

湘财证券研究所

医药研究小组

叶侃

Tel:021-68634510-8721

E-Mail:yk2880@xcsc.com

陈国栋

Tel:021-68634510-8710

E-Mail:cgd2854@xcsc.com

朱毅

Tel:021-68634510-8683

E-Mail:zy2831@xcsc.com

目标价: 32.65 元

当前股价: 24.24 元

评价调整: 首次

基本信息

上证综指 3013.41

总股本 410,231,250

流通股本 345,875,839

EPS(TTM) 0.4649

PE(TTM) 52.13

投资要点:

近期, 我们对科华生物进行了实地调研, 首次给予公司“买入”的投资评级。

q 核酸血筛市场启动是公司未来最大的看点, 试点的成效将成为关键。

卫生部将“开展血液筛查核酸检测的试点工作”作为 2010 年的重点工作之一, 预示着酝酿多年的核酸血筛市场即将正式启动, 其中国内仅有公司和罗氏可生产的三联核酸检测试剂将占据主导地位。按照 30-40 元/人份的费用收取、40%-50%的市场份额以及 30%净利润率计算, 我们保守估算全国血站的三联核酸血筛市场容量在 5.08-6.77 亿元, 其中公司的市场份额为 2.03-3.38 亿元, 增厚公司业绩 0.15-0.25 元, 受益十分明显。而且核酸血筛试点工作预计将在年中展开, 届时公司有望获得三联核酸检测试剂的生产批件, 而试点的市场空间并不大。试点的成效将决定核酸血筛推广的进程, 我们对核酸血筛在 2011 年开始全面推广持乐观态度。

q 除了核酸血筛试剂外, 公司诊断试剂业务将继续保持稳步增长。公司在诊断试剂领域具有强大的渠道优势, 与大部分的血站以及血液制品公司建立业务往来, 目前免疫和生化诊断试剂市场排名分列第一和第二位, 其依托渠道优势的稳定增长是公司发展的基础; 而 2010 年公司有大量新的核酸诊断试剂上市 (不包括三联核酸检测试剂), 将不断弥补公司在核酸诊断试剂方面的短板, 有望成为新的亮点。此外, 新医改推动的基层医疗机构大规模建设也将拉动对诊断试剂和中低端医疗器械的需求, 公司有望在未来两年受益于此。

q 自产仪器将带动公司仪器业务高速发展。近年来公司积极开拓“试剂仪器一体化”的经营理念, 公司自产的诊断仪器凭借配套齐全的优势迅速占据市场; 反过来, 仪器销售也将带动试剂销售。其中主导产品生化分析仪自 2008 年底上市以来, 已占领中低端市场 10%多的份额, 仅次于行业龙头迈瑞医疗。由于同样受益于国家基层医疗机构建设的刺激, 公司的自产仪器将带动整个仪器业务实现高速发展。

q 盈利预测及投资评级

我们按照核酸血筛市场 2011 年释放 80%容量, 公司占 40%份额的保守计算, 科华生物 2009-2011 年 EPS 分别为 0.50 元、0.63 元和 0.96 元。考虑到我们预期核酸血筛市场在未来将为公司业绩带来巨大增量, 我们给予公司 2011 年业绩 33.94 倍 PE (同类上市公司的平均值), 首次给予科华生物“买入”的投资评级, 6-12 个月目标价为 32.65 元。我们认为, 上半年很可能会公布核酸血筛的试点细则, 将成为公司股价上涨的一个催化剂, 建议在之前逢低吸纳。

q 风险提示: 核酸血筛全面推广进程延缓; 产品价格下调风险。

盈利预测

单位: 百万	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	399.10	487.12	621.65	802.82	1209.32
营业收入增长率	17.27%	22.05%	27.62%	29.15%	50.63%
归属母公司净利润	118.00	166.08	206.28	258.92	394.73
净利润增长率	58.57%	-2.63%	107.32%	8.19%	23.74%
EPS	0.29	0.40	0.50	0.63	0.96

数据来源: 湘财证券研究所预测

核酸血筛市场启动是公司未来最大的看点, 试点的成效将成为关键

- 1) 核酸血筛是大势所趋。**目前国内的血液筛查以免疫方法为主, 主要包括 HBV、HCV、HIV、TP 和血型 5 个 ELISA 检测项目, 具有成本低、检测时间短的优点, 但其缺点也十分明显, 即窗口期较长、易漏检。相比之下, 核酸检测方法可以大大缩短窗口期, 有利于用血安全, 而且 PCR 方法特异性高, 可以减少假阳性的发生 (可参考文献《新疆艾滋病高发区献血人群 HIV、HCV 和 HBV 核酸检测的探讨》)。从技术和民生角度考虑, 核酸血筛是大势所趋。但是核酸血筛的高成本 (需要专有场地、专业人员培训和专业配套仪器) 在很长一段时期内阻碍了其在国内的推广。
- 2) 核酸血筛市场正式启动, 三联核酸检测试剂将占据主导。**在今年 1 月召开的全国医政工作会议上, 卫生部将“开展血液筛查核酸检测的试点工作”作为 2010 年的重点工作之一, 标志着酝酿多年的核酸血筛市场即将正式启动。考虑到血站血液检测的日处理量较大 (如上海中心血站日处理量在 1000 人份上下), 检测效率具有明显优势的 HBV/HCV/HIV 三联核酸检测试剂 (可在一次反应中同时检测三种病原体) 将在核酸血筛市场占据主导地位。目前国内仅公司和罗氏两家企业掌握三联核酸检测试剂的相关技术, 但由于行政审批的部门归属不明, 一直未获生产批文。
- 3) 核酸血筛市场前景广阔, 公司受益明显。**由于浆站具有成本压力, 且终产品为灭活产品, 核酸血筛缺乏大范围普及的动力, 因此血站仍是核酸血筛的主要市场。由于核酸检测的固定资产投资较高, 而三联核酸血筛的成本更高 (以上海中心血站 1000 人份/日的处理量为例, 通常需要全自动核酸检测工作站 2-3 台, 每台需要 200-300 万), 国内绝大多数血站难以负担如此高的初始投入, 因此三联核酸血筛采用“仪器经营性租赁+技术服务费”的收费模式更可取, 即企业向血站提供仪器和试剂, 并收取血液检测费。2009 年全国临床用量达到 3500 吨, 按照 30-40 元/人份的费用收取, 我们初步估算 2009 年全国血站的三联核酸血筛理论市场容量为 5.08-6.77 亿元。以科华生物 (具有渠道优势) 占据血站三联核酸血筛市场份额 40%-50% 的保守预计, 公司获得的市场份额为 2.03-3.38 亿元。按照 30% 的净利润率计算, 则将增厚公司 EPS 0.15-0.25 元, 公司受益十分巨大。

表 1 科华生物三联核酸检测试剂在血站市场中的份额预测

科华生物三联核酸检测试剂 在血站市场的份额（百万）		收费标准(元/袋)			
		20.00	30.00	40.00	50.00
市场份额	30%	101.50	152.25	203.00	253.75
	40%	135.33	203.00	270.67	338.33
	50%	169.17	253.75	338.33	422.92
	60%	203.00	304.50	406.00	507.50

数据来源：湘财证券研究所预测

- 4) **核酸血筛试点工作预计在年中展开,试点成效是关键,我们对核酸血筛在 2011 年开始全面推广持乐观态度。**北京奥运会期间,北京中心血站首次对 Rh 阴性血液采用了核酸血筛。我们认为,上海世博会很可能会在国内首次全面推广核酸血筛,因此核酸血筛试点工作预计将在年中展开以适应世博会的进程。目前,公司 HBV/HCV/HIV (PCR-荧光法) 核酸检测试剂盒已完成 16 万多例的临床试验,且诊断试剂审批的行政归属问题已基本解决,我们认为公司的三联核酸检测试剂有望在世博会开幕前获得生产批文(罗氏的同类产品应该也会)。而下半年核酸血筛试点的成效将决定未来核酸血筛推广的进程。我们预计下半年试点的容量为 150-200 万人份血液,其本身市场并不大。考虑到 HBV 和 HCV 的免疫血筛漏检率较高,达到 10^{-5} 数量级(参考文献《新疆艾滋病高发区献血人群 HIV、HCV 和 HBV 核酸检测的探讨》),且我国 HBV 和 HCV 发病率较高,核酸血筛试点检测到 HBV 和 HCV 的漏检问题不大。而 HIV 的免疫血筛漏检率较低,在 10^{-6} 数量级,试点的样本量缺乏统计学意义,可能会出现核酸血筛未检测到 HIV 免疫血筛漏检的情况,从而影响到核酸血筛全面推广的进程。因此,核酸血筛全面推广的时间表存在一定的不确定性。对此我们认为,由于 HIV 目前仍属于不治之症,且近年来发病率呈持续上升之势,其中临床用血感染时有发生,并造成了不良的社会影响,因此即使在试点中未检测到 HIV 免疫血筛漏检,国家仍会从全局出发去积极推进核酸血筛的普及,我们对核酸血筛在 2011 年开始全面推广持乐观态度,且认为最晚不会超过 2012 年。

表 2 科华生物同类上市公司 2011 年预测市盈率情况

证券代码	证券简称	2011 年预测市盈率
002223.SZ	鱼跃医疗	32.16
300003.SZ	乐普医疗	36.47
300030.SZ	阳普医疗	40.05
600055.SH	万东医疗	37.33
600587.SH	新华医疗	26.83
000661.SZ	长春高新	32.12
002007.SZ	华兰生物	28.26
002022.SZ	科华生物	27.90
002030.SZ	达安基因	39.47

002038.SZ	双鹭药业	26.27
002252.SZ	上海莱士	32.08
300009.SZ	安科生物	45.20
600161.SH	天坛生物	45.67
600867.SH	通化东宝	25.29
合计		33.94

数据来源: Wind, 湘财证券研究所

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我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。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。