

科华生物（002022）：诊断行业加速成长，血筛启动如虎添翼

买入（上调）

医药/生物制品

当前股价：22.17 元

报告日期：2010 年 2 月 22 日

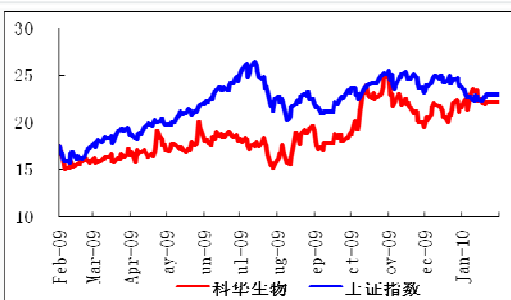
主要财务指标（单位：百万元）

	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	487	653	825	1055
(+/-)	22.05%	34.06%	26.28%	27.99%
营业利润	172	236	306	396
(+/-)	24.68%	37.70%	29.28%	29.62%
归属于母公司 的净利润	166	212	266	339
(+/-)	40.75%	27.76%	25.31%	27.63%
每股收益（元）	0.40	0.52	0.65	0.83
市盈率（倍）	55	43	34	27

公司基本情况（2009 年 9 月 30 日止）

总股本/已流通 A 股(万股)	41,023/34,588
流通市值（亿元）	76.68
每股净资产（元）	1.74
资产负债率（%）	14.22

股价表现（最近一年）



联系人-天相医药组 匡伟

021-58824282-822 kuangw@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

事件：

- 节前，我们两度调研科华生物。通过上市公司实地调研及对整个诊断行业进行研究，我们认为科华生物的投资时点已到。

投资要点：

- 诊疗人次上升，诊断试剂具备加速成长的环境。**据统计，临床诊断试剂已发展成为一个拥有200亿美元的国际市场，60-80亿元国内市场的生物制品行业，据相关机构估计，未来5年国内临床诊断市场的年增长率将高达15%~20%。比对科华生物的盈利能力和全国诊疗人次的增速，二者正相关度较高，医改的推进必将促进诊疗人次快速增长，从而催生出巨大的诊断试剂市场，作为诊断试剂龙头的科华生物，将是最大的受益者。
- 医疗器械行业处于黄金发展时期。**从需求方看，据统计，目前我国医疗服务机构总共是31 万家，在这些医疗机构拥有的医疗仪器和设备中，有15%左右是20 世纪70 年代前后的产品，有60%是20世纪80 年代中期以前的产品。随着医疗机构不断淘汰老、旧、残、次医疗设备，必将拉动巨大的需求潜力。科华生物2009年仪器销售的增长速度及未来两年的销售目标是行业快速发展的写照。
- 血筛市场将启动，科华如虎添翼。**在2010年1月28日召开的全国医政工作会议上，卫生部副部长马晓伟强调，开展血液筛查核酸检测试点工作是2010年全国医政重点工作之一。我们统计了北京、上海、广州等20个全国重点城市血液中心的采血量，20个城市采血量约为800吨/年，推算出2010年血筛试点市场约为1.6亿元，全面启动后，血筛市场约为10亿元/年。
- 盈利预测与投资建议。**我们预计公司2009-2011年的基本每股收益分别为0.52元、0.65元和0.83元，考虑血筛市场，基本每股收益分别为0.52元、0.75元和1.13元，对应上一个交易日22.17元的收盘价，动态市盈率分别为43倍、30倍和20倍，估值较低。根据我们的统计与预测，血筛市场2010年启动后，将给公司带来可观的利润。考虑血筛市场，2009-2011年归属于母公司净利润的复合增长率为41%。给予公司2010年40倍市盈率，对应目标价为30元，给予公司2011年30倍市盈率，对应的目标价为34元。公司目前的股价为22.17元，有35%-53%的上涨空间，上调公司的投资评级至“买入”。

目 录

1.	公司简介	3
一、	股权结构	3
二、	业务结构	3
2.	诊疗人次上升，诊断试剂具备加速增长环境	4
一、	行业简介	4
二、	公司产品线丰富	5
三、	诊疗人次上升，龙头受益明显	6
3.	诊断仪器，快速增长确定	7
一、	医疗器械行业处于黄金发展时期	7
二、	科华生物诊断仪器渐成规模	8
4.	血液筛查市场，2010 年启动试点	9
一、	血液筛查市场全面启动后市场总容量约 10 亿元	9
二、	血液筛查 2010 年开始试点，预计试点市场规模 1.6 亿元	10
5.	盈利预测及投资建议	11
一、	盈利预测前提和假设：	11
二、	投资建议：上调评级至买入，股价有 35%-53% 的上涨空间	12

图表目录

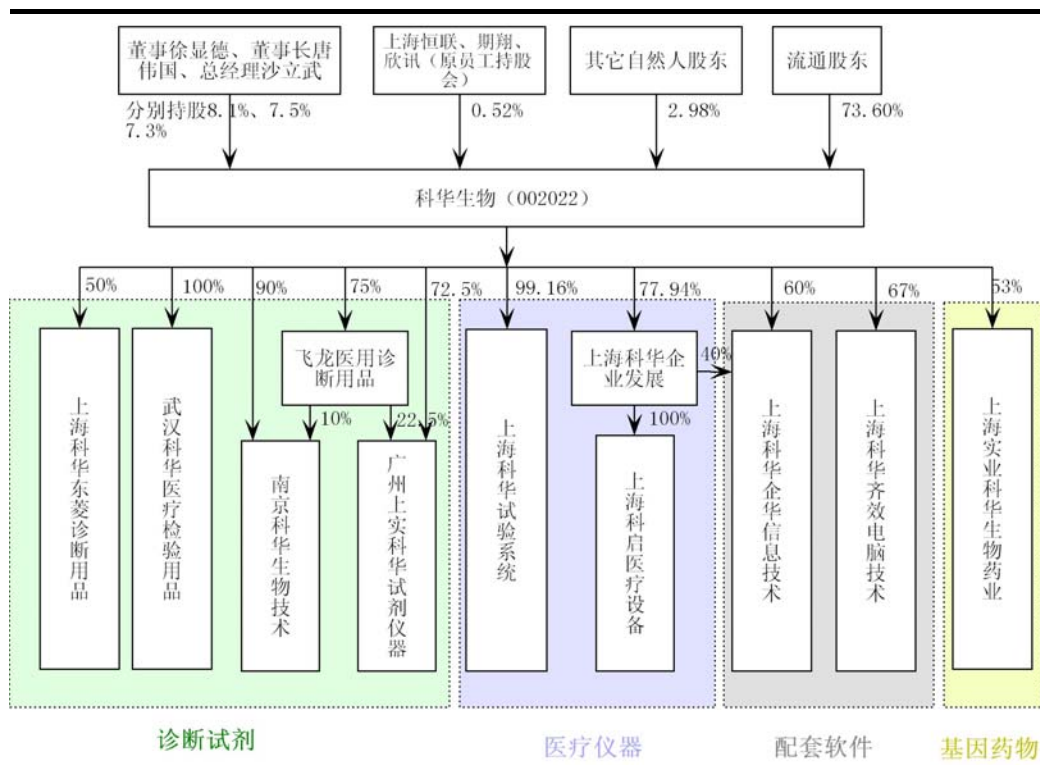
图表 1：科华生物股权结构图	3
图表 2：科华生物 2008 年收入、毛利润结构图（单位：万元）	4
图表 3：近几年诊断试剂行业并购案	4
图表 4：科华生物诊断试剂产品	5
图表 5：科华生物扣非后净利润增速与诊疗人次增速高度正相关	6
图表 6：诊断试剂业务预测	7
图表 7：国家对基层医疗机构投资统计	7
图表 8：科华生物诊断试剂产品	8
图表 9：医疗仪器业务预测	8
图表 10：核酸诊断试剂生产过程	10
图表 11：2010 年试点市场规模测算	11
图表 12：科华生物分业务预测（单位：万元）	13
图表 13：盈利预测表（单位：万元）	14

1. 公司简介

一、股权结构

上海科华生物工程股份有限公司是经上海市人民政府沪府体改审（1998）065 号文批准，由上海科申实业有限公司、上海科华生物工程股份有限公司职工持股会、自然人沙立武等人在原上海科华生化试剂实验所的基础上以发起设立方式成立的股份公司。股份公司于 1998 年 11 月 23 日在上海市工商行政管理局登记注册。截止到 2009 年 9 月 30 日，公司第一大股东为徐显德，控股 8.12%。截至 2009 年 9 月 30 日，公司总股本 4.10 亿股，前三季度公司实现营业收入 4.73 亿元，同比增长 33.54%；归属于母公司所有者净利润 1.62 亿元，同比增长 18.03%；实现每股收益 0.39 元。

图表 1：科华生物股权结构图



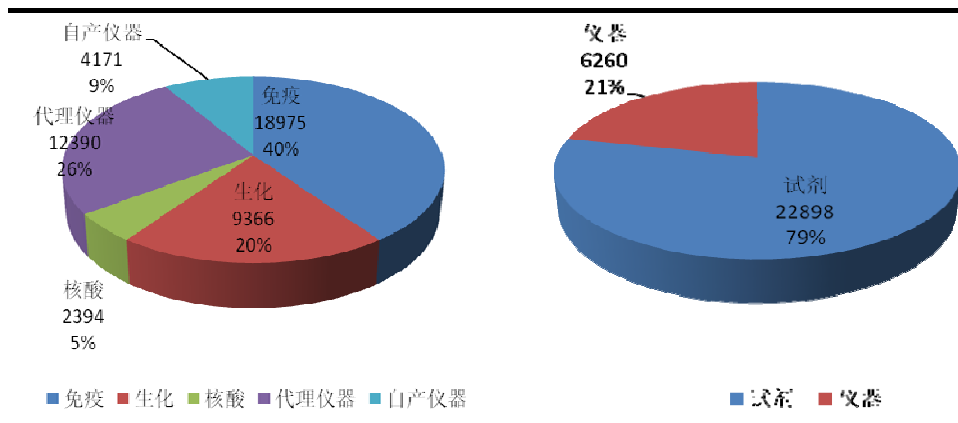
资料来源：公司报告、天相投顾整理

二、业务结构

公司主营业务为：体外临床免疫诊断试剂（包括快速诊断试剂）、体外临床化学诊断试剂、体外核酸临床诊断试剂、基因工程药物及与诊断试剂相配套的自动化检测诊断仪器、软件等的研究、生产和销售。目前公司免疫收入是生化试剂的 2 倍，随着医改的深入，公司生化试剂加速增长，公司的目标是，未来生化试剂的收入将是免疫试剂的 2 倍。



图表 2：科华生物 2008 年收入、毛利润结构图（单位：万元）



数据来源：公司公告、天相投顾

2. 诊疗人次上升，诊断试剂具备加速增长环境

一、行业简介

据统计，现在临床诊断试剂已发展成为一个拥有 200 亿美元国际市场、年增长达到 3%~5% 的朝阳产业。当前，全球范围内参与诊断用品行业的公司有 200 多家，领先的 7 家公司年销售收入都在 10 亿美元以上。在过去的几年时间里，制药巨头们紧盯生物制药领域的诊断试剂子行业，大举收购中小诊断试剂公司。

图表 3：近几年诊断试剂行业并购案

收购方	时间	内容
礼来	2007 年 1 月	礼来以 23 亿美元收购合作伙伴 Icos 公司。
礼来	2007 年 4 月	以 3.15 亿美元收购了 Hypnion 公司。
默克	2007 年 1 月	德国默克在 1 月份完成了对雪兰诺高达 139 亿美元的收购。
GE	2007 年 2 月	GE 公司 81.3 亿美元收购雅培诊断业务。
罗氏	2007 年 5 月	罗氏花费 1.55 亿美元收购主业务体外诊断试剂的 454 生命科学集团。
罗氏	2007 年 6 月	罗氏斥资 6 亿美元收购了拥有电化学发光检测技术的 BioVeris 公司。
阿斯利康	2007 年	阿斯利康以 156 亿美元收购 MedImmune 公司。
Quest	2007 年	Quest Diagnostics 公司以 20 亿美元收购专门从事癌症诊断的 AmeriPath。
Inverness	2007 年	3.26 亿美元收购主业务为诊断仪器的 Cholestech 公司。
Inverness	2007 年	以 16.9 亿美元收购 Biosite，力压竞争对手 Beckman Coulter 公司，后来者居上，成功获得了 Biosite 公司在心衰和急性心肌梗死方面的检测诊断技术。
珀金埃尔默	2009 年 10 月	斥资 4.35 亿全资收购上海新波生物科技有限公司。珀金埃尔默在新生儿筛查业务上领先，而新波生物是乙肝诊断试剂和检测设备生产商。
Quidel	2010 年 1 月 11 日	Quidel 公司以约 1.3 亿美元现金收购私营企业 Diagnostic Hybrids 公司，以拓展其诊断产品供应业务。Quidel 公司主要业务为快速诊断试剂。

资料来源：生物谷、天相投顾整理



统计数据显示，目前，全国诊断试剂市场规模约为 60 亿~80 亿元人民币，约为全球市场的 5%。总的来说，目前在临床应用比较广泛、市场广阔的项目上（如免疫试剂中的肝炎、性病和孕检系列，临床生化中的酶类、脂类、肝功、血糖、尿检等系列），国内主要生产厂家的技术水平已基本达到国际同期水平；基因检测中的 PCR 技术系列已经基本达到国际先进水平，基因芯片、癌症系列正在开始迅速追赶国际水平。而目前国内临床诊断试剂市场规模已经发展到每年 60 亿~80 亿元人民币的销售额，其中临床生化占 30%，免疫产品 25%，血液产品 8%~10%，尿液分析产品 3%~5%，微生物产品 2%~3%。据相关机构估计，未来 5 年国内临床诊断市场的年增长率将高达 15%~20%。随着医改的稳步推进，我们认为行业的发展速度很有可能超越这一预测数据。

二、公司产品线丰富

科华生物诊断试剂主要集中在三个方面，免疫诊断试剂、化学诊断试剂和核酸诊断试剂。在诊断试剂领域，主要靠两条腿走路。研发和销售是最关键的两个部分，而生产相对来说比较容易。

2006 年-2008 年，公司研发费用占公司总收入的比例分别为 5.06%、5.20%、4.53%，处于行业较高水平。公司的高研发投入获得了高回报，公司形成仪器试剂双发展，试剂产品线丰富。

图表 4：科华生物诊断试剂产品

>> 快速诊断试剂	金标类
>> 免疫诊断试剂	乙肝检测系列
	丙肝检测系列
	其他肝炎检测系列
	性病检测系列
	肿瘤疾病监测系列
	其他类
>> 生化诊断试剂	肝功类
	肾功类
	心肌类
	无机离子类
	胰腺疾病类
	糖代谢类
	痛风类
	特定蛋白类
	血脂类
>> 核酸诊断试剂	DNA 类
	RNA 类

资料来源：公司网站、天相投顾整理

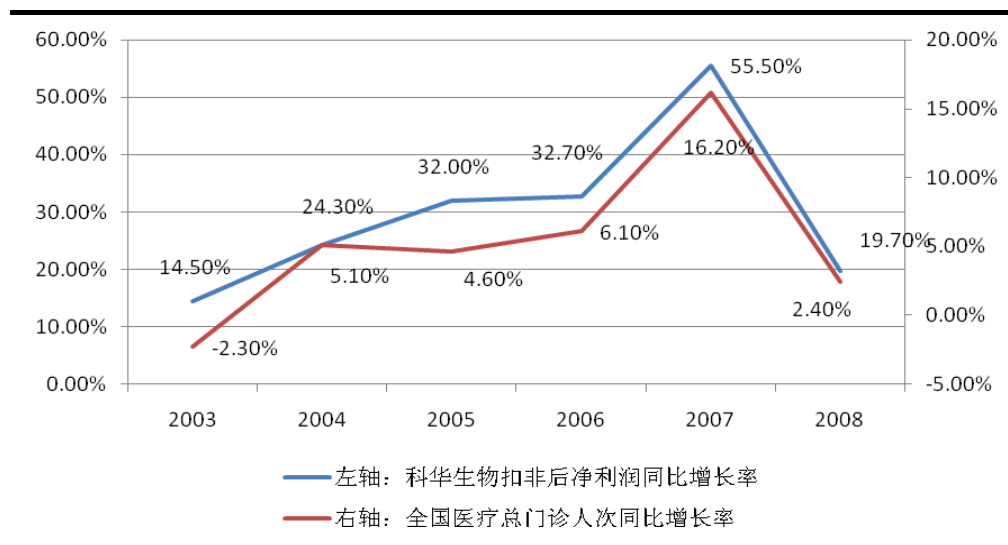
三、诊疗人次上升，龙头受益明显

从整个行业所处发展阶段判断，诊断试剂行业处于行业发展的快速成长期，主要表现在产品线逐渐增多、应用领域不断拓展、检测方法越来越先进、配套仪器发展迅速等。

我们判断科华生物作为中国诊断试剂的龙头企业，必然受益于行业的快速发展。同时，中国医改步伐的加速，催生出巨大的医药市场，在投资者将眼光聚集在受益于基本药物目录独家产品的中药企业、受益于医药流通行业集中度逐步提高的流通企业、受益于政策利好的各种企业的强光下，一个快速发展的检测市场，被资本市场所忽略。

科华生物是受益医改同时被资本市场忽略的重要投资品种，科华生物的诊断试剂及与诊断试剂相配套的仪器，将受益于医改推进后门诊人次的提高。而前期相关人士提及的研究思路证实了我们的观点。在这里我们再次予以展示，**科华生物扣除非经常性损益后净利润的增速与全国医疗总门诊人次的增速成高度正相关。**

图表 5：科华生物扣非后净利润增速与诊疗人次增速高度正相关



资料来源：卫生部、天相投资分析系统

注：总门诊人次不包括各类诊所、卫生所和医务室的诊疗人次

2009年4月，新医改方案明确指出未来三年将投资8500亿元用于基本医疗保障制度建设、国家基本药物制度、基层医疗卫生服务体系、基本公共卫生服务逐步均等化和公立医院改革等五项改革。其中基本医疗保障制度和基层医疗卫生服务体系的建设必然推动诊疗人次增长速度加快。我们预计未来三年诊疗人次复合增长率在10%以上，对应着科华生物未来三年诊断试剂的加速增长。

图表 6：诊断试剂业务预测

分项	单位：万元	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
诊断试剂	收入	21838	25813	30735	36453	43412	52369
	收入增长率		18.20%	19.07%	18.60%	19.09%	20.63%
	成本		7266	7838	9478	11287	13616
	毛利率	72.40%	71.85%	74.50%	74.00%	74.00%	74.00%
免疫	收入	14073	16013	18975	21442	23801	26181
	收入增长率		13.79%	18.50%	13.00%	11.00%	10.00%
生化	收入	6691	8400	9366	11708	14986	19481
	收入增长率		25.54%	11.50%	25.00%	28.00%	30.00%
核酸	收入	1074	1400	2394	3304	4625	6707
	收入增长率		30.35%	71.00%	38.00%	40.00%	45.00%

资料来源：公司公告、天相投顾

3. 诊断仪器，快速增长确定

一、医疗器械行业处于黄金发展时期

从需求方看，据统计，目前我国医疗服务机构（包括社区医院）总共是 31 万家。其中 80% 以上是个体诊所和县以下基层医疗机构。在这些医疗机构拥有的医疗仪器和设备中，有 15% 左右是 20 世纪 70 年代前后的产品，有 60% 是 20 世纪 80 年代中期以前的产品。随着医疗机构不断淘汰老、旧、残、次医疗设备，必将拉动巨大的需求潜力。

从资金供给方看，国家近来明显加大了对基层医疗机构的投资，各地的医疗器械招标工作的密度和力度明显加大。2006 年国务院发布《农村卫生服务体系建设与发展规划》，计划 2006 年-2010 年间投资 217 亿元用于农村卫生服务体系建设。2008 年 11 月国务院从扩大内需新增 1000 亿元的投资中安排 48 亿元用于基层医疗机构的投资。2009 年 3 月 10 日，卫生部部长向记者透漏，国家将投资 370 亿元用于 70% 县医院的扩建。

图表 7：国家对基层医疗机构投资统计

投资额（亿元）	投向	出处
217	县级卫生机构和乡镇卫生院	2006 年，《农村卫生服务体系建设与发展规划》
48	农村基层医疗机构	2008 年，国务院 2008 新增 1000 亿
370	县级医院	2009 年 3 月，卫生部部长：陈竺

资料来源：天相投顾整理

按照投资额的 30% 用于购买医疗设备计算，三笔资金中用于购买医疗设备的资金为 190 亿元。2008 年，全国所有医疗机构万元以上医疗设备总价值为 3239 亿元，190 亿元相当于带来 6% 的增量。