

科华生物 (002022.SZ) 生物技术行业

评级：买入 维持评级

公司业绩点评

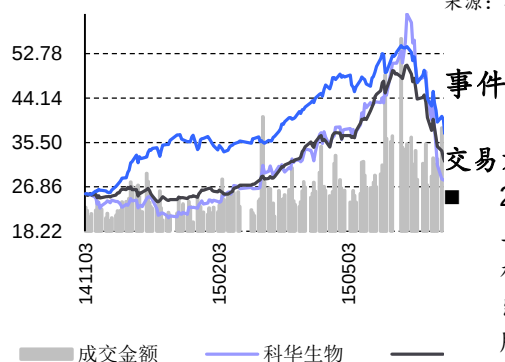
市场价格(人民币): 25.10 元
 目标价格(人民币): 30.00-30.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	380.12
总市值(百万元)	12,865.49
年内股价最高最低(元)	60.50/18.22
沪深 300 指数	3465.49
深证成指	11288.14

人民币(元)



公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.586	0.593	0.493	0.626	0.734
每股净资产(元)	2.30	2.55	3.37	3.80	4.33
每股经营性现金流(元)	0.51	0.51	0.62	0.55	0.68
市盈率(倍)	28.72	35.74	77.14	60.68	51.80
行业优化市盈率(倍)	59.08	75.16	113.82	113.82	113.82
净利润增长率(%)	20.22%	1.26%	-13.52%	27.13%	17.14%
净资产收益率(%)	25.47%	23.23%	14.62%	16.50%	16.95%
总股本(百万股)	492.28	492.28	512.57	512.57	512.57

来源: 公司年报、国金证券研究所

第一单并购落地, 外延战略启动

事件

交易方案

- 2015年11月3日, 科华生物拟通过科华香港同 Altergon Italia 共同出资设立科华意大利公司, 科华香港出资 2880 万欧元, 占科华意大利 80% 的股权, Altergon Italia 以其所持有的诊断业务资产通过注入科华意大利的方式出资(包括 Altergon Italia 的诊断相关研发人员和设备、奥特珍青岛 100% 的股权), 占科华意大利 20% 的股权。
- 科华香港 2880 万欧元的出资额中, 1880 万欧元用于科华意大利收购 TGS100% 的股权, 另 1000 万欧元将于交易完成后 18 个月内分批注入科华意大利用于公司未来业务发展。

相关报告

- 《业绩持续低迷, 未来有望重拾增长;-科华生物业绩点评》, 2015.10.28
- 《优势互补, 产业延伸;-科华生物公司点评》, 2015.9.8
- 《中报低于预期, 未来有望重拾增长;-科华生物业绩点评》, 2015.8.31
- 《期权激励完成授予, 彰显效率与信心;-科华生物公司点评》, 2015.7.1
- 《股权激励获得股东大会通过;-科华生物公司点评》, 2015.6.24

李涛

分析师 SAC 执业编号: S1130515090004
 (8621)60935380
 litao1@gjzq.com.cn

李敬雷

分析师 SAC 执业编号: S1130511030026
 (8621)60230221
 lijingl@gjzq.com.cn

孙笑悦

联系人
 (8621)60230233
 sunxy@gjzq.com.cn



标的公司介绍

- TGS:** TGS 主要从事诊断试剂的研发、生产和销售。自主技术产品主要是基于全自动化学发光免疫分析技术的优生优育(以下简称“ToRCH”)和自身免疫性疾病(以下简称“自免疾病”)的诊断试剂, 同时代理基于酶联免疫技术的自免疾病和 ToRCH 试剂、分子遗传诊断试剂以及其它产品, 在自免和传染性疾病领域的诊断试剂的方面具备领先的研发能力。销售网络以意大利为主, 覆盖欧洲主要国家和地区。

- 2015 年上半年 TGS 总资产 2661 万欧元，负债 2274 万欧元，收入 802 万欧元，亏损 56 万欧元；2014 年全年收入 1603 万欧元，亏损 17 万欧元。
- **Altergon 青岛**:Altergon 青岛的控股子公司深圳 Altergon 是以研发为平台的创新型高新企业，立足于医疗器械领域，致力于研制全自动化学发光免疫分析仪，新一代的全自动化学发光免疫分析仪器即将研发完成并实现产业化。
- 深圳 Altergon 目前由奥特诊青岛控股 93.5%，是一家以研发为平台的创新型高新企业。立足于医疗器械领域，致力于研制全自动化学发光免疫分析仪，已向国家知识产权局提交 12 项技术专利申请。
- Altergon 青岛财务数据：2014 年总资产 1055 万人民币，负债 641 万人民币，收入 0，利润 0。

点评

- **外延战略正式落实**：方源资本收购科华生物的公告中已经明确将外延发展作为重要的战略。本次签订合作协议,与 Altergon Italia 共同成立合资公司,并且取得 TGS、Altergon100%股权，标志着公司第一单外延并购终于落地，战略开始执行。
- **此次收购意在完善技术平台**。公司此次的并购对象 TGS 以化学发光免疫产品见长，包括全自动化学发光分析仪及优生优育诊断试剂，特别在 ToRCH 和自体免疫疾病诊断方面具备优势（ToRCH：优生四项，包括风疹病毒、巨细胞病毒、弓形体和单纯疱疹病毒的检测）。科华是国内的 IVD 龙头企业，具有很强的试剂研发能力，在生化、酶免、分子、化学发光等领域都有产品布局。公司的化学发光产品线处于起步推广阶段，现在的主要研发项目是甲状腺功能检测、肿瘤标志物检测等。我们认为此次并购的主要目的在于增强公司的化学发光的实力，包括仪器水平的提升还有试剂产品的补充，进入新的细分产品领域。同时 Altergon 公司在海外有一定体量的业务收入，此次合作作为海外业务拓展提供更好的渠道。
- **短期经营困难，长期投资逻辑不变**。我们认为公司股权转让完成，新的管理层到位后积极推进了股权激励，公司进入新的发展阶段。此次外延并购，也是公司新的股东和管理层战略执行的结果。从经营角度，公司的传统产品生化及酶免由于竞争原因增速已经不快，而且又遭遇了出口等意外事件，但是我们认为化学发光、血筛试剂未来两年可以拉动公司的增长。长期来看，公司可以通过自身研发、外延并购等方式补充产品线，支撑长期发展。

盈利调整

- 我们预计 2015-2017 年每股收益依次为 0.49 元、0.63 元、0.73 元。这里没有考虑外延式并购的贡献。

投资建议

- 由于公司属于变革型企业，当前的基本面对应着低点，未来在外延和新业务的推动下，具有超预期的可能。我们从长期变革价值角度，维持“买入”评级。

风险提示：管理风险、外延进程、降价风险

损益表（人民币百万元）

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	1,014	1,114	1,218	1,170	1,404	1,685
增长率		9.9%	9.3%	-3.9%	20.0%	20.0%
主营业务成本	-515	-571	-663	-655	-786	-943
% 销售收入	50.8%	51.3%	54.4%	56.0%	56.0%	56.0%
毛利	498	543	555	515	618	742
% 销售收入	49.2%	48.7%	45.6%	44.0%	44.0%	44.0%
营业税金及附加	-9	-10	-8	-8	-10	-12
% 销售收入	0.9%	0.9%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	-157	-147	-141	-146	-154	-185
% 销售收入	15.4%	13.2%	11.6%	12.5%	11.0%	11.0%
管理费用	-68	-67	-80	-94	-98	-118
% 销售收入	6.7%	6.0%	6.6%	8.0%	7.0%	7.0%
息税前利润 (EBIT)	265	319	325	267	355	427
% 销售收入	26.1%	28.7%	26.7%	22.8%	25.3%	25.3%
财务费用	7	9	8	9	1	-6
% 销售收入	-0.7%	-0.8%	-0.6%	-0.7%	-0.1%	0.4%
资产减值损失	0	-3	-3	-2	-2	-2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	8	4	3	3	3	3
% 税前利润	2.5%	1.2%	0.9%	1.0%	0.8%	0.7%
营业利润	280	329	334	277	358	422
营业利润率	27.6%	29.5%	27.4%	23.7%	25.5%	25.1%
营业外收支	18	27	19	20	20	20
税前利润	298	356	353	297	378	442
利润率	29.4%	32.0%	29.0%	25.4%	26.9%	26.3%
所得税	-45	-55	-53	-45	-57	-66
所得税率	15.0%	15.4%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	253	301	300	253	321	376
少数股东损益	13	13	8	0	0	0
归属于母公司的净利润	240	288	292	253	321	376
净利率	23.7%	25.9%	24.0%	21.6%	22.9%	22.3%

现金流量表（人民币百万元）

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	253	301	300	253	321	376
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	25	30	36	43	49	55
非经营收益	-7	-3	-3	-19	-17	-11
营运资金变动	-58	-78	-83	43	-71	-74
经营活动现金净流	214	250	250	319	283	346
资本开支	-69	-85	-100	-122	-40	-41
投资	6	0	-125	-201	-300	-100
其他	9	0	0	3	3	3
投资活动现金净流	-54	-85	-225	-320	-337	-138
股权募资	0	0	0	320	0	0
债权募资	-15	-43	0	-11	194	-14
其他	-200	-180	-118	0	-109	-115
筹资活动现金净流	-215	-223	-118	309	85	-128
现金净流量	-55	-58	-93	308	31	80

资产负债表（人民币百万元）

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	532	474	381	689	720	800
应收款项	119	152	190	163	192	230
存货	173	219	280	251	301	362
其他流动资产	66	71	65	58	73	87
流动资产	890	916	915	1,161	1,286	1,478
% 总资产	69.2%	66.9%	64.1%	58.9%	53.4%	54.6%
长期投资	43	47	50	251	550	650
固定资产	210	245	281	301	314	321
% 总资产	16.4%	17.9%	19.6%	15.2%	13.0%	11.9%
无形资产	138	157	178	257	257	258
非流动资产	395	454	514	811	1,123	1,231
% 总资产	30.8%	33.1%	35.9%	41.1%	46.6%	45.4%
资产总计	1,285	1,370	1,429	1,972	2,410	2,710
短期借款	43	0	0	0	194	180
应付款项	99	89	114	99	118	142
其他流动负债	39	62	37	135	142	158
流动负债	181	150	150	234	454	479
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	18	12	11	0	0	0
负债	199	162	161	234	454	480
普通股股东权益	1,021	1,132	1,257	1,727	1,945	2,219
少数股东权益	65	76	11	11	11	11
负债股东权益合计	1,285	1,370	1,429	1,972	2,410	2,710

比率分析

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益	0.487	0.586	0.593	0.493	0.626	0.734
每股净资产	2.074	2.300	2.553	3.369	3.795	4.329
每股经营现金净流	0.434	0.508	0.507	0.623	0.552	0.676
每股股利	0.200	0.300	0.400	0.200	0.200	0.200
回报率						
净资产收益率	23.49%	25.47%	23.23%	14.62%	16.50%	16.95%
总资产收益率	18.66%	21.04%	20.43%	12.81%	13.32%	13.88%
投入资本收益率	19.93%	22.37%	21.83%	13.06%	14.05%	15.06%
增长率						
主营业务收入增长率	16.00%	9.94%	9.28%	-3.93%	20.00%	20.01%
EBIT增长率	2.66%	20.60%	1.90%	-17.98%	33.15%	20.10%
净利润增长率	5.77%	20.22%	1.26%	-13.52%	27.13%	17.14%
总资产增长率	6.97%	6.59%	4.30%	37.98%	22.22%	12.44%
资产管理能力						
应收账款周转天数	39.8	40.7	47.9	48.0	47.0	47.0
存货周转天数	103.7	125.3	137.4	140.0	140.0	140.0
应付账款周转天数	34.0	35.1	33.7	33.0	33.0	33.0
固定资产周转天数	63.4	72.4	76.7	85.4	74.4	63.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-45.03%	-39.25%	-30.05%	-39.65%	-26.88%	-27.78%
EBIT利息保障倍数	-35.4	-37.5	-41.4	-30.9	-388.9	70.9
资产负债率	15.48%	11.83%	11.29%	11.88%	18.83%	17.71%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2015-02-16	买入	27.12	30.00~30.00
2	2015-05-05	买入	38.20	N/A
3	2015-06-08	买入	50.93	N/A
4	2015-06-24	买入	48.10	N/A
5	2015-07-01	买入	39.92	N/A
6	2015-08-31	买入	21.50	30.00~30.00
7	2015-09-08	买入	19.35	30.00~30.00
8	2015-10-28	买入	27.62	30.00~30.00

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
 3.01~4.0 = 减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20% 以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

特别声明：

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD