

生物制品 III



王晞, 项军

证书号 S0190200010075

021-38565926

wangx@xyzq.com.cn

科华生物 (002022)

短期增速放缓, 长期价值不改

推荐 (维持)

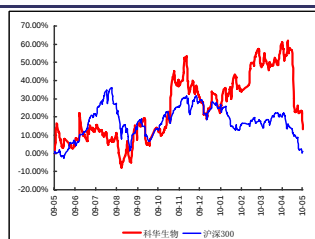
市场数据

报告日期	2010-5-14
收盘价(元)	18.66
52周最高/最低(元)	26.62/15.16
总股本(百万股)	410.23
流通股本(百万股)	362.54
总市值(百万元)	7654.92
流通市值(百万元)	6764.93
净资产(百万元)	801.00
总资产(百万元)	956.27

主要财务指标

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	621	813	1169	1573
同比增长(%)	27.5%	30.9%	43.7%	34.6%
净利润(百万元)	204	236	324	428
同比增长(%)	23.0%	15.3%	37.5%	32.2%
毛利率(%)	57.2%	53.3%	53.6%	53.3%
净利率(%)	32.9%	29.0%	27.7%	27.2%
净资产收益率(%)	27.0%	25.9%	26.3%	25.8%
每股收益(元)	0.50	0.57	0.79	1.04
每股经营现金流(元)	0.53	0.57	0.62	0.89

股价走势



相关报告

《科华生物 2008 年报点评:
业绩符合预期》2009-4-21

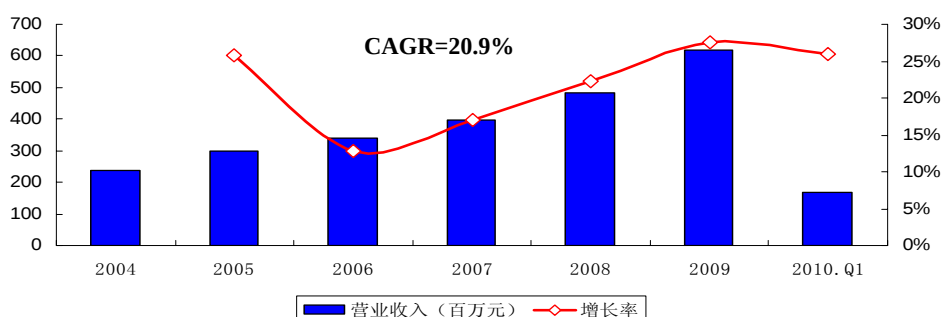
投资要点

- 我们近日参加了科华生物的股东大会, 与公司管理层就行业竞争格局、公司业务状况以及未来发展战略等问题作了沟通交流。
- 乙肝检测禁令对公司业绩影响有限。根据我们的估算, 即使以最悲观的预测, 该项收入的减少对公司 EPS 的影响也仅为 0.05 元, 2011 年后公司将重拾快速增长的步伐。
- 医疗仪器接过高增长大旗。自 2009 年开始, 医疗仪器业务尤其是自产仪器增长迅猛, 2010 年一季度仍然保持高速增长, 成为了公司新的增长点, 有效弥补了诊断试剂业务的增速下滑。
- 血筛业务是长期最大的看点。今年下半年将进行全国 14 个城市的血筛核酸检测试点, 明年有望在全国范围内正式铺开, 我们初步判断该业务对今年的业绩影响不大, 明后两年将受益明显。
- 业绩预测。假设血筛业务如期开展, 我们预估公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.57、0.79 和 1.04 元, 今年的业绩增速基本上是未来几年的最低点, 明后两年公司将迎来加速增长。我们认为公司股价在近期持续大跌后估值优势明显, 维持“推荐”评级。
- 风险提示。公司血筛业务的规模、盈利情况以及具体开展时间均存在一定的不确定性。

公司业绩回顾

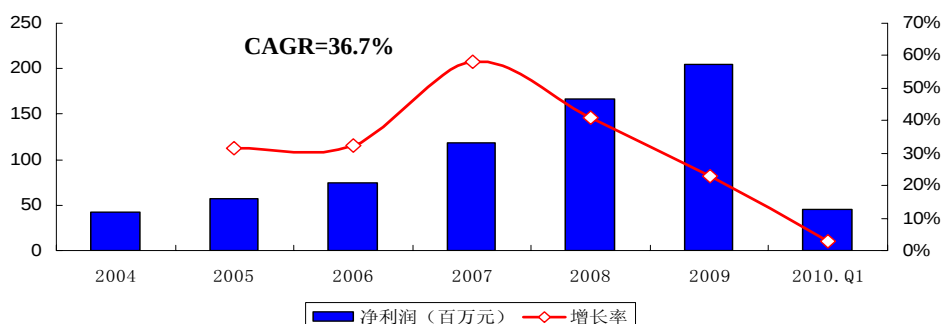
公司 2009 年实现营业收入 62,120 万元，同比增长 27.53%；归属上市公司股东的净利润 20,434 万元，同比增长 23.0%。2010 年一季度实现营业收入 16,860 万元，同比增长 26.0%；归属上市公司股东的净利润 4,540 万元，同比增长 2.82%。一季度净利润增速大幅度放缓，远远低于营业收入增速，主要原因是公司产品结构调整，高毛利率的体外临床诊断试剂增长缓慢，低毛利率的医疗仪器贡献了收入的大部分增量。

图 1、2004-2010. Q1 公司主营收入增长情况



数据来源：公司年报，兴业证券研发中心

图 2、2004-2010. Q1 公司净利润增长情况



数据来源：公司年报，兴业证券研发中心

乙肝体检禁令的严格执行对公司的影响到底有多大？

今年 2 月份国家卫生部出台了《关于进一步规范入学和就业体检项目维护乙肝表面抗原携带者入学和就业权利的通知》，强调对取消入学、就业中的乙肝两对半的体检政策要严格执行，导致公司免疫诊断试剂的销售收入有所下滑，我们预计今年一季度同比下降 10% 左右，影响了净利润增速。投资者最为关心的是，乙肝体检禁令对公司的影响程度到底有多大？

我们可以作一个简单的测算：2009 年公司免疫诊断试剂销售收入 2 亿左右，其中乙肝两对半检测试剂占比 50%，对应 1 亿的收入。乙肝检测试剂主要用于体检、血站和浆站三部分，大约各占三分之一的比例。我们以最悲观的情况来估算，用于体检的乙肝检测试剂每年贡献收入 4000 万元，净利润率 50%，则带来净利润 2000 万；假设该项业务从 2010 年开始彻底萎缩为零（实际不可能，因为还有小

部分自愿体检乙肝两对半和体检中心由于利益驱动用甲肝、丙肝等其他型肝炎检测替代乙肝禁令造成的收入下降), 每年扣除利润 2000 万, 对应 EPS 减少 0.05 元。

我们认为, 毫无疑问, 乙肝体检禁令对今年的盈利增速有一定的不利影响, 但是最近公司股价的大幅下跌已经充分甚至过度反映了该预期, 明后两年公司的业绩将重新步入增长的快车道。

诊断试剂增长放缓的原因及公司的对策

公司的体外临床诊断试剂业务 2009 年同比仅增长 12%, 增速明显放缓, 主要原因有:

- 市场竞争日趋激烈。国内诊断试剂是个充分竞争的市场, 有 30 多家具备一定规模的厂家参与竞争, 主要竞争对手有丽珠集团、北京万泰生物药业等, 而且各家公司产品同质化比较严重。
- 营销策略不够灵活。科华一直以来主要做中高端市场, 以较高的销售价格来维持高毛利率, 低端市场基本没有介入。面对竞争对手的低价战略, 公司应对措施不够, 导致市场份额停滞不前甚至略有下滑。

面对诊断试剂增长乏力的困境, 公司管理层也在积极采取应对措施:

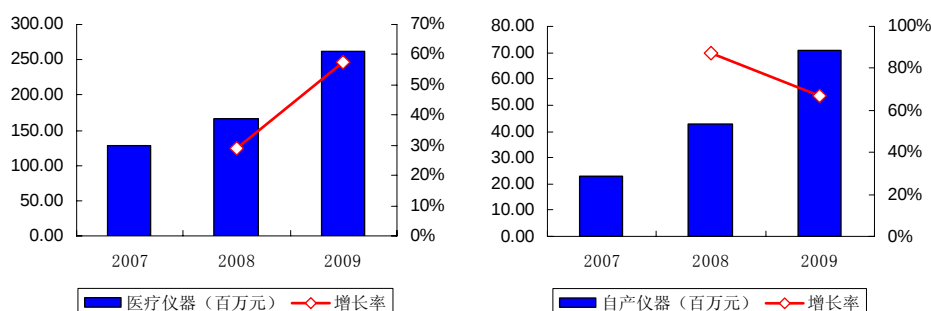
- 推进仪器试剂一体化的战略。国外经验表明, 医疗仪器的增长, 能极大推动配套试剂的销售, 如国际制药和诊断巨头罗氏公司, 就是采取仪器和试剂一体化销售战略。公司目前也在积极推动该战略的实施, 努力实现试剂和仪器共促进齐增长的协同效应。
- 调整营销策略, 比如适当降低价格来参与县级以下和农村等低端市场的竞争, 牺牲一定的毛利率来抢占更大更多的市场份额。
- 尽快推出新品种。目前公司在研的主要产品有荧光发光和化学发光试剂, 和现有的传统酶标试剂相比, 灵敏度更高, 竞争力也更强。但是由于研发和申报周期的不确定性, 新品种何时能推出尚不得而知。

我们认为, 通过仪器配套销售和营销策略的调整, 公司的诊断试剂有望抵消乙肝体检禁令带来的负面影响。不过, 在新产品推出之前, 试剂业务很难出现爆发式的高增长。

医疗仪器接过高增长大旗

公司医疗仪器业务这两年增长迅速, 有效弥补了试剂业务逐渐放缓的增速。该业务分为代理仪器和自产仪器两部分, 其中自产仪器业务在小基数上增长尤为迅猛。公司自产的全自动生化仪 2009 年仅销售 300 多台, 今年一季度销量预计就达到去年的三分之二, 全年销量翻番应该问题不大。医疗仪器的高速增长, 一方面是由于公司仪器业务处于发展初期, 基数不高; 另一方面是自产仪器系列日益丰富, 品种的增加和高端产品的推出促进了销量和价格的双重提升。

图 3、2007-2009 公司医疗仪器销售收入增长情况



数据来源：公司年报，兴业证券研发中心

公司代理仪器以进口仪器为主，偏重高端市场，主要客户为国内三甲医院；自产仪器从最初的酶标仪、PCR 仪到现在的半自动和全自动生化仪，公司的产品逐渐向高端化、系列化发展，全自动生化仪已推出卓越 100、200、300、400 等系列，另外卓越 800 系列预计今年下半年推出，基本上能满足不同层次的市场需求。国内医疗仪器市场，科华的主要竞争对手是深圳迈瑞公司，该公司进入市场早，研发实力强，目前占据了国内 30% 左右的市场份额，科华的市场份额仅 10%。

我们认为，公司的医疗仪器业务在未来几年有望继续保持高速增长。

即将开展的血筛业务是最大的看点

血筛业务一直是公司未来寄予厚望的增长点，市场比较关心的是，该业务目前进展如何？能给公司带来多大的效益？根据我们了解的信息，血筛核酸检测上海试点招投标已经结束，共计 8 万袋，投标的有罗氏、科华和达安基因等。出人意料的是，罗氏报价最低，仅为 33 元/袋，明显低于科华（40 元/袋）和达安（比科华更高）的报价。今年 6 月份全国 16 个重点城市血筛试点的招投标将启动，届时将会有更多的公司参与竞争。对于血筛我们的观点是：

- 血筛核酸检测明年有望在全国范围正式运行。目前国内血筛市场以“双酶标”检测法为主，虽然漏检的概率很低，但一旦漏检的含病毒血液（尤其是爱滋病毒）进入临床使用，后果不堪设想。在欧美等发达国家，血筛核酸检测已普及为常规检测方法，因此，我们判断核酸检测在试点结束后，正式在全国范围内全面铺开的可能性极大。
- 科华占据一定市场份额是大概率事件。虽然第一次招投标罗氏志在必得，但我们认为，罗氏不同寻常的低价战略可能以试探性为主，今后很难持续，毕竟之前罗氏在其它地区血筛核酸检测的单价为 80 元/袋以上。此外，从政府层面来看，这样意义重大的卫生保健项目的市场全部给外企做的可能性非常小，而在国内企业中，科华具备领先的优势。因此，我们看好科华能在即将开展的血筛市场中占据相当的市场份额。
- 血筛市场给科华能带来多大的效益？国内血筛核酸检测今年 6 月份开始在全国 14 个城市试点，预计总量为 100 万袋左右，每袋单价 40 元，对应市场 4000 万。我们假定 2011 年血筛开始在全国逐渐铺开，估计全国市场容量为 6-8 亿

元。我们假设市场容量 2010 年 0.4 亿，2011 年 4 亿，2012 年 7 亿，科华能占据 25% 的市场份额，则贡献收入 2010-2012 分别为 1000 万、1.0 亿和 1.75 亿。保守估计，血筛业务的净利润率达到 35% 的可能性较大。

我们认为，血筛核酸检测在国内成为常规检测方法的确定性很强，科华在血筛市场占据一席之地的可能性非常大。虽然该业务今年给公司带来的效益不甚明显，但明后两年随着其在全国范围逐渐全面铺开，对公司的利润贡献将显著增加。

试剂出口仍需等待

诊断试剂出口 2009 年给公司贡献营收 3500 万左右，未来也是公司发展的一大方向，尤其是与法国生物试剂公司梅里埃的合作，增加了市场对公司试剂出口业务的期待。公司目前虽然有多个产品通过了欧盟的 CE 认证，但由于进展缓慢手续繁多，我们认为，公司真正实现向规范市场大规模试剂出口的过程可能会比较漫长，仍需投资者耐心等待。

业绩预测

- 一季度公司业绩同比仅增长 3% 不到，远远低于市场预期，导致了近期股价的大幅度下跌。我们认为，一季度并不能完全代表全年的业绩走向，很可能是全年低点，下半年公司的业绩将会有所好转，但总体而言，受免疫诊断试剂业务下滑的影响，2010 年将是公司业绩相对比较困难的一年，增速放缓。
- 假定血筛业务如期开展，我们预估公司 2010-2012 年的 EPS 分别为：0.57、0.79 和 1.04 元；我们认为 2010 年将是公司业绩增速的低点，明后两年将重新迎来快速增长。

表 1、公司盈利预测假设

年份		2009	2010E	2011E	2012E
体外临床诊断试剂	销售收入（百万元）	343.80	367.74	514.27	658.93
	同比增长率 %	12.41%	6.96%	39.85%	28.13%
	毛利率 %	75.30%	75.50%	76.00%	76.00%
其中：免疫诊断试剂	销售收入（百万元）	208.38	200.04	220.05	248.66
	同比增长率 %	10.00%	-4.00%	10.00%	13.00%
其中：生化诊断试剂	销售收入（百万元）	109.48	131.38	164.22	205.28
	同比增长率 %	19.00%	20.00%	25.00%	25.00%
其中：核酸诊断试剂	销售收入（百万元）	25.94	36.32	130.00	205.00
	同比增长率 %	6.31%	40.00%	257.97%	57.69%
医疗仪器	销售收入（百万元）	261.11	431.01	638.95	897.76
	同比增长率 %	57.71%	65.07%	48.25%	40.51%
	毛利率 %	34.33%	35.00%	36.00%	37.00%
其中：代理仪器	销售收入（百万元）	190.03	288.85	404.38	545.92
	同比增长率 %	54.50%	52.00%	40.00%	35.00%
其中：自产仪器	销售收入（百万元）	71.08	142.16	234.56	351.85
	同比增长率 %	67.01%	100.00%	65.00%	50.00%
其它	销售收入（百万元）	13.92	14.62	15.35	16.11
	同比增长率 %	2.96%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率 %	35.70%	35.00%	35.00%	35.00%
营业费用 / 主营业务收入 %		15.38%	15.00%	15.50%	15.50%

管理费用 /主营业务收入 %	6.15%	6.00%	6.00%	6.00%
财务费用 /主营业务收入 %	-0.22%	-0.07%	-0.18%	-0.23%
实际税率 %	12.71%	13.00%	13.00%	13.00%

数据来源：兴业证券研发中心整理

表 2、公司盈利预测结果

项目	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	621	813	1169	1573
增长率 %	27.5%	30.9%	43.7%	34.6%
营业利润（百万元）	220	259	369	492
增长率 %	28.0%	17.7%	42.6%	33.5%
净利润（百万元）	204	236	324	428
增长率 %	23.0%	15.3%	37.5%	32.2%
最新摊薄每股收益（元）	0.50	0.57	0.79	1.04
每股净资产（元）	1.84	2.22	3.01	4.05
动态市盈率（倍）	37.46	32.48	23.62	17.87
市净率（倍）	10.13	8.42	6.21	4.61

数据来源：兴业证券研发中心整理

估值讨论

- 科华生物最近时期业绩增长放缓，导致股价大幅下跌，估值水平已经降低。我们认为公司目前是业绩最差时期，未来业绩有望加速增长，给予“推荐”评级。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	665	826	1149	1611
货币资金	468	559	773	1104
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	86	110	152	205
其他应收款	7	9	13	17
存货	79	113	161	218
非流动资产	261	300	314	338
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	32	32	32	32
投资性房地产	1	1	1	1
固定资产	127	140	151	160
在建工程	2	1	1	0
油气资产	0	0	0	0
无形资产	16	31	46	61
资产总计	926	1126	1463	1949
流动负债	132	168	168	209
短期借款	49	25	20	20
应付票据	0	0	0	0
应付账款	37	53	75	102
其他	46	90	73	88
非流动负债	1	1	1	1
长期借款	0	0	0	0
其他	1	1	1	1
负债合计	133	169	169	211
股本	410	410	410	410
资本公积	18	18	18	18
未分配利润	245	375	666	1052
少数股东权益	37	47	61	77
股东权益合计	793	957	1294	1738
负债及权益合计	926	1126	1463	1949

现金流量表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	204	236	324	428
折旧和摊销	15	15	17	18
资产减值准备	0	2	4	4
无形资产摊销	2	2	2	2
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	-1	-1	-2	-4
投资损失	-3	-4	-4	-4
少数股东损益	9	10	13	16
营运资金的变动	8	10	106	93
经营活动产生现金流量	213	234	255	365
投资活动产生现金流量	-23	-37	-38	-38
融资活动产生现金流量	-38	-105	-3	4
现金净变动	152	91	214	331
现金的期初余额	331	468	559	773
现金的期末余额	483	559	773	1104

利润表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	621	813	1169	1573
营业成本	266	380	542	734
营业税金及附加	6	8	12	15
销售费用	96	122	181	244
管理费用	38	49	70	94
财务费用	-1	-1	-2	-4
资产减值损失	1	1	1	1
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	3	4	4	4
营业利润	220	259	369	492
营业外收入	25	25	20	20
营业外支出	0	1	1	1
利润总额	245	283	388	511
所得税	31	37	50	66
净利润	214	246	337	445
少数股东损益	9	10	13	16
归属母公司净利	204	236	324	428
EPS (元)	0.50	0.57	0.79	1.04

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长性(%)				
营业收入增长率	27.5%	30.9%	43.7%	34.6%
营业利润增长率	28.0%	17.7%	42.6%	33.5%
净利润增长率	23.0%	15.3%	37.5%	32.2%
盈利能力(%)				
毛利率	57.2%	53.3%	53.6%	53.3%
净利率	32.9%	29.0%	27.7%	27.2%
ROE	27.0%	25.9%	26.3%	25.8%
偿债能力(%)				
资产负债率	14.4%	15.0%	11.6%	10.8%
流动比率	5.05	4.93	6.83	7.69
速动比率	4.45	4.25	5.88	6.65
营运能力(次)				
资产周转率	0.75	0.79	0.90	0.92
应收帐款周转率	6.74	7.72	8.30	8.20
每股资料 (元)				
每股收益	0.50	0.57	0.79	1.04
每股经营现金	0.53	0.57	0.62	0.89
每股净资产	1.84	2.22	3.01	4.05
估值比率 (倍)				
PE	37.46	32.48	23.62	17.87
PB	10.13	8.42	6.21	4.61

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间

中 性: 相对大盘涨幅在-5%部 ~ 5%之间

回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部

上海地区销售经理

邓亚萍	电话: 021-38565916	Email: dengyp@xyzq.com.cn
盛英君	电话: 021-38565938	Email: shengyj@xyzq.com.cn
过 枫	电话: 021-38565966	Email: guofeng120@hotmail.com
姜 洋	电话: 021-38565910	Email: jydadao@sina.com

北京地区销售经理

韩吟华	电话: 021-38565933	Email: hanyh@xyzq.com.cn
-----	------------------	---

广东地区销售经理

朱元戔	电话: 021-38565941	Email: zhuyy@xyzq.com.cn
-----	------------------	---

重要声明

兴业证券系列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本公司和作者无关。