

2010年11月12日

上海莱士 (002252)

血液制品高景气下稳健增长

评级: 增持

■ 行业供不应求造成高景气, 浆源供应稳定增长

今年预计全国范围内投浆量约 4000 吨左右, 但需求估计在 5000-6000 吨之间, 仍然存在较大的供需缺口。公司现有的 9 个老单采血浆站成熟之后浆源贡献趋于稳定, 预计老浆站供浆量每年能够维持 10% 左右的增速。而公司新获批的海南三家浆站中 2 家拿到执照, 新浆站从投入运营到培养新的献浆员需要一定时间, 预计真正贡献浆源最快为 2011 年下半年。

■ 进口白蛋白市场份额已趋于极限

国外血浆来源充足和利用率高, 白蛋白售价较国内产品便宜, 这在一定程度上压制了国产白蛋白的价格。但国外每年已有约 2000 吨投浆量产出的白蛋白出口到中国, 占白蛋白总批签发量的 40%, 近两年来占有率趋于稳定, 未来在中国市场的份额提升有限。国内白蛋白需求依然旺盛, 目前出厂价和零售限价之间的差距已经很小。

■ 静丙、小制品提价效应显现, 收入提速毛利率抬高

今年以来公司提高了静丙和小制品的出厂价, 提价效果立刻得到显现, 单季度收入环比和产品综合毛利率增长明显。静丙目前出厂价和最高零售价还有 90 元差距, 后期提价的空间依然存在。公司在凝血因子小制品生产企业中产品线最丰富, 随着凝血因子临床使用量增长, 凝血因子在利润结构中的份额有望进一步提升。

■ 静注乙肝球蛋白进展顺利, 但短期不会贡献利润

公司的静注乙肝免疫球蛋白进入临床三期, 最有可能在近期拿到生产批文, 而拿到批文到上市保守估计还将有一年多时间。因此短期内不会贡献利润。

■ 盈利预测和投资评级:

保守预测公司未来三年净利润增速分别为 45%、32%、28%, 对应 2010-2012 年 EPS 分别为 0.72、0.95 和 1.22 元, 11 月 12 日收盘价对应 2010-2012 年动态 PE 分别为 52 倍、39 倍和 31 倍。最为高景气行业下的龙头企业, 长期给予“增持”评级。

盈利预测与估值

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	387.51	523.14	680.08	884.11
同比 (%)	25	35	30	30
净利润 (百万元)	136.77	198.32	261.78	335.08
同比 (%)	30	45	32	28
毛利率 (%)	57.5	63.6	64	65
每股收益 (元)	0.85	0.72	0.95	1.22
P/E	43.95	51.89	39.33	30.62

分析师: 徐青

执业证书编号 S0600210080006

联系电话 0512-62938652

邮箱 xuq@gsjq.com.cn

助理分析师: 许希晨

从业证书编号 S0600110100017

联系电话 021-63123162

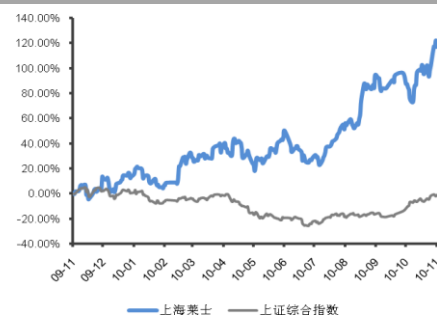
邮箱 xuxch@gsjq.com.cn

联系人: 李雅娜

联系电话 021-63122950

邮箱 liyn@gsjq.com.cn

近一年来市场表现



本周我们调研了上海莱士 002252，与公司相关人员就公司浆站经营，产品市场及未来规划方面做了交流。

1. 新老浆站保障未来浆量平稳增长

血液行业的准入具有严格壁垒，2001 年起国家不再审批新的血液制品企业，全国仅有 33 家，正常生产的仅为 20 多家。今年预计全国范围内投浆量约 4000 吨左右，但需求估计在 5000-6000 吨之间，仍然存在较大的供需缺口。公司现有 12 个浆站。其中 9 个老单采血浆站成熟之后浆源贡献趋于稳定，未来公司还将通过各种激励措施提高献浆员的献浆频率，继续挖掘老浆站的潜力，预计老浆站供浆量每年能够维持 10%左右的增速。而公司新获批的海南三家浆站中 2 家拿到执照，新浆站从投入运营到培养新的献浆员需要一定时间，预计真正贡献浆量最快为 2011 年下半年。

2. “血荒”对公司负面影响较小

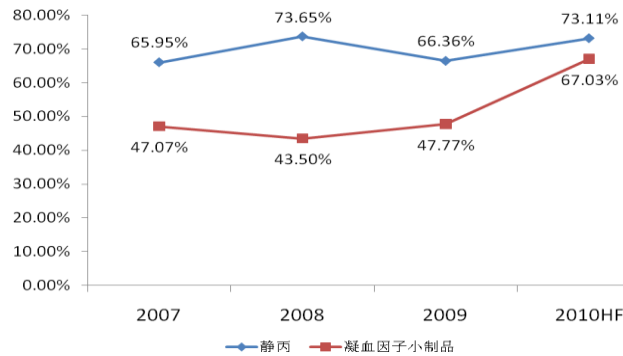
目前媒体报道的血荒，主要是指城市临床用血的库存告急。公司产品与临床用血来源不同、用途不同，不存在交叉。临床用血采用无偿自愿采集的方式收集，而公司采集的血浆是血液的一种成分，采取有偿方式采集，所分离的有效产品可用于治疗各种疾病。由于国内肝炎、癌症的高发率和手术量的增加，对白蛋白、静丙、凝血因子等的需求十分旺盛，会继续推动公司相关产品的销量增长。

3. 三大类产品中，静丙和小制品表现突出

公司的产品分为人血白蛋白，静脉注射免疫球蛋白和凝血因子三大类。其中凝血因子统称小制品。国外血浆来源充足和利用率高，白蛋白售价较国内产品便宜，这在一定程度上压制了国产白蛋白的价格。但国外每年约有 2000 吨投浆量产出的白蛋白已出口到中国，占白蛋白总批签发量的 40%，近两年来占有率趋于稳定，未来在中国市场的份额提升有限。国内白蛋白需求依然旺盛，目前出厂价和零售限价之间的差距已经很小。

今年以来公司提高了静丙和小制品的出厂价，提价效果立刻得到显现，单季度收入环比和产品综合毛利率增长明显。静丙目前出厂价和最高零售价还有 90 元差距，后期提价的空间依然存在。凝血因子在国内血液制品的使用份额远低于国外的使用份额，主要是临床用药习惯和群众的认识程度不高。但随着未来临床使用的增加，使用份额会逐渐上升。公司在凝血因子小制品生产企业中产品线最丰富，广受市场欢迎。随着凝血因子临床使用量增长，凝血因子的市场份额有望进一步提升。

图 1: 2007-2010HF 静丙和小制品毛利率情况



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

4. 静注乙肝球蛋白进展顺利, 暂不会贡献利润

公司的静注乙肝免疫球蛋白进入临床三期, 最有可能在近期拿到生产批文, 而拿到批文到上市保守估计还将有一年多时间。因此暂不会贡献利润。公司在研的重组类凝血因子等产品是对现有单一血液分离产品结构的良好补充。

5. 新厂区明年建设完毕, 预计达产要 2010 年

公司在奉贤的新厂区明年竣工落成, 但落成后还需要经过生产工艺调试和试生产过程, 因此真正开始生产预计要到 2012 年, 新厂区设计产能为 700-800 吨, 并且在布局和工艺上更为合理和先进, 投产后对公司的产能和生产效率都会带来积极提升。

6. 盈利预测与投资评级

结合对公司的认识, 我们认为, 浆站是血液制品企业最宝贵的资源, 目前市场上的浆站已经很难再通过收购方式取得, 自设血浆站成为扩大浆源的最佳途径。设立浆站的申请已递交, 而浆站审批的决定权取决于各地省、市各级政府, 具有一定的政治色彩, 何时获批不确定性较高。未来浆源增长不会呈现爆发式, 只是稳步提高。由于公司的目前产品全部来自于血液制品, 产品结构单一, 对于企业的长远发展来说, 向重组类生物产品或疫苗方向发展可能是打开新的增长点的最佳方式, 因此未来公司也会有通过并购等举措进军生物制药及疫苗产品的战略布局。在近几年, 新浆站投入运营后贡献的新浆源和静丙、小制品的量价提升依然是最主要的利润推动因素。

保守预测公司未来三年净利润增速分别为 45%、32%、28%, 对应 2010-2012 年 EPS 分别为 0.72、0.95 和 1.22 元, 11 月 12 日收盘价对应 2010-2012 年动态 PE 分别为 52 倍、39 倍和 31 倍。最为高景气行业下的龙头企业, 长期给予“增持”评级。

7. 未来股价催化剂

静丙和小制品出厂价的再度提升；
新浆站获批。

8. 风险提示

营养费提高造成成本的大幅提升；
投浆量下降。

免责声明

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。本报告的版权归本公司所有，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，需注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

行业投资评级：

买入：行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 10% 以上；

增持：行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ~ 10%；

中性：行业股票指数在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数 -5% ~ +5% 之间；

减持：行业股票指数在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5% 以上。

股票投资评级：

买入：股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 20% 以上；

增持：股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ~ 20%；

中性：股票价格在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数 -5% ~ +5% 之间；

减持：股票价格在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区翠园路 181 号
邮政编码：215028
传真：（0512）62938663
公司网址：<http://www.gsjq.com.cn>