

证券研究报告

生物制品III



分析师 王晞
021-38565926
wangx@xyzq.com.cn
SAC:S0190510110011

推荐 (维持)

联系人: 徐佳熹
021-38565685
xujiaxi@xyzq.com.cn

科华生物 (002022)

试剂业务稳步增长, 研发出口仍具看点

2011 年 11 月 22 日

投资要点

近日, 我们调研了科华生物, 与公司管理层就企业经营情况、研发情况、行业动态等问题进行了交流。

- **血筛业务逐步放量:** 今年政府对血筛业务的投入进一步加大, 有 50 多家血站加入了扩大后的血筛试点计划, 部分未在试点范围内的血站也自行开展了血筛业务, 目前公司在十余个血站招标中中标, 位居内资企业之首。由于大部分下半年招标的血站实际开展业务需要一段时间, 因此我们预计明年将成为公司血筛业务真正放量的第一年, 按今年试点业务规模 (300-400 万人份, 每人份 35 元计), 公司有望占据 25-30% 的市场份额, 带来约 3000 万的销售收入, 而由于血筛需要仪器投放、设备调试等诸多工作, 血站一旦选定血筛供应商便具有一定粘性, 将使得公司在未来的招标中也处于优势地位。同时由于国家计划在“十二五”期间陆续完成血筛的全面覆盖, 届时将有望形成 6-10 亿元的新增市场, 公司血筛业务未来也有望持续增长。
- **试剂业务稳步发展:** 公司今年试剂业务总体增长较为平稳, 其中生化试剂表现不俗, 1-9 月份增速超过 30%, 已经形成与免疫试剂各占半壁江山的局面, 而基数较低的核酸试剂前三季度的增长也超过了 40%。在免疫试剂方面, 由于公司上半年出口试剂销售收入核算方式发生变化 (即销售收入中不再包括给国外经销商的佣金), 造成免疫试剂销售收入整体有所下降。我们预计随着公司在生化和核酸试剂领域产品的不断完善, 两类试剂未来仍将保持 30% 以上的增长, 而免疫试剂销售收入受到行业整体增速降低的影响将继续维持平稳运行。
- **仪器业务低于预期:** 公司 1-9 月仪器业务总体销售收入增长接近 10%, 其中代理仪器增长较快, 而自产仪器 (主要为卓越系列全自动生化仪) 受到政府招标减少和部分地区招标情况低于预期的影响出现了一定幅度的下滑。公司针对上述情况已经加强了对仪器零售业务的投入, 并逐步扩大仪器试剂捆绑销售、融资采购仪器等新模式的业务量, 从而有效拉动公司整体的业务增长。
- **研发出口仍是看点:** 公司今年有 6 个产品获批上市, 目前企业研发体系健全, 在研的产品线主要集中在生化 (计划在未来 3 年内申报 40 个左右的新品种, 做到主流生化试剂的全覆盖)、化学发光 (约 20-30 个品种在研, 逐步替代免疫试剂, 市场空间较大)、干化学试纸、金标试纸等快速检测产品以及配套仪器 (化学发光仪、干化学仪、PCR 仪等)。上述产品都将在未来 3 年内陆续定型上市, 为公司进一步完善产品线, 打造新的业务增长点创造条件。而在出口方面, 公司的除金标 HIV 继续大量出口外, 免疫试剂也有望在明年打开国际规范市场, 与梅里埃的合资企业在年内首次实现盈利后也有望继续扩大在海外

的销售规模，最终使公司形成内销出口齐头并进的局面。

- **管理机制酝酿优化：**随着研发、销售方面人才的不断引入，优化对员工的考核激励也就显得势在必行，目前公司在自产仪器、真空采血管、代理仪器销售等方面已经实现了子公司的员工持股，对于生产销售部门的全员绩效考核明年也将进一步优化，这些都将为公司的长期稳健发展提供保障。
- **盈利预测：**我们维持前期对公司的看法，作为国内诊断试剂及仪器的龙头企业，在新品上市、海外业务扩张和血筛逐步放量等因素的促进下，公司未来2年有望逐步重拾增长，此外在医改不断深入，医药行业政策面临变革的大背景下，公司所处子行业短期内也不会受到药品降价等政策的影响，具有一定的安全边际。我们预测2011年至2013年EPS分别为0.52、0.61和0.73元，维持“推荐”评级。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	791	893	1183	1562
货币资金	572	637	859	1166
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	95	118	148	180
其他应收款	11	11	14	17
存货	102	114	145	179
非流动资产	296	326	330	344
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	48	47	47	47
投资性房地产	1	1	1	1
固定资产	134	152	168	183
在建工程	1	0	0	0
油气资产	0	0	0	0
无形资产	18	17	17	16
资产总计	1087	1219	1513	1906
流动负债	153	163	145	163
短期借款	58	25	20	20
应付票据	0	0	0	0
应付账款	33	36	46	56
其他	63	103	79	87
非流动负债	2	2	2	2
长期借款	0	0	0	0
其他	2	2	2	2
负债合计	156	166	148	165
股本	492	492	492	492
资本公积	19	19	19	19
未分配利润	287	372	640	963
少数股东权益	32	44	58	75
股东权益合计	931	1053	1366	1741
负债及权益合计	1087	1219	1513	1906

现金流量表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	225	258	298	358
折旧和摊销	18	10	12	13
资产减值准备	1	2	3	3
无形资产摊销	3	3	3	3
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	-3	-4	-6	-9
投资损失	-9	-15	-20	-25
少数股东损益	11	12	14	17
营运资金的变动	11	-6	82	56
经营活动产生现金流量	233	255	228	300
投资活动产生现金流量	-29	-13	-7	-2
融资活动产生现金流量	-69	-177	1	9
现金净变动	135	66	222	307
现金的期初余额	468	572	637	859
现金的期末余额	604	637	859	1166

利润表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	781	844	1059	1288
营业成本	360	394	507	621
营业税金及附加	6	6	11	13
销售费用	136	122	159	193
管理费用	46	51	64	77
财务费用	-3	-4	-6	-9
资产减值损失	1	1	1	1
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	9	15	20	25
营业利润	244	289	344	417
营业外收入	33	25	20	20
营业外支出	0	0	1	1
利润总额	277	314	363	436
所得税	41	44	51	61
净利润	236	270	312	375
少数股东损益	11	12	14	17
归属母公司净利润	225	258	298	358
EPS (元)	0.46	0.52	0.61	0.73

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长性(%)				
营业收入增长率	25.8%	8.0%	25.5%	21.7%
营业利润增长率	11.0%	18.4%	19.1%	21.3%
净利润增长率	10.2%	14.4%	15.7%	20.2%
盈利能力(%)				
毛利率	53.9%	53.3%	52.1%	51.8%
净利率	28.8%	30.5%	28.2%	27.8%
ROE	25.0%	25.5%	22.8%	21.5%
偿债能力(%)				
资产负债率	14.3%	13.6%	9.8%	8.7%
流动比率	5.17	5.47	8.15	9.59
速动比率	4.50	4.77	7.15	8.49
营运能力(次)				
资产周转率	0.78	0.73	0.78	0.75
应收帐款周转率	8.02	7.38	7.42	7.32
每股资料(元)				
每股收益	0.46	0.52	0.61	0.73
每股经营现金	0.49	0.52	0.46	0.61
每股净资产	1.83	2.05	2.66	3.38
估值比率(倍)				
PE	27.93	24.41	21.10	17.56
PB	6.99	6.23	4.81	3.78

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% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层
邮编: 200135
传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层
邮编: 100140
传真: 010-66290200

深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503
邮编: 518048
传真: 0755-82562090

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

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。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。