

生物制品 II

上海莱士 (002252.SZ) / 37.00 元

行业高景气继续维持，公司投浆量稳步上升

事 项

近日我们就公司新浆站建设进度、产品提价、未来发展方向等问题和公司相关人员做了深入的沟通。

主要观点

一、公司业绩增长较快，经营持续向好。受益公司部分产品提价和公司投浆量的稳定增长，2010 前三季度公司实现营业收入 3.3 亿元，同比增长 34.79%；净利润 1.24 亿元，同比增长 49.40%，毛利率达到 63.12%，上升 6.41 个百分点。第三季度单季实现营业收入 1.42 亿元，同比增长 70.93%；净利润 0.53 亿元，同比增长 68.42%。

二、血液制品仍供不应求，部分产品提价仍有空间。初步估计当全国投浆量达到 5500 吨左右的时候，血液制品市场供需平衡，如果按照今年投浆量 3800 吨，行业平均增速 15% 计算，行业的高景气度将持续到 2013 年，目前血液制品基本供不应求，部分产品涨价仍有空间。

- 今年上海 2.5g 和 5g 静丙零售价分别提升 45.6% 和 58% 至 600 元和 1140 元，目前公司的零售价格为 520 元左右，目前终端需求较大，供给紧张，未来提价仍有空间。
- 由于进口人血白蛋白价格维持在 30 美金/10g 左右，远低于国内同类产品价格，国外白蛋白出口我国的动力较大，我们判断受进口低价产品冲击，未来白蛋白涨价难度较大。

三、多渠道挖掘现有浆站投浆量，新浆站短期难有贡献，未来投浆量有望保持平稳增长。公司自提高献浆员的营养费之后献浆量得到一定提升；未来公司有望一方面通过加大献浆宣传力度、采取多种促销模式以及解决献浆的交通问题等多种方法提高献浆员的献浆积极性，另一方面积极发展浆站周边地区新的献浆员，提升现有 9 家浆站的投浆量。

且新浆站琼中、白沙浆站有望于明年下半年投入使用，保亭浆站预计 2012 年开始投浆，但是我们判断由于新浆站建成到正常投浆还需要两年的时间，且海南的这三个新浆站所在位置人口较少，所以新浆站短期难有贡献，未来投浆量不会呈现爆发式增长，而是保持 20%-25% 左右的稳定增长态势。

研究员： 廖万国

联系人： 胡朝凤

Tel: 010-59370816

Email: huchaofeng@hczq.com

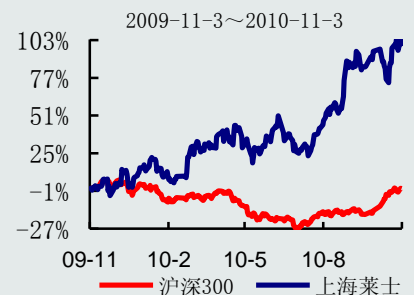
投资评级

投资评级: 推荐
评级变动: 首次评级

公司基本数据

总股本(万股)	27200
流通 A 股/B 股(万股)	6800/0
资产负债率(%)	7.50
每股净资产(元)	4.74
市盈率(倍)	74.18
市净率(倍)	7.81
12 个月内最高/最低价	63.39/30.5

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

四、未来高附加值的小制品增多，产品盈利优势日渐突出。公司的研发资源聚焦高附加值的小制品生产，目前乙肝免疫球蛋白有望明年下半年投放市场，该产品主要用于肝病移植手术，市场容量大约在 3000-4500 瓶，且目前只有四川蜀阳能够生产，竞争相对较小；重组因子 VIII 目前还处于研发阶段。未来高附加值小制品增多，有望摊薄成本，进一步提升产品毛利率。

五、募投项目进展符合预期。公司新厂区建设有望于明年 6 月完成，新厂区设计产能为 800 吨，相对于老厂 400 吨产能完全能够满足未来投浆量不断增长的生产需求，突破未来发展的产能瓶颈。

六、投资建议：首次给予“推荐”评级。我们预测公司 2010-2012 年 EPS 为 0.71/0.89/1.14 元，对应 PE 为 51.85X/41.61X/32.55X。公司投浆量稳步增长，受益血制品行业持续景气，部分产品提价仍有空间，未来小制品增多摊薄成本，盈利能力逐渐提升，基于以上因素，我们看好公司的长期发展，给予公司 50X PE，六个月目标价 44.5 元，首次给予“推荐”评级。

七、风险提示：血液制品提价受国家政策影响较大，未来营养费提高成本提升。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	664	852	951	1113
现金	463	685	776	932
应收账款	25	29	24	26
其它应收款	5	4	5	5
预付账款	11	15	15	14
存货	152	116	129	132
其他	7	3	3	4
非流动资产	161	187	218	242
长期投资	0	0	0	0
固定资产	99	86	73	61
无形资产	42	54	71	91
其他	20	47	74	89
资产总计	825	1039	1169	1355
流动负债	52	86	69	65
短期借款	0	22	17	13
应付账款	7	7	7	7
其他	45	57	45	45
非流动负债	10	3	4	6
长期借款	0	0	0	0
其他	10	3	4	6
负债合计	62	90	73	71
少数股东权益	5	5	6	7
股本	160	272	272	272
资本公积金	438	438	438	438
留存收益	161	235	379	568
归属母公司股东权益	759	945	1089	1278
负债和股东权益	825	1039	1169	1355

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	116	223	240	306
净利润	137	195	243	310
折旧摊销	17	16	17	17
财务费用	-11	-10	-13	-15
投资损失	0	1	1	1
营运资金变动	-38	28	-9	-8
其它	12	-7	2	1
投资活动现金流	-51	-43	-48	-42
资本支出	61	30	30	20
长期投资	0	0	0	0
其他	10	-13	-18	-22
筹资活动现金流	-159	41	-101	-108
短期借款	-29	22	-5	-4
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	112	0	0
资本公积增加	-0	0	0	0
其他	-130	-93	-95	-104
现金净增加额	-94	222	91	156

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	388	509	624	780
营业成本	165	186	227	277
营业税金及附加	1	2	2	2
营业费用	9	14	17	20
管理费用	64	86	103	129
财务费用	-11	-10	-13	-15
资产减值损失	0	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-0	-1	-1	-1
营业利润	159	230	286	366
营业外收入	1	0	0	0
营业外支出	1	0	0	0
利润总额	160	230	286	366
所得税	23	35	44	56
净利润	137	195	243	310
少数股东损益	1	0	1	1
归属母公司净利润	136	194	242	309
EBITDA	165	235	290	368
EPS (元)	0.85	0.71	0.89	1.14

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	25.1%	31.4%	22.6%	25.0%
营业利润	27.3%	44.1%	24.7%	27.8%
归属母公司净利润	29.5%	43.1%	24.6%	27.8%
获利能力				
毛利率	57.5%	63.4%	63.6%	64.5%
净利率	35.0%	38.1%	38.8%	39.6%
ROE	17.9%	20.5%	22.2%	24.2%
ROIC	42.0%	61.7%	68.2%	79.9%
偿债能力				
资产负债率	7.5%	8.6%	6.3%	5.2%
净负债比率	0.00%	24.95%	23.29%	18.58%
流动比率	12.79	9.89	13.78	17.16
速动比率	9.87	8.54	11.91	15.12
营运能力				
总资产周转率	0.47	0.55	0.57	0.62
应收帐款周转率	19	19	24	32
应付帐款周转率	24.86	27.58	33.16	41.11
每股指标(元)				
每股收益	0.50	0.71	0.89	1.14
每股经营现金	0.43	0.82	0.88	1.12
每股净资产	2.79	3.47	4.01	4.70
估值比率				
P/E	43.64	51.85	41.61	32.55
P/B	7.80	10.65	9.24	7.88
EV/EBITDA	58	41	33	26

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华创证券研究所

地址:北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编: 100036

传真: 010-59370801