

血筛市场启动驱动公司高速发展

科华生物 (002022)

评级: 增持 (首次)

股价: 20.91 元

目标价: 24.00 元

调研报告

2010 年 1 月 13 日 星期三

医药化工研究小组

张飞、李惜浣、袁舰波

021-50586660-8629

qy@longone.com.cn

医药生物/生物制剂

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

重要数据

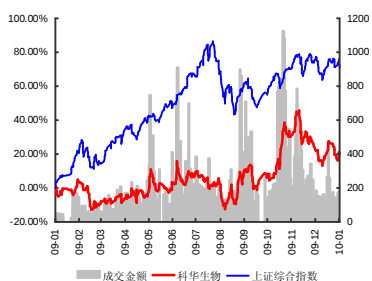
总股本(亿股)	4.10
流通股本(亿股)	3.46
总市值(亿元)	85.73
流通市值(亿元)	72.35

6 个月目标价位	24.00
升值潜力(%)	14.78
目标价确定日期:	2010.1.13

市场表现

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1 个月	-2.97	-3.79
3 个月	13.89	0.78
6 个月	13.39	8.26

个股相对上证综指走势图



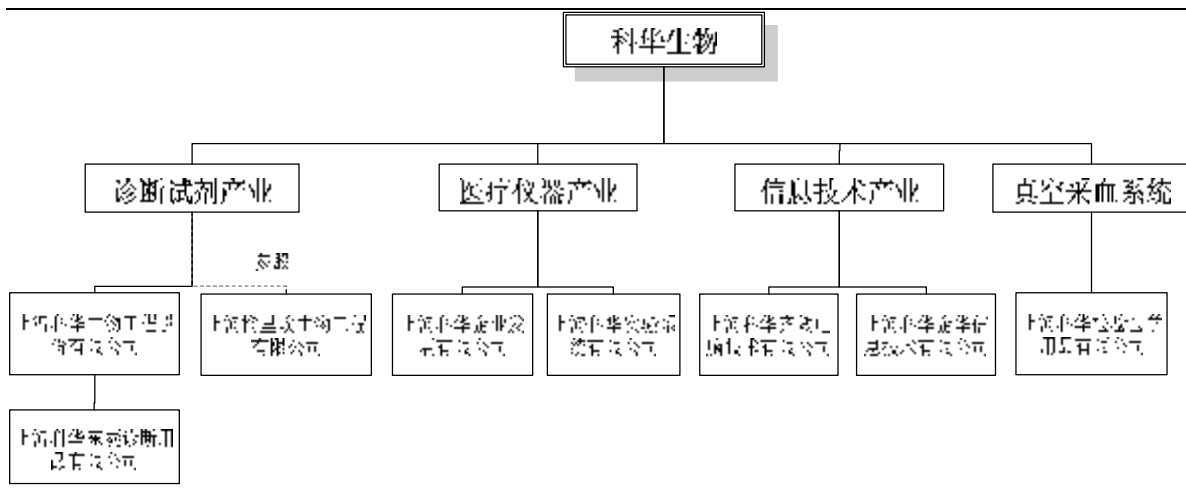
投资要点

- q 公司为我国诊断试剂龙头企业，主要生产生化、免疫及核酸诊断试剂及仪器，收入和利润 01 至 08 的 7 年复合增长率分别为 20.50%、23.45%，随着医学模式及医院收费模式的改革，公司面临较好的发展机遇。
- q 用于乙肝、丙肝及艾滋病检测的三联血筛试剂预计 10 年拿到批文，潜在的市场容量在 4-8 亿，预计科华生物将占有三分之一左右的市场。在相关试剂获批以后，预计将从国家层面修改临床献血方面法律，预计这一市场将于 2010 年开始启动，世博会的召开亦将使三联血筛试剂推广加速。
- q 医疗模式从重治疗到重预防的转变，将使体外诊断试剂将迎来加速发展的时期。从新医改的操作层面来看，基本药物零加成逐渐在各级医疗机构推广，以往占医院收入相当大比重的药品加成收入将不复存在，从卫生部的方案来看，增设医疗服务费用成为解决方案之一，而检测属于医疗服务收费范围，随着医院加强对检测的重视，诊断试剂的使用将不可避免的增加。
- q 政府 09-11 年将有 1000 亿元用于基层医疗机构建设，相当一部分将流向设备升级。我们认为受益于近三年基层医疗机构建设仪器业务将实现大幅增长，预计增速为 40% 左右。
- q 我们预测科华生物 09-11 年 EPS 分别为 0.50 元、0.63 元、0.80 元，如果 10 年公司血筛产品如期获得批文的话则 09 年-11 年 EPS 分别为 0.50 元、0.69 元、0.92 元。目前生物制剂子板块的 09 年市盈率为 51 倍左右，我们参照行业平均估值，同时考虑到血筛市场 10 年开始启动的影响，给予公司未来六个月 24 元的目标价格，相对于 09 年、10 年市盈率分别为 48 倍、38 倍，相对当前价格尚有 15% 的上涨空间，给予“增持”投资评级。

q 公司基本情况

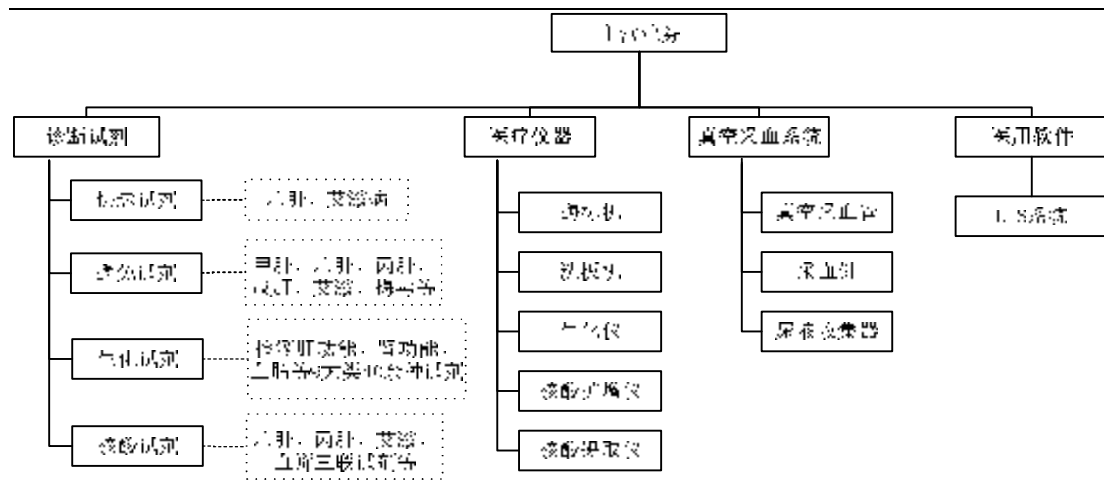
公司前身为上海科华生化试剂实验所，1998 年完成股改，作为国内首家在深圳证券交易所上市的诊断用品专业公司，公司已成为中国体外临床诊断行业的龙头企业，是中国规模最大的医疗诊断用品产业基地之一。

图 1：公司组织结构图



资料来源：公司年报、东海证券研究所

图 2：公司主营业务图

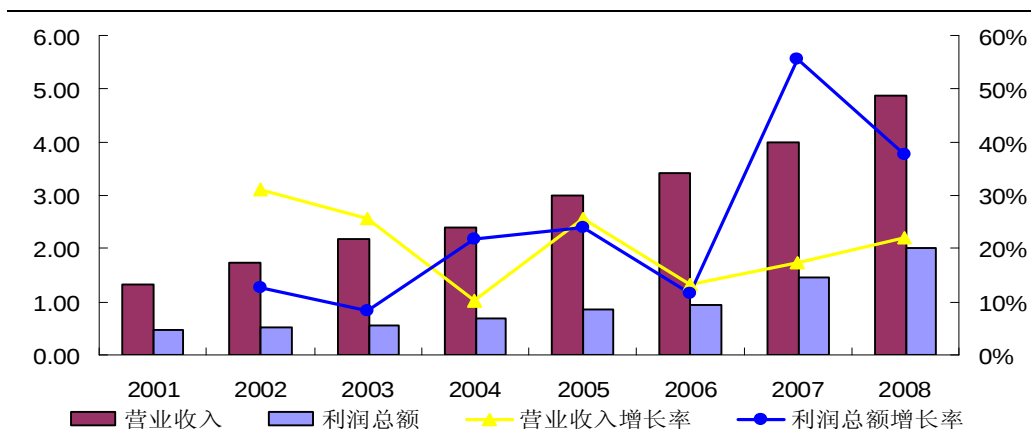


资料来源：公司年报、东海证券研究所

公司在医疗诊断领域拥有完整产品梯队，主营业务包括体外诊断试剂、医疗检验仪器、真空采血系统、检验信息技术等四大领域。主营范围涵盖体外临床免疫诊断试剂、体外临床化学诊断试剂、核酸诊断试剂、基因工程药物及与体外诊断试剂相配套的自动化检验诊断仪器等的研究、生产和销售。

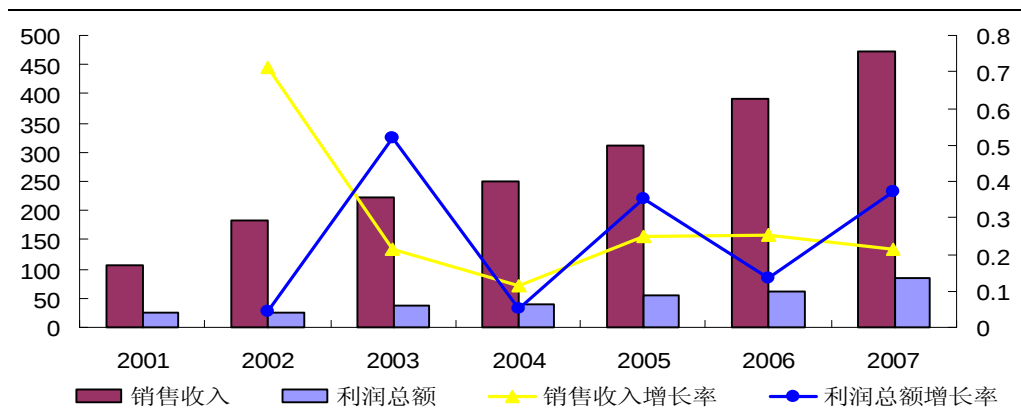
q 历史业绩回顾

图 3: 公司 2001-2008 年营业收入及利润总额增长情况



单位：亿元，资料来源：公司年报、东海证券研究所

图 4: 中国生物制剂制造行业 2001-2008 年销售收入及利润总额增长情况



单位：亿元，资料来源：公司年报、东海证券研究所

我们选取公司的主营业务收入及利润总额作为分析对象并与中国生物制剂行业整体的增长情况作对比分析。由上图所示：公司收入及利润在 2001 至 2008 的 7 年复合增长率分别为 20.50%、23.45%；而中国生物制剂制造行业收入及利润在 2001 至 2007 的 6 年复合增长率为 28.15%、23.29%。公司收入增长落后于生物制剂的行业水平，但利润增长与行业整体水平相当。

公司自 2004 年上市以来，收入及利润均保持稳步增长，2005 至 2008 年营业收入的复合增长率为 17.40%，利润总额的复合增长率为 33.75%，利润增长远高于行业的增长速度。

我们认为公司收入增长低于行业增长速度，一方面是由于公司主营业务收入基数较大，另一方面是与我国医疗体制中以药养医模式有关，由于药品收入是医院收入的主要来源，从利益驱动机制来考虑，导致医院对检测这块重视程度不够，随着基本药物制度零差率销售的启动以及增加医疗服务收费的启动，作为诊断试

剂的龙头企业，公司面临着较大的机遇。

q 甲流试剂获批对公司利好有限

在甲型 H1N1 流感开始爆发之际市场便对于诊断试剂生产企业报以厚望，达安基因在公布甲流试剂盒实验室结果之后更是受到了投资者的追捧。

公司的甲型 H1N1 流感试剂盒为甲型通用流感和甲型 H1N1 流感能够在 3 小时内完成甲型通用型流感病毒和甲型 H1N1 型流感病毒的鉴别诊断，2009 年 10 月 15 日国家食品药品监督管理局正式受理了本公司“甲型流感通用型及 H1N1 型病毒核酸双检试剂盒（PCR-荧光探针法）”的注册申请，公司的产品在 7 月份组织的评比中在 7 家公司的产品中排名第一名，是唯一的两型产品，而且其不仅具有定性检测功能，亦具有定量检测功能。

12 月 7 日中国国家卫生部网站发布了《关于医疗机构开展甲型 H1N1 流感病毒检测工作的通知》，决定在医疗机构中开展甲型 H1N1 流感病毒检测工作，且检测费用可以在医保报销，这样医院有动力去推动甲流的检测，从我们在部分医疗机构了解到的情况看，甲流检测的费用在数千元左右，甲流试剂的成本仅占 1/10 不到。基于高昂的费用、与普通流感雷同的治疗方案、甲流在 10 年全年流行的不确定性我们认为甲流对公司业绩影响有限。

q 三联血筛产品上市是公司 2010 年最大的看点

三联血筛是指通过核酸 PCR 检测血液中的乙肝、丙肝、艾滋病病毒的诊断试剂，检测（PCR）控制血液制品传染疾病已经在海外成功应用多年，国内目前还没有明文规定要求使用，也没有国产品种可以使用。从技术上来看，三联血筛的早期检测率高，按照当前酶标两次检测之后仍有万分之 3-6 的样本检测出艾滋病病毒。近期媒体报道输血感染艾滋病的案例不断增多，献血检查使用三联血筛是大势所趋。

在三联血筛试剂推出前，国内使用的是两遍酶标法，国内的试剂是 PCR 四项（乙肝、丙肝、艾滋病、梅毒），临床血站约占 60%份额，血浆站约占 40%的份额，终端价格为 600 元/96 人份，平均每人份 6-7 元，预计三联血筛价格将远高于此。按照现在的献血法的规定血液检测是使用两遍酶标法，如果从国家层面强制使用血筛产品的需要修改相关法律，比较现实的情况可能是一遍酶标一遍血筛的，先试点，然后再推广。2010 年上海世博会将继奥运会之后使用三联血筛进行血液检查，预计将有一半以上的血筛使用科华的产品。

公司的三联血筛已经通过了注册申请，10 万人份临床实验已经做完，公司于 08 年 10 月份作为第一家呈报到药品司去，由于医械司和药品司审批权限不清而耽搁较长的时间，我们预计 2010 年将获批。进口的三项（酶标试剂）加起来 50 元，公司的血筛预计将低于此价格，而血筛和酶标在检测结果灵敏度方面不可同日而语，因而有望取代第二遍检测使用的酶标试剂。

临床献血每年 2000-3000 万袋，按照第二遍使用血筛产品，30 元/人份的价格计算，保守的市场容量也在 4-8 亿（只是临床血站部分，不包括血液制品厂及单采血浆站的数据），公司作为第一家通过（预计）的厂家，预计将占有血筛市场三分之一的份额。

q 药品加成的取消以及公立医院盈利模式的改变对公司形成长期利好

长期来看公司将受益于新医改对于医疗制度的重新定位，从医学模式的转变来看，医疗服务正经历从治疗到预防的改变，“治未病”成为新医改的重大课题，从医药经济学的角度考虑预防的投入亦远远小于治疗的投入，在我国这种医疗投入低的发展中国家尤为如此。而预防的第一步便是检测，作为体外诊断试剂将迎来加速发展的时期。

从新医改的操作层面来看，基本药物零加成将在基层医疗机构逐步推开，之后在公立医院推广，并从各种措施激励医生使用基本药物，这样以往占医院收入相当大比重的药品加成收入将不复存在，从当前卫生部的方案来看，增设医疗服务费用成为解决方案之一，而检测属于医疗服务收费范围，在现实的选择下，医院亦将加强对检测的重视，诊断试剂的使用将不可避免的增加。

公司作为诊断试剂龙头公司将受益于这种长期的转变，诊断试剂有望迎来加速发展的时期，未来增速有望超过药品的增长速度，这是公司长期投资价值所在。

q 仪器业务受益于基层医疗机构建设

新医改对于医药行业影响最为直接的当属基础医疗器械行业，09 年中央财政专门下拨 200 亿元用于基层医疗机构建设，据报道另外 281 亿的中央财政近期亦将落实到地方，加上地方政府的配套资金，09-11 年将有 1000 亿元用于基层医疗机构建设，相当一部分将流向设备升级。

公司的仪器业务包括自营和代理两块，自营主要包括卓越系列全自动及半自动生化仪以及各种酶标机和洗板机等。今年代理仪器的结算模式发生变化，整个代理销售全部计入收入，导致代理仪器部分增幅较大，但赢利差别不大。09 年上半年自营仪器及代理仪器分别实现增长 125%和 47%。我们认为受益于近三年基层医疗机构建设仪器业务将实现大幅增长，预计增速在 40%以上。

q 盈利预测与估值

按照现有业务计算，我们预测科华生物 09-11 年 EPS 分别为 0.50 元、0.63 元、0.80 元，如果 10 年公司血筛产品如期获得批文的话则预计 10-11 年增加的净利润分别为 2500 万、5000 万，则 09 年-11 年 EPS 分别为 0.50 元、0.69 元、0.92 元。

目前生物制剂子板块的 09 年市盈率为 51 倍左右,我们参照行业平均估值,同时考虑到血筛市场 10 年开始启动的影响,给予公司未来六个月 24 元的目标价格,相对于 09 年、10 年市盈率分别为 48 倍、38 倍,相对当前价格尚有 15% 的上涨空间,给予“增持”投资评级。

利润表(万元)	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	34033	39910	48712	66578	85885	111199
增长率	13.2%	17.3%	22.1%	36.7%	29.0%	29.5%
营业成本	14515	15628	19022	28020	36820	49436
营业成本/营业收入	42.7%	39.2%	39.1%	42.1%	42.9%	44.5%
营业税金及附加	281	429	510	632	816	1056
销售费用	5725	6818	8028	10985	13742	16680
销售费用/营业收入	16.8%	17.1%	16.5%	16.5%	16.0%	15.0%
管理费用	4082	4903	4559	5659	6871	7784
管理费用/营业收入	12.0%	12.3%	9.4%	8.5%	8.0%	7.0%
财务费用	(121)	(13)	(136)	(186)	(240)	(310)
投资收益	(170)	1749	523	300	300	300
资产减值及公允价值变动	130	128	88	250	250	250
其他收入	(250)	(256)	(176)	0	0	0
营业利润	9260	13766	17164	21832	28186	36792
营业外净收支	115	829	2938	3000	3000	3000
利润总额	9375	14595	20102	24832	31186	39792
所得税费用	1495	2074	2703	3340	4195	5352
少数股东损益	438	722	792	978	1228	1567
归属于母公司净利润	7441	11800	16608	20514	25764	32873
增长率	31.9%	58.6%	40.7%	23.5%	25.6%	27.6%
EPS	0.18	0.29	0.40	0.50	0.63	0.80

q 风险提示

- 1) 血筛试剂 10 年拿不到批文的影响;
- 2) 仪器业务增长率低于预期的风险。

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

张飞: 东海证券医药行业分析师, 西安交通大学药学学士, 北京大学金融信息工程硕士, 主要研究中药、化学制剂及生物制药板块。

重点跟踪公司: 上海莱士、兰生股份、上实医药、三九医药、同仁堂、中恒集团、广州药业等。

袁舰波: 东海证券医药行业高级分析师, 南京大学理学学士, 复旦大学 MBA, 拥有十多年的医药及证券行业从业经历, 具备丰富的营销、管理及证券分析经验, 对企业的核心竞争能力和投资价值具有独到的研究。

重点跟踪公司: 益佰制药、康缘药业、升华拜克、现代制药、仁和药业等。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址：上海市浦东新区世纪大道 **1589** 号长泰国际金融大厦 **11** 层

网址：<http://www.longone.com.cn>

电话：（**86-21**）**50586660** 转 **8638**

传真：（**86-21**）**50819897**

邮编：**200122**