

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)

业务发展稳健, 行业朝阳依旧

2012年1月9日

投资要点

近日, 我们调研了科华生物, 与公司管理层及诊断仪器销售团队人员就公司运营状况、产品研发、IVD行业发展情况等进行了交流。

- **试剂业务稳步增长, 生化/化学发光或成亮点:** 公司 2011 年试剂业务整体平稳运行, 其中生化试剂增速较快, 已逐渐与公司传统的优势领域 (酶免试剂) 形成双轮驱动的业务格局。我们认为, 在新品逐步上市 (未来 3 年公司有望逐步推出 40-50 种生化试验试剂, 使得其产品线覆盖全部常用生化试剂) 和 “仪器+试剂” 一体化的战略下, 未来 3 年公司的生化试剂业务有望保持 30% 左右的增速, 并逐步超越酶免试剂成为公司试剂业务增长的新引擎。此外, 公司目前有多项化学发光试剂品种在研, 我们预计其中部分产品在有望从 2013 年逐步上市为公司贡献利润, 随着化学发光试剂在二、三级医院逐步替代免疫试剂, 其未来市场空间有望获得较大增长。
- **仪器+试剂, 复制国际 IVD 巨头成功路径:** 公司 2011 年代理仪器业务整体运行稳健, 但自产仪器 (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。目前公司已经加大了对仪器投放业务模式的推广力度, 即通过仪器和试剂的捆绑销售, 确保医院对于公司试剂产品的大量采购。我们认为, 在 IVD 行业仪器与试剂的一体化是行业龙头企业发展的必然选择, 这种 “仪器+试剂” 的业务模式也被罗氏诊断等多家业内巨头所采用, 公司于 2010 年起开始试行仪器投放业务, 取得了较好的初步效果。未来如果该业务模式可以有效实施, 将能在未来 3-5 年的时间内形成数倍于仪器本身的试剂销售额, 有力带动公司生化试剂的销售增长。
- **IVD 行业朝阳依旧, 政策冲击相对较小:** 据估算, 2011 年中国体外诊断试剂市场约为 115 亿元, 并将在未来数年保持 15%~20% 的增速, 考虑到配套仪器的市场规模, 我们认为在 “十二五” 期间, 整个 IVD 行业突破 200 亿元将是大概率事件。目前国内中高端 IVD 市场仍被罗氏诊断、BD、Beckman、梅里埃等国际巨头所把持。但随着国内 IVD 企业实力的不断增强, 诸如迈瑞、科华生物、达安基因、利德曼等 IVD 企业已在试剂及其配套仪器的研发方面取得了长足的进步, 未来在化学发光、干化学、快速检测、PCR 等领域均有望复制全自动生化仪的发展路径, 实现试剂和仪器的进口替代。目前, 在医改不断深入, “药占比” 考核强化, 药品领域政策不确定性日益增强的情况下, 检验科业务在医院的重要性将不断提升, 与之对应的 IVD 行业有望成为成长确定性较高的 “政策避风港”。
- **盈利预测:** 我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为: 0.48、0.57 和 0.67 元, 我们认为公司经营风格稳健,

未来在生化试剂、血筛推广、仪器试剂一体化等方面仍具有一定看点，其所处行业受政策冲击较小，具有较好的防御性。近期受到医药板块整体回调和深证 100 指数成分股调整的影响（公司自 2011 年 1 月 4 日起被调整出深证 100 指数，我们推测此举可能造成部分指数基金被动减仓），公司股价出现一定程度回调，目前其估值在生物制品子板块具有一定优势，维持其“推荐”评级。

- **股价刺激因素：**卫生部血液制品“十二五”倍增计划未来如能顺利实施，有望带动公司对应酶免试剂增长。
- **风险提示：**研发进度慢于预期，未来耗材、设备采购纳入集中招标采购后降价幅度超预期。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	791	870	1141	1488
货币资金	572	612	821	1094
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	95	117	145	176
其他应收款	11	11	14	16
存货	102	117	145	180
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	1196	1471	1832
流动负债	153	164	145	163
短期借款	58	25	20	20
应付票据	0	0	0	0
应付账款	33	37	46	56
其他	63	103	79	86
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	167	147	165
股本	492	492	492	492
资本公积	19	19	19	19
未分配利润	287	351	604	899
少数股东权益	32	43	56	72
股东权益合计	931	1029	1324	1667
负债及权益合计	1087	1196	1471	1832

现金流量表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	225	234	281	328
折旧和摊销	18	10	12	13
资产减值准备	1	2	2	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	-10	-15	-15
少数股东损益	11	11	13	16
营运资金的变动	11	-5	77	57
经营活动产生现金流量	233	235	220	277
投资活动产生现金流量	-29	-18	-12	-12
融资活动产生现金流量	-69	-177	1	9
现金净变动	135	40	209	274
现金的期初余额	468	572	612	821
现金的期末余额	604	612	821	1094

利润表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	781	836	1037	1265
营业成本	360	404	506	624
营业税金及附加	6	8	10	13
销售费用	136	117	156	190
管理费用	46	50	62	76
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	10	15	15
营业利润	244	269	323	385
营业外收入	33	20	25	20
营业外支出	0	0	1	1
利润总额	277	289	347	404
所得税	41	43	52	61
净利润	236	245	295	343
少数股东损益	11	11	13	16
归属母公司净利润	225	234	281	328
EPS (元)	0.46	0.48	0.57	0.67

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长性(%)				
营业收入增长率	25.8%	7.0%	24.1%	21.9%
营业利润增长率	11.0%	10.2%	20.1%	19.1%
净利润增长率	10.2%	4.0%	20.1%	16.4%
盈利能力(%)				
毛利率	53.9%	51.6%	51.2%	50.6%
净利率	28.8%	28.0%	27.1%	25.9%
ROE	25.0%	23.8%	22.2%	20.5%

偿债能力(%)

资产负债率	14.3%	13.9%	10.0%	9.0%
流动比率	5.17	5.30	7.88	9.13
速动比率	4.50	4.59	6.88	8.03

营运能力(次)

资产周转率	0.78	0.73	0.78	0.77
应收帐款周转率	8.02	7.35	7.38	7.33

每股资料(元)

每股收益	0.46	0.48	0.57	0.67
每股经营现金	0.49	0.48	0.45	0.56
每股净资产	1.83	2.00	2.58	3.24

估值比率(倍)

PE	21.85	21.01	17.49	15.03
PB	5.47	4.99	3.88	3.09

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。