作为国内血液制品的航母级企业公司争取能早日步入世界级血液制品企业之列。

3.2、内生性增长成为企业发展基石

国家对血液制品企业设立单采血浆站规定了严格的限制条件，一般情况下，拥有三大类、6个以上药品生产批准文号的企业才具备申请设立新的单采血浆站资格，目前国内只有7-8家企业有资格获批浆站；上海莱士血液制品品种丰富，单采血浆站在浆源拓展、血浆采集及浆站管理等方面建立了一整套规范管理制度，积累了丰富的管理经验，浆站管理规范化程度较高。

在**浆站建设**方面，公司专门成立项目组负责浆站建设，建立了月度反馈机制，随时掌握政策定向以及浆站获批、建设进度。公司与已有浆站地方政府合作时间长（占据了海南、内蒙古的全部浆站份额），我们预计近两年内将陆续获批新浆站的几率较大；目前各地政府都在探索提高浆站建设、扩大采浆人群的政策思路，预计随着浆源的进一步扩大，现有浆站的采浆能力也将进一步提升。

在**研发和技术实力**方面，公司注重研发投入，已与国内外成熟的研发机构合作拓展研究领域，同时通过外购现有的研发成果的方式快速提升公司研发实力，并且与已收购的两家企业（邦和、同路）合作，整合三方研发实力打造综合研发平台。通过两次并购完成后，公司的血液制品产品由原先的7个增加到11个，公司产品线更齐全，市场占有率有较大的提高。公司充分发挥邦和药业及同路生物在白蛋白和静丙得率上的领先优势及上海莱士在凝血因子类产品上的多样性优势，相互取长补短，通过资源共享、优势互补，使得公司产品结构更丰富，更有效的提高血浆综合利用率，巩固市场领先地位。

在**销售平台整合**方面，目前上海莱士与同路生物的销售模式不同，前者以国内总代理为主，后者更偏向于终端建设，公司计划未来通过整合现有资源，构建整体的营销网络，进一步提升销售实力。

图表 12 上海莱士内生、外延式发展加速



资料来源：公司公告，联讯证券投研中心

四、公司财务状况良好

截止2014年报，公司资产负债率8.1%低于行业平均水平，流动资产充沛，无偿债之忧；可以扩大财务杠杆来提升公司资产盈利水平。根据阿特曼得分为28.89位于安全区，远高于行业平均13.45的水平，2-5年之内破产的可能性极低。由于生产技术好、血浆利用率高（由单一血浆获得产品品种数量多、附加值高）、成本控制好等因素使得毛利率、净利率水平高于行业均值。由于公司在2014年先后完成了对于邦和药业、同路生物的收购，因此使得公司收入和利润增速远高于行业均值，同时随着公司未来外延内生性的增长预计收入和利润还将继续保持较好增长。

4.1、公司偿债能力较为安全

作为医药制造业上市企业的上海莱士，阿特曼得分为28.89位于安全区域，远高于安全边界2.99，远高于行业平均13.45的水平，未来2-5年之内破产的可能性极低。

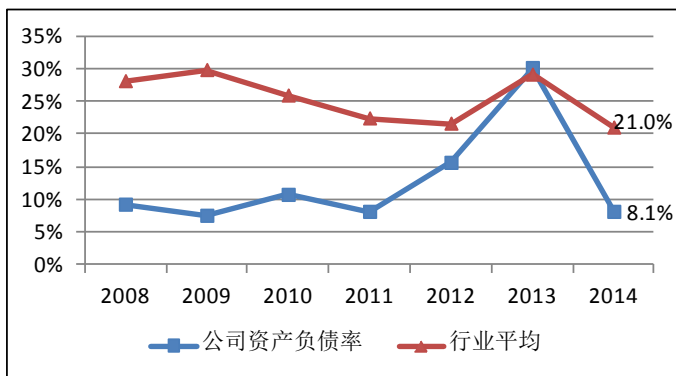
图表 13 上海莱士阿特曼 Z-score 得分

阿特曼 Z-score	上海莱士	行业平均	华兰生物	天坛生物	博雅生物
Z = 1.2X1 + 1.4X2 + 3.3X3 + 0.6X4 + 0.99X5	28.89	13.45	4.36	0.67	4.01
X1 = 流动资产 / 总资产	0.26	0.24	12.03	5.26	8.39
X2 = 留存收益 / 总资产	0.10	0.25	0.63	-0.08	0.51
X3 = 息税前收益 / 总资产	0.09	0.09	0.65	0.21	0.31
X4 = 总市值 / 总负债	46.67	20.46	0.21	0.12	0.21
X5 = 销售额 / 总资产	0.14	0.24	15.57	7.28	10.37
属于非制造业上市公司					
使用公式：Z = 1.2X1 + 1.4X2 + 3.3X3 + 0.6X4 + 0.99X5					
Z<1.8, 破产区；1.8≤Z<2.99, 灰色区；2.99<Z, 安全区					

资料来源：wind，联讯证券投研中心

上海莱士2008年上市后资产负债率水平低于行业平均水平，此后通过不断扩大杠杆获得了公司快速发展；通过2014年的增发，公司资产负债率再次降低到8.1%，低于行业平均水平，通过提高借贷规模、提高资金杠杆扩大公司发展的空间进一步增加，通过增发方式再融资的可能性继续也持续存在。已获利息倍数远好于行业平均水平，流通比率、速动比率均高于行业平均水平，且速动比率远大于1，即时变现能力偿债能力较好，财务杠杆在可控范围之内。

图表14 上海莱士资产负债率高于行业平均水平



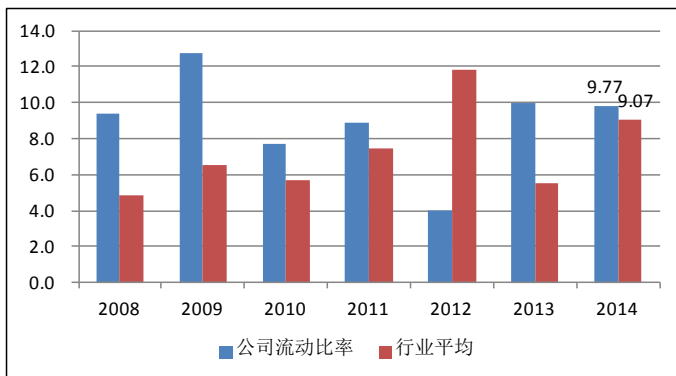
资料来源: wind, 联讯证券投研中心

图表15 上海莱士已获利息倍数远好于行业平均水平

已获利息倍数	上海莱士	行业平均
2009	-13.30	9.07
2010	-30.69	6.63
2011	-32.45	8.54
2012	-57.02	3.42
2013	12.59	9.86
2014	45.23	11.25

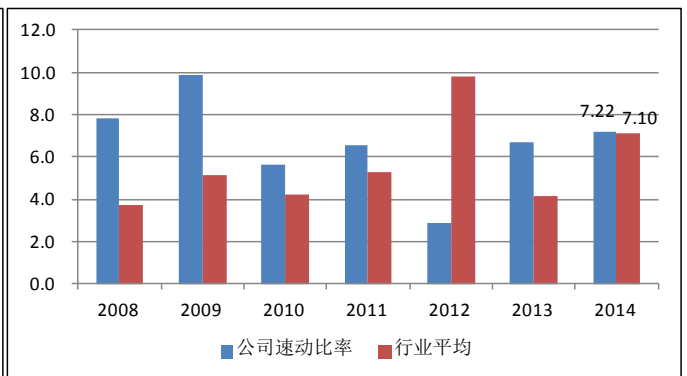
资料来源: wind, 联讯证券投研中心

图表16 上海莱士流动比率高于行业平均水平



资料来源: wind, 联讯证券投研中心

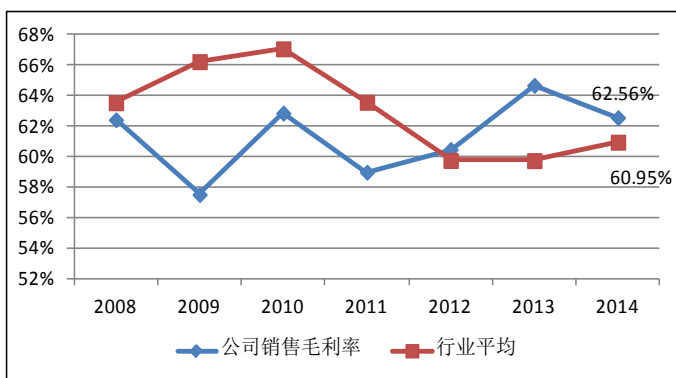
图表17 上海莱士速动比率高于行业平均水平



资料来源: wind, 联讯证券投研中心

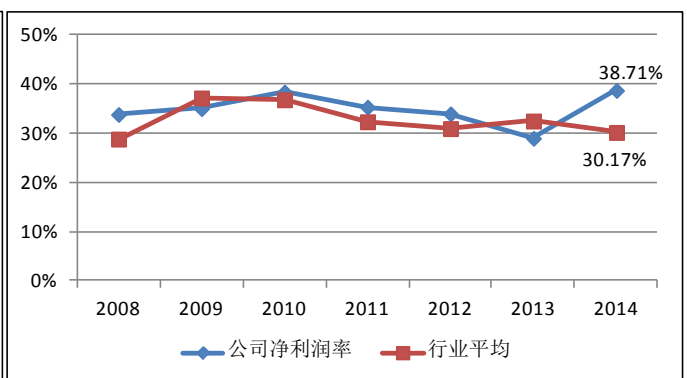
4.2、公司生产技术好，毛利率、净利润率高于行业平均水平

图表18 上海莱士毛利率高于行业平均水平



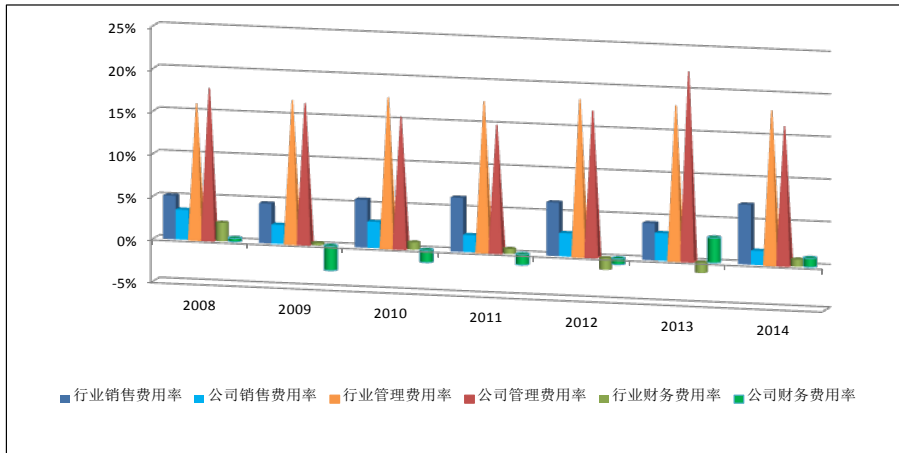
资料来源: wind, 联讯证券投研中心

图表19 上海莱士净利润率高于行业平均水平



资料来源: wind, 联讯证券投研中心

图表20 上海莱士销售费用率好于行业平均水平



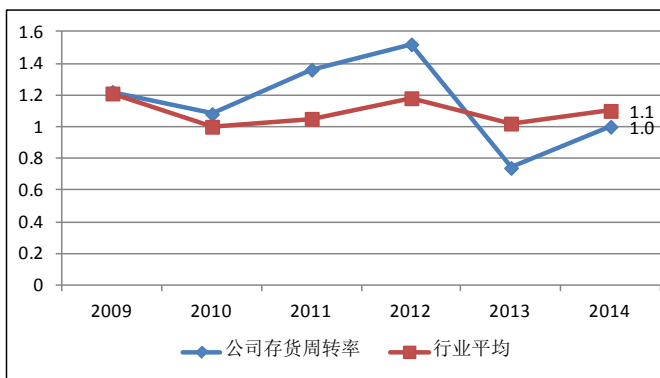
资料来源：wind，联讯证券投研中心

公司由于生产技术好、血浆利用率高（由单一血浆获得产品品种数量多、附加值高）、成本控制好等因素使得毛利率水平高于行业均值。由于公司管理费用率、财务费用率与行业均值相当，销售费用率远低于行业均值，使得公司净利润率高于行业平均水平。

4.3、公司应收帐款周转率好于行业水平、回款周期控制较好

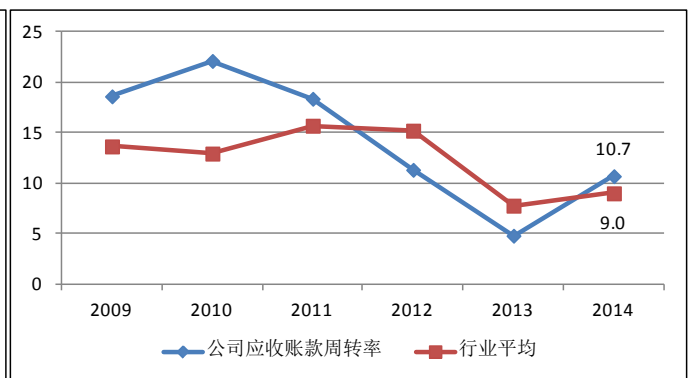
由于应收帐款周转率好于行业水平、回款能力较强；公司存货周转率、流动资产周转率趋于行业平均水平，总资产周转率低于行业平均水平，主要是由于同路生物自2014年12月才纳入公司合并报表，其对合并净利润的贡献尚未得以充分体现，预计2015年公司总资产周转率将提升至行业均值水平。

图表21 上海莱士存货周转率趋于行业平均水平



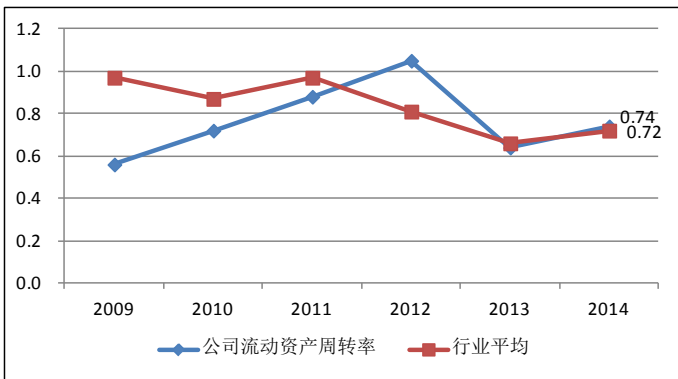
资料来源：wind，联讯证券投研中心

图表22 应收帐款周转率高于行业平均水平（单位：次）



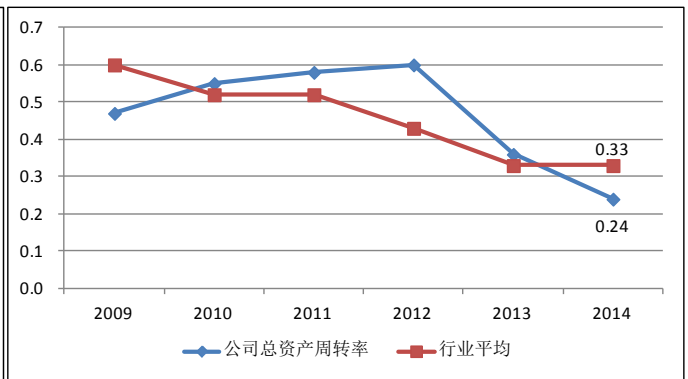
资料来源：wind，联讯证券投研中心

图表23 上海莱士流动资产周转率趋于行业平均水平



资料来源: wind, 联讯证券投研中心

图表24 总资产周转率低于行业平均水平 (单位: 次)

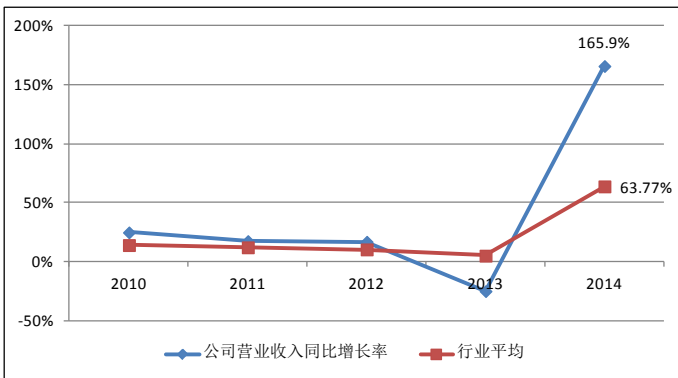


资料来源: wind, 联讯证券投研中心

4.4、公司收入、净利润增长率好于行业平均水平

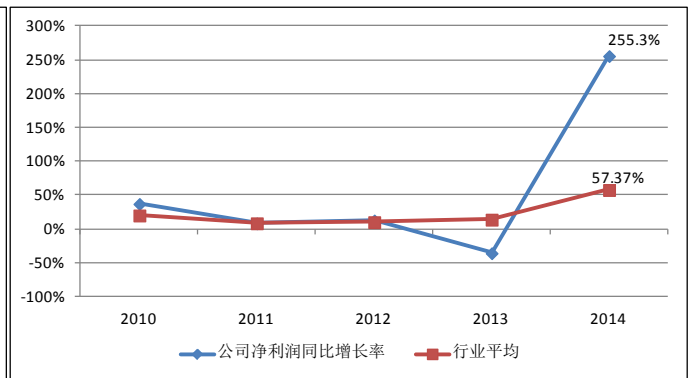
由于公司在2014年先后完成了对于邦和药业、同路生物的收购, 因此使得公司收入和利润增速远高于行业均值, 同时随着公司未来外延内生性的增长预计收入和利润还将继续保持较好增长。

图表25 上海莱士收入增长率远高于行业平均水平



资料来源: wind, 联讯证券投研中心

图表26 上海莱士净利润增长率远高于行业平均水平

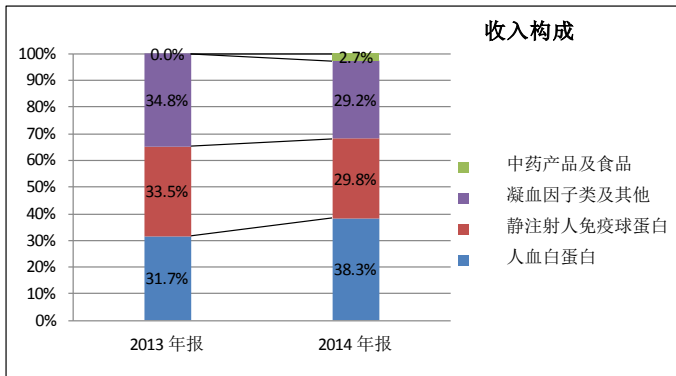


资料来源: wind, 联讯证券投研中心

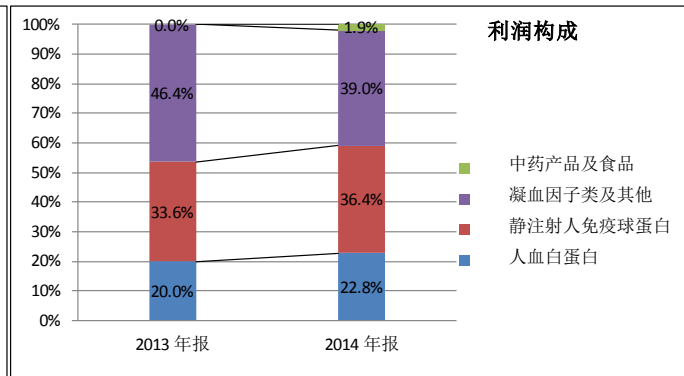
五、盈利预测

目前，血液制品仍然是公司主要收入和利润的来源，占比分别达到97.3%和98.1%，只是白蛋白、静丙和凝血因子等产品在收入和利润中的占比不同而已。

图表27 公司营业收入占比情况



图表28 公司营业利润占比情况



资料来源：公司公告，联讯证券投研中心

资料来源：公司公告，联讯证券投研中心

不考虑外延收购及产品提价等因素影响，我们预计公司2015-2017年净利润增速分别为97.1%、26.6%和23.6%，EPS分别为0.74、0.93和1.15元，目前股价对应PE分别为77、61和49倍。考虑到公司未来在血液制品领域继续通过资本整合提升整体规模的实力、加强血站建设的内生性增长的能力以及产品的提价空间，看好公司长远发展，维持公司“增持”评级。

图表29 上海莱士主营构成预测（单位：百万元）

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
人血白蛋白	157.16	504.65	984.1	1235.0	1519.1
	-38.3%	221.1%	95.0%	25.5%	23.0%
	40.88%	37.10%	38.50%	39.00%	40.00%
静注射人免疫球蛋白	166.34	392.64	765.6	957.0	1177.1
	-38.3%	136.0%	95.0%	25.0%	23.0%
	64.87%	76.30%	77.00%	77.00%	77.00%
中药产品及食品		35.6	44.5	55.6	68.4
		-	25.0%	25.0%	23.0%
		43.30%	45.00%	45.00%	45.00%
凝血因子类及其他	172.86	384.21	749.2	936.5	1151.9
	24.7%	122.3%	95.0%	25.0%	23.0%
	86.15%	83.40%	83.00%	83.00%	83.00%

资料来源：公司公告，联讯证券投研中心

图表30 上海莱士财务报表预测（单位：百万元）

单位：百万元	2013年	2014年	2015E	2016E	2017E
营业收入	496.4	1319.7	2543.4	3184.1	3916.4
增速%	-25.1%	165.9%	92.7%	25.2%	23.0%
营业成本	175.3	494.2	933.2	1163.1	1415.8
毛利率%	64.7%	62.6%	63.3%	63.5%	63.9%
销售费用	16.1	22.0	40.7	51.0	62.7
管理费用	110.4	215.4	356.1	439.4	532.6
财务费用	14.6	13.6	28.0	35.0	47.0
营业利润	167.4	599.4	1185.2	1499.9	1854.9
利润总额	169.0	602.0	1187.5	1502.2	1857.2
归属于母公司的净利润	143.8	510.9	1007.0	1274.7	1575.4
增速%	-36.1%	255.3%	97.1%	26.6%	23.6%
基本每股收益（元）	0.10	0.40	0.74	0.93	1.15

资料来源：公司公告，联讯证券投研中心

六、风险提示：1) 血液制品安全风险；2) 公司在资产整合方面进度不达预期风险；3) 国家政策调整导致公司部分采浆站关闭风险；4) 国家药品价格放开进程低于预期风险。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。

本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

买入：我们预计未来 6-12 个月内，个股相对基准指数涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6-12 个月内，个股相对基准指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6-12 个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6-12 个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%以上。

行业投资评级标准

增持：我们预计未来 6-12 个月内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来 6-12 个月内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6-12 个月内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

风险提示

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。