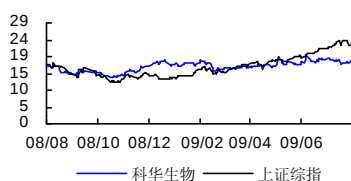


动态报告
医药保健
制药与生物
科华生物(002022)
09 年中报点评
谨慎推荐

(维持评级)

2009 年 8 月 12 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

昨收盘 (元)	18.28
总股本/流通 A 股(百万股)	410.23/362.54
流通 B 股/H 股(百万股)	0.00/0.00
总市值/流通市值(百万元)	7,499.03/6,627.16
上证综指/深圳成指	3,264.73/13,137.11
12 个月最高/最低 (元)	23.85/15.77

财务数据

净资产值(百万元)	649.92
每股净资产(元)	1.58
市净率	11.54
资产负债率	15.08%
息率	1.09%

相关研究报告:

《科华生物：产品比重变化致利润增速低于收入》——2009-7-29

《收入保持良好增长势头》——2009-4-22

《09 年有望保持稳健增长》——2009-4-6

分析师：丁丹

电话：0755-82130678

E-mail: dingdan@guosen.com.cn

分析师：贺平鸽

电话：0755-82133396

E-mail: hepg@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

财报点评

下半年试剂业务有望提升增速

●收入快速增长，业绩略低于预期

公司 09 上半年实现营业总收入 28965 万元，营业利润 10691 万元，净利润 9837 万元，同比增长 25.46%、16.71%和 21.59%，EPS0.24 元/股，略低于我们之前 0.26 元/股的预测。经营性现金流 0.24 元/股，盈利质量良好。公司同时预告 09 年前三季度归属于母公司所有者的净利润比上年同期增长幅度小于 30%

●利润增速偏低主要源于试剂销售放缓

09Q2 单季度收入同比快速增长 27.2%，但净利润增长 15.4%。整个上半年利润都远低于收入的增速，我们认为主要原因还是去年试剂收入基数较高：从主营业务利润来看，试剂比重高达 74%，但这部分仅增长 11%。

●试剂业务增长放缓，下半年有望逐步恢复

试剂收入增长 9%，明显放缓。展望下半年，由于 08H1 试剂的提前增长，08H2 试剂收入增速仅 6.89%，基数压力大幅降低。加上体检市场的逐步恢复，出口业务收入可能下半年体现更多，预计 09H2 试剂增速将有望环比明显提升

●仪器业务：增长明星表现抢眼，渐居半壁收入

09H1 诊断仪器业务实现收入 1.23 亿元，同比增长 62.54%，在主营业务收入中所占比重由去年同期的 32.76%上升至 42.35%；自产仪器收入同比增长 125%。、代理仪器收入同比增长 47%。部分代理仪器业务的销售模式由原来的代理进口、佣金结算模式，调整为买断销售模式，仪器整体毛利率下降 5.59%。

●维持“谨慎推荐”评级

我们维持 09~11 年 EPS0.52、0.66、0.81 元/股的预测，同比增长 28%、26%、23%，目前 09~11 年动态估值 35、28、23 倍，估值基本合理。09 年 IPO 开闸后，公司有 2 亿元用于新股申购，可能使下半年的投资收益超出我们预期。公司本期末账面现金已达 3.8 亿元，公司也在半年报中表示下半年“适时加大资本性支出”，值得期待。维持“谨慎推荐”评级。

盈利预测和财务指标

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	399.10	487.12	599	731	884
(+/-%)	17.27%	22.05%	23.0%	22.0%	21.0%
净利润(百万元)	118.00	166.08	213	269	331
(+/-%)	58.57%	40.75%	28.5%	26.3%	23.0%
每股收益 (元)	0.56	0.53	0.52	0.66	0.81
EBIT Margin	36.95%	41.57%	40.4%	43.0%	43.9%
净资产收益率 (ROE)	25.70%	27.02%	27.9%	28.3%	28.0%
市盈率 (PE)	32.59	34.73	35.1	27.8	22.6
EV/EBITDA	24.32	26.74	29.6	23.0	18.7
市净率 (PB)	8.37	9.38	9.82	7.87	6.33

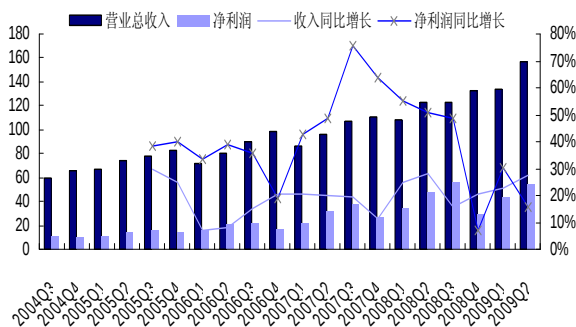
收入快速增长，业绩略低于预期

公司09上半年实现营业总收入28965万元，营业利润10691万元，净利润9837万元，分别较上年同期增长25.46%、16.71%和21.59%。扣除非经常性损益后的净利润同比增长21.88%。EPS0.24元/股，略低于我们之前0.26元/股的预测。经营性现金流0.24元/股，盈利质量良好。

毛利率57.55%，同比下降5.48个百分点，主要是毛利率低的仪器业务比重上升，同时代理仪器业务毛利率下降。

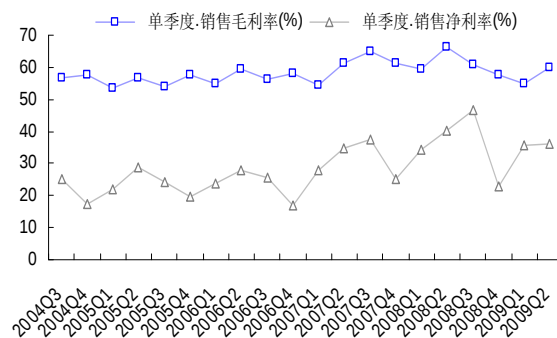
公司同时预告，预计09年前三季度归属于母公司所有者的净利润比上年同期增长幅度小于30%

图 1: 04~09 年 Q2 科华生物分季度收入与净利润 (百万元)



数据来源: wind 国信证券经济研究所

图 2: 04~09 年 Q2 科华生物季度盈利水平



数据来源: wind 国信证券经济研究所

利润增速偏低主要源于试剂销售放缓

09Q2单季度收入同比快速增长27.2%，但净利润增长15.4%。整个上半年利润都远低于收入的增速，我们认为主要原因还是去年试剂收入基数较高：从主营业务利润来看，试剂比重高达74%，但这部分仅增长11%；一方面是相对较低毛利率的仪器业务更快增长，导致的产品结构变化；此外，08H1有新股申购收益234万元，09年H1因IPO未开闸无此项收入。

试剂业务增长放缓，下半年有望逐步恢复

09H1体外诊断试剂业务实现收入1.61亿元，同比增长9.08%。诊断试剂业务由去年同期的64.35%下降为55.83%。同时，09上半年出口业务大增102%，考虑此因素，国内试剂销售增速可能还要低一些。主要原因是基数异常：08年因奥运前夕代理商提前备货（奥运期间液体试剂不能空运），08H1试剂大幅增长34%，为去年基数高点。加上，09Q1受劳工市场萎缩导致的体检用试剂增速放缓，09H1整体试剂增速放缓明显。

但展望09下半年，由于08H1试剂的提前增长，08H2试剂收入增速大幅放缓至6.89%，基数压力大幅降低。加上体检市场的逐步恢复，出口业务收入可能下半年体现更多，预计09H2试剂增速将有望环比明显提升。

仪器业务：增长明星表现抢眼，渐居半壁收入

上半年诊断仪器业务实现收入1.23亿元，同比增长62.54%，在主营业务收入中所占比重由去年同期的32.76%上升至42.35%：1）自产仪器：收入同比增长125%。生化仪是08下半年才铺开，去年销售的全自动生化仪仅以400型为主，今年全面上市100/200/300/400型，加之公司在营销上大力拓展从而获得大幅增长。2）代理仪器：收入同比增长47%。由于国家对医疗机构设备进口免税政策调整，应客户要求，部分代理仪器业务的销售模式由原来的代理进口、佣金结算模式，调整为买断销售模式，在收入快速增长的同时，让渡了部分毛利率，仪器整体毛利率下降5.59%。

表 1：2004~2009H 科华生物分板块收入和盈利水平

	2004	2005	2006	2007	2008H1	2008	2009H
营业收入(百万元)							
体外临床诊断试剂	166.41	192.68	221.39	258.13	147.82	305.84	161.24
医疗仪器	71.67	103.09	109.57	128.18	75.26	165.56	122.33
其他	0.98	4.79	8.16	10.49	6.64	13.52	5.28
同比增长率							
体外临床诊断试剂		15.79%	14.90%	16.60%	34.02%	18.48%	9.08%
医疗仪器		43.84%	6.29%	16.98%	12.69%	29.16	62.54%
其他		388.78%	70.35%	28.55%	42.58%	28.89%	-20.48%
毛利率							
体外临床诊断试剂	70.91%	71.39%	72.45%	71.85%	74.41%	74.41%	75.71%
医疗仪器	26.47%	26.26%	26.62%	34.80%	40.26%	36.11%	34.67%
其他	61.90%	53.81%	56.47%	62.53%	63.97%	56.67%	30.24%
收入占比							
体外临床诊断试剂	69.61%	64.11%	65.28%	65.05%	64.35%	63.07%	55.82%
医疗仪器	29.98%	34.30%	32.31%	32.30%	32.76%	34.14%	42.35%
其他	0.41%	1.59%	2.41%	2.64%	2.89%	2.79%	1.83%
毛利润占比							
体外临床诊断试剂	85.77%	82.27%	82.61%	78.38%	76.10%	77.14%	73.50%
医疗仪器	13.79%	16.19%	15.02%	18.85%	20.96%	20.26%	25.54%
其他	0.44%	1.54%	2.37%	2.77%	2.94%	2.60%	0.96%

数据来源：Wind 资讯、国信证券经济研究所

运营效率进一步提高

本期销售费用增长20.39%，低于收入增长，而管理费用同比还下降了15.83%，由于现金流大幅增长100%，财务费用为负值。期间费率下降3.8个百分点。

从运营效率看，存货周转天数从去年同期的148天下降至97天，应收账款周转天数去年同期的71天下降至59天，运营效率明显提升。公司管理和效率一如既往表现优异。

维持“谨慎推荐”评级

我们维持09~11年EPS0.52、0.66、0.81元/股的预测，同比增长28%、26%、23%，目前09~11年动态估值35、28、23倍，估值基本合理，我们09年的盈利预测中有500万投资收益，主要是考虑对联营和合营公司的股权投资收益(09Q1

为108万元)，但09年IPO开闸后，公司有2亿元用于新股申购，可能使下半年的投资收益超出我们预期。公司本期末账面现金已达3.8亿元，公司也在半年报中表示下半年“适时加大资本性支出”，值得期待。维持“谨慎推荐”评级。

表 2：科华生物主要财务指标对比

指标名称	2005	2006	2007	2008H1	2008	2009H1
增长指标						
主营业务收入同比增长率%	25.73	12.83	17.69	26.56	22.05	25.46
税前利润同比增长率%	23.91	11.76	55.42	49.48	37.73	16.62
净利润同比增长率%	31.7	32.16	58.22	52.55	40.75	21.59
盈利水平						
净资产收益率(ROE)(全面摊薄)	16.56	19.85	25.7	15.28	27.02	15.14
资产净利率(ROA)	12.51	15.84	21.51	12.66	24.6	12.75
销售净利率%	18.77	21.99	29.57	35.04	34.09	33.96
销售毛利率%	55.63	57.26	60.84	63.03	60.95	57.55
期间费用率%	28.48	28.87	29.34	23.32	25.56	19.56
偿债能力						
流动比率	4.12	3.74	3.31	4.46	5.6	4.9
速动比率	3.61	3.16	2.73	3.75	4.85	4.34
资产负债率%	16.7	17.85	20.59	15.85	12.69	15.08
运营效率						
存货周转天数	100.09	100.73	130.01	147.72	129.4	96.84
应收账款周转天数	67.51	69.35	66.52	71.21	61.12	58.74
收益质量						
每股收益(EPS)(全面摊薄)	0.68	0.53	0.5609	0.2564	0.5263	0.2398
每股经营性现金流量	0.8966	0.6218	0.54	0.15	0.44	0.24

数据来源：Wind 资讯

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2008	2009E	2010E	2011E		2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	331	413	550	733	营业收入	487	599	731	884
应收款项	93	128	160	194	营业成本	190	221	261	314
存货净额	68	87	104	125	营业税金及附加	5	6	7	9
其他流动资产	9	12	11	9	销售费用	80	86	99	115
流动资产合计	501	641	825	1061	管理费用	46	44	50	58
固定资产	128	135	138	140	财务费用	(1)	(2)	(3)	(5)
无形资产及其他	1	1	1	1	投资收益	5	5	5	5
投资性房地产	76	76	76	76	资产减值及公允价值变动	(1)	0	0	0
长期股权投资	31	41	51	61	其他收入	0	0	0	0
资产总计	737	894	1091	1340	营业利润	172	249	322	399
短期借款及交易性金融负债	23	20	15	10	营业外净收支	29	13	10	10
应付款项	32	35	38	46	利润总额	201	262	332	409
其他流动负债	34	34	36	38	所得税费用	27	38	50	61
流动负债合计	89	89	89	94	少数股东损益	8	10	13	16
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	166	213	269	331
其他长期负债	4	4	4	4					
长期负债合计	4	4	4	4	现金流量表 (百万元)				
负债合计	94	93	93	98		2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	29	36	45	57	净利润	166	213	269	331
股东权益	615	764	953	1185	资产减值准备	(0)	(1)	0	0
负债和股东权益总计	737	894	1091	1340	折旧摊销	13	14	16	18
					公允价值变动损失	1	0	0	0
					财务费用	(1)	(2)	(3)	(5)
					营运资本变动	(36)	(56)	(43)	(43)
					其它	8	8	9	11
					经营活动现金流	152	179	252	318
					资本开支	(6)	(20)	(20)	(20)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	(31)	(30)	(30)	(30)
					权益性融资	0	0	0	0
					负债净变化	0	0	0	0
					支付股利、利息	(16)	(64)	(81)	(99)
					其它融资现金流	3	(3)	(5)	(5)
					融资活动现金流	(29)	(67)	(86)	(104)
					现金净变动	92	82	136	183
					货币资金的期初余额	239	331	413	550
					货币资金的期末余额	331	413	550	733
					企业自由现金流	136	145	221	285
					权益自由现金流	139	144	218	285

资料来源：国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告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。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。我公司及其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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所研究团队

宏观			策略			交通运输		
杨建龙			汤小生	021-68864595		唐建华	0755-82130468	
林松立	010-82254212		黄海培	021-68864598		孙菲菲	0755-82133400	
任泽平	010-82254206		崔嵘	021-68866202		高健	0755-82130678	
周炳林	0755-82133339		廖喆	021-68866236		黄金香	010-82252922	
			赵谦	021-68866295				
银行			房地产			计算机		
邱志承	021-68864597		方焱	0755-82130648		凌晨	021-68866233	
黄飙	0755-82133476		区瑞明	0755-82130678		电子元器件		
谈煊	010-82254212					王俊峰	010-82254205	
戴志锋	0755-82133343							
有色金属			汽车及零配件			钢铁		
彭波	0755-82133909		李君	021-68866235		郑东	010-82254160	
李洪冀	010-82252922		左涛	021-68866253		秦波	010-82252922	
商业贸易			基础化工			非银行金融		
胡鸿轲	021-68866206		邱伟	0755-82133263		武建刚	010-82250828	
吴美玉	010-82252911		陆震	0755-82130532		王一峰	010-82250828	
石油与石化			电力设备			传媒		
李晨	021-68866252		彭继忠	021-68866203		陈财茂	021-68866236	
严蓓娜	021-68866253		皮家银	021-68866205		廖绪发	021-68866237	
机械			电力与公用事业			医药		
余爱斌	0755-82133400		徐颖真	021-68864007		贺平鸽	0755-82133396	
李筱筠	010-82254205		谢达成	021-68866236		丁丹	0755-82130678	
通信			造纸			家电		
严平	021-68865025		李世新	0755-82130565		王念春	0755-82130407	
纺织服装			建材			旅游		
方军平	021-68866202		杨昕	021-68864596		陈财茂	021-68866236	
						廖绪发	021-68866237	
中小股票			食品饮料					
高芳敏	021-68864586		黄茂	0755-82133476				
陈爱华			谢鸿鹤	0755-82130646				
农业			煤炭			建筑		
张如	021-68866233		李然	0755-82130681		邱波	0755-82133390	
固定收益与基金			金融工程			金融工程		
皮敏	021-68864011		葛新元	0755-82133332		王军清	0755-82133297	
张旭	010-82254210		董艺婷	021-68866946		黄志文	0755-82130532	
杨涛	0755-82133339		戴军	021-68864585		林晓明		

国信证券经济研究所机构销售部

华南区			华东区			华北区		
万成水	0755-82133147 13923401205 wanccs@guosen.com.cn		盛建平	021-68864592 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		王立法	010-82252236 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	
刘宇华	0755-82130818 13823380182 liuyh@guosen.com.cn		马小丹	021-68866025 13801832154 maxd@guosen.com.cn		王晓建	010-82252615 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	
邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn		郑毅	021-68866205 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		谭春元	010-82254209 13810118116 tancy@guosen.com.cn	
庞博	0755-82130818 0755-82133343 pangb@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-68866011 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		焦骥	010-82254209 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	
祝彬	0755-82133456 15814403667 zhubin@guosen.com.cn		刘塑	021-68866236 13817906789 liusu@guosen.com.cn				