

## 血液制品资源整合达预期

——上海莱士（002252）半年度财报点评

2015年08月17日

强烈推荐/维持

上海莱士

财报点评

|     |                                   |                        |
|-----|-----------------------------------|------------------------|
| 杨若木 | 分析师                               | 执业证书编号: S1480510120014 |
|     | yangrm@dxzq.net.cn 010-66554032   |                        |
| 刘阳  | 分析师                               | 执业证书编号: S1480515080003 |
|     | liu_yang@dxzq.net.cn 010-66554029 |                        |

### 事件:

2015年上半年,公司实现营业收入8.17亿元(+51%);归属于上市公司股东的净利润8.31亿元(+379%),基本每股收益0.61元;归属于上市公司股东的扣非后净利润2.72亿元(+57%),扣非后净利润增速符合市场预期;同时公司公告了10转10的分配方案,并且预计今年前三季度净利润变动区间为10.2-11.2亿元,同比增长220%-250%。

### 公司分季度财务指标

| 指标         | 2013Q3  | 2013Q4   | 2014Q1  | 2014Q2 | 2014Q3  | 2014Q4    | 2015Q1  |
|------------|---------|----------|---------|--------|---------|-----------|---------|
| 营业收入(百万元)  | 168.48  | 33.37    | 254.22  | 287.9  | 284.04  | 493.58    | 356.17  |
| 增长率(%)     | -7.86%  | -86.23%  | 171.31% | 43.37% | 68.59%  | 1379.02%  | 40.10%  |
| 毛利率(%)     | 65.80%  | 90.97%   | 54.88%  | 62.91% | 66.52%  | 64.03%    | 58.57%  |
| 期间费用率(%)   | 21.75%  | 99.79%   | 23.17%  | 17.77% | 16.39%  | 19.12%    | 21.05%  |
| 营业利润率(%)   | 42.88%  | -15.53%  | 30.56%  | 43.97% | 59.77%  | 45.66%    | 127.15% |
| 净利润(百万元)   | 61.78   | -4.86    | 65.82   | 107.13 | 145.01  | 192.56    | 384.53  |
| 增长率(%)     | -17.03% | -105.90% | 196.06% | 69.07% | 134.70% | -4062.15% | 484.25% |
| 每股盈利(季度,元) | 0.13    | -0.01    | 0.11    | 0.18   | 0.12    | 0.14      | 0.28    |
| 资产负债率(%)   | 28.35%  | 30.05%   | 15.79%  | -      | 13.49%  | 8.05%     | 7.12%   |
| 净资产收益率(%)  | 5.42%   | -0.44%   | 2.21%   | -      | 3.95%   | 2.23%     | 4.26%   |
| 总资产收益率(%)  | 3.89%   | -0.31%   | 1.86%   | -      | 3.41%   | 2.05%     | 3.96%   |

### 观点:

- **外延加内生式发展资源整合效果明显。**上海莱士通过一系列收购动作迅速确立了国内血液制品行业龙头的地位,我们认为公司未来通过内生和外延式发展的逻辑不变。今年同路生物并表使得上半年公司收入增长51%,显示了公司对于被收购资产整合效果明显,整体营收持续快速增长,符合我们之前的预测。作为目前国内血液制品行业中结构合理、产品种类齐全、血浆利用率较高的血液制品龙头企业,上海莱士通过加强浆站布局和外延并购,迅速成为国内浆站(28家、含3家在建)、采浆量(900吨左右)和血液制品产能第一的企业,公司已经将发展目标定位为未来五年内成为世界级血液制品企业(采浆能力1500吨以上),我们预计公司未来在外延式扩张的方面将进一步取得较好的成绩;收购同路生物后,公

司在浆站布局方面的能力进一步提升, 我们乐观估计今明两年内新浆站获批几率较大, 公司在新设浆站布局及原有浆站提升采浆量方面具有巨大的增长潜力。

- **扣非后净利润增速较好凸显公司成长价值。**公司投资的万丰奥威的股票受益于今年上半年的阶段性牛市, 产生了6.7亿的投资收益(目前万丰奥威股价与6月底相比只小幅下跌10%左右), 这是公司上半年净利润增长379%的主要原因。公司扣非后净利润增速57%、高于收入增速, 主要原因是由于公司对被收购企业的资源整合效果好, 上海莱士与同路生物、郑州莱士在研发、销售、管理等方面的合力逐渐显现, 整体销售费用和管理费用增速低于收入增速, 并且同路生物新纳入合并范围以及银行存款增加而使利息收入增加, 综合因素使得期间费用率比去年同期下降2个百分点。通过收购实现采浆量提升的同时, 公司产品线也得到扩充(血液制品由原来的7个增加至11个), 丰富的产品结构有效地提高了血浆的综合利用率, 使得血液制品(占公司营业收入97%)整体毛利率提升了2个百分点。期间费用率下降、产品毛利率提升带动扣非后净利润增速较好, 凸显了公司的成长价值。
- **实际控制人增持及高送转方案彰显负责任的态度。**此次10转10的利润分配预案是继2014年中报之后, 再度推出类似的分配方案, 由于公司持股比例较为集中, 此次高送转分配完成后, 将有利于提升公司股票的交易活跃度。今年7月初在市场大跌的背景下, 公司前两大股东分别表示要以不超过20亿元增持公司股票, 并已经逐步兑现承诺; 在已陆续发布股东或高管增持计划的股票当中, 合计不超过40亿元的增持计划金额名列前茅。股东增持计划和高送转分配方案, 彰显了控股股东科瑞天诚和莱士中国对于全体股东负责任的态度以及对于公司持续健康发展的信心。

## 结论:

作为民族血液制品龙头企业, 未来上海莱士将持续复制自身的“内生性增长加外延式并购”的快速发展模式, 近三至五年公司采浆能力有望提升至1500吨以上; 控股股东增持彰显了良好的社会责任感及对于公司持续发展的信心; 公司对被收购企业资源整合效果明显, 费用率下降、毛利率提升带动扣非后净利润增速较好, 凸显了公司的成长价值。我们预计公司2015年-2017年的归属于上市公司股东净利润分别为13.5亿元(含投资收益)、14.3亿元和18.3亿元, 每股收益分别为0.98/1.04/1.33元, 对应PE分别为83/79/62X。维持“强烈推荐”评级

**公司盈利预测表**

| 资产负债表          | 单位:百万元 |        |        |        |        | 利润表              | 单位:百万元 |        |        |        |        |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
|                | 2013A  | 2014A  | 2015E  | 2016E  | 2017E  |                  | 2013A  | 2014A  | 2015E  | 2016E  | 2017E  |
| <b>流动资产合计</b>  | 896    | 2667   | 4534   | 5987   | 7803   | <b>营业收入</b>      | 496    | 1320   | 2202   | 3149   | 4047   |
| 货币资金           | 330    | 1450   | 2729   | 3532   | 4676   | <b>营业成本</b>      | 175    | 494    | 798    | 1041   | 1314   |
| 应收账款           | 133    | 114    | 190    | 271    | 349    | 营业税金及附加          | 7      | 7      | 12     | 18     | 23     |
| 其他应收款          | 1      | 4      | 7      | 11     | 14     | 营业费用             | 16     | 22     | 35     | 47     | 61     |
| 预付款项           | 10     | 14     | 19     | 26     | 35     | 管理费用             | 110    | 215    | 352    | 394    | 486    |
| 存货             | 290    | 695    | 984    | 1283   | 1620   | 财务费用             | 15     | 14     | 9      | 19     | 61     |
| 其他流动资产         | 32     | 2      | 2      | 2      | 2      | 资产减值损失           | 5.18   | -0.78  | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| <b>非流动资产合计</b> | 679    | 6712   | 6519   | 6378   | 6236   | 公允价值变动收益         | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 长期股权投资         | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 投资净收益            | 0.00   | 31.46  | 600.00 | 50.00  | 50.00  |
| 固定资产           | 559.87 | 1026.8 | 930.15 | 804.77 | 679.39 | <b>营业利润</b>      | 167    | 599    | 1595   | 1681   | 2153   |
| 无形资产           | 47     | 163    | 147    | 130    | 114    | 营业外收入            | 4.12   | 6.10   | 5.44   | 5.66   | 5.59   |
| 其他非流动资产        | 47     | 51     | 0      | 0      | 0      | 营业外支出            | 2.54   | 3.53   | 3.20   | 3.31   | 3.27   |
| <b>资产总计</b>    | 1575   | 9379   | 11053  | 12365  | 14039  | <b>利润总额</b>      | 169    | 602    | 1597   | 1683   | 2156   |
| <b>流动负债合计</b>  | 90     | 273    | 352    | 462    | 596    | 所得税              | 26     | 91     | 243    | 256    | 328    |
| 短期借款           | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | <b>净利润</b>       | 143    | 511    | 1355   | 1427   | 1828   |
| 应付账款           | 53     | 71     | 113    | 147    | 186    | 少数股东损益           | -1     | 0      | -1     | -1     | -1     |
| 预收款项           | 1      | 32     | 84     | 159    | 255    | 归属母公司净利润         | 144    | 511    | 1355   | 1428   | 1829   |
| 一年内到期的非流       | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | EBITDA           | 246    | 830    | 1746   | 1841   | 2356   |
| <b>非流动负债合计</b> | 383    | 482    | 0      | 0      | 0      | <b>BPS (元)</b>   | 0.29   | 0.45   | 0.98   | 1.04   | 1.33   |
| 长期借款           | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | <b>主要财务比率</b>    |        |        |        |        |        |
| 应付债券           | 357    | 358    | 0      | 0      | 0      |                  | 2013A  | 2014A  | 2015E  | 2016E  | 2017E  |
| <b>负债合计</b>    | 473    | 755    | 352    | 462    | 596    | <b>成长能力</b>      |        |        |        |        |        |
| 少数股东权益         | 15     | 15     | 14     | 13     | 12     | 营业收入增长           | -25.10 | 165.88 | 66.84% | 43.00% | 28.53% |
| 实收资本(或股本)      | 490    | 1365   | 1378   | 1378   | 1378   | 营业利润增长           | -35.72 | 258.08 | 166.12 | 5.37%  | 28.11% |
| 资本公积           | 72     | 6269   | 7147   | 7147   | 7147   | 归属于母公司净利润        | 165.29 | 5.38%  | 165.29 | 5.38%  | 28.07% |
| 未分配利润          | 412    | 830    | 1578   | 2366   | 3376   | <b>获利能力</b>      |        |        |        |        |        |
| 归属母公司股东权       | 1087   | 8610   | 10645  | 11848  | 13389  | 毛利率(%)           | 64.69% | 62.56% | 63.76% | 66.95% | 67.53% |
| <b>负债和所有者权</b> | 1575   | 9379   | 11012  | 12323  | 13998  | 净利率(%)           | 28.71% | 38.68% | 61.53% | 45.33% | 45.17% |
| <b>现金流量表</b>   |        |        |        |        |        | <b>总资产净利润(%)</b> |        |        |        |        |        |
|                | 单位:百万元 |        |        |        |        | ROE(%)           |        |        |        |        |        |
|                | 2013A  | 2014A  | 2015E  | 2016E  | 2017E  | 9.13%            | 5.45%  | 12.26% | 11.55% | 13.03% |        |
| <b>经营活动现金流</b> | -90    | 466    | 380    | 997    | 1443   | <b>偿债能力</b>      |        |        |        |        |        |
| 净利润            | 143    | 511    | 1355   | 1427   | 1828   | 资产负债率(%)         | 30%    | 8%     | 3%     | 4%     |        |
| 折旧摊销           | 63.68  | 216.99 | 0.00   | 141.67 | 141.67 | 流动比率             | 9.94   | 9.77   | 12.87  | 12.97  | 13.08  |
| 财务费用           | 15     | 14     | 9      | 19     | 61     | 速动比率             | 6.72   | 7.22   | 10.08  | 10.19  | 10.37  |
| 应收账款减少         | 0      | 0      | -76    | -82    | -77    | <b>营运能力</b>      |        |        |        |        |        |
| 预收帐款增加         | 0      | 0      | 52     | 75     | 96     | 总资产周转率           | 0.36   | 0.24   | 0.22   | 0.27   | 0.31   |
| <b>投资活动现金流</b> | -273   | 290    | 651    | 50     | 50     | 应收账款周转率          | 5      | 11     | 15     | 14     | 13     |
| 公允价值变动收益       | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 应付账款周转率          | 9.55   | 21.25  | 23.97  | 24.22  | 24.30  |
| 长期股权投资减少       | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | <b>每股指标(元)</b>   |        |        |        |        |        |
| 投资收益           | 0      | 31     | 600    | 50     | 50     | 每股收益(最新摊薄)       | 0.29   | 0.45   | 0.98   | 1.04   | 1.33   |
| <b>筹资活动现金流</b> | 332    | 365    | 247    | -244   | -349   | 每股净现金流(最新)       | -0.06  | 0.82   | 0.93   | 0.58   | 0.83   |
| 应付债券增加         | 0      | 0      | -358   | 0      | 0      | 每股净资产(最新摊)       | 2.22   | 6.31   | 7.72   | 8.60   | 9.72   |
| 长期借款增加         | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | <b>估值比率</b>      |        |        |        |        |        |
| 普通股增加          | 0      | 876    | 13     | 0      | 0      | P/E              | 282.76 | 182.22 | 83.39  | 79.13  | 61.78  |
| 资本公积增加         | -36    | 6197   | 878    | 0      | 0      | P/B              | 36.93  | 13.00  | 10.62  | 9.54   | 8.44   |
| <b>现金净增加额</b>  | -31    | 1121   | 1278   | 803    | 1144   | EV/EBITDA        | 163.54 | 133.56 | 63.17  | 59.45  | 45.99  |

资料来源: 东兴证券研究所

## 分析师简介

---

### 杨若木

基础化工行业小组组长，7年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

### 刘阳

理学硕士，2015年加盟东兴证券研究所，曾就职于国际著名医药研发机构，2011年至今专注于医药行业研究。

## 联系人简介

---

## 分析师承诺

---

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写,东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料,我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已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,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发,需注明出处为东兴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用,未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导,本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内,行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。