

湘财证券研究所
医药研究小组

叶侃

Tel:021-68634510-8721

E-Mail:yk2880@xcsc.com

陈国栋

Tel:021-68634510-8710

E-Mail:cgd2854@xcsc.com

朱毅

Tel:021-68634510-8683

E-Mail:zy2831@xcsc.com

目标价: 52.27 元

当前股价: 36.28 元

评价调整: 维持

基本信息

上证综指 3151.85

总股本 160,000,000

流通股本 40,000,000

EPS(TTM) 0.6583

PE(TTM) 55.11

相关报告

湘财证券_调研深度报告_

上海莱士 (002252.SZ): 在行业持续高景气下彰显品牌魅力-20091124

投资要点:

2010年1月20日, 我们对上海莱士进行了实地调研。

q 血液制品行业仍将维持高景气。 尽管行业内各血液制品企业都在努力扩大投浆量, 但 2009 年行业总投浆量预计不超过 4000 吨, 距离 5000 吨以上的供需平衡点仍存在巨大缺口, 因此未来 3-5 年内我国血液制品行业仍将维持供不应求的高景气局面。

q 检疫期制度影响已消除, 投浆量有望突破。 据了解, 检疫期制度的主要影响在于延长血浆的投浆周期, 而造成血浆的损失则微乎其微, 因此检疫期制度的影响已基本消除。考虑到营养费提高的刺激作用以及采浆区域扩大即将见效, 上海莱士的投浆量将稳步增长, 预计 2010 年可以突破 300 吨大关, 产能利用率达到 75% 的高水平。在海南省获批新建三个单采血浆站, 更为公司提供了未来投浆量的增长空间。

q 凝血因子类提价范围扩大, 公司受益明显。 继上海等部分省市率先上调凝血因子类产品的最高限价以来, 目前提价已扩展至全国大部分地区, 平均涨幅在 50% 上下。本次涨价的品种主要为凝血因子 VIII、凝血酶原复合物和纤维蛋白原, 正好为公司凝血因子类的主要产品。我们预计, 公司作为凝血因子类的寡头垄断者, 将逐步上调出厂价至最高限价附近, 从而显著受益, 经估算公司 2010 年 EPS 有望增厚 0.11-0.12 元。

q 人血白蛋白和静丙存提价预期。 人血白蛋白和静丙的最高限价已有两年多未作调整, 而它们在市场上长期短缺的局面依旧, 目前市场上普遍存在人血白蛋白和静丙的涨价预期。而且行业内不少公司包括上海莱士都在申请人血白蛋白和静丙的提价。我们预测, 提价预期很可能在 2010 年上半年兑现, 保守预计将增厚公司 2010 年 EPS 0.23 元, 从而对公司业绩形成强有力的支撑。

q 盈利预测及投资评级

我们预测上海莱士 2009-2011 年 EPS 分别为 0.80 元、1.16 元和 1.47 元。受到投浆量突破以及凝血因子类提价等利好影响, 我们认为公司 2010 年业绩的高增长值得期待。考虑到人血白蛋白和静丙提价预期带来的巨大想象空间, 我们上调公司目标价至 52.27 元, 并维持上海莱士“买入”的投资评级; 同时, 我们看好行业高景气给公司带来的长期发展潜力, 建议长期投资。

q 风险提示: 血液制品安全事件; 发改委下调血液制品最高零售价格; 浆站被关停或者减产; 预料之外的重大政策的出台。

盈利预测

单位: 百万	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	309.98	309.86	361.93	508.74	642.58
营业收入增长率	11.23%	-0.04%	16.81%	40.56%	26.31%
归属母公司净利润	81.77	104.79	128.10	185.84	234.51
净利润增长率	61.24%	28.15%	22.24%	45.08%	26.19%
EPS	0.51	0.65	0.80	1.16	1.47

数据来源: 湘财证券研究所预测

目 录

一、血液制品行业仍将维持高景气	3
二、检疫期制度影响已消除，投浆量有望突破	4
三、凝血因子类提价范围扩大，公司受益显著	6
四、人血白蛋白和静丙存提价预期	7
五、盈利预测及投资评级	8
六、风险提示	9

图目录

图 1 全国投浆量供需情况预测.....	3
图 2 上海莱士季度经营状况	4
图 3 上海莱士存货资产情况	4
图 4 上海莱士三个新建浆站所在行政区域位置及人口	5
图 5 上海莱士投浆量预测.....	6
图 6 上海莱士凝血因子类收入占比与行业的比较	6
图 7 2009 年国内主要凝血因子类产品批签发情况.....	7

表目录

表 1 国家发改委对于人血白蛋白最高零售价格的几次调整	3
表 2 凝血因子类提价幅度对公司 2010 年业绩的影响	7
表 3 人血白蛋白提价幅度对公司 2010 年业绩的影响	8
表 4 静丙提价幅度对公司 2010 年业绩的影响	8
表 5 申万生物制品子行业同类型上市公司的市盈率情况	8

一、血液制品行业仍将维持高景气

2006 年单采血浆站改制和 GMP 改造使得一批不符合标准的浆站被淘汰, 从而导致浆源紧张。而 2008 年检疫期制度的实施进一步加剧了血浆不足的局面。因此, 自 2006 年以来, 受制于原料供应的不足, 血液制品一直处于供不应求的局面。以国内最主要血液制品人血白蛋白为例, 2006 年以来国家发改委连续两次上调了人血白蛋白的最高零售价格。而市面上人血白蛋白的价格也一直维持在当前的最高限价附近。

表 1 国家发改委对于人血白蛋白 (10g:50ml) 最高零售价格的几次调整

时间	政策	最高零售价格
2000-10-26	《国家计委关于调整氨苄青霉素等部分中管国产药品零售价格的通知》	330
2006-12-31	《国家发展改革委关于精氨酸等 354 种药品最高零售价格的通知》	259
2007-02-02	《关于人血白蛋白价格问题的紧急通知》*	310
2007-09-18	《国家发展改革委关于人血白蛋白临时最高零售价格的通知》	360

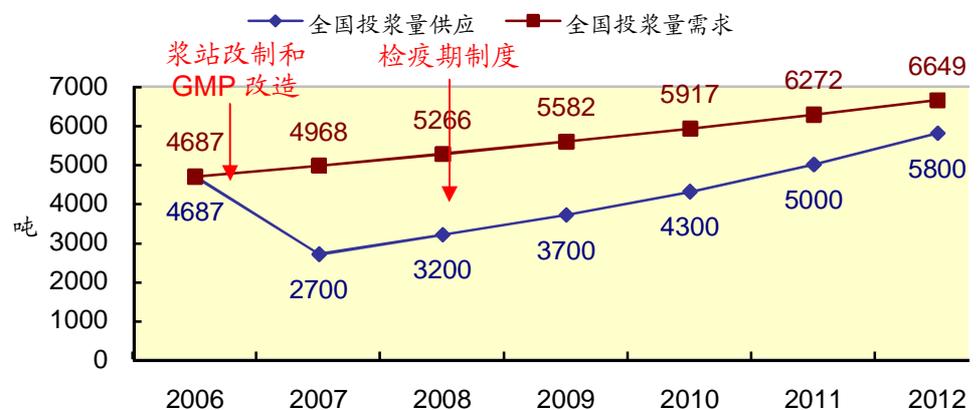
数据来源: 发改委, 湘财证券研究所

从目前来看, 投浆量不足的局面仍将继续维持, 主要有以下两点原因:

- 1) 新增投浆量受到种种制约。一方面, 新建浆站见效慢, 从审批, 到建设, 再到献浆员的培养, 通常要达到规模化采浆需要 2-3 年的时间; 另一方面, 随着贫困地区经济的发展, 献浆员的献浆意愿在下降, 从而进一步加剧了浆源的紧张。
- 2) 血液制品, 尤其是人血白蛋白属于刚性需求产品, 需求量仍保持平稳增长, 年增长率在 5-10%。

基于以上两点, 我们预计, 2008 年全国投浆量为 3200 吨, 2009 年全国投浆量为 3700 吨, 2010 年为 4300 吨, 之后将保持 15-20% 的年增长。按照 2006 年全国 4687 吨的投浆量水平基本达到供需平衡来计算, 目前供求差距仍十分明显 (如图 1 所示)。

图 1 全国投浆量供需状况预测



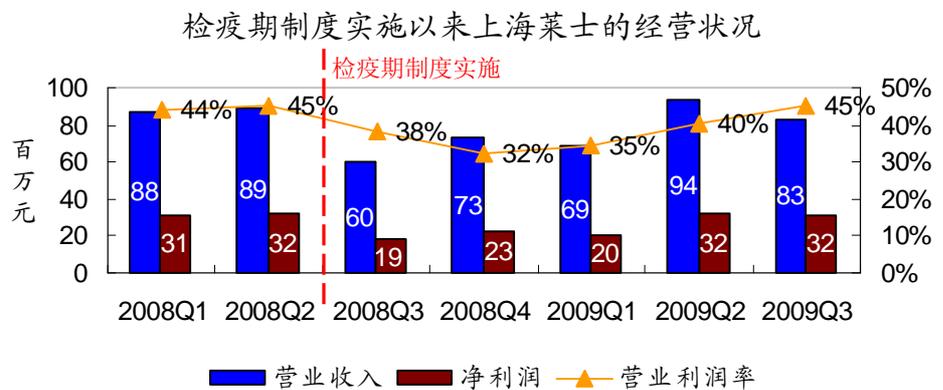
数据来源: 湘财证券研究所预测

因此，我们预计在未来 3-5 年内，我国血液制品仍将维持供不应求的局面，行业的高景气度可持续。

二、检疫期制度影响已消除，投浆量有望突破

根据从公司了解到的信息，2008 年 7 月血液制品检疫期制度实施带来的主要影响在于血浆的投浆周期延长，而造成血浆的损失则微乎其微。检疫期制度出台一年多来，公司因献浆员未回检而损失的血浆仅有几百袋/血浆站，合计远远不足 1 吨，相对于公司 200 多吨的投浆量规模来说，血浆损失率是极低的。因此，公司只是在 2008 年下半年暂时陷入了投浆量不足的困境，由于投浆量对业绩影响的滞后性，公司营业收入、净利润和营业利润率在 2008 年下半年和 2009 年一季度陷于低谷。之后，自 2009 年第二季度以来，公司的经营状况已恢复到检疫期制度实施之前的较高水平，检疫期制度的影响已消除，业绩呈现逐步回暖的良好势头。

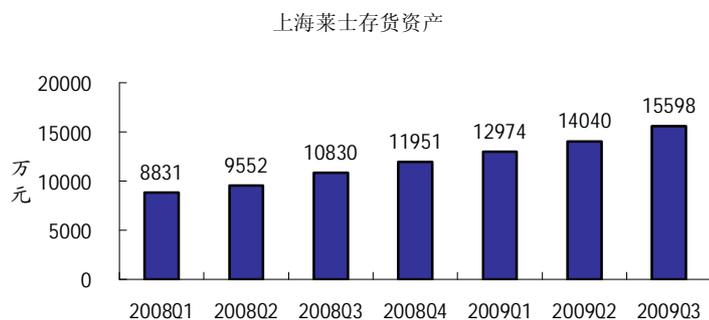
图 2 上海莱士季度经营状况



数据来源：WIND，湘财证券研究所

而且上海莱士 2009 年以来存货持续增长，公司公告称为血浆库存增加所致。照此理解，我们认为公司采浆量持续上升导致了库存的增加，证明公司业绩回升具有良好的投浆量基础。

图 3 上海莱士存货资产持续增长



数据来源：公司公告，湘财证券研究所

在目前血液制品市场供不应求的情况下，投浆量的增长已成为公司未来成长的关键。我们预计，随着检疫期制度影响的消除，上海莱士的投浆量规模将稳步增长，

主要理由如下:

1) 营养费标准的提高效果明显。

公司 2009 年上半年将营养费标准由原来的 150 元/人次提高到至 200 元/人次, 从而极大地提高献浆员献浆的积极性。上海莱士的在册献浆员队伍从去年的 3.9 万人增长到今年 5 万多人, 平均年采浆次数也从去年的 9 次增长到今年的 10 次, 效果明显。而且平均年采浆次数离国家规定 20 次的最高限制还相去甚远, 仍有增长的巨大潜力。考虑营养费标准提高有一个宣传和认知的过程, 我们认为, 由此带来的刺激作用还将延续, 在册献浆员人数和平均采浆次数有望进一步上升。

2) 采浆区域的扩大即将见效。

由于新建浆站周期较长, 因此扩大现有浆站的采浆区域已成为公司有效提高采浆量的一个方法。2008 年 7 月, 上海莱士下属兴平莱士单采浆站的采浆区域由原有的兴平市扩大为兴平市、泾阳县、三原县和彬县, 新增的三个县各自规模与兴平市相当。根据招股说明书显示, 兴平浆站 2007 年采浆量为 28.28 吨, 在上海莱士的各浆站中排名第三位。今年, 新增的采浆区域尚处于献浆员培养阶段, 新增采浆量较为有限, 到 2010 年采浆量将步入实质性增长阶段, 而 2011 年将进入稳定采浆阶段。我们预计, 兴平浆站 2009-2011 年采浆量将分别达到 34 吨、55 吨和 80 吨, 未来两年对上海莱士的投浆量有明显的提升作用。

3) 新建浆站未雨绸缪。

公司获批在海南省保亭县、琼中县和白沙县新建三个单采血浆站, 目前已完成相关注册工作。三个县总人口为 53.4 万人, 与兴平浆站所在的兴平市相当, 因此建成后预计可贡献 30 吨左右的采浆量规模, 届时将显著提升公司的投浆量水平。同时, 公司还在其他地区进行新建浆站的努力。尽管新建浆站对于公司短期内的业绩并无影响, 但考虑到浆站受国家严格管制, 属于稀缺性资源, 此举对公司长远的可持续发展至关重要。

图 4 上海莱士三个新建浆站所在行政区域位置及人口

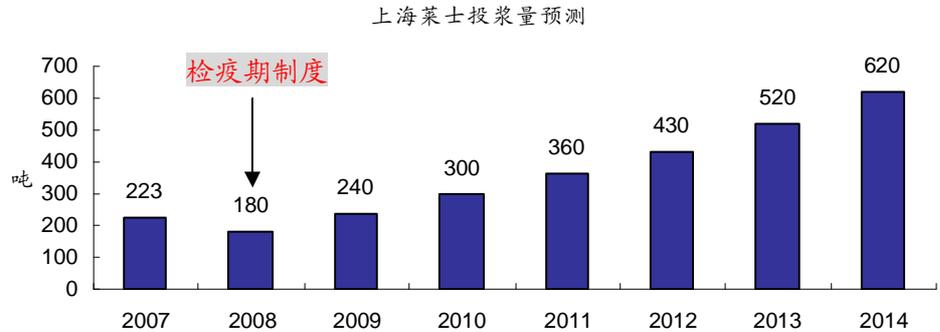


数据来源: 政府网站, 湘财证券研究所

综上所述, 我们认为, 公司未来投浆量有望持续回升, 预计公司投浆量 2009 年可达到 240 吨, 而受上述利好影响 2010 年和 2011 年投浆量有望实现突破性增长, 分别达到 300 吨和 360 吨, 之后将保持 15-20% 的稳健增长 (如图 5 所示)。

考虑到在募投项目 2011 年 6 月投产之前公司设计投浆量仅为 400 吨,公司在 2010 年和 2011 年上半年产能利用率将超过 75%,生产效率将大大提升,毛利率水平有望随之提升。因此,我们预测,投浆量的突破将支撑上海莱士在 2010 年乃至 2011 年的业绩快速增长。

图 5 上海莱士投浆量预测



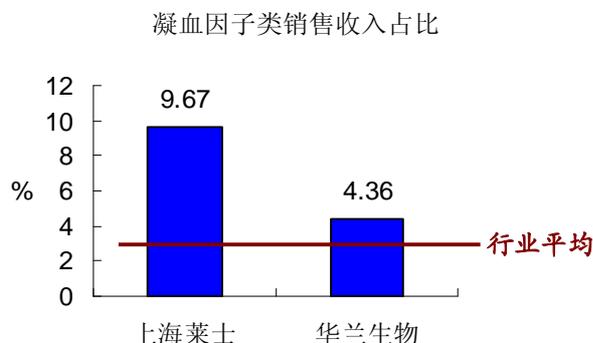
数据来源: 湘财证券研究所预测

三、凝血因子类提价范围扩大, 公司受益显著

前期,上海等部分省市上调了凝血因子类产品的最高限价。例如,上海市发改委已将凝血因子 VIII (300IU) 的最高限价从原来的 346 元提高到了 540 元,提升幅度达到 56%。目前,根据从上海莱士了解到的消息,提价已扩展至全国大部分地区,平均涨幅在 50% 上下。本次提价的品种主要为凝血因子 VIII、凝血酶原复合物和纤维蛋白原,正好为上海莱士凝血因子类的主要产品。

同时,凝血因子类产品也恰恰是上海莱士的优势领域。2009 年上半年,凝血因子类销售收入占公司总销售收入的近 10%,远高于行业龙头华兰生物以及行业平均水平。而且,上海莱士是国内仅有的两家可以同时生产凝血因子 VIII 和人凝血酶原复合物两种主要凝血因子类产品的厂家,且两者的产量均位居国内前列(如图 6 所示)。可以说,上海莱士基本占据了国内凝血因子类市场的制高点。

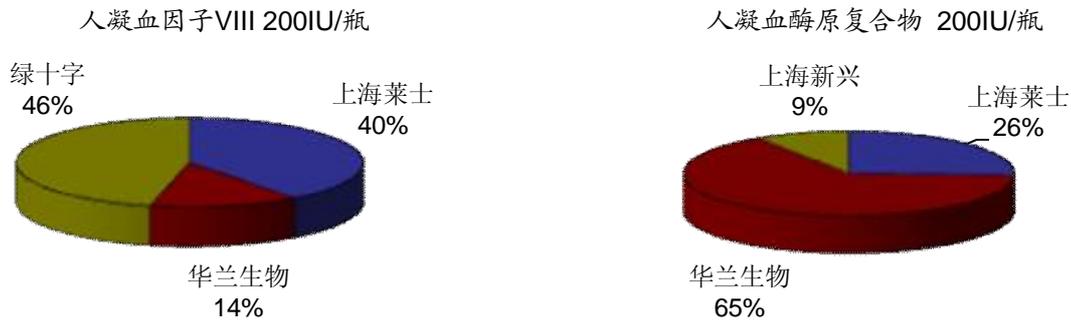
图 6 上海莱士凝血因子类收入占比与行业的比较



注: 华兰生物只考虑了血液制品业务

数据来源: Wind, 天坛生物公告, 湘财证券研究所

图 7 2009 年国内主要凝血因子类产品批签发情况



数据来源：中检所，湘财证券研究所

如此一来，上海莱士在凝血因子类提价中自然受益最大。我们预计，公司作为凝血因子类的寡头垄断者，将逐步上调出厂价至最高限价附近，从而显著受益。经估算，如按照 50% 的平均提价幅度计算，上海莱士 2010 年最多有望新增营业利润 0.27 亿元，增厚 EPS 0.13 元。考虑到提价的渐进性，我们预计公司 2010 年 EPS 将为此增厚 0.11-0.12 元。

表 2 凝血因子类提价幅度对公司 2010 年业绩的影响

	提价幅度	30%	40%	50%	60%	70%
2010 年业绩						
新增营业收入 (百万)		14.45	19.27	24.09	28.91	33.73
新增净利润 (百万)		12.29	16.38	20.48	24.57	28.67
增厚 EPS (元)		0.08	0.10	0.13	0.15	0.18

数据来源：湘财证券研究所

而且 2011 年 6 月募投项目建成后，将有效解决目前部分凝血因子类产品共用生产线的产能制约瓶颈，从而进一步提高公司凝血因子类产品的竞争力。因此，本次凝血因子类产品提价将对公司业绩产生持续利好。

四、人血白蛋白和静丙存提价预期

人血白蛋白和静丙的最高限价已两年多未作调整，而它们在市场上长期短缺的局面依旧，目前市场上普遍存在人血白蛋白和静丙的涨价预期。而且行业内不少公司包括上海莱士都在申请人血白蛋白和静丙的提价。我们预计，提价预期很可能在 2010 年上半年兑现，从而对公司 2010 年的业绩形成强有力的支撑。

前两次人血白蛋白提价幅度均在 50 元/瓶左右 (10g/瓶)，即 17% 左右，考虑到本次调价间隔时间较长，预计提价幅度在 20% 左右，如按照年前提价计算，人血白蛋白和静丙合计有望增厚公司 2010 年 EPS 0.46 元；假设提价预期在 2010 年上半年兑现，我们保守预测公司 2010 年 EPS 有望增厚 0.23 元，业绩提升幅度达到 20% 左右，业绩想象空间巨大。

表 3 人血白蛋白提价幅度对公司 2010 年业绩的影响（按年前提价计算）

	提价幅度				
2010 年业绩	10%	20%	30%	40%	50%
新增营业收入（百万）	24.76	49.53	74.29	99.05	123.81
新增净利润（百万）	20.97	41.95	62.92	83.90	104.87
增厚 EPS（元）	0.13	0.26	0.39	0.52	0.66

数据来源：湘财证券研究所

表 4 静丙提价幅度对公司 2010 年业绩的影响（按年前提价计算）

	提价幅度				
2010 年业绩	10%	20%	30%	40%	50%
新增营业收入（百万）	18.88	37.77	56.65	75.54	94.42
新增净利润（百万）	16.00	31.99	47.99	63.98	79.98
增厚 EPS（元）	0.10	0.20	0.30	0.40	0.50

数据来源：湘财证券研究所

五、盈利预测及投资评级

不考虑人血白蛋白和静丙的提价因素，我们预计上海莱士 2009-2011 年每股薄摊收益为 0.80 元、1.16 元和 1.47 元。我们认为，在整个血液制品行业高景气的大背景下，上海莱士 2009 年尚处于调整期，而受诸多利好影响，2010 年有望迎来业绩的高增长。因此，我们选取 2010 年公司 EPS 作为估值基准。我们参考了申万生物制品子行业中同类型个股，在剔除异常个股后，除上海莱士外得到 7 个个股，其 2010 年预计市盈率平均值为 43.30 倍（如表 5）。由于生物制品行业属于新兴产业，其成长性要优于市场平均水平，而且人血白蛋白和静丙的提价预期带给公司业绩巨大的想象空间，我们给予上海莱士一定的估值溢价，按照 2010 年业绩 45 倍的 PE，上调目标价至 52.27 元，维持公司“买入”的投资评级。同时，我们看好行业高景气给公司带来的长期发展潜力，建议长期投资。

表 5 申万生物制品子行业同类型上市公司的市盈率情况（已剔除异常个股）

证券代码	证券简称	2009 年动态市盈率	2010 年预测市盈率
000661.SZ	长春高新	67.25	44.70
002007.SZ	华兰生物	81.47	41.27
002022.SZ	科华生物	45.49	32.04
002030.SZ	达安基因	80.81	55.66
002038.SZ	双鹭药业	51.87	37.47
300009.SZ	安科生物	74.10	60.50
600867.SH	通化东宝	99.91	36.21
002252.SZ	上海莱士	55.11	38.56
	平均值	69.50	43.30

注：采用的是 2010 年 1 月 20 日的收盘价

数据来源：湘财证券研究所

六、风险提示

血液制品安全事件；发改委下调血液制品最高零售价格；浆站被关停或者减产；预料之外的重大政策的出台。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	716	607	578	755	营业收入	310	362	509	643
现金	558	420	345	464	营业成本	116	144	198	249
应收账款	17	4	11	18	营业税金及附加	0	1	1	1
其他应收款	5	2	2	3	营业费用	11	10	13	17
预付账款	17	9	5	2	管理费用	55	63	82	103
存货	120	171	214	268	财务费用	1	-11	-8	-9
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	-1	1	0	0
非流动资产	116	243	479	543	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	-1	-0	0	0
固定资产	103	178	373	424	营业利润	125	154	222	281
无形资产	7	7	7	7	营业外收入	1	2	3	3
其他非流动资产	6	57	99	112	营业外支出	2	3	3	3
资产总计	831	849	1058	1298	利润总额	124	154	222	281
流动负债	76	92	112	114	所得税	19	23	34	43
短期借款	29	35	35	35	净利润	105	130	188	238
应付账款	7	13	18	22	少数股东损益	0	2	3	4
其他流动负债	41	44	59	57	归属母公司净利润	105	128	186	235
非流动负债	0	0	0	0	EBITDA	141	158	245	319
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.65	0.80	1.16	1.47
其他非流动负债	0	0	0	0					
负债合计	76	92	112	114	主要财务比率				
少数股东权益	4	6	8	12	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
股本	160	160	160	160	成长能力				
资本公积	438	438	438	438	营业收入	0.0%	16.8%	40.6%	26.3%
留存收益	153	153	339	573	营业利润	24.7%	23.1%	44.1%	26.3%
归属母公司股东权益	751	751	937	1172	归属于母公司净利润	28.2%	22.2%	45.1%	26.2%
负债和股东权益	831	849	1058	1298	获利能力				
					毛利率(%)	62.4%	60.4%	61.1%	61.3%
现金流量表					净利率(%)	33.8%	35.4%	36.5%	36.5%
					ROE(%)	13.9%	17.0%	19.8%	20.0%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROIC(%)	48.6%	32.9%	28.8%	30.7%
经营活动现金流	108	113	184	221	偿债能力				
净利润	105	130	188	238	资产负债率(%)	9.2%	10.9%	10.6%	8.8%
折旧摊销	14	15	31	47	净负债比率(%)	37.96%	37.89%	31.24%	30.64%
财务费用	1	-11	-8	-9	流动比率	9.36	6.57	5.16	6.61
投资损失	1	0	0	0	速动比率	7.80	4.71	3.25	4.26
营运资金变动	-15	-21	-28	-56	营运能力				
其他经营现金流	1	-0	1	0	总资产周转率	0.54	0.43	0.53	0.55
投资活动现金流	-29	-140	-267	-110					

资本支出	29	100	260	100	应收账款周转率	7	14	21	20
长期投资	0	0	0	0	应付账款周转率	16.21	14.62	12.89	12.37
其他投资现金流	1	-40	-7	-10	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	423	-111	8	9	每股收益(最新摊薄)	0.65	0.80	1.16	1.47
短期借款	-9	6	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.67	0.71	1.15	1.38
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	4.70	4.70	5.86	7.32
普通股增加	40	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	438	0	0	0	P/E	50.29	41.14	28.36	22.47
其他筹资现金流	-47	-117	8	9	P/B	7.02	7.01	5.62	4.50
现金净增加额	501	-137	-75	119	EV/EBITDA	34	30	19	15

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司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。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。