

血筛试点有望启动，取消“入学、就业体检中的乙肝病毒血清学检查”影响有限

谨慎推荐 维持评级

分析师：李鹰鹏 ✉: liyongpeng@chinastock.com.cn ☎: 010-66568483

一、事件

1、卫生部副部长马晓伟在1月28日开幕的全国医政工作会议上部署了2010年重点工作，要求“加强血液管理，保证血液安全。继续大力提倡和发展无偿献血志愿工作者队伍规范化建设，开展血液筛查核酸检测的试点工作，进一步落实采供血机构设置规划，完善供血网络和采供血机构全面质量管理体系建设，加强血液管理相关培训工作。”

2、人社部发布《关于进一步维护乙肝表面抗原携带者入学和就业权利的通知》(征求意见稿)(以下简称《通知》)向社会公开征求意见的公告，征求意见时间截至2010年1月27日。

二、我们的分析与判断

(一) 血液筛查核酸检测试点工作有望在2010年启动

全国医政工作会议非常重要，我们认为在该会议上明确提出的工作将会重点组织落实，因此，已经拖延数年的血液筛查核酸检测试点工作有望在2010年正式启动。

目前看来，开展该工作并无明显的技术问题，资金问题或为现实瓶颈，但2010年卫生部既已将其列为工作重点，且2010年上海世博会的大量备血需求及由此衍生而来的血液筛查需求也要求迅速启动试点，在此背景下，克服存在的现实问题，如期启动试点工作才是应尽之责。

(二) 血筛市场启动或将成为公司核酸试剂业务爆发动力

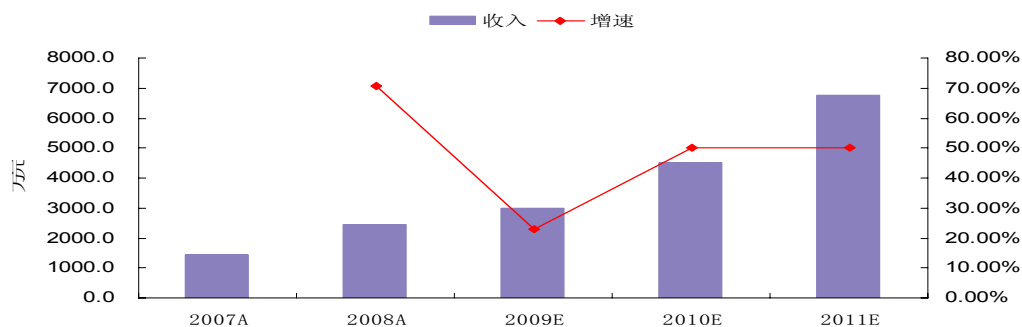
核酸诊断试剂中的血筛检测，主要用于检测乙肝、丙肝、艾滋病等疾病。目前有包括科华生物在内的3家企业申报血筛文号。但该市场启动与否依赖于政策推动，并须建立制度确保进行血筛时使用获得文号企业产品。

数据显示该市场大约有3亿左右的规模，由于科华的三联核酸诊断试剂与同类产品相比，具有明显技术优势，与进口产品相比具有成本优势，所以我们预期该市场一旦启动，科华生物有望获得30%以上的市场份额，将为公司核酸试剂业务爆发提供动力。

(三) 预计核酸试剂业务有望成为公司的重要增长点

由于业务的基数较小、试剂-仪器一体化优势以及血筛市场启动预期，我们认为科华生物的核酸试剂业务有望保持快速增长态势，预计2009-2011年的复合增长率达到40.38%，2011年销售收入达到6750万元，成为重要增长点。

图 1：预计科华生物的核酸试剂业务未来 3 年将快速增长



资料来源：公司资料 中国银河证券研究所

（四）《通知》对乙肝病毒检测试剂市场一定负面影响，但较为有限

1、预计“取消入学、就业体检中的乙肝病毒血清学检查”或难以避免

虽然《通知》的内容仍存在争议，且征求意见刚刚结束，最终结果还没有公布，但我们认为如果侧重“维护乙肝表面抗原携带者入学和就业权利”这个角度，《通知》通过的概率极大，“取消入学、就业体检中的乙肝病毒血清学检查”这一事件或很难避免。

2、“取消入学、就业体检中的乙肝病毒血清学检查”将对科华生物带来一定的负面影响

有资料显示，我国每年体检人数不足总人口5%，其中80%为单位体检、10%为招工体检，个人自愿体检的比例仅为10%，即因此而产生的乙肝病毒检测需求约为6000万例/年。因此，取消入学、就业体检中的乙肝病毒血清学检查无疑将降低乙肝病毒检测试剂的需求。

3、我们认为这种影响较为有限的

我们的理由是：

（1）体检需求的减少程度与执行的严格程度高度相关。

消除对乙肝病毒携带者的抵触乃至歧视绝非朝夕间能够解决，在就业压力增大的背景下，一些用人单位和医疗机构会让应聘者签订“自愿检测书”，以规避政策要求。事实上，早在2007年5月，卫生部等部门联合发布的《关于维护乙肝表面抗原携带者就业权利的意见》就已经指出，用人单位在招工时不得进行乙肝检测，但在实际操作过程中并未得到严格执行。

（2）医院需求稳定且持续增长。

1) 2008年全国医疗机构(不含村卫生室，下同)总诊疗人次达35.32亿次（其中：医院17.82亿次(占50.5%)，卫生院8.62亿次(占24.4%)，其他医疗机构8.88亿次(占25.1%)）；全国医疗机构入院人数11483万人，其中：医院7392万人，占64.4%；卫生院3355万人，占29.2%；其他医疗机构736万人，占6.4%。

可见，医院的诊疗人次远远超过体检人数，且每年都在增加，虽然我们当前缺乏诊疗和入院患者的乙肝检测比例，但根据一般经验，庞大的基数决定了检测需求较大，其中，医院的入院患者检测比例相对更高。

2) 一般而言，对于择期的外科手术、胃镜等介入性检查（如胃镜等）、口腔科治疗、输血等诊治项目，为明确责任、防范风险，医院、医生会要求患者先进行乙肝病毒检测。例如，按每年约3000万的麻醉手术计算，如果都进行检测，每年的乙肝病毒检测需求就达到3000万例/年，且每年保持两位数增长；介入性检查一直高速增长，且其中部分检查未来有望进入健康体检的常规检测（如胃镜），由此带来的需求增长将极为可观。

3) 中国的病毒性肝炎发病率为106.54/10万，其中多数为乙型肝炎，这些病人需要反复复查，若粗略按100/10万的乙肝发病率，3000万人的患病人数，50%的就诊率，每6个月复查一次计算，每年试剂需求数量约为3000万；而中国的乙肝病毒携带者人数约1.2亿，即使不再进行强制检测，按每3年进行一次复查计算，每年试剂需求数量约为4000万。

4) 孕妇产检需求保持稳定。目前我国每年新生儿数量约1600万人，不考虑引产等终止妊娠的情况，按产前检查率91%计算，每年乙肝检测需求约1456万例。

（3）按照流程，接种乙肝疫苗前应该先查“两对半”，提升检测需求。根据《医药卫生体制改革近期重点实施方案(2009至2011年)》，国家在公共卫生服务方面提出从2009年开始为15岁以下人群补种乙肝疫苗，保守预计每年接种人数将达到2000万人以上，而且，由于接种疫苗产生的抗体滴度将随时间延长而下降，一般3年后需要考虑是否需要补种，此时需要再次检测“两对半”，即再次产生需求。

（4）我国献血人数逐渐增加，且检测日趋严格，需要经过粗筛、复检等多次检测，对乙肝病毒检测试剂的需求拉动较为明显。2009年我国临床用血量超过3000吨，除极少数地方外，我国90%以上的地区都实现了临床用血100%来源于自愿无偿献血，按每人献血量200毫升计算，3000吨血需要1500万人次的献血，在每个环节均可拉动至少1500万的需求；而单采血浆站的献浆员虽然需要定期进行“两对半”检查，但因人数较少（估计全国约5万人左右），故影响较小。

（5）我国健康体检市场刚刚起步，10%的自愿体检比例意味着巨大的提升空间，而《通知》中的内容主要是约束

教育机构和用人单位，对自愿检测并无约束，因此，在《通知》带来的冲击过后，检测需求将有所恢复。

(6) 中国将统一实行居民健康档案管理，普及健康知识，为65岁以上老人每年提供1次健康体检，为3岁以下婴幼儿进行生长发育检查，为孕产妇提供产前检查，为妇女提供宫颈癌和乳腺癌检查等，这些措施将极大增加体检人数，也将相应增加乙肝病毒检测试剂的需求。

以上的需求分析并不全面，各项目之间也有重合部分，但总体而言，我们判断体检需求并非乙肝病毒检测试剂市场的主要需求来源，因此，“取消入学、就业体检中的乙肝病毒血清学检查”影响应较为有限。

三. 投资建议

我们暂不调整盈利预测。预计 2009-2011 年的主营业务收入分别为 65897.19、84884.28、108011.42 万元，净利润分别为 20384.86、25077.08、31077.30 万元，每股收益分别为 0.50、0.61、0.76 元，2008-2011 年收入和利润的 CAGR 为 30.40%和 23.23%。

由于市场对小型成长性公司或生物类公司常给予溢价，给予 2010 年 40 倍市盈率，对应股价 24.40 元；DCF (WACC=7.99, g=3%) =24.50 元。综合考虑，我们认为 12 个月内合理价值为 24.50 元，维持“谨慎推荐”评级。

财务预测

表 1: 科华生物财务预测表

资产负债表	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	利润表 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	239.2	331.4	482.1	641.7	841.7	营业收入	399.1	487.1	659.0	848.8	1080.1
应收票据	1.4	1.7	2.3	3.0	3.8	营业成本	156.3	190.2	279.8	370.2	474.1
应收账款	79.6	85.8	116.1	149.5	190.2	营业税金及附加	4.3	5.1	6.9	8.9	11.3
预付款项	5.7	8.7	13.2	19.1	26.6	销售费用	68.2	80.3	96.9	123.1	156.6
其他应收款	4.6	5.7	6.6	8.5	10.8	管理费用	49.0	45.6	52.7	67.9	86.4
存货	69.0	67.8	99.7	131.9	168.9	财务费用	-0.1	-1.4	-0.6	-2.0	-2.7
其他流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	1.3	0.9	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	6.4	31.4	31.4	31.4	31.4	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	134.0	127.6	117.6	109.4	102.0	投资收益	17.5	5.2	3.5	3.5	3.5
在建工程	0.1	0.3	5.1	7.6	8.8	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营业利润	137.7	171.6	226.8	284.3	357.8
无形资产	0.0	0.6	0.5	0.5	0.4	营业外收支净额	8.3	29.4	23.0	23.0	23.0
长期待摊费用	2.7	3.2	2.9	2.6	2.3	税前利润	146.0	201.0	249.8	307.3	380.8
资产总计	612.6	737.3	948.6	1176.3	1458.0	减: 所得税	20.7	27.0	33.6	41.3	51.2
短期借款	27.5	23.0	0.0	0.0	0.0	净利润	125.2	174.0	216.2	266.0	329.6
应付票据	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	归属于母公司的净利润	118.0	166.1	203.8	250.8	310.8
应付账款	41.3	32.4	47.0	62.2	79.6	少数股东损益	7.2	7.9	12.4	15.2	18.8
预收款项	1.3	7.1	15.0	25.2	38.1	基本每股收益	0.56	0.53	0.50	0.61	0.76
应付职工薪酬	11.8	6.6	6.6	6.6	6.6	稀释每股收益	0.56	0.53	0.50	0.61	0.76
应交税费	22.4	14.0	14.0	14.0	14.0	财务指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
其他应付款	10.6	4.2	4.2	4.2	4.2	成长性					
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	营收增长率	17.3%	22.1%	35.3%	28.8%	27.2%
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	EBIT 增长率	28.7%	36.8%	34.2%	25.2%	26.1%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	58.6%	40.7%	22.7%	23.0%	23.9%
负债合计	126.2	93.6	88.6	111.5	138.9	盈利性					
股东权益合计	486.5	643.7	859.9	1064.8	1319.1	销售毛利率	60.8%	60.9%	57.5%	56.4%	56.1%
现金流量表	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	销售净利率	29.6%	34.1%	30.9%	29.5%	28.8%
净利润	125.2	174.0	216.2	266.0	329.6	ROE	24.3%	25.8%	23.7%	23.6%	23.6%
折旧与摊销	11.8	14.1	15.6	16.1	16.6	ROIC	20.02%	21.54%	22.41%	22.66%	23.07%
经营活动现金流	112.9	137.7	179.6	225.3	279.0	估值倍数					
投资活动现金流	-0.6	-18.7	-6.5	-6.5	-6.5	PE	40.1	42.8	45.3	36.8	29.7
融资活动现金流	-29.3	-26.6	-22.4	-59.1	-72.6	P/S	11.9	14.6	14.0	10.9	8.5
现金净变动	83.1	92.4	150.7	159.7	199.9	P/B	9.7	11.0	10.7	8.7	7.0
期初现金余额	156.3	239.2	331.4	482.1	641.7	股息收益率	0.6%	1.2%	0.7%	0.7%	0.8%
期末现金余额	239.3	331.6	482.1	641.7	841.7	EV/EBITDA	34.2	37.9	36.9	29.3	23.0

资料来源: 公司资料 中国银河证券研究所

DCF 估值与合理估值

表 2: 科华生物 DCF 折现模型

单位 (万元)	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
EBIT	16592.8	22265.1	27876.0	35163.7	41989.6	48803.7	56544.7	63503.0	70326.6	77918.0	86367.0
所得税	2231.1	2993.8	3748.2	4728.1	5645.9	6562.1	7603.0	8538.6	9456.1	10476.8	11612.9
NOPLAT	10408.4	14361.7	19271.4	24127.8	30435.6	36343.7	42241.5	48941.7	54964.4	60870.5	67441.2
营运资金净变动	-610.7	-3041.6	-4789.3	-4876.7	-5806.0	-6003.1	-5578.4	-5993.5	-5908.2	-5476.0	-6228.5
资本支出	611.8	-1000.0	-1000.0	-1000.0	-1000.0	-1000.0	-1000.0	-1000.0	-1000.0	-1000.0	-1000.0
自由现金流	13338.1	15044.5	19859.0	25290.1	31057.6	37438.3	43782.4	49950.0	56348.0	62226.1	68740.7

WACC	7.99%	Ke	9.4%	24.50 元		永续增长率 g				
永续增长率	3%	Kd	0.0%			2.00%	2.50%	3.00%	3.50%	4.00%
终值	34149.0	t	15.0%	加权资本成本 WACC	6.49%	29.24	31.88	35.27	39.80	46.15
企业价值	1005377.0	Rf	4.5%		6.99%	26.21	28.23	30.75	34.01	38.35
非核心资产价值	84483.2	E(Rm)	12.5%		7.49%	23.74	25.32	27.26	29.68	32.80
债务价值	195.01	Rm - Rf	8.0%		7.99%	21.69	22.96	24.50	26.33	28.66
股权价值	1005182.0	D/A	0.0%		8.49%	19.97	21.00	22.21	23.67	25.45
股本（万股）	41023.1	E/A	100.0%		8.99%	18.51	19.35	20.34	21.50	22.90
每股价值（元）	24.50	Beta	0.61		9.49%	17.25	17.95	18.76	19.70	20.82

资料来源: 中国银河证券研究所

分析师简介

李鹰鹏

银河证券医药行业分析师。北京大学光华管理学院 MBA，2007 年加入银河证券研究所，负责医药行业，本科毕业于中国医科大学，曾就职于中国医学科学院阜外心血管病医院等医疗机构，有 7 年临床工作经验和 3 年医院管理经验。

在上海证券报、朝阳永续等联合举办的 2008 年度中国证券行业“最佳伯乐奖”评选活动获得“优秀组合个人奖”；在由今日投资主办的“2009 年（暨 2008 年度）中国最佳证券分析师”评选中获得“明星分析师入围奖”。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

医药行业分析师覆盖股票范围：

哈药股份（600664.SH）、三九医药（000999.SZ）、双鹤药业（600062.SH）、一致药业（000028.SZ）、恒瑞医药（600196.SH）、国药股份（600511.SH）、复星医药（600196.SH）、康缘药业（600557.SH）、上海莱士（002252.SZ）、上海医药（600849.SH）、信立泰（002294.SZ）、天坛生物（600161.SH）

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908