

“小”行业中的王者，介入时点渐近

投资要点:

■ 公司是中国体外临床诊断行业的龙头企业，其主营产品乙肝抗体诊断试剂、丙肝抗体诊断试剂、艾滋病抗体诊断试剂，国内报批量、产销量和市场占有率稳居第一。公司至今已有53个产品获得CE证书。2004年7月登陆深圳中小板市场以来，公司主营业务高速发展，主营业务收入年复合增长率达到17.55%。

■ 在医改政策的指导下，国家将加大对医疗设备的采购，特别是加强社区和乡镇卫生院基本医疗仪器的配置。这为公司自产仪器继续保持高速增长奠定了基础。我们预计未来三年公司自产医疗仪器的销售收入增长率将维持在80%左右。

■ 7月初经国家统一检测显示，公司研制的甲型H1N1流感病毒核酸检测试剂盒(PCR荧光探针法)，在8种入围的初筛产品中，综合指标排名第一。SFDA为应对流感疫情的扩散，对流感诊断试剂启动了快速审批通道。如无意外，我们预计公司的甲型流感诊断试剂将于秋冬季节上市销售，并对明年两年业绩产生实质性影响。

■ 我们预测公司2009年-2011年的EPS分别为0.54元、0.75元、0.83元，对应动态市盈率分别为32.41倍、23.33倍、21.08倍。我们认为目前的估值水平并没有反映公司在体外临床诊断行业的龙头地位以及甲型流感疫情给公司带来的超额收益预期，给予“推荐”评级。

风险提示:

■ 为消除社会对乙肝病毒携带者的歧视，专家已建议卫生部从常规体检表中去除乙肝检测项目。卫生部目前就此事正在组织讨论，如若最终将乙肝检测排除在常规体检之外，将对公司乙肝表面抗原酶联免疫诊断试剂的生产与销售造成重大影响，进而对公司业绩带来一定的负面作用。

■ 公司甲型H1N1流感病毒核酸检测试剂盒出现意外情况，导致无法在今年秋冬季节上市销售或者甲型H1N1流感疫情在今年秋冬季节销声匿迹。

生物医药

评级: 推荐(首次)

目标价格: ¥23.00

当前价格: ¥17.50

2009.08.10

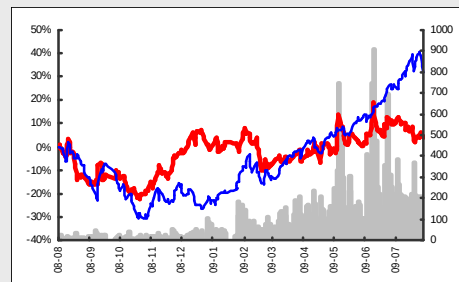
基础数据

总股本/流通 A 股 (亿股)	4.10/3.45
总市值 (亿元)	71.75
流通市值 (亿元)	60.38
每股净资产 (元)	1.58
净资产收益率 (%)	15.14

交易数据

52 周内股价区间 (元)	12.8 ~ 21.80
静态市盈率 (倍)	43.75
动态市盈率 (倍)	32.40
市净率 (倍)	11.07

52 周内股价走势



田 垒

行业研究员

电话

021-32229888*3507

邮箱

tianlei@ajzq.com

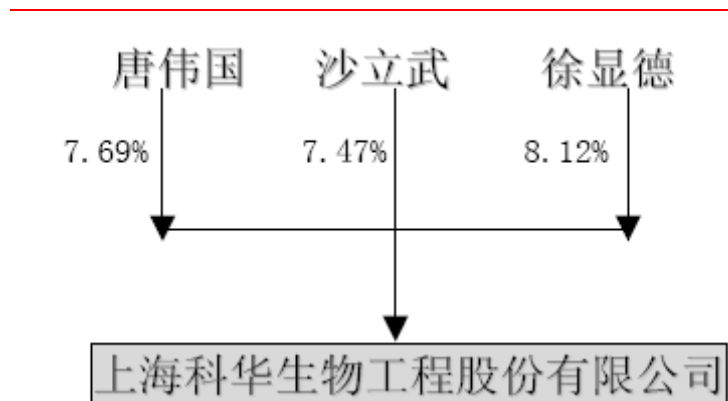
目 录

1. 科华生物简介.....	3
2. 甲型流感诊断试剂或能成为公司未来业绩高速增长的新动力.....	3
3. 诊断试剂、医疗仪器齐头并进.....	5
3.1 体外临床诊断试剂.....	5
3.2. 医疗仪器.....	6
4. 财务分析.....	8
5. 盈利预测、估值与投资评级.....	8
 表格 1 科技部初筛的8种甲型H1N1流感核酸检测试剂.....	4
表格 2 盈利预测假设.....	8
表格 3 盈利预测结.....	9
表格 4 典型生物制药上市公司估值情况.....	9
 图 1 公司股权结构.....	3
图 2 2008 年主营收入构成 图 3 2008 年主营产品销售收入增长率.....	3
图 4 近五年体外临床诊断试剂营业利润和毛利率.....	5
图 5 乙肝表面抗原酶联免疫诊断试剂销售收入及增长率.....	6
图 6 近五年医疗仪器营业利润和毛利率.....	7
图 7 自产仪器销售收入及增长率.....	7
图 8 偿债能力、现金流量和营运能力分析.....	8

1. 科华生物简介

上海科华生物工程股份有限公司创立于1981年，历经多年积累，科华生物已经成为中国体外临床诊断行业的龙头企业。其主营产品乙肝抗体诊断试剂、丙肝抗体诊断试剂、艾滋病抗体诊断试剂，国内报批量、产销量和市场占有率稳居第一。公司在稳固国内诊断试剂龙头地位的同时，全力开拓海外市场，至今已有53个产品获得CE证书并相继成为WHO、联合国儿童基金会、克林顿基金会等国际机构的全球供应商。2004年7月登陆深圳中小板市场至今，公司主营业务高速发展，主营业务收入年复合增长率达到17.55%。

图 1 公司股权结构



数据来源：公司公告、爱建证券研发总部

科华生物主要从事临床诊断试剂、生化试剂、医疗器械产品、基因工程药物、生化试剂检验用具的研究、生产、经营和相关的技术服务以及公司自产产品的出口业务和本公司所需的原辅材料的进口业务。在2008年公司主营收入构成中，按细分产品划分：免疫诊断试剂占比达到39.07%且毛利率为75%，是公司最主要的利润来源。代理仪器销售和化学诊断试剂业务分别占到主营收入的25.36%、18.97%，是公司利润的重要来源。核酸诊断试剂和自产仪器的销售收入虽然分别只占主营收入的5.03%、8.78%，但它们的销售收入增长率分别达到71%、88%，是公司主营中增长最快的两个项目。

图 2 2008 年主营收入构成

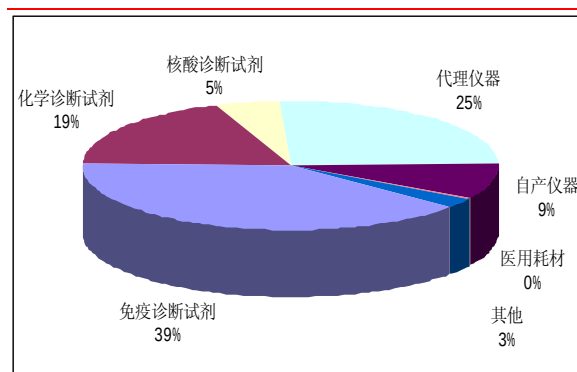
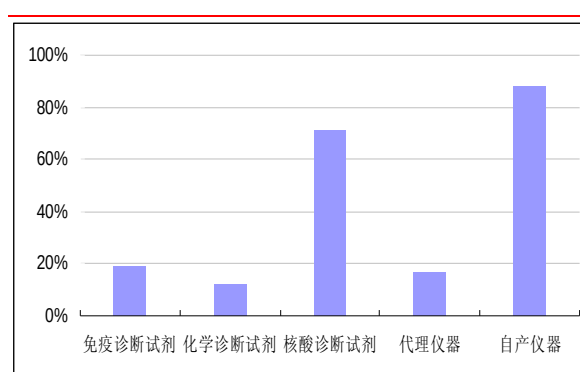


图 3 2008 年主营产品销售收入增长率



数据来源：爱建证券研发总部

2. 甲型流感诊断试剂或能成为公司未来业绩高速增长的新动力

今年四月起甲型 H1N1 型流感疫情在北美爆发，并伴随着现代化的交通工具迅速的在世界范围传播蔓延，世卫组织 7 月 24 日宣布在该组织的 193 个成员国中，已有 160 多个国家报告发现了甲型 H1N1 流感病毒，甲型 H1N1 流感目前差不多已传播到了地球上的每一个角落，感染人数已达数十万，死亡病例超过了 800 例。

从上个世纪四次大规模流感兴灭的过程来看，在第一波疫情过去之后，间隔几个月或一年后的秋冬季节，会再次爆发，且强度大于第一次。例如，在从病原学上看，与本次流感同属于 H1N1 型，爆发于上世纪初的西班牙流感，它的兴灭过程可以划分为三波：第一波发生于 1918 年春季，基本上只是普通的流行性感冒；第二波发生于 1918 年秋季，是死亡率最高的一波；第三波发生于 1919 年冬季至 1920 年春季，死亡率介于第一波和第二波之间。在 1918-1919 年期间曾造成全世界近十亿人感染，三千万人死亡。（当时世界人口约十七亿）。

目前甲型流感疫情已处于第一波的平稳期。我们认为：种种迹象表明，今年北半球的秋冬季节疫情再次大规模爆发并非小概率事件。但随着二十世纪医学、药学水平的巨大提高以及各国政府对传染病预防和控制力度的加强。即便疫情于秋冬季节再次爆发，其感染率和死亡率将远低于上世纪初的西班牙流感，但由于目前世界人口已超过 65 亿，人口基数的扩大、人们预防及治疗疾病意识的提高，流感诊断试剂的需求量将十分巨大。

各国政府都在加紧研制流感疫苗和诊断试剂，以备流感疫情的再次爆发。目前我国的流感疫苗已进入临床试验阶段，正常情况将于 10 月左右进入生产阶段；目前，流感核酸诊断试剂已经初步筛选出了 8 种产品。

表格 1 科技部初筛的8种甲型H1N1流感核酸检测试剂

生产企业	试剂名称
上海科华生物工程股份有限公司	甲型 H1N1 流感病毒核酸检测试剂盒(PCR 荧光探针法)
中山大学达安基因股份有限公司	甲型 H1N1 流感病毒核酸检测试剂盒(PCR-荧光探针法)
中科院北京基因组研究所/上海复星医学科技发展有限公司	流感病毒检测试剂盒(荧光定量 PCR 法)
军事医学科学院放射与辐射医学研究所 / 上海海泰金芯生物分子检测技术有限公司	甲型 H1N1 流感病毒核 酸检测与快速甄别试剂盒(基因芯片法)
	甲型H1N1流感病毒核酸检测试剂盒(复合探针实时荧光RT—PCR法)
上海之江生物科技有限公司	新型甲型(H1N1)流感病毒核酸检测试剂盒(Real-time RT-PCR 法)
中国疾病预防控制中心病毒病预防控制所 / 北京金豪制药股份有限公司	甲型 H1N1 流感病毒 RNA 检测试剂盒(PCR 荧光法)
中国检验检疫科学研究院卫生检疫研究所	甲型 H1N1 流感病毒 Real-timePCR 检测试剂

数据来源：科技部、爱建证券研发总部

通过科技部的统一检测，公司研制的甲型H1N1流感病毒核酸检测试剂盒(PCR荧光探针法)，通过一步筛查法原理，在以上8种产品中诊断速度最快，综合指标排名第一。

SFDA为应对流感疫情的扩散，对流感诊断试剂启动了快速审批通道。目前公司的甲型流感诊断试剂正处于申报阶段并已开始对科研机构和其他非医疗机构销售。如无意外，我们预计将于秋冬季节正式上市销售，并对明年两年业绩产生实质性影响。由于生产该诊断试剂的步骤与其他核酸诊断试剂相比并无特殊之处，公司可以利用原有生产线进行大规模生产，如遇特殊情况，还能够将乙肝、丙肝等其他诊断试剂生产线稍加改造用于该诊断试剂的生产。

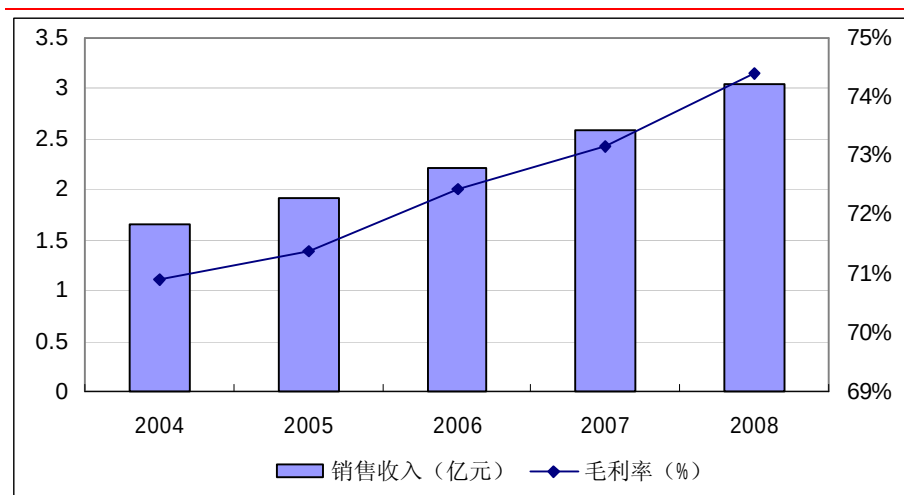
公司核酸诊断试剂业务起步于2003年，经过六年潜心磨练，此次公司研制的流感病毒核酸检测试剂测评结果好于核酸诊断试剂行业的龙头企业达安基因公司的同类型产品。核酸诊断试剂属于技术密集型行业，公司在核酸诊断试剂方面科研实力的迅速提升为公司在该领域占据更大的市场份额打下了坚实的基础。我们继续看好公司该项业务的长期高速发展。

3. 诊断试剂、医疗仪器齐头并进

3.1 体外临床诊断试剂

体外临床诊断试剂是医药行业中一个较小的细分行业，全球的销售额在180亿美元左右，占医药行业销售额的3%左右，而我国诊断试剂的销售额在30-40亿元左右，占医药行业销售额1.3%左右。随着我国医保规模的扩大、人们预防传染病意识的提高，诊断试剂行业未来几年的增长率能够达到10%左右。

图 4 近五年体外临床诊断试剂营业利润和毛利率



数据来源：爱建证券研发总部

公司至2004年上市以来体外临床诊断试剂营业利润年平均增长率维持在15%左右，高于行业平均增长率。毛利率稳中有升，08年已接近75%。这是由于公司在该细分行业中具有较强的定价权所决定。我们预计公司未来三年在该业务上将继续维持高于行业平均增长率的水平发展。

对公司体外临床诊断试剂业务贡献最大的主要有三个产品：乙肝表面抗原酶联免

疫诊断试剂、丙肝病毒抗体酶联免疫诊断试剂和艾滋病毒抗体酶联免疫诊断试剂。三者销售收入占体外临床诊断试剂销售收入的 63.08%。

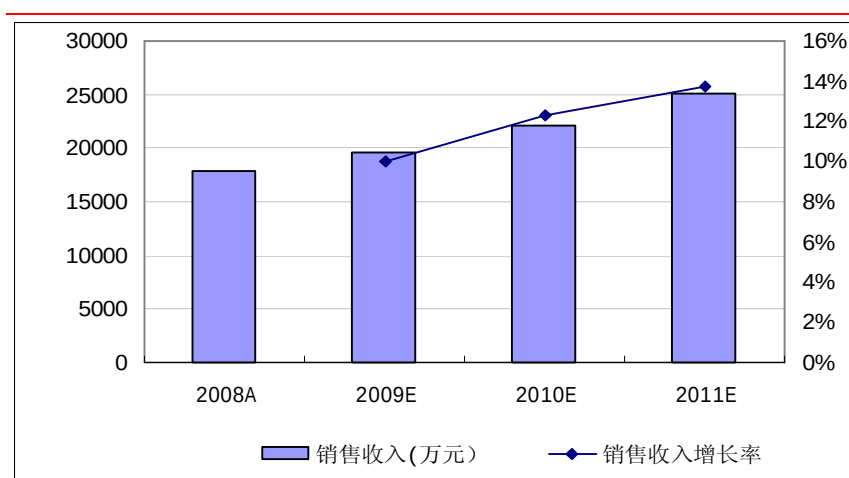
乙肝表面抗原酶联免疫诊断试剂

乙型病毒性肝炎是由 HBV 病毒引起的一种世界性疾病，全世界无症状乙肝病毒携带者接近 3 亿，其中我国约占 1/3。我国是乙肝的高发地区，目前有乙肝患者 3000 万。国家历来对乙肝的防治相当重视，今后三年我国计划在全国范围内对 15 岁以下未免疫人群实施乙肝疫苗接种，2009 年全国需接种 2330 万人。

全国目前有乙肝表面抗原酶联免疫诊断试剂生产厂家 28 家，市场容量约为 4 亿元/年，供需基本平衡。公司为国内报批量和产销量最大的企业，市场占有率 31%。作为产品价格的制定者，公司产品定价高于国内其他厂家同类产品 10% 加上公司业已存在的技术优势和规模效应，乙肝表面抗原酶联免疫诊断试剂成为了公司稳定的现金流来源。

为消除社会对乙肝病毒携带者的歧视，专家已建议卫生部从常规体检表中去除乙肝检测项目。卫生部目前就此事正在组织讨论，如若最终将乙肝检测排除在常规体检之外，将对公司乙肝表面抗原酶联免疫诊断试剂的生产与销售造成重大影响，进而对公司整体业绩带来较大的负面作用。下图为不考虑此负面因素，进行的销售收入预测。

图 5 乙肝表面抗原酶联免疫诊断试剂销售收入及增长率

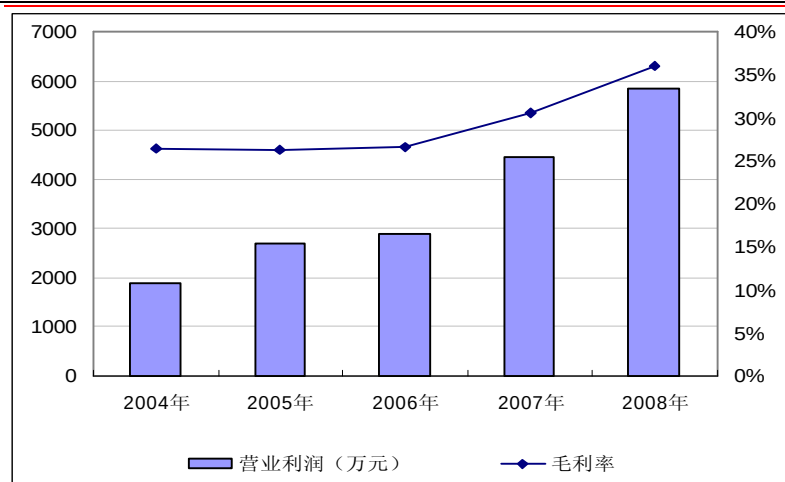


数据来源：爱建证券研发总部

3.2 医疗仪器

公司 08 年医疗仪器业务销售收入达到 1.66 亿元，占主营业务收入 34%。该业务分为两部分：代理销售国外厂家的仪器和销售自主研发的仪器。公司代理销售高端的血液分析仪和尿沉渣分析仪，主要客户为二级甲等级别以上的医院。公司自主研发的产品主要针对中低端市场和实验室常规仪器如生化分析仪、核酸提取仪、酶标仪等。

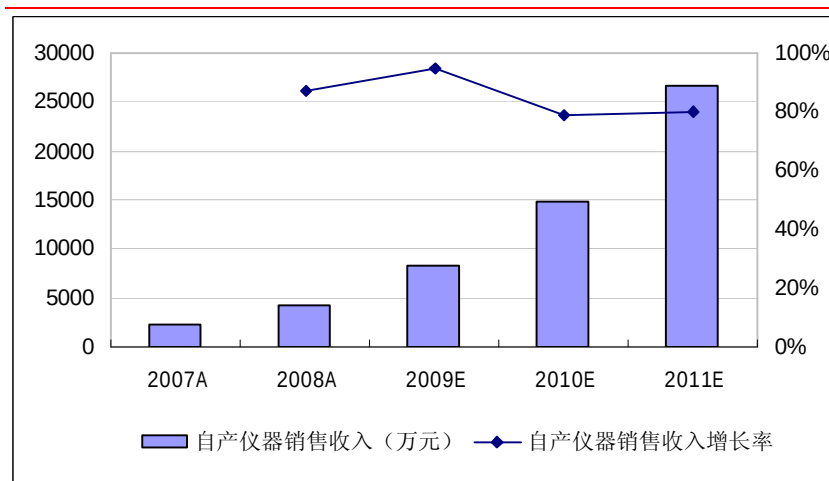
图 6 近五年医疗仪器营业利润及毛利率



数据来源：爱建证券研发总部

公司医疗仪器业务2004年至2006年平稳增长，2007年在销售毛利率大幅提升情况下，营业利润增速出现拐点同比增速达到55%，这主要是由于高毛利率项目自产仪器的市场导入期结束，进入了高速增长期，我们预计：随着自产仪器销售比重逐年提升，公司医疗仪器业务的毛利率将进一步提高，且销售收入增速保持在25-30%之间。

图 7 自产仪器销售收入及增长率



数据来源：爱建证券研发总部

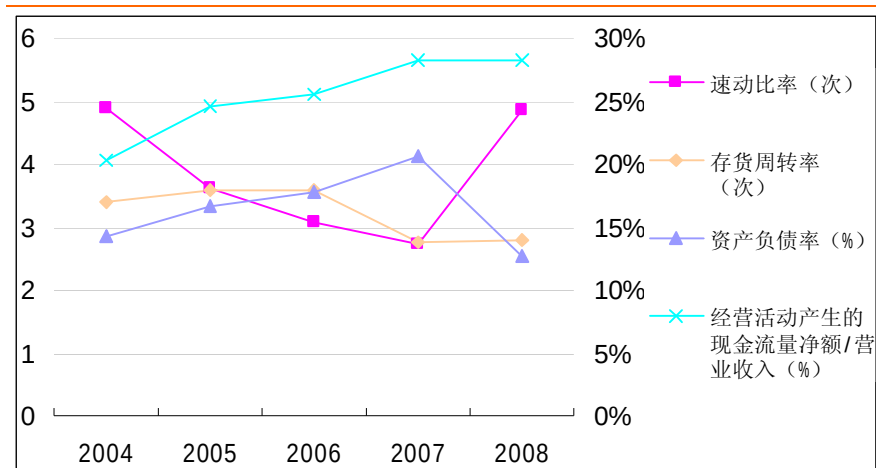
在医改政策的指导下，国家将加大对医疗设备的采购，特别是加强社区和乡镇卫生院基本医疗仪器的配置。这为公司自产仪器继续保持高速增长奠定了基础。我们预计未来三年公司自产医疗仪器的销售收入增长率将维持在80%左右。

4. 财务分析

公司在高速发展的同时资产负债率一直控制在10%-20%相对较低的区间，2008年

速动比率高达 4.85，整体的资产状况和偿债能力具备很高的安全边际。公司在扩大经营规模的同时注重账款回收，经营活动产生的现金流量净额稳中有升。随着公司主营规模的日趋扩增，存货周转率出现了一定程度的降低，这符合企业经营的一般规律。公司财务状况总体上良好，运营正常。

图 8 偿债能力、现金流量和营运能力分析



数据来源：Wind资讯、爱建证券研发总部

5. 盈利预测、估值与投资评级

表格 2 盈利预测假设

产品		2008A	2009E	2010E	2011E
免疫诊断试剂	主营收入 (百万元)	189.44	220.05	257.40	292.98
	同比增长率 (%)	18.86	16.15	17.00	14.00
化学诊断试剂	主营收入 (百万元)	92.00	103.27	114.62	128.37
	同比增长率 (%)	11.65	12.25	11.00	12.00
核酸诊断试剂	主营收入 (百万元)	24.40	85.62	171.24	76.86
	同比增长率 (%)	71.83	250.90	100	-54.97
代销医疗仪器	主营收入 (百万元)	123.00	145.75	164.69	180.40
	同比增长率 (%)	17.14	18.50	13.00	10.00
自产仪器	主营收入 (百万元)	42.56	82.99	148.60	267.18
	同比增长率 (%)	87.22	95.00	79.06	80.00
其他	主营收入 (百万元)	13.52	16.22	18.63	21.05
	同比增长率 (%)	29.80	20.00	15.00	13.00
合计	主营收入 (百万元)	487.11	652.22	872.56	946.63
	同比增长率 (%)	22.21	34.50	33.74	8.48
	毛利率 (%)	60.86	62.05	64.85	59.62
销售费用/主营业务收入%		16.52	15.50	14.50	14.00
管理费用/主营业务收入%		9.29	10.25	11.00	11.00

财务费用/主营业务收入%	-0.27	-0.10	-0.2	-0.2
实际税率%	15.00	15.00	15.00	15.00

数据来源：爱建证券研发总部

表格 3 盈利预测结果

单位：百万元

	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	487.11	652.22	872.56	946.63
增长率%	22.21	34.50	33.74	8.48
营业成本	190.22	254.36	340.29	370.12
营业税金及附加	5.10	6.96	9.33	10.08
销售费用	80.28	101.09	126.52	132.52
管理费用	45.58	66.85	95.92	104.06
经营费用	-1.36	-0.65	-1.74	-1.89
资产减值准备	0.88	1.05	1.13	1.06
投资净收益	5.23	6.05	7.01	7.69
营业利润	171.63	259.71	308.98	338.51
营业外净收支	29.39	20.45	62.62	69.61
利润总额	201.02	280.16	371.60	408.12
所得税	27.02	42.05	55.74	61.21
归属母公司净利润	166.07	224.11	309.25	340.17
增长率%	40.67	35.26	38.41	10.82
基本每股收益（元）	0.40	0.54	0.75	0.83
市盈率	44.25	32.77	23.60	21.32

数据来源：爱建证券研发总部

我们系按照秋冬季节爆发一般规模的甲型流感疫情进行核酸诊断试剂销售收入的预测，如果实际疫情加剧，我们将提高该项业务销售收入的预测，并提高整个公司的盈利预测。

我们国内选取三家生产甲型流感疫苗或甲型流感诊断试剂的生物制药上市公司，进行横向比较。

表格 4 典型生物制药上市公司估值情况

证券代码	证券简称	2009 年预测 每股收益 (元)	2009.8.7 日收 盘价(元)	09 动态市盈 率(PE)
002007.SZ	华兰生物	0.77	32.80	42.60
600161.SH	天坛生物	0.44	22.08	50.18
002030.SZ	达安基因	0.22	15.11	68.68
均值		0.47	23.33	49.64
002022.SZ	科华生物	0.54	17.50	32.41

数据来源：爱建证券研发总部

科华生物作为体外诊断试剂行业的王者、甲型H1N1流感的潜在受益者，09年、10年动态市盈率分别为32.40倍、23.33倍，低于行业的平均水平。我们认为公司的合理股价在23元左右，未来六个月内还有30%的上升空间，给予“**推荐**”评级。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

I 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅15%以上

推 荐 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅5%~15%

中 性 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回 避 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘跌幅5%以上

I 行业评级

强于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅5%以上

中 性 : 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘跌幅5%以上

重要声明

本报告的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我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

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服务或其他服务。

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发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。