

血液制品龙头持续高增长

——上海莱士（002252）年度财报点评

2016年03月15日

强烈推荐/维持

上海莱士

财报点评

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

事件:

2015年公司实现营业收入20.13亿元(+52.6%);归属于上市公司股东的净利润14.42亿元(+182.4%),归属于上市公司股东的扣非后净利润6.82亿元(+41.6%),EPS为0.52元,业绩增速符合市场预期。

公司分季度财务指标

指标	2014Q2	2014Q3	2014Q4	2015Q1	2015Q2	2015Q3	2015Q4
营业收入(百万元)	287.9	284.04	493.58	356.17	460.42	675.37	521.36
增长率(%)	43.37%	68.59%	1379.02%	40.10%	59.92%	137.78%	5.63%
毛利率(%)	62.91%	66.52%	64.03%	58.57%	63.76%	62.48%	59.77%
期间费用率(%)	17.77%	16.39%	19.12%	21.05%	16.14%	11.53%	25.18%
营业利润率(%)	43.97%	59.77%	45.66%	127.15%	117.91%	59.12%	64.11%
净利润(百万元)	107.13	145.01	192.56	384.53	464.53	347.24	284.14
增长率(%)	69.07%	134.70%	-4062.15%	484.25%	333.59%	139.46%	47.56%
每股盈利(季度,元)	0.18	0.12	0.14	0.28	0.33	0.12	0.10
资产负债率(%)	-	13.49%	8.05%	7.12%	7.30%	7.29%	7.30%
净资产收益率(%)	-	3.95%	2.23%	4.26%	4.65%	3.35%	2.65%
总资产收益率(%)	-	3.41%	2.05%	3.96%	4.31%	3.11%	2.46%

观点:

- **国内血液制品龙头。**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(11个品种),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(33家、含同路2家在建、母公司5家新获批)、采浆量(800余吨)和血液制品产能首屈一指的公司。采浆范围涵盖广西、湖南、海南、陕西、安徽、广东、内蒙、浙江、湖北、江西10个省(自治区)。
- **内生性增长逻辑不断验证。**公司2014年整合同路生物和郑州莱士后,在浆站布局方面的能力进一步提升,我们此前“乐观估计今明两年内新浆站获批几率较大”,从2015年9月至本报告披露日,公司已取得新设5家单采血浆站的批文,内生性增长逻辑不断得到验证。我们未来持续看好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。

- **外延发展值得期待。**未来公司仍将大力推动外延并购的发展战略，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）。公司对于郑州莱士及同路生物的现有资源整合效果优异：郑州莱士在单个浆站的采浆规模、采浆能力和生产精细化管理方面有良好经验，同路生物在浆站管理、产品得率上具有优势，公司在并购整合方面的经验进一步提升，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。
- **携手广药，销售无忧。**在2015年与广州医药履行经销合作协议顺利的基础上，公司于2016年2月公告，上海莱士授权广州医药为经销区域的独家经销商（协议经销期限：2016年1月1日至2016年12月31日）；协议到期后，如果广州医药完全履行协议并有能力实现下一年度销量增长不低于30%的，公司将优先与广州医药签署下一年度协议。协议期间上海莱士供应产品货款总金额共计人民币10.11亿元（含税），经销产品包括：护固莱士、安普莱士、伽玛莱士、法布莱士、海莫莱士等。通过合作，公司借助广州医药良好的销售团队和区域经销方面丰富的经验，不仅能够拓展销售渠道、更能提高产品在相关区域的市场占有率，对公司今后产品的销售提供了有利的保障。

➤ **结论：**

上海莱士是国内血液制品龙头企业，具有非常强的整合能力，公司未来将持续复制自身的“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70%以上，公司现有的行业地位和未来发展空间决定了其具有非常高的投资价值。我们预计：2016年-2018年的归属于上市公司股东净利润分别为14.8亿元、18.6亿元和21.1亿元，每股收益分别为0.54/0.68/0.76元，对应PE分别为71/57/50X。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				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产合计	2667	4807	6871	8713	10772	营业收入	1320	2013	3167	4113	4855
货币资金	1450	1919	4411	5522	6954	营业成本	494	778	1124	1462	1770
应收账款	114	120	189	246	290	营业税金及附加	7	8	12	16	19
其他应收款	4	3	5	7	8	营业费用	22	33	48	62	73
预付款项	14	13	11	9	6	管理费用	215	339	348	452	534
存货	695	716	1386	1802	2183	财务费用	14	-13	-16	2	39
其他流动资产	2	0	0	0	0	资产减值损失	-0.78	15.27	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	6712	6749	6542	6398	6255	公允价值变动收益	0.00	865.22	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	31.46	9.71	150.00	150.00	150.00
固定资产	1026.8	1004.0	940.68	813.83	686.98	营业利润	599	1729	1801	2269	2571
无形资产	163	162	146	130	114	营业外收入	6.10	24.68	18.49	20.55	19.86
其他非流动资产	51	64	0	0	0	营业外支出	3.53	4.81	4.38	4.53	4.48
资产总计	9379	11556	13413	15111	17027	利润总额	602	1749	1815	2285	2586
流动负债合计	273	247	170	129	76	所得税	91	269	272	343	388
短期借款	0	0	0	0	0	净利润	511	1480	1542	1942	2198
应付账款	71	39	56	73	88	少数股东损益	0	38	60	78	92
预收款项	32	4	-41	-99	-167	归属母公司净利润	511	1442	1483	1864	2106
一年内到期的非流	0	0	0	0	0	EBITDA	830	1972	1928	2414	2752
非流动负债合计	482	597	237	237	237	BPS (元)	0.45	0.52	0.54	0.68	0.76
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率					
应付债券	358	360	0	0	0	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	
负债合计	755	844	407	366	313	成长能力					
少数股东权益	15	54	114	191	283	营业收入增长	165.88	52.55%	57.31%	29.86%	18.06%
实收资本(或股本)	1365	2759	2759	2759	2759	营业利润增长	258.08	188.50	4.12%	26.00%	13.30%
资本公积	6269	5650	6528	6528	6528	归属于母公司净利润	2.79%	25.75%	2.79%	25.75%	12.98%
未分配利润	830	2038	3106	4450	5968	获利能力					
归属母公司股东权	8610	10658	12892	14554	16431	毛利率(%)	62.56%	61.38%	64.50%	64.45%	63.54%
负债和所有者权	9379	11556	13413	15111	17027	净利率(%)	38.68%	73.53%	48.70%	47.22%	45.27%
现金流量表						总资产净利润(%)					
单位:百万元						ROE(%)					
2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		
经营活动现金流	466	762	262	1165	1551	偿债能力					
净利润	511	1480	1542	1942	2198	资产负债率(%)	8%	7%	3%	2%	
折旧摊销	216.99	255.77	0.00	143.08	143.08	流动比率	9.77	19.46	40.49	67.68	142.01
财务费用	14	-13	-16	2	39	速动比率	7.22	16.56	32.32	53.68	113.24
应收账款减少	0	0	-69	-57	-44	营运能力					
预收帐款增加	0	0	-45	-58	-68	总资产周转率	0.24	0.19	0.25	0.29	0.30
投资活动现金流	290	-819	1838	150	150	应收账款周转率	11	17	20	19	18
公允价值变动收益	0	865	0	0	0	应付账款周转率	21.25	36.53	66.34	63.71	60.18
长期股权投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	31	10	150	150	150	每股收益(最新摊薄)	0.45	0.52	0.54	0.68	0.76
筹资活动现金流	365	524	392	-205	-268	每股净现金流(最新)	0.82	0.17	0.90	0.40	0.52
应付债券增加	0	0	-360	0	0	每股净资产(最新摊)	6.31	3.86	4.67	5.28	5.96
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	876	1394	0	0	0	P/E	85.04	73.60	71.21	56.63	50.12
资本公积增加	6197	-619	878	0	0	P/B	6.07	9.91	8.19	7.25	6.43
现金净增加额	1121	468	2493	1110	1433	EV/EBITDA	61.63	52.75	52.48	41.45	35.83

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

刘阳

医药组组长。理学硕士，曾就职于国际著名医药研发机构，2011年进入金融领域，2013年开始任联讯证券医药组长，2015年加盟东兴证券研究所。

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。

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法律责任。

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。