

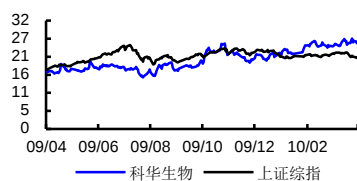
动态报告

医药保健
制药与生物
科华生物(002022)
10 年一季报点评
谨慎推荐

(维持评级)

2010 年 4 月 28 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

昨收盘 (元)	25.00
总股本/流通 A 股(百万股)	410.23/362.54
流通 B 股/H 股(百万股)	0.00/0.00
总市值/流通市值(百万元)	10,255.78/9,063.41
上证综指/深圳成指	2,907.93/11,355.37
12 个月最高/最低 (元)	26.62/15.16

财务数据

净资产值(百万元)	801.00
每股净资产(元)	1.95
市净率	12.80
资产负债率	12.37%
息率	0.80%

相关研究报告:

《科华生物 09 业绩快报点评: 总体业绩平稳, 仪器业务闪亮》——2010-2-26
 《科华生物 09 年三季报点评: 仪器业务带动收入快速增长(请以此为准)》——2009-10-27

分析师: 丁丹

电话: 0755-82139908

E-mail: dingdan@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号: S0980207050195
分析师: 贺平鸽

电话: 0755-82133396

E-mail: hepg@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号: S0980209080405

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

Q1 业绩低于预期, 期待营销投入逐步显效

●Q1 收入较快增长, 业绩低于预期

公司 10Q1 实现收入 1.68 亿元, 同比增长 26%, 营业利润 4956 万元, 同比微增 1.48%, 归属母公司股东净利润 4540 万元, 同比小幅 2.82%。实现 EPS0.11 元/股, 低于我们之前 0.13 元/股的预测。经营性现金流 0.065 元/股, 同比下降 37%。公司同时预告 10 年 H1 归属于母公司所有者的净利润比上年同期增长幅度小于 30%。

●毛利率下降因仪器业务增长更快

Q1 毛利率 48.5%, 同比明显下降 6.5 个百分点。公司的试剂业务毛利率一向稳定, 我们判断是由于毛利率更低的仪器业务增长更快所致。Q1 期间费用增长 30%也超过收入增速: 其中管理费用增长 22%增幅依旧小于收入; 财务费用为负, 贡献了 267 万元利润, 主要是占比最大的销售费用较快增长 45%, 期待一季对销售的较高投入能在今年后半程带来较好效应。

●09 年开始公司已经进入内生性平稳增长期

09 年公司收入快速增长 28%, 主要因部分代理仪器业务的销售模式由原来的佣金结算模式调整为买断销售模式, 收入确认方式的改变使代理仪器收入快速增长 50%以上。从主要的试剂业务来看, 收入增长只有 12%, 已经进入内生性平稳增长期。

●血筛市场的试点时间和规模暂不确定, 产生盈利亦需要一个过程

公司在血筛市场试点的前期工作是业内最为领先的, 预计这一新增市场放开后公司能够获得领先市场份额。但试点时间和规模目前均不确定, 尤其是 PCR 仪器投入成本较高, 即使市场放开, 估计当年也难以产生明显盈利。

●维持“谨慎推荐”评级

暂维持我们在 2 季度策略中对公司 10~11 年 EPS0.63、0.77 元/股的预测, 目前 09~11 年动态估值 40X、33X, 公司整体已经进入内生性平稳增长期, 这一估值已经包含了市场对血筛新增市场的预期, 维持“谨慎推荐”评级。

盈利预测和财务指标

	2007	2008	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	399.10	487.12	789	970	1,164
(+/-%)	17.27%	22.05%	27.0%	23.0%	20.0%
净利润(百万元)	118.00	166.08	258	314	377
(+/-%)	58.57%	40.75%	26.0%	22.0%	19.9%
每股收益 (元)	0.56	0.53	0.63	0.77	0.92
EBIT Margin	36.95%	41.57%	35.1%	36.4%	36.6%
净资产收益率 (ROE)	25.70%	27.02%	27.5%	27.2%	26.5%
市盈率 (PE)	32.59	34.73	39.8	32.6	27.2
EV/EBITDA	24.32	26.74	35.6	28.1	23.4
市净率 (PB)	8.37	9.38	10.96	8.87	7.22

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E	利润表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	468	575	709	857	营业收入	621	789	970	1164
应收款项	95	130	186	255	营业成本	266	338	404	484
存货净额	79	109	142	196	营业税金及附加	6	8	10	12
其他流动资产	22	16	15	12	销售费用	96	118	145	172
流动资产合计	665	830	1052	1320	管理费用	38	48	59	70
固定资产	129	135	139	141	财务费用	(1)	(2)	(5)	(7)
无形资产及其他	16	16	15	15	投资收益	3	5	5	5
投资性房地产	84	84	84	84	资产减值及公允价值变动	(1)	0	0	0
长期股权投资	32	42	52	62	其他收入	0	0	0	0
资产总计	926	1107	1342	1621	营业利润	220	284	363	438
短期借款及交易性金融负债	49	20	15	10	营业外净收支	25	22	15	15
应付款项	37	54	60	65	利润总额	245	306	378	453
其他流动负债	46	50	54	58	所得税费用	31	37	49	59
流动负债合计	132	124	129	133	少数股东损益	9	12	14	17
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	204	258	314	377
其他长期负债	1	1	1	1					
长期负债合计	1	1	1	1					
负债合计	133	126	130	134					
少数股东权益	37	45	55	67					
股东权益	756	936	1156	1420					
负债和股东权益总计	926	1107	1342	1621					

现金流量表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	204	258	314	377
资产减值准备	(0)	(1)	0	0
折旧摊销	14	15	17	19
公允价值变动损失	1	0	0	0
财务费用	(1)	(2)	(5)	(7)
营运资本变动	(21)	(37)	(78)	(112)
其它	6	9	10	12
经营活动现金流	204	243	263	296
资本开支	(14)	(20)	(20)	(20)
其它投资现金流	(0)	0	0	0
投资活动现金流	(14)	(30)	(30)	(30)
权益性融资	3	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(72)	(77)	(94)	(113)
其它融资现金流	87	(29)	(5)	(5)
融资活动现金流	(53)	(106)	(99)	(118)
现金净变动	137	107	134	148
货币资金的期初余额	331	468	575	709
货币资金的期末余额	468	575	709	857
企业自由现金流	193	201	226	258
权益自由现金流	281	174	225	258

关键财务与估值指标	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.50	0.63	0.77	0.92
每股红利	0.17	0.19	0.23	0.28
每股净资产	1.84	2.28	2.82	3.46
ROIC	26%	33%	42%	45%
ROE	27%	28%	27%	27%
毛利率	57%	57%	58%	58%
EBIT Margin	35%	35%	36%	37%
EBITDA Margin	37%	37%	38%	38%
收入增长	28%	27%	23%	20%
净利润增长率	23%	26%	22%	20%
资产负债率	18%	15%	14%	12%
息率	0.7%	0.8%	0.9%	1.1%
P/E	50.2	39.8	32.6	27.2
P/B	13.6	11.0	8.9	7.2
EV/EBITDA	45.2	35.6	28.1	23.4

资料来源：国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所研究团队(含联系人)

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82133339	赵 谦	021-60933153	郑 武	0755- 82130422
林松立	010-82254212	崔 嵘	021-60933159	陈建生	0755- 82130422
		廖 喆	021-60933162	岳 鑫	0755- 82130422
		黄学军	021-60933142	高 健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021-68864597	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	李筱筠	010-82254205
谈 煊	010- 82254212	黄道立	0755-82130833	黄海培	021-60933150
王一峰	010- 66026320			陈 玲	0755-82133400
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010-82254160	孙菲菲	0755-82133400
左 涛	021-60933164			吴美玉	010-82252911
				祝 彬	0755-82132518
基础化工		医药		石油与石化	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-60875160
陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755-82130678	严蓓娜	021-60933165
邱斌	0755-82130532	陈 栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
				谢鸿鹤	0755-82130646
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	程 峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晨	0755- 82130761
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晨	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
王一峰	010-82250828				
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82133476	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148				
煤炭		建筑		固定收益	
陈 健	010-66215566	邱 波	0755-82133390	李怀定	021-60933152
苏绍许	021-60933144	李遵庆	0755-82133343	张 旭	010-82254210
				高 宇	0755-82133528
				蔺晓熠	021-60933146
指数与产品设计		投资基金		量化投资	
焦 健	0755-82131822	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
赵学昂	0755-82131822	黄志文	0755-82133928	董艺婷	021-60933155
王军清	0755-82133297	刘舒宇	0755-82131822	林晓明	021-60933154
阳 瑾	0755-82131822	康 亢	010-66026337		
周 琦	0755-82131822	彭怡萍			
彭甘霖					

国信证券机构销售团队

华南区			华东区			华北区		
万成水	0755-82133147		盛建平	021-60875169		王立法	010-82252236	
	13923401205			15821778133			13910524551	
	wancs@guosen.com.cn			shengjp@guosen.com.cn			wanglf@guosen.com.cn	
邵燕芳	0755-82133148		马小丹	021-60875172		王晓建	010-82252615	
	13480668226			13801832154			13701099132	
	shaoyf@guosen.com.cn			maxd@guosen.com.cn			wangxj@guosen.com.cn	
林 莉	0755- 82133197		郑 毅	021-60875171		谭春元	010-82254209	
	13824397011			13795229060			13810118116	
	Linli2@guosen.com.cn			zhengyi@guosen.com.cn			tancy@guosen.com.cn	
王昊文	0755-82130818		黄胜蓝	021-60875173		焦 骥	010-82254202	
	18925287888			13761873797			13601094018	
	wanghaow@guosen.com.cn			huangsl@guosen.com.cn			jiaojian@guosen.com.cn	
甘 墨	0755-82133456		刘 塑	021-60875177		李锐	010-82254212	
	15013851021			13817906789			13691229417	
	ganmo@ guosen.com.cn			liusu@guosen.com.cn			lirui2@guosen.com.cn	
			叶琳菲	021-60875178		徐文琪	010-82254210	
				13817758288			13811271758	
				yelf@guosen.com.cn			xuwq@guosen.com.cn	
			孔华强	021-60875170				
				13681669123				