

用于血筛的三联核酸试剂即将获批

研究结论：

- 公司主要经营情况：试剂平稳增长，仪器则快速增长。公司 09 年前三季度实现主营收入 4.73 亿元，同比增长 33.54%，其中主营收入中诊断试剂约占 51%，诊断仪器约占 48%，而诊断试剂占公司毛利额的 75%，占净利润的 70%以上。仪器中，自产仪器的毛利率 50%，代理仪器毛利率为 20%以上。公司以诊断试剂和仪器的同步发展为目标，增值服务为真空采血管。公司未来努力方向为提升仪器在销售收入及利润中的占比。试剂中重点方向为核酸试剂，公司的核酸试剂前两年的增速均为 100%，2008 年前主要运用于医院及血站的临床试验，2009 年则增速放缓，主要原因为血筛市场的启动慢于预期。
- 核酸三联试剂在血筛市场的运用有望在 2010 年一季度获批。公司三联核酸试剂目前正在申报技术评审过程中，由于输血感染 HIV 事件的接连发生以及 2010 年世博会的召开将加快公司通过审批的速度。世博会的备血需求将使上海市政府将强制使用血筛。这两方面原因构成了公司未来血筛业务发展的强劲动力。公司保守估计将于 2010 年一季度通过三联核酸试剂技术评审获得上市许可。
- 盈利预测及投资建议：我们预计将在公司的三联试剂获批后对其盈利预测进行调整，现仍维持原来的盈利预测。我们预计 2009-2011 年实现扣除非经常性损益后的每股收益 0.48 元、0.62 元、0.77 元，给予增持的投资评级。



东方证券
ORIENT SECURITIES

李淑花

医药行业首席分析师

8621-63325888 × 6088

lishuhua@orientsec.com.cn

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价(2009 年 11 月 20 日) 25.10 元

目标价格(6 个月) 26 元

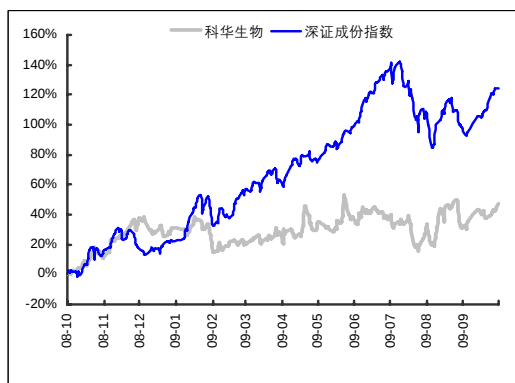
总股本/A 股(万股) 41023/41023

国家地区 中国

行业 医药

报告日期 2009 年 11 月 23 日

股价表现



重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	487	614	776	970
同比(%)	22%	26%	26%	25%
归属母公司净利润	166	197	254	314
同比(%)	41%	19%	29%	24%
毛利率(%)	60.9%	59.0%	59.5%	59.0%
ROE(%)	27.0%	26.3%	26.4%	25.4%
每股收益(元)	0.40	0.48	0.62	0.77
P/E	49.80	42.01	32.61	26.34
P/B	13.46	11.05	8.61	6.70

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

公司主要经营情况：试剂平稳增长，仪器快速增长

公司 09 年前三季实现主营收入 4.73 亿元，同比增长 33.54%，其中主营收入中诊断试剂约占 51%，诊断仪器约占 48%，而诊断试剂占公司毛利额的 75%，占净利润的 70% 以上。仪器中，自产仪器的毛利率 50%，代理仪器毛利率为 20% 以上。公司以诊断试剂和仪器的同步发展为目标，增值服务为真空采血管。

公司未来努力方向为提升仪器在销售收入及利润中的占比。试剂中重点方向为核酸试剂，公司的核酸试剂前两年的增速均为 100%，2008 年前主要运用于医院及血站的临床试验，2009 年则增速放缓，主要原因为血筛市场的启动慢于预期。

公司的出口情况：出口的主要产品为 HIV 快速检测试剂为主，占 70-80% 的比重，主要通过基金会，每年大概有 400-500 万美金规模左右，主要出口在亚洲、东南亚、非洲（以南非为主）

代理仪器：主要代理日本厂家的产品，为华东 6 省一市加上云南的独家总代理。前三季度代理仪器的销售收入为 1.5 亿元。

自产仪器，1-3 季度的销售收入为 5000 万元以上，增速为 50% 以上。自产仪器的销售主要在基层医院使用。卓越 300、400 生化仪主要销售在一级医院。整体仪器的增速为 80% 左右。公司的仪器主要用于进口替代以及更新换代。新医改政策有利于中低端仪器的市场放量，仪器销售又可以带动试剂销售，我们认为公司的自产仪器业务可以保持高速增长，同时对试剂的销售也有一定的拉动作用。

公司自产仪器未来的发展规划：

从半自动向全自动升级，再向大型化过渡；

向大规模集成化发展（在研过程中）；

向小型简约化发展（在研过程中）

梅里埃的情况：公司持有其 40% 的股权，参股公司不并表，科华是梅里埃在国内的第一个生产基地。用权益进行核算其投资收益。梅里埃产品的 CE 认证明年可以完成，在国内的注册要慢一些，产品出来后基本上是出口。梅里埃的产品主要有第四代的艾滋检测试剂，主要用于血站，竞争对手为进口产品，与国内品牌不形成竞争关系。市场在血站与浆站。公司想借其渠道销售自己的产品。

公司的每年营业外收入较大，且为经常性的。公司有两个项目进入了“十一、五”规划，2009 年公司获得一些拨款，2010 年其拨款将更多，因此 2010 年、2011 年还会有稳定的营业外收入。

核酸三联试剂在血筛市场的运用有望在 2010 年一季度获批

2009 年 7 月，国内媒体报道阜南少女因输血感染 HIV 病毒死亡的消息，这已不是第一例国内因为输血导致 HIV 感染事件，此类事件（包括先前报道的江苏、河北、黑龙江等地输血感染事故）不断发生引起相关部门的高度重视，必须在输血安全方面加大力度。

公司三联核酸试剂目前正在申报技术评审过程中，由于输血感染 HIV 事件的接连发生以及 2010 年世博会的召开将加快公司通过审批的速度。世博会的备血需求将使上海市政府将强制使用血筛。这两方面原因构成了公司未来血筛业务发展的强劲动力。公司保守估计将于 2010 年一季度通过三联核酸试剂技术评审获得上市许可。

三联核酸试剂被应用到医学临床检测有着重大意义,传统的病毒核酸检测试剂都是一种试剂只能检测一种病毒,而科华研发生产的三联核酸试剂是一种同步提取并同步扩增均相检测肝炎和艾滋病毒核酸的方法和试剂盒。该试剂盒能特异性同步捕获 HBV、CHV 和 HIV 核酸。该专利发明的特点是:单管操作,封闭性检测,最大的临床应用价值是自动化程度高,多种病毒核酸同步提取,同步实时检测;灵敏度高,特异性好,精密度高;最适用于大规模血液筛查和大容量的临床检测。

目前国内市场上仅有科华和罗氏的三联核酸试剂进入最后审批程序,两家公司的产品无实质性差异,但相较于罗氏,科华的三联核酸试剂性价比更高。为了缩短病毒检测的窗口期提高血制品安全性,我们认为血站将成为未来市场的主要增长点,另外浆站和医院也将占据一定市场容量。

我们估算国内三联核酸试剂的市场容量约为 4 至 8 亿,国内仅有科华和罗氏两家公司争夺市场份额,保守估计科华可以得到三分之一以上的份额,那么试剂上市后每年至少可以带来 1 至 3 亿左右的销售收入,因此将极大提高公司的盈利水平。

公司报了“药”与“械”两主管机构。如果能如期进行,血筛市场的启动对公司明年的贡献还是比较大的。血筛需要技术性评审,作为“药”已经完成评审,作为药也在补一些临床资料,公司已经做了 16 万份血,10 万人。作为“械”则正在进行。

公司的销售策略为试剂与仪器捆绑销售。我们认为政府的拨款将推动血筛在临床用血方面的使用,血站也会做一些调整。至于如何收费各部门都非常重视,都将一起来完成收费方案的制定。

从事血筛用的三联核酸诊断试剂的生产需要一定的资金实力,一些厂家包括达安基因也在做此项目,达安的产品在临床实验的使用上比较领先,临床实验大概有 2-3 亿的市场规模,达安占 50% 的市场份额。

公司科技创新的两大平台

临床体外诊断试剂研发技术平台

免疫诊断技术(酶免诊断、化学发光、多项同检等)

酶联免疫吸附(ELISA)技术是目前临床免疫检验中的主导技术,它是以酶作为标记指示物,以抗原、抗体免疫反应为基础的固相吸附检定方法。公司在不断优化、完善酶联产品的同时,适时开发出灵敏度高、定量更准确的化学发光检测传染病、肿瘤、激素等系列产品以及高效率的多项同检技术产品,以满足临床检测的不同技术。

核酸诊断技术

公司建立了成熟的 DNA 和 RNA 检测平台,拥有多种核酸提取技术和核酸扩增技术,陆续开发出核酸病毒载量测定的系列产品,及应用于大规模献血员筛查的全自动化核酸血筛查检测体系。

临床化学诊断技术

利用酶促化学反应原理,并结合免疫浊度等反应原理,开发出用于心功能、肝功能、肾功能、免疫球蛋白、补体等全系列生化检测产品。

快速诊断技术

公司充分利用自身在免疫检测技术及原材料制备技术上的优势，利用现代膜层析技术，研制开发出“快速免疫检测产品”，品质得到业界公认。其中，HIV 快速免疫检测产品在 WHO 的考评中获优异成绩，灵敏度、特异性均达到 100%，该产品也是“克林顿基金会”在全球四大供货产品中唯一中国制造的产品。

自动化诊断仪器研发技术平台

通过多年探索、实践，公司建立了完整的自动化诊断仪器的研发技术平台，实现了光、机、电、温控、液流控制、计算机、诊断试剂等多种技术的交叉组合。具备了研发生产大型全自动生化分析仪、全自动化学发光仪、全自动酶免仪、实时荧光 PCR 仪、大型全自动核酸提取仪、大型自动前处理仪的能力。

盈利预测及投资建议

我们预计将在公司的三联试剂获批后对其盈利预测进行调整，现仍维持原来的盈利预测。我们预计 2009-2011 年实现扣除非经常性损益后的每股收益 0.48 元、0.62 元、0.77 元，给予增持的投资评级。

表：公司财务预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	501	641	855	1162	营业收入	487	614	776	970
现金	331	416	573	807	营业成本	190	252	314	398
应收账款	86	115	145	181	营业税金及附加	5	6	8	10
其它应收款	6	7	9	11	营业费用	80	101	132	165
预付账款	9	13	16	20	管理费用	46	34	38	49
存货	68	88	110	139	财务费用	-1	-10	-14	-21
其他	2	2	3	3	资产减值损失	1	0	0	0
非流动资产	236	242	241	238	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	31	32	32	32	投资净收益	5	0	0	0
固定资产	128	136	134	131	营业利润	172	231	299	371
无形资产	1	1	1	1	营业外收入	31	5	5	5
其他	77	73	74	74	营业外支出	1	2	2	2
资产总计	737	883	1096	1400	利润总额	201	234	302	374
流动负债	89	96	84	101	所得税	27	28	36	45
短期借款	23	22	0	0	净利润	174	206	266	329
应付账款	32	43	53	68	少数股东损益	8	9	12	15
其他	34	31	31	33	归属于母公司净利润	166	197	254	314
非流动负债	4	0	0	0	EBITDA	184	235	299	365
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.40	0.48	0.62	0.77
其他	4	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	94	96	84	101	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	29	38	51	65	成长能力				
股本	316	410	410	410	营业收入	22.1%	26.1%	26.2%	25.1%
资本公积	50	18	18	18	营业利润	24.7%	34.7%	29.2%	24.0%
留存收益	249	320	532	805	归属于母公司净利润	40.7%	18.5%	28.8%	23.8%
归属母公司股东权益合计	615	748	961	1234	获利能力				
负债和股东权益	737	883	1096	1400	毛利率	60.9%	59.0%	59.5%	59.0%
现金流量表					净利率	34.1%	32.0%	32.7%	32.4%
单位:百万元					ROE	27.0%	26.3%	26.4%	25.4%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROIC	54.9%	61.1%	69.7%	75.7%
经营活动现金流	138	160	219	268	偿债能力				
净利润	174	206	266	329	资产负债率	12.7%	10.9%	7.7%	7.2%
折旧摊销	14	14	15	16	净负债比率				
财务费用	-1	-10	-14	-21	流动比率	5.60	6.67	10.16	11.55
投资损失	-5	0	0	0	速动比率	4.85	5.75	8.86	10.17
营运资金变动	-35	-48	-49	-59	营运能力				
其它	-9	-2	2	3	总资产周转率	0.72	0.76	0.78	0.78
投资活动现金流	-19	-19	-14	-14	应收账款周转率	6	6	6	6
资本支出	18	23	13	13	应付账款周转率	5.16	6.70	6.53	6.57
长期投资	-3	-1	0	0	每股指标 (元)				
其他	-4	3	-1	-1	每股收益	0.40	0.48	0.62	0.77
筹资活动现金流	-27	-56	-49	-20	每股经营现金流	0.34	0.39	0.53	0.65
短期借款	-5	-1	-22	0	每股净资产	1.50	1.82	2.34	3.01
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	105	95	0	0	P/E	49.80	42.01	32.61	26.34
资本公积增加	-21	-32	0	0	P/B	13.46	11.05	8.61	6.70
其他	-106	-119	-27	-20	EV/EBITDA	43	34	27	22
现金净增加额	92	85	157	234					

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

李淑花：医药行业首席分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

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

— 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

— 行业投资评级的量化标准

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，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，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn