

2010年7月30日

黎莹
Ying-li@e-capital.com.cn
目标价(元) 46.00

公司基本信息

产业别	医药
A 股价 (10/07/29)	45.00
深证成份指数 (10/07/29)	10838.91
股价 12 个月高/低	47.72/24.85
总发行股数 (百万)	160.00
A 股数 (百万)	40.00
A 市值 (亿元)	18.00
主要股东	科瑞诚天投资控股公司(37.50%)
每股净值 (元)	4.88
股价/账面净值	9.22
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	12.28 2.09 65.14

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
------	------	----

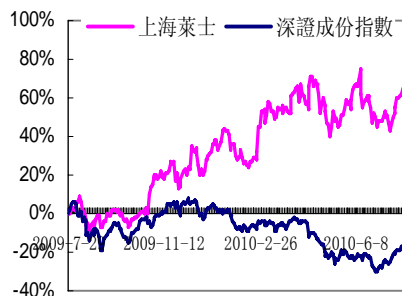
产品组合

人血白蛋白	47.87%
静注人免疫球蛋白	39.42%
凝血因子类	12.71%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	0.85%
券商集合理财	0.20%

股价相对大盘走势



上海莱士(002252CH)

Hold 持有

产品调涨平缓成本压力，盈利增长还看投浆

结论与建议：

受血液制品行业景气度高，公司投浆量稳定增长，主要产品提价毛利提高，预计公司 10、11 年将实现净利润分别为 1.82 亿元和 2.18 亿元，比分别增长 34.1%、20.0%，目前对应 PE 分别为 40 和 33 倍，考虑公司短期投浆量增长放缓，新浆站将至 2012 年才可贡献，给予“持有”的投资建议。

- **营养费提高效率递减，未来投浆量稳定增长：**2009 年，由于公司提高了献浆员的营养费，使得采浆量和复检率均有提高，估计投浆量有近 40% 的增长(约 250 吨)。然而，预期 09 年营养费提高效率已经平滑，故预估 2010-11 年采浆量呈现稳定成长(年均 20%)，主要贡献将来自于积极改善旧有采浆站献浆员的分布不均匀和人均献浆次数 2009 年为 10 次(国家最高限次为 24 次/年)再提升。
- **挖掘现有浆站潜力，新建浆站 2012 才可贡献：**目前公司单采血浆站有共 10 个(广西 6 个，安徽 2 个，陕西 1 个和湖南 1 个)，公司规划透过扩大有效采浆区域、倡导力度挖掘现有浆站潜力。新建浆站方面，现已获批在建新浆站 3 个，分别在海南的保亭县，琼中县和白沙县，预计 2011 年底才能建成使用，由于新的单采血浆站的建成和供浆员的发展需一定时日，新浆站的采浆量短期内不会有贡献，预期投浆贡献将在 2012 年。
- **涨价抵消成本上涨，盈利增长还看采浆量提升：**公司人血白蛋白的出厂价(含税)已接近限价，透过再提价拉升获利能力空间有限；而静注人免疫球蛋白及凝血八因子(凝血因子 VIII)分别于 10 年 2 月即 09 年 10 月获得 50% 价格调整，我们认为，由于血液制品市场需求一直偏紧，出厂价的提高将不会抑制需求，公司则可从中平滑采浆成本的提高，盈利增长还是要看采浆量是否能有效提升。
- **盈利预测：**我们预计 2010 年/2011 年公司实现营收 5.01 亿元(YOY+29.1%)、6.01 亿元(YOY+20.0%)，实现净利润 1.82 亿元(YOY+34.1%)、2.18 亿元(YOY+20%)，EPS 分别为 1.14 元/1.36 元，对应 2010 年/2011 年 PE 分别为 40 倍/33 倍，维持“持有”建议。

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2007	2008	2009	2010F	2011F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	82	105	136	182	218
同比增减	%	61.24%	28.15%	29.46%	34.10%	20.00%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.51	0.65	0.85	1.14	1.36
同比增减	%	61.24%	28.15%	29.46%	34.10%	20.00%
A 股市盈率(P/E)	X	88	69	53	40	33
股利 (DPS)	RMB 元	0.00	0.80	0.75	0.80	1.80
GON 股息率 (Yield)	%	0.00%	1.78%	1.67%	1.78%	4.00%

公司概况

上海莱士为国内血液制品行业的头龙企业，公司是国内同行业中血浆综合利用率较高、产品种类齐全（7个品种 23个规格）、结构合理的领先血液制品生产企业之一。主要产品为人血白蛋白（45%~50%），静注人免疫球蛋白（35%~40%）和凝血因子类（10%~15%）…等。

营养费提高、加大倡导力度将使原料成本逐步垫高

近年来，血液制品市场景气度极高，产品一直处于供不应求的状况，血液制品行业发展受限于上游血浆原料的供应不足，故血液制品企业的盈利主要取决于企业投浆量的规模。

2009年，由于公司提高了献浆员的营养费，（150元/人→200元/人），使得采浆量和复检率均有提高，投浆量呈现恢复性的增长，估计2009年投浆量为250吨左右，较2008年的180吨左右的低点提高了40%。

然而，营养费的提高也增加了公司原料成本的压力，据我们测算，目前公司的血浆成本为40万元/吨以上，为了进一步提升单位采浆量，虽公司目前并无再次提高营养费计划，但受限于浆站建设期长、献血倡导不易及人民所得提高降低献血意愿…等限制，因此，若公司欲再提升采浆量，原料成本逐步垫高的趋势无可避免。

表：莱士重点浆站献浆员分布情形

省份	浆站名	覆盖范围	献浆员占比	乡镇比例	
湖南省	石门莱士	石门县（20个乡镇）	84.70%	（五个镇占比 60.70%）	
		临澧县（17个乡镇）	12.39%		
		澧县（32个乡镇）	2.91%		
广西省	巴马莱士	巴马县（11个乡镇）	94.92%	（四个镇占比 75.77%）	
		东兰县（14个乡镇）	4.53%		
		凤山县（11个乡镇）	0.55%		
	大化莱士	大化县（16个乡镇）	100%	（五个镇占比 80.38%）	
	大新莱士	大新县（15个乡镇）	100%	（三个镇占比 80.34%）	
		龙州县（12个乡镇）	0%		
	马山莱士	马山县（15个乡镇）	忻城县（13个乡镇）	99.85%	
			合山县（辖1岭2乡）	0.15%	
			0%		
	武鸣莱士	武鸣县（16个乡镇）	西乡塘区（7个乡镇）	100%	
0%					
全州莱士	全州县（19个乡镇）	兴安县（10个乡镇）	89.61%		
		资源县（8个乡镇）	9.02%		
		灌阳县（9个乡镇）	1名供浆员		
		14名供浆员			

资料来源：公司资料、群益证券(2010/07)

挖掘现有浆站潜能，海南新建浆站则至2012才可贡献

公司目前单采血浆站有10个，广西6个，安徽2个，陕西1个和湖南1个。现已获批在建新浆站3个，分别在海南的保亭县，琼中县和白沙县，预计2011年底才能建成使用，由于新的单采血浆站的建成和供浆员的发展需一定时日，新浆站的

采浆量短期内不会有贡献，预期投浆贡献将在 2012 年。

此外，我们认为 09 年营养费提高效应已经平滑，预期公司 2010-11 年采浆量呈现稳定成长(年均 20%)，主要贡献一方面将来自于积极改善旧有采浆站献浆员的分布不均匀，扩大有效采浆区域。

如表一，公司下属石门莱士等 7 个主要浆站，目前供浆人数超过 1000 人乡镇仅有 4 个，500~1000 人的乡镇仅有 12 个。上述形成规模采浆能力的 16 个乡镇占核定区域乡镇总数比重仅为 5.5%。

由于公司下属浆站核定采浆区域涉及约 300 个乡镇，而浆站激励机制过于简单，且没有添置足够的设施、没有提供完善的服务，许多供浆员受制于路途的遥远等简单原因，造成现在浆站供浆员主要集中在浆站设置点周边乡镇，今年公司则投入改善此一现况，积极挖掘现有浆站成长潜力。

另一方面将来自于供浆员献浆频率的提高。2009 年公司献浆员每年人均献浆次数为 10 次，远没达到国家最高每年 24 次的限次，采取措施激励供浆员的献浆热情，血浆采集能力有较大提升空间。

产品调价抵消成本上涨，盈利增长还看采浆量提升

目前国家发改委对人血白蛋白的最高限价是 360 元，据我们估计，公司人血白蛋白的出厂价(含税)已接近限价，透过再提价拉升获利能力空间有限，在发改委没有提高限价的前提下，该产品盈利将保持平稳。

其它产品方面，静注人免疫球蛋白在 2010 年 2 月由发改委将最高零售价由 412 元提高到 600 元，增幅将近 50%；凝血八因子(凝血因子 VIII)于 2009 年 10 月也获发改委将其最高零售价,从原来的 346 元(每 300 单位)提高到 540 元，提升幅度高达 56%。

我们认为，由于血液制品市场需求一直偏紧，出厂价的提高将不会抑制需求，公司可从中抵销采浆各项成本的提高，但是，盈利增长还是要看采浆量是否能有效提升。

盈利预测

我们预计 2010 年/2011 年公司实现营收 5.01 亿元(YOY+29.12%)/6.01 亿元(YOY+20.02%)，实现净利润 1.82 亿元(YOY+34.10%)/2.18 亿元(YOY+20.00%)，EPS 分别为 1.14 元/1.36 元，对应 2010 年/2011 年 PE 分别为 40 倍/33 倍，维持“持有”建议。

预期报酬(Expected Return; ER)为准，说明如下：

强力买入 StrongBuy (ER \geq 30%); 买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一：合并损益表

百万元	2007	2008	2009	2010F	2011F
营业收入	310	310	388	501	601
经营成本	140	116	165	187	224
主营业务利润	170	193	223	314	377
销售费用	18	11	9	15	18
管理费用	39	55	64	85	102
财务费用	5	1	-11	-5	-6
营业利润	100	125	159	215	258
补贴收入	2	1	1	0	0
税前利润	98	124	160	215	258
所得税	16	19	66	104	143
少数股东损益	0	0	1	1	1
归属于母公司所有者的净利润	82	105	136	182	218

附二：合并资产负债表

百万元	2007	2008	2009	2010F	2011F
货币资金	56	558	505	469	5125
存货	77	120	131	145	156
应收账款	45	17	17	17	20
流动资产合计	200	716	733	711	745
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	98	103	105	109	111
无形资产及其它资产合计	4	7	7	7	7
资产总计	307	831	867	811	825
流动负债合计	137	76	143	111	114
长期负债合计	0	0	0	0	0
负债合计	137	76	143	111	124
少数股东权益	2	4	4	4	4
股东权益合计	168	751	720	696	785
负债及股东权益合计	307	831	867	811	845

附三：合并现金流量表

百万元	2007	2008	2009	2010F	2011F
经营活动产生的现金流量净额	176	108	100	107	111
投资活动产生的现金流量净额	-29	-29	-29	-29	-29
筹资活动产生的现金流量净额	-114	423	-124	-113	-115
现金及现金等价物净增加额	33	502	-53	-35	25

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不对此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。