



医疗仪器快速增长，静待血筛开闸

——2009 年年报点评

事件：

2010年4月22日，公司发布09年年报：2009年公司实现营业收入6.21亿元，同比增长27.53%，实现归属于母公司净利润2.04亿元，同比增长23.04%，实现每股收益0.50元。

同时公司公布了分红预案：2009年拟以每10股送2股并派现2元红利（含税）。

分析与点评：

1、 公司全年业绩符合预期，但第四季度出现环比下降

2009 年年报显示：受益于新医改产生的市场扩容，公司年度营业收入、营业利润、净利润同创历史新高，其中主营业务收入为 6.21 亿元、同比增长 27.53%；营业利润 2.20 亿，同比增长 28.02%；实现归属于母公司净利润 2.04 亿元，同比增长 23.04%。公司全年的业绩表现符合我们的预期。

由于全资子公司上海科华生物药业有限公司于 2009 年 9 月完成终止经营的清算，使得公司 09 年第四季度合并报表范围减少，以及第三季度为传统的销售旺季，导致公司营业收入、营业利润、净利润同时出现环比下降的情况，其中单季营业收入为 1.48 亿，环比下滑 19.07%；营业利润 0.47 亿，环比下滑 27.45%；实现归属于母公司净利润 0.44 亿元，环比下滑 33.73%

图 1： 公司近三年单季营业收入、营业利润和净利润情况

医药生物

评级： 推荐（维持）

目标价格： ¥ 29.50

当前价格： ¥ 25.50

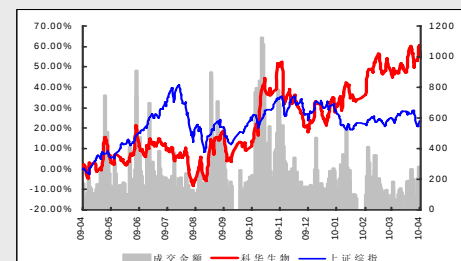
基础数据

总股本/流通 A 股（亿股）	4.1/3.6
总市值（亿元）	104.5
流通市值（亿元）	91.8
每股净资产（元）	1.84
净资产收益率（%）	27.04

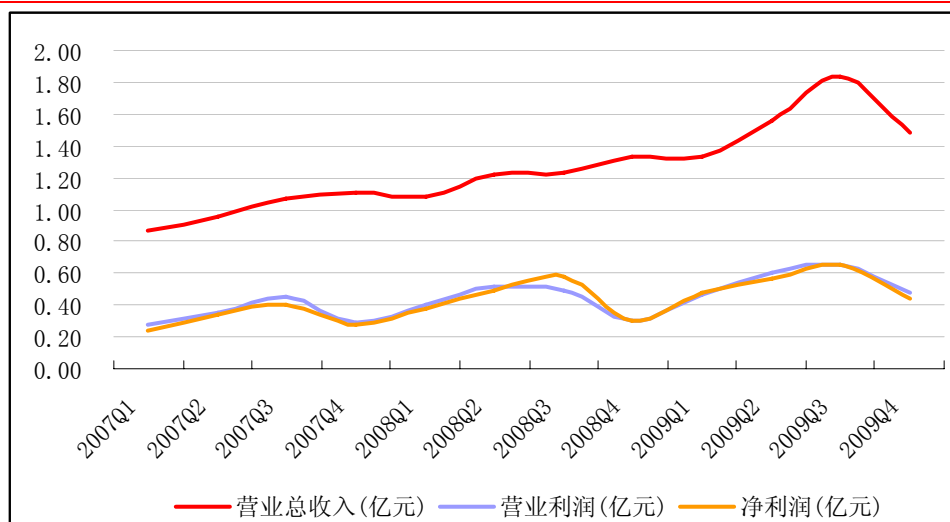
交易数据

52 周内股价区间（元）	15.02~ 27.04
静态市盈率（倍）	51
动态市盈率（倍）	39
市净率（倍）	13.8

52 周内股价走势



田 垒、张 欣 S0820208030013
电话 021-32229888*3507
邮箱 tianlei@ajzq.com



数据来源：公司公告、爱建证券

2、 毛利率下降主要是由于低毛利的医疗仪器业务增速较快所致

公司两大业务的毛利率变化并不大，但公司整体毛利率由2008年的60.95%下降至2009年的57.16%，这主要是由于低毛利的医疗仪器增速相对于高毛利产品体外临床诊断试剂增速较快所致。09年公司医疗仪器业务增速达到49.94%，而体外临床诊断试剂的增速仅为13.75%。

2009年公司的速动比率为4.45，显示公司具有很强的短期偿债能力；存货周转率和应收账款周转率较上年都有不同程度的提高，显示公司的运营能力有所提高；经营活动产生的现金流量净额达到了2.18亿，甚至超过了净利润，显示出公司良好的经营质量。通过上述财务指标的分析，我们认为公司目前经营基础稳健，经营状况良好。

图 2：2008 年主营收入构成及毛利率情况

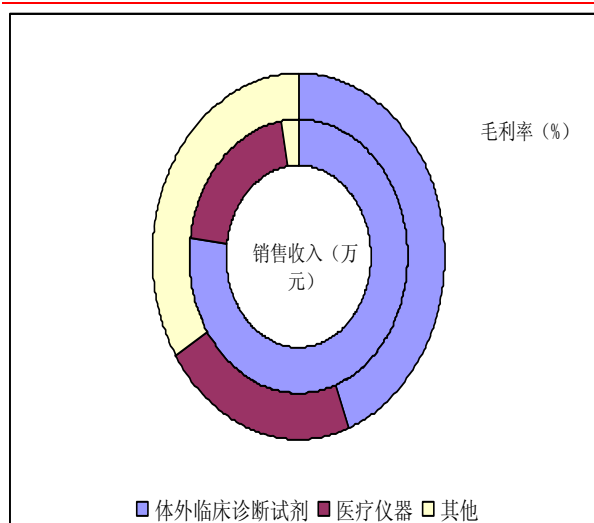
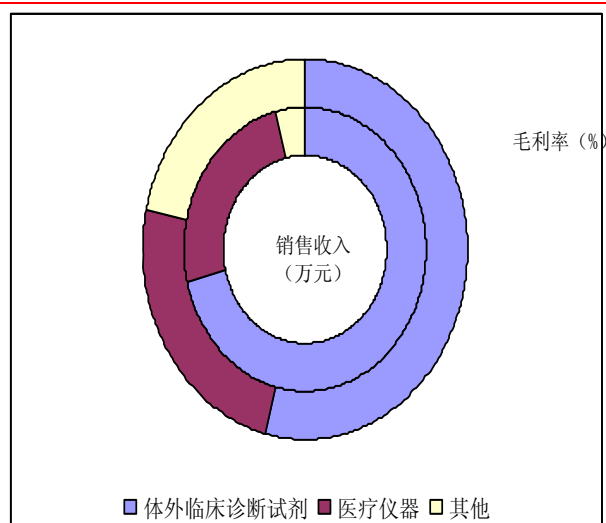


图 3：2009 年主营收入构成及毛利率情况



数据来源：公司公告、爱建证券

3、公司两大业务将继续受益于医改新政，血筛市场的开闸将助推公司迈上新台阶

我们认为公司今年将继续保持快速增长态势，主要有以下三点原因：

- (1) 体外临床诊断试剂：2009年该业务实现收入3.44亿元，占公司主营收入55%，而其中最重要的单品乙肝表面抗原酶联免疫诊断试剂（占体外临床诊断试剂75%左右）在09年国家有关招工、入学体检取消乙肝检测项目的政策出台后，一定程度上减少了对该产品的市场需求。但我们认为该项政策的出台对公司确有影响，但影响有限，并将伴随着新医改的推动，医院诊疗人次的增加等诸多使该产品市场扩容的因素影响下，将政策的不利影响消除。而其它产品也将受益于医改带来的市场扩容。
- (2) 医疗仪器：2009年该业务实现收入2.61亿元，占公司主营收入42%，其中自产仪器收入7113万，同比增长66.7%。由于我国目前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，必将拉动对医疗仪器的巨大的需求，以及医改政策对基层医疗机构的政策偏向，我们认为公司的医疗仪器业务将继续保持快速增长。
- (3) 血筛市场开闸：2010年，全国医政工作会议明确指出将积极应对重大传染病和突发事件，并将加强血液管理，保证血液安全，开展血液筛查核酸检测的试点工作。我们预计国内血筛市场规模在10亿左右。由于公司血筛三联试剂已经申报审批，且政策上，国家更倾向于将订单给国内企业，故我们认为血筛市场的开闸必将助推公司迈向新的台阶。

4、盈利预测和投资建议

表1： 盈利预测结果

单位：百万元

报表预测						
利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	399.10	487.12	621.20	842.07	1154.23	1498.32
减：营业成本	156.28	190.22	266.13	356.87	489.16	613.66
营业税金及附加	4.29	5.10	5.66	7.58	10.39	13.48
营业费用	68.18	80.28	95.52	126.31	184.68	239.73
管理费用	49.03	45.59	38.19	51.37	70.41	91.40
财务费用	-0.13	-1.36	-1.36	-3.20	-2.00	1.00
资产减值损失	1.28	0.88	0.75	1.00	1.00	1.00
加：投资收益	17.49	5.23	3.43	0.00	0.00	0.00

公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	137.66	171.64	219.73	302.15	400.59	538.04
加: 其他非经营损益	8.29	29.38	24.96	25.14	25.14	25.14
利润总额	145.95	201.02	244.69	327.29	425.74	563.19
减: 所得税	20.74	27.03	31.10	49.09	63.86	84.48
净利润	125.21	173.99	213.58	278.20	361.88	478.71
减: 少数股东损益	7.22	7.92	9.24	13.58	17.66	23.36
归属母公司股东净利润	118.00	166.08	204.34	264.62	344.22	455.35
EPS	0.29	0.41	0.50	0.65	0.84	1.11

(数据来源: 爱建证券)

我们预计公司10年、11年和12年每股收益分别为0.65元、0.84元和1.11元, 对应今日25.50元的收盘价, 动态市盈率分别为39倍、30倍和23倍。我们认为公司作为快速增长, 享受即将开闸的血筛市场的细分行业龙头, 合理股价应在29.5元左右(对应2011年35倍动态市盈率)。未来六个月内应有15%左右的上升空间, 给予“推荐”评级。

附表1：公司单季度财务报表

科华生物	2007Q1	2007Q2	2007Q3	2007Q4	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4
营业总收入 (亿元)	0.87	0.96	1.06	1.10	1.08	1.22	1.23	1.33	1.33	1.56	1.83	1.48
同比增长率(%)	20.48	19.86	19.10	11.20	24.83	28.12	15.75	20.70	22.90	27.72	48.67	11.51
环比增长率(%)	-12.36	10.08	11.40	3.47	-1.61	12.98	0.64	7.89	0.18	17.41	17.15	-19.07
营业总成本 (亿元)	0.63	0.62	0.65	0.89	0.69	0.74	0.75	1.02	0.88	0.96	1.19	1.02
同比增长率(%)	22.55	17.97	2.73	12.84	9.16	20.54	15.83	14.64	27.81	29.08	58.03	-0.36
环比增长率(%)	-20.05	-2.36	5.77	36.66	-22.66	7.83	1.63	35.26	-13.78	8.91	24.42	-14.72
销售费用 (亿元)	0.13	0.14	0.16	0.25	0.14	0.19	0.19	0.28	0.17	0.24	0.29	0.26
同比增长率(%)	9.58	23.62	45.41	8.64	13.50	33.19	16.33	11.90	15.89	23.79	53.36	-6.26
环比增长率(%)	-44.30	13.15	13.56	51.80	-41.81	32.77	-0.81	46.02	-39.73	41.82	22.88	-10.75
管理费用 (亿元)	0.09	0.09	0.10	0.20	0.09	0.12	0.07	0.18	0.10	0.07	0.09	0.12
同比增长率(%)	29.18	13.21	-16.55	53.41	-8.02	26.28	-31.48	-9.23	11.83	-36.70	26.92	-33.13
环比增长率(%)	-28.16	-3.50	11.96	97.67	-56.93	32.48	-39.25	161.87	-46.93	-25.02	21.81	37.96
财务费用 (亿元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-0.01	-0.01	-0.01	0.00	0.00	-0.01
同比增长率(%)	181.54	57.64	-3.49	-2,315	-56.49	74.72	-794.59	-449.75	-700.56	97.48	91.85	28.39
环比增长率(%)	5,688	-232.17	124.44	-233.80	200.69	-176.78	-571.48	-5.90	-10.00	99.68	-2,069.51	-830.24
营业利润 (亿元)	0.27	0.36	0.46	0.29	0.40	0.51	0.49	0.31	0.46	0.61	0.65	0.47
同比增长率(%)	38.12	35.11	74.48	43.03	47.78	44.18	7.58	6.04	15.23	17.86	32.46	54.67
环比增长率(%)	34.40	31.32	28.58	-36.97	38.87	28.12	-4.06	-37.87	50.90	31.04	7.82	-27.45
利润总额 (亿元)	0.29	0.37	0.47	0.33	0.43	0.56	0.66	0.37	0.53	0.62	0.78	0.52
同比增长率(%)	43.40	40.65	74.80	62.13	50.31	48.84	40.94	10.15	22.73	11.90	18.19	41.65
环比增长率(%)	38.26	30.70	25.04	-28.24	28.18	29.43	18.40	-43.92	42.82	18.00	25.05	-32.79
所得税 (亿元)	0.04	0.04	0.07	0.06	0.06	0.06	0.08	0.07	0.05	0.05	0.12	0.08
同比增长率(%)	57.73	-7.88	69.83	44.09	30.08	64.34	25.23	13.59	-6.93	-14.54	46.56	23.02
环比增长率(%)	8.85	-11.03	70.94	-12.96	-1.73	12.40	30.26	-21.05	-19.48	3.21	123.38	-33.73
净利润 (亿元)	0.24	0.33	0.40	0.28	0.37	0.49	0.57	0.30	0.47	0.57	0.65	0.44
同比增长率(%)	41.08	49.86	75.65	66.50	53.98	47.04	43.56	9.43	27.28	15.34	14.06	45.70
环比增长率(%)	45.38	38.27	19.68	-30.79	34.44	32.04	16.85	-47.24	56.37	19.66	15.55	-32.61

(数据来源：WIND、爱建证券)

附表2：公司历年财务指标

科华生物	2004	2005	2006	2007	2008	2009
销售毛利率(%)	57.55	55.63	57.35	60.84	60.95	57.16
同比增长率(%)	5.93	-3.34	3.09	6.09	0.18	-6.22
扣除非经常损益后的净利润/净利润(%)	95.81	96.01	96.60	94.54	80.42	89.19
同比增长率(%)	3.65	0.20	0.62	-2.13	-14.94	10.90
资产负债率(%)	14.26	16.70	17.81	20.59	12.69	14.37
同比增长率(%)	-58.20	17.09	6.66	15.62	-38.38	13.22
速动比率	4.90	3.61	3.09	2.73	4.85	4.45
同比增长率(%)	184.07	-26.47	-14.17	-11.65	77.24	-8.18
存货周转率(次)	3.39	3.60	3.58	2.77	2.78	3.62
同比增长率(%)	-5.85	6.13	-0.49	-22.63	0.47	30.24
应收账款周转率(次)	4.84	5.33	5.21	5.41	5.89	7.22
同比增长率(%)	13.32	10.21	-2.31	3.88	8.83	22.55
经营活动产生的现金流量净额(亿元)	0.49	0.74	0.87	1.13	1.38	2.18
同比增长率(%)	-30.93	51.78	17.90	29.49	21.90	58.00
投资活动产生的现金流量净额(亿元)	-0.45	-0.75	-0.80	-0.01	-0.19	-0.38
同比增长率(%)	-203.24	-67.82	-7.01	99.30	-3,222.85	-101.66
筹资活动产生的现金流量净额(亿元)	1.47	-0.50	-0.33	-0.29	-0.27	-0.43
同比增长率(%)	532.97	-133.66	33.10	11.71	9.23	-61.09

(数据来源：WIND、爱建证券)

投资评级说明

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

● 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅15%以上

推 荐 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅5%~15%

中 性 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回 避 : 预期未来6个月内, 个股相对大盘跌幅5%以上

● 行业评级

强于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅5%以上

中 性 : 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘跌幅5%以上

重要声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发, 需注明出处为爱建证券研究发展总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。