

证券研究报告

医药生物

推荐 (首次)

证券分析师

凌军

投资咨询资格编号  
S1060511010016  
电话 0755-22624694  
邮编 lingjun004@pingan.com.cn

研究助理

郝淼

一般证券从业资格编号  
S1060111060113  
电话 0755-22625829  
邮编 haomiao562@pingan.com.cn

达安基因 (002030)

主导产品稳健成长，独立实验室盈利有望逐步改善

- **核酸诊断产品稳健增长。**公司是分子诊断细分领域龙头企业，以 PCR 试剂为主的核酸诊断产品占公司产品收入约 70~80%，近年来此业务增速与行业整体趋于一致，稳定在 15~20%。由于通过仪器投放带动试剂销售是业内通行做法，近期上市的全自动核酸杂交仪有望带动相关试剂销售快速增长。血筛方面，2011 年公司拿到三军医大西南医院输血科，湖北孝感、江苏盐城血站的招标，预计 2012 年公司将继续深化与上述单位的合作，并积极参与部分剩余试点单位今年的招标。
- **时间分辨荧光免疫产品增长迅速。**控股子公司达瑞的时间分辨荧光免疫产品可用于产前、新生儿筛查，以及乙肝、肿瘤标志物、性激素等检测，近年来增速约 25~30%。尽管竞争性产品化学发光免疫的自动化程度相对更高，但时间分辨技术背景较低且生产厂家较少，公司产品仍有较大成长空间，预计未来两三年有望继续保持 25%左右的快速增长。随着时间分辨产品占比的提高（目前仅占公司诊断产品收入约 10%），对整体收入增长的贡献将逐步显现。酶免产品则由于细分领域竞争激烈，进入平稳增长阶段。
- **病理业务贡献增大，英潍捷基合作前景看好。**参股公司安必平主要提供以宫颈癌检查为主的病理诊断产品，提出“HPV DNA+液基细胞”一站式解决方案，在“两癌筛查”大背景下取得了快速增长，2010 年贡献净利润约 446 万。由于宫颈癌筛查不是一次性筛查，适龄妇女应每 1~3 年进行一次检查，市场潜力十分巨大。公司近期决定与英潍捷基成立合资公司（42.5%股权）共同研发基因测序产品以满足临床需要，将显著提升公司在分子诊断领域的综合竞争力。随着测序成本不断降低，基因测序应用于临床（如个性化治疗）的潜力十分巨大。
- **独立医学实验室业务发展迅猛，盈利能力有望逐步改善。**随着新医改不断推进和医疗机构观念转变，独立医学实验室的发展环境不断优化。根据公司 2011 年半年报披露的数据，我们预计 2011 年广州实验室收入增长约 30%左右，有望突破 1 亿元；上海实验室约有 30%~40%的增长；2010 年设立的成都、南昌、合肥实验室 11 年收入大幅增加；2011 年新建的昆明、泰州实验室也开始逐步贡献收入。由于新建实验室的场地均采用租赁方式，预计实现盈亏平衡的时间有望明显缩短。公司将综合考虑区域市场环境，稳健布局新的实验室，随着现有实验室不断成熟，预计医学诊断服务业务的盈利能力有望逐步改善。
- **首次给予“推荐”评级。**预计公司 11~13 年的 EPS 分别为 0.20, 0.26 和 0.29 元，扣除股权转让损益后的 EPS 分别为 0.20, 0.24 和 0.29 元，对应 2 月 23 日收盘价 9.15 元的 PE 分别为 46, 38 和 32 倍。公司作为分子诊断领域龙头企业将受益于细分子行业快速成长，时间分辨、病理、独立实验室业务发展迅速，有望带动业绩持续向好，首次给予“推荐”评级。

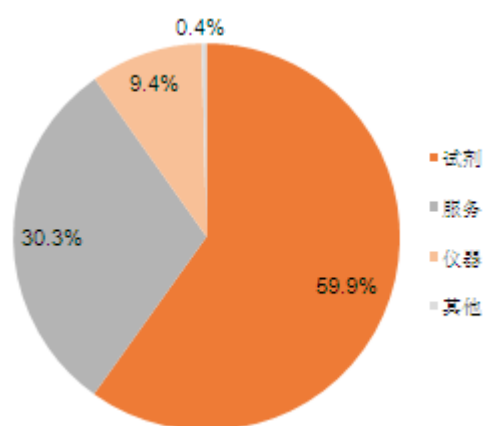
请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

## 一、附录

### 1.1 公司简介

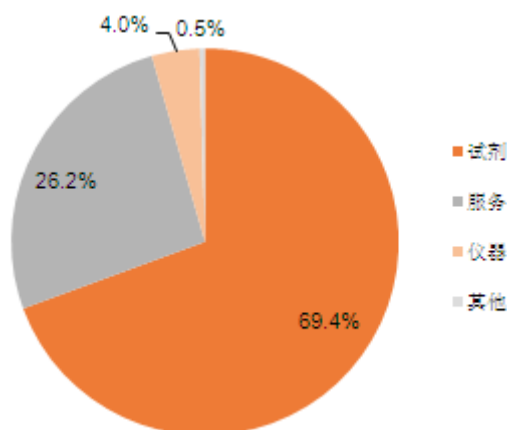
公司是以分子诊断技术为主导的，集临床检验试剂和仪器的研发、生产、销售以及全国连锁医学独立实验室临床检验服务为一体的生物医药高科技企业。公司在分子生物学技术方面，尤其是基因诊断技术及其试剂产品的研制、开发和应用上始终处于领先地位。

图表1 2011年上半年收入构成



资料来源：公司资料、平安证券研究所整理

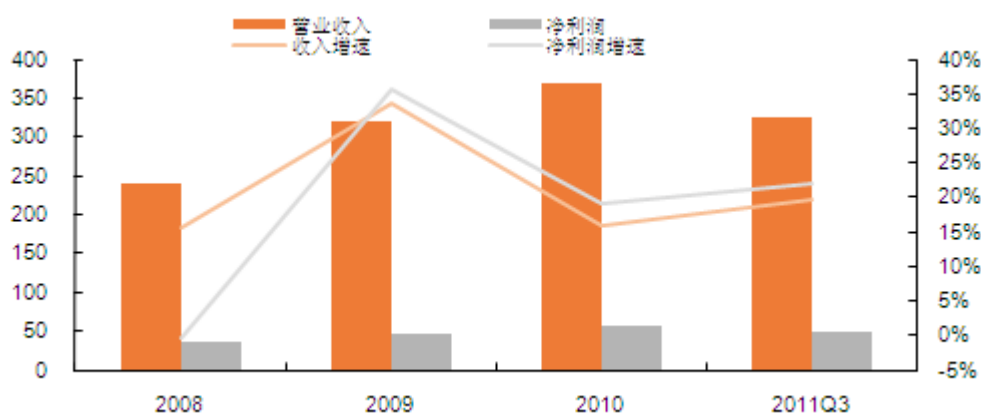
图表2 2011年上半年毛利构成



资料来源：公司资料、平安证券研究所整理

公司2011年前三季度实现营业总收入3.25亿元，同比增长19.81%；归属于上市公司股东的净利润4951万元，同比增长21.88%。

图表3 公司业绩增长情况（单位：百万元）

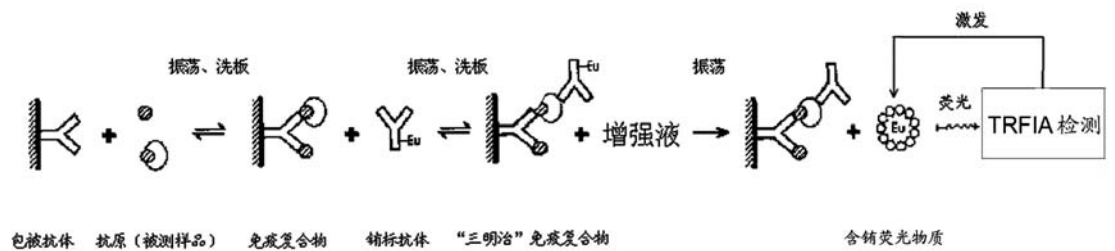


资料来源：公司资料，平安证券研究所整理

## 1.2 时间分辨荧光免疫分析简介

时间分辨荧光免疫测定 (time-resolved fluorescence immunoassay, TRFIA) 是一种非同位素免疫分析技术, 它用镧系元素 (如铕, Eu) 标记抗原或抗体, 根据镧系元素螯合物的发光特点, 用时间分辨技术测量荧光, 同时检测波长和时间两个参数进行信号分辨, 可有效地排除非特异荧光的干扰, 极大地提高了分析灵敏度。目前TRFIA的仪器厂家除了有达安基因的控股子公司达瑞外, 还有外资Perkin Elmer, 上海新波, 广州丰华等。

图表4 时间分辨荧光免疫分析技术原理示意图



资料来源: 平安证券研究所整理

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	379	467	562	668	<b>营业收入</b>	370	449	541	647
现金	87	103	124	149	营业成本	153	195	231	270
应收账款	172	215	260	311	营业税金及附加	-1	2	3	3
其他应收款	25	34	41	49	营业费用	68	90	107	127
预付账款	44	49	58	67	管理费用	101	105	127	150
存货	50	64	76	89	财务费用	5	3	2	1
其他流动资产	1	2	3	3	资产减值损失	2	3	4	5
<b>非流动资产</b>	295	301	292	290	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	39	40	35	38	投资净收益	1	6	15	3
固定资产	139	148	148	143	<b>营业利润</b>	43	56	82	93
无形资产	58	55	52	49	营业外收入	28	29	32	34
其他非流动资产	59	58	58	61	营业外支出	0	1	2	2
<b>资产总计</b>	674	768	854	958	<b>利润总额</b>	70	84	112	125
<b>流动负债</b>	166	189	189	198	所得税	12	14	19	21
短期借款	80	83	72	71	<b>净利润</b>	58	70	93	104
应付账款	35	45	53	62	少数股东损益	2	2	2	3
其他流动负债	51	61	63	65	<b>归属母公司净利润</b>	56	68	91	101
<b>非流动负债</b>	25	30	30	30	EBITDA	80	96	129	147
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.20	0.20	0.26	0.29
其他非流动负债	25	30	30	30					
<b>负债合计</b>	191	219	219	228	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	61	63	66	69	<b>会计年度</b>	<b>2010A</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
股本	289	347	347	347	<b>成长能力</b>				
资本公积	48	19	19	19	营业收入	15.8%	21.3%	20.6%	19.6%
留存收益	85	120	204	296	营业利润	2.0%	32.4%	45.3%	13.7%
归属母公司股东权益	421	486	570	661	归属于母公司净利润	19.2%	20.3%	33.8%	11.0%
<b>负债和股东权益</b>	674	768	854	958	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	58.7%	56.6%	57.2%	58.3%
					净利率(%)	15.3%	15.1%	16.8%	15.6%
					ROE(%)	13.4%	14.0%	16.0%	15.2%
					ROIC(%)	8.5%	9.5%	12.0%	12.0%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	28.4%	28.5%	25.6%	23.8%
					净负债比率(%)	41.79%	38.11%	33.03%	31.03%
					流动比率	2.28	2.47	2.97	3.38
					速动比率	1.97	2.13	2.57	2.93
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.59	0.62	0.67	0.71
					应收账款周转率	2	2	2	2
					应付账款周转率	4.60	4.89	4.72	4.68
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.16	0.20	0.26	0.29
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.23	0.14	0.17	0.23
					每股净资产(最新摊薄)	1.21	1.40	1.64	1.91
					<b>估值比率</b>				
					P/E	56.19	46.69	34.90	31.45
					P/B	7.53	6.53	5.57	4.80
					EV/EBITDA	40	33	25	22

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
<b>经营活动现金流</b>	79	49	59	80
净利润	58	70	93	104
折旧摊销	33	37	45	53
财务费用	5	3	2	1
投资损失	-1	-6	-15	-3
营运资金变动	-13	-59	-68	-78
其他经营现金流	-3	5	2	3
<b>投资活动现金流</b>	-49	-29	-18	-44
资本支出	40	30	35	40
长期投资	-9	1	-5	3
其他投资现金流	-18	2	12	-1
<b>筹资活动现金流</b>	-19	-3	-20	-12
短期借款	-10	3	-11	-2
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	48	58	0	0
资本公积增加	1	-29	0	0
其他筹资现金流	-58	-36	-9	-10
<b>现金净增加额</b>	11	16	21	24

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2012 版权所有。保留一切权利。

**中国平安 PINGAN**

### 平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257