

## 化学发光放量在即，生化诊断协同促增长

### 投资要点

- 事件:**日前，我们与公司高管就公司业务和未来发展情况进行了交流。
- 化学发光放量在即，带动业绩高速增长。**化学发光是IVD行业最大的现金流，属于兵家必争之地。从出厂口径计算，2014年化学发光市场规模达到130亿元，在整个IVD市场的份额约为30%。随着二级及以下医院覆盖率提高和国产产品实现进口替代，未来将保持20%-25%的年均复合增长率。自产化学发光仪CI1000在去年7月份上市，已进入301医院作为产品推广的样板，目前已销售40多台，预计全年将突破100台。代理的IDS化学发光仪可兼容化学发光、生化及凝血等多种检测项目，与CI1000在性能和客户群体上形成有效互补。CI1000和IDS都能使用公司自研的30多种化学发光试剂，随着投放的化学发光仪器增多，将带动试剂迅速放量，成为新的业绩增长点。
- 收购德赛扩充产品线，增强生化诊断竞争力。**收购德赛进一步完善生化诊断产品线和提高市场竞争力。(1)产品线协同：德赛在外资品牌中排名前三，Hcy、特殊蛋白、脑脊液等特殊检测项目市占率处于前列，而且还拥有国际领先的免疫投射比浊试剂，在生化平台上做免疫检测项目，准确度高且成本低，契合医院控制成本的诉求；而公司生化诊断则以肝功、肾功等传统生化检测项目为主，与德赛特色检测项目能够形成互补。(2)营销渠道互补：德赛在中高端市场竞争实力强，对国内排名前50的医院覆盖率达到74%，德赛和公司的经销商数量都超过了300家，能够通过协同作用促进双方产品放量。
- 布局IVD全产品线，打造原料试剂一体化龙头。**公司抓住生化诊断进口替代的机会迅速崛起，通过自产的CI1000和代理的IDS化学发光仪进入市场规模最大且高速成长的化学发光市场，负责Enigma基于分子诊断平台的POCT产品迷你实验室ML在国内市场的销售，覆盖了生化、免疫、分子和POCT技术平台，成为综合性IVD供应商。同时积极开发生化试剂原料，凭借价格优势能够实现进口替代，而且还能从源头控制质量和降低成本，提高市场竞争力。
- 盈利预测及评级：**预计2015-2017年公司EPS分别为0.34元、0.42元、0.46元，对应当前股价PE分别为57倍、46倍、42倍。考虑到化学发光产品正处于放量阶段将带动业绩高速增长，收购德赛后生化诊断产品能够发挥明显的协同效应，且积极布局分子诊断和POCT产品，完成了IVD行业全产品线覆盖，原料和试剂一体化生产能显著增强市场竞争力。首次覆盖，给予“增持”评级。
- 风险提示：**化学发光推广低于预期的风险；生化诊断竞争加剧导致降价的风险。

指标/年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	536.97	697.15	838.66	954.18
增长率	56.26%	29.83%	20.30%	13.77%
归属母公司净利润(百万元)	128.28	144.59	177.51	196.73
增长率	16.54%	12.71%	22.76%	10.83%
每股收益EPS(元)	0.30	0.34	0.42	0.46
净资产收益率ROE	13.15%	13.61%	14.33%	14.01%
PE	64	57	46	42
PB	7.48	6.62	5.80	5.12

数据来源：Wind，西南证券

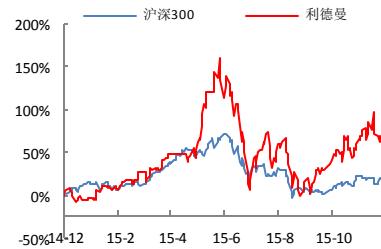
### 西南证券研究发展中心

分析师：朱国广  
执业证号：S1250513070001  
电话：021-68413530  
邮箱：zhugg@swsc.com.cn

联系人：陈铁林  
电话：023-67909731  
邮箱：ctl@swsc.com.cn

联系人：周平  
电话：023-67791327  
邮箱：zp@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源：西南证券

### 基础数据

总股本(亿股)	4.25
流通A股(亿股)	3.05
52周内股价区间(元)	10.76-30.9
总市值(亿元)	81.70
总资产(亿元)	15.45
每股净资产(元)	6.56

### 相关研究

## 关键假设：

- 1、化学发光仪器处于放量阶段，2015-2017年收入增速分别为181%、50%、30%；
- 2、毛利率更高的化学发光试剂占比将逐步提升，带动体外诊断试剂毛利率提高，2015-2017年毛利率分别为64%、65%、66%。

表1：公司主营业务分拆盈利预测（百万元）

百万元	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
<b>合计</b>						
营业收入	317.3	343.6	537.0	697.2	838.7	954.2
yoy	26%	8%	56%	30%	20%	14%
营业成本	119.6	126.6	205.0	296.2	369.1	424.4
毛利率	62%	63%	62%	58%	56%	56%
<b>体外诊断试剂</b>						
收入	271.2	292.9	480.3	576.6	663.0	729.3
yoy	23%	8%	64%	20%	15%	10%
成本	80.2	83.9	158.7	208.9	232.1	248.0
毛利率	70%	71%	67%	64%	65%	66%
<b>仪器业务</b>						
收入	35.0	39.0	37.6	105.5	158.3	205.8
yoy	77%	12%	-4%	181%	50%	30%
成本	32.8	35.8	37.0	78.7	126.6	164.6
毛利率	6%	8%	2%	25%	20%	20%
<b>生物化学原料</b>						
收入	10.9	11.8	14.7	15.1	17.3	19.1
yoy	-2%	8%	25%	3%	15%	10%
成本	6.6	7.0	7.5	8.6	10.4	11.8
毛利率	40%	41%	49%	43%	40%	38%

数据来源：Wind, 西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	536.97	697.15	838.66	954.18	净利润	143.72	168.13	201.71	223.56
营业成本	204.96	296.22	369.09	424.41	折旧与摊销	45.46	50.26	51.65	54.25
营业税金及附加	5.24	7.45	8.76	9.94	财务费用	9.61	13.94	16.77	19.08
销售费用	41.31	48.80	58.71	66.79	资产减值损失	10.85	10.00	15.00	18.00
管理费用	103.27	132.46	150.96	171.75	经营营运资本变动	-193.16	58.24	-43.59	-44.76
财务费用	9.61	13.94	16.77	19.08	其他	-29.69	-18.40	-10.58	-12.53
资产减值损失	10.85	10.00	15.00	18.00	经营活动现金流净额	-13.21	282.17	230.96	257.60
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-170.06	-20.00	-50.00	-70.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	32.04	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-138.02	-20.00	-50.00	-70.00
<b>营业利润</b>	<b>161.74</b>	<b>188.28</b>	<b>219.37</b>	<b>244.20</b>	短期借款	10.22	-10.22	0.00	0.00
其他非经营损益	6.05	11.87	9.85	9.85	长期借款	-138.50	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>167.80</b>	<b>200.16</b>	<b>229.22</b>	<b>254.05</b>	股权融资	50.32	0.00	0.00	0.00
所得税	24.08	32.02	27.51	30.49	支付股利	-21.50	-25.79	-28.85	-35.38
<b>净利润</b>	<b>143.72</b>	<b>168.13</b>	<b>201.71</b>	<b>223.56</b>	其他	28.20	-89.94	-16.77	-19.08
少数股东损益	15.44	23.54	24.21	26.83	筹资活动现金流净额	-71.26	-125.96	-45.62	-54.46
归属母公司股东净利润	128.28	144.59	177.51	196.73	<b>现金流量净额</b>	<b>-222.49</b>	<b>136.22</b>	<b>135.34</b>	<b>133.14</b>
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E					
货币资金	105.09	241.31	376.65	509.79	<b>财务分析指标</b>	<b>2014A</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>
应收和预付款项	462.00	525.37	646.93	747.08	<b>成长能力</b>				
存货	94.76	117.28	152.62	176.62	销售收入增长率	56.26%	29.83%	20.30%	13.77%
其他流动资产	2.38	3.08	3.71	4.22	营业利润增长率	29.12%	16.41%	16.51%	11.32%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润增长率	30.57%	16.98%	19.97%	10.83%
投资性房地产	45.22	45.22	45.22	45.22	EBITDA 增长率	60.40%	16.45%	13.98%	10.34%
固定资产和在建工程	692.14	662.95	662.36	679.18	<b>获利能力</b>				
无形资产和开发支出	200.88	199.89	198.89	197.90	毛利率	61.83%	57.51%	55.99%	55.52%
其他非流动资产	13.71	13.64	13.57	13.50	三费率	28.71%	28.00%	27.00%	27.00%
<b>资产总计</b>	<b>1616.17</b>	<b>1808.73</b>	<b>2099.95</b>	<b>2373.50</b>	净利率	26.76%	24.12%	24.05%	23.43%
短期借款	10.22	0.00	0.00	0.00	ROE	13.15%	13.61%	14.33%	14.01%
应付和预收款项	240.47	335.95	421.58	482.12	ROA	8.89%	9.30%	9.61%	9.42%
长期借款	80.45	80.45	80.45	80.45	ROIC	15.12%	15.20%	18.69%	19.79%
其他负债	192.34	157.30	190.01	214.85	EBITDA/销售收入	40.38%	36.22%	34.32%	33.28%
<b>负债合计</b>	<b>523.48</b>	<b>573.70</b>	<b>692.05</b>	<b>777.42</b>	<b>营运能力</b>				
股本	157.27	425.30	425.30	425.30	总资产周转率	0.38	0.41	0.43	0.43
资本公积	467.96	199.93	199.93	199.93	固定资产周转率	0.80	1.04	1.31	1.52
留存收益	382.99	501.79	650.46	811.81	应收账款周转率	2.19	1.92	2.02	1.91
归属母公司股东权益	964.51	1083.31	1231.98	1393.33	存货周转率	2.90	2.78	2.73	2.57
少数股东权益	128.18	151.72	175.92	202.75	销售商品提供劳务现金营业收入	70.50%	—	—	—
<b>股东权益合计</b>	<b>1092.69</b>	<b>1235.03</b>	<b>1407.90</b>	<b>1596.08</b>	<b>资本结构</b>				
负债和股东权益合计	1616.17	1808.73	2099.95	2373.50	资产负债率	32.39%	31.72%	32.96%	32.75%
					带息债务/总负债	17.32%	14.02%	11.63%	10.35%
<b>业绩和估值指标</b>	<b>2014A</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	流动比率	1.59	1.89	2.01	2.14
EBITDA	216.82	252.48	287.79	317.53	速动比率	1.36	1.64	1.75	1.87
PE	63.69	56.50	46.03	41.53	股利支付率	16.76%	17.84%	16.25%	17.98%
PB	7.48	6.62	5.80	5.12	<b>每股指标</b>				
PS	15.21	11.72	9.74	8.56	每股收益	0.30	0.34	0.42	0.46
EV/EBITDA	13.53	31.13	26.84	23.91	每股净资产	2.57	2.90	3.31	3.75
股息率	0.26%	0.32%	0.35%	0.43%	每股经营现金	-0.03	0.66	0.54	0.61
					每股股利	0.05	0.06	0.07	0.08

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

### 公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上  
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间  
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%与 10%之间  
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -10%以下

### 行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上  
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数 -5%与 5%之间  
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 -5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼  
邮编：200120  
邮箱：research@swsc.com.cn

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼  
邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼  
邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼  
邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

### 上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhy@swsc.com.cn

### 北京地区

赵佳（地区销售负责人）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

### 深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn