



积极推进股权激励，有利长期发展

——达安基因（002030）公告点评

2013年2月5日

强烈推荐/维持

达安基因

公告点评

宋凯	医药行业分析师	执业证书编号: S1480512040001
	010-66554087	E-mail: songkai@dxzq.net.cn

事件:

公司公布了调整之后的股权激励计划（草案），该调整方案是在公司 2009 年首次提出的股权激励计划（草案）的基础上进行的修改。公司实际控制人为中山大学，属于国有企业，激励计划需要分别得到教育部和财政部的国资管理部门核准。公司 2009 年底首次披露的股权激励计划（草案），在 2012 年 12 月才最终得到原则性批复，同意公司的首期股权激励计划。此次调整之后的股权激励计划（草案）即是根据该原则性批复中的建议做出。

观点:

我们认为公司大力推动股权激励计划（草案）的实施，并且获得原则性通过，对公司的长期发展具有积极意义。

(1) 公司首期股权激励计划的推进象征意义大于实际意义，长期意义大于短期意义。所谓象征意义大于实际意义是指：第一，公司积极推进股权激励计划，显示了管理层市场化理念。公司实际上为国有企业属性，股权激励审批周期长，限制多，但是公司管理层仍然积极推动，并且最终获得原则性通过，一方面这在 A 股市场上国有企业股权激励领域具有标志性意义，另一方面，这也显示了公司国有企业属性外表下的市场化运作理念。

第二，公司现有的现金激励制度已经比较完善，从管理层到一线员工，所享受的待遇在行业内是比较有竞争力的。股权激励计划的推进进一步完善了公司现有的激励制度。

第三，由于公司参照的国有控股企业股权激励实施办法，激励计划对应的标的股票数量占公司总股本的比例低于 1%，公司的草案中为 0.99%，数量相对较少，所以我们说象征意义大于实际意义。

所谓长期意义大于短期意义是指，公司耗时 3 年时间推动的首期股权激励计划获得原则性通过，实际上为将来公司的常态化股权激励制度的建立创造了可能，所以说长期意义大于短期意义。

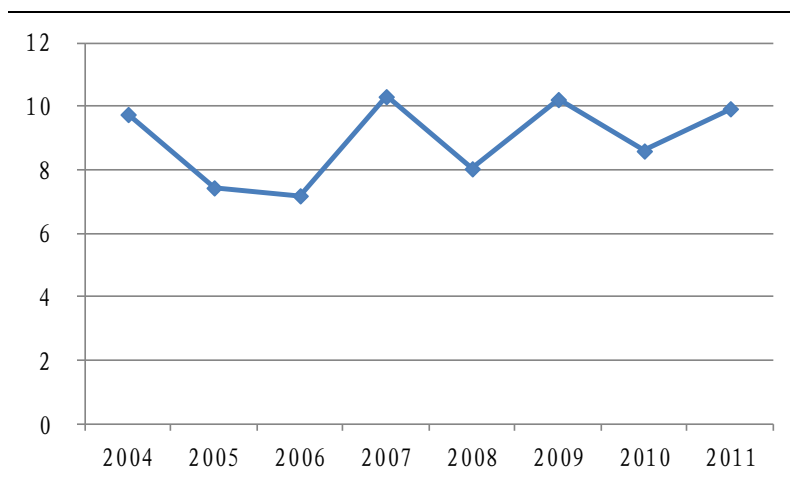
(2) 行权条件中较为宽松的净利润增速，并不意味着公司投资价值的下降。我们注意到公司股权激励计划（草案）行权条件中，对于扣非后净利润增速的要求是不低于 10%，仅从数字来看并不高。我们认为这不意味着公司投资价值的下降。主要原因有以下几点：

第一，达安基因作为一家研发型企业，研发投入比超过 10%，是 IVD 行业中最高的。同时公司拥有业内最先进的技术平台，在研发的广度和深度上都处于行业领先地位。公司除了立足于核酸诊断领域，还积极追踪行业内其他热点领域，比如基因测序，定量免疫技术等等，而公司主要的利润来源还是来自于核酸诊断试剂。所以公司在研发上的投入不能完全体现在业绩回报上，如果仅仅从净利润增速考量，会严重低估公司的投资价值。所以我们认为公司整体的净利润——包括政府给予的科

研款、投资收益和股权转让收益——都是公司投资价值的体现。所以我们认为行权条件中 10%的扣非净利润增速并不意味着公司市场地位和投资价值的贬值。

第二，行权条件细化，资产回报率作为标准之一。公司未来的净资产收益率将不低于 10%，从公司历史数据来看，公司扣非后的净资产收益率基本在 10%以下，此次股权激励计划（草案）中将该项指标不低于 10%作为行权条件之一，提高了资产回报率的要求。

图表 1：公司历史净资产收益率（扣非）情况（%）



资料来源：WIND，东兴证券研究所

第三，从激励对象范围来看，除了 6 为高管之外，还有各类核心人员 77 人入围激励范围，加之公司本身比较完善的现金激励制度，能够进一步增强公司的凝聚力。

第一，盈利预测与投资评级。暂不考虑公司出售安必平的股权的投资收益，我们维持对于公司 2012-2014 年每股收益 0.21 元、0.26 元和 0.34 元的盈利预测。目前公司股价 8.43 元，动态 PE 分别 40 倍、32 倍和 26 倍。我们之前给予的目标价位 10 元，但我们依然维持强烈推荐的评级。主要原因是公司前两番上涨主要是受基因芯片和甲流概念的炒作，而市场还没有完全认识到公司的内在投资价值，以及国内核酸诊断行业未来广阔的市场前景。所以我们认为公司股价中短期或有调整压力，但依然看好长期投资价值。

第二，风险提示。调整后的股权激励计划（草案）还需经过教育部和财政部的国资管理部门核准，时间上具有一定的不确定性。

图表 2：达安基因盈利预测（单位：万元）

利润表（百万元）	2010A	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
营业收入	369.97	457.56	590.41	29.03%	753.47	27.62%	957.04	27.02%
营业成本	152.88	204.34	238.53	16.73%	303.00	27.03%	385.78	27.32%
营业费用	68.48	90.97	126.82	39.41%	169.15	33.38%	204.42	20.85%
管理费用	101.18	105.48	147.07	39.42%	176.69	20.14%	222.99	26.21%
财务费用	4.52	4.72	5.15	9.04%	5.40	4.84%	6.25	15.71%
投资收益	0.80	5.31	5.00	-5.82%	5.50	10.00%	6.00	9.09%

营业利润	42.51	50.85	70.37	38.38%	97.04	37.91%	134.57	38.67%
利润总额	69.87	78.86	101.12	28.23%	127.81	26.40%	165.31	29.34%
所得税	11.57	11.60	15.17	30.72%	19.17	26.40%	24.80	29.34%
净利润	58.31	67.25	85.95	27.80%	108.64	26.40%	140.51	29.34%
归属母公司所有者的净利润	56.45	68.01	86.95	27.85%	109.14	25.52%	140.31	28.56%
NOPLAT	39.24	47.40	64.19	35.43%	87.08	35.65%	119.70	37.46%
基本每股收益	0.20	0.20	0.21	4.50%	0.26	25.52%	0.34	28.56%
总股本 (百万股)	288.92	346.71	416.05	20.00%	416.05	0.00%	416.05	0.00%

资产负债表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
货币资金	86.74	73.07	88.56	21.21%	128.09	44.63%	172.27	34.49%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	172.13	220.46	304.10	37.94%	371.57	22.19%	471.96	27.02%
预付款项	43.79	29.41	53.26	81.10%	29.02	-45.51%	59.89	106.33%
存货	50.41	66.58	81.03	21.71%	101.28	24.98%	126.83	25.24%
流动资产合计	378.57	417.47	563.07	34.88%	676.15	20.08%	889.62	31.57%
非流动资产	295.19	367.82	362.33	-1.49%	355.53	-1.88%	347.08	-2.38%
资产总计	673.75	785.29	925.40	17.84%	1,031.68	11.48%	1,236.70	19.87%
短期借款	80.00	85.00	113.64	33.70%	102.48	-9.83%	155.88	52.11%
应付帐款	34.88	40.78	50.97	25.01%	59.77	17.26%	79.27	32.63%
预收款项	2.09	7.55	11.39	50.80%	15.54	36.38%	20.80	33.88%
流动负债合计	166.17	209.24	211.51	1.09%	218.78	3.44%	295.75	35.18%
非流动负债	25.25	21.93	22.32	1.77%	24.27	8.77%	26.72	10.06%
少数股东权益	61.28	63.21	62.21	-1.58%	61.71	-0.80%	61.91	0.32%
母公司股东权益	421.06	490.92	638.01	29.96%	735.56	15.29%	860.97	17.05%
净营运资本	212.40	208.23	351.56	68.83%	457.37	30.10%	593.87	29.85%
投入资本 IC	395.60	483.34	642.30	32.89%	688.65	7.22%	903.48	31.20%

现金流量表 (百万元)	2010A	2011A	2012E	增长率%	2013E	增长率%	2014E	增长率%
净利润	58.31	67.25	85.95	27.80%	108.64	26.40%	140.51	29.34%
折旧摊销	31.16	34.37	0.00	N/A	19.80	N/A	20.45	3.28%
净营运资金增加	39.09	(4.17)	143.33	N/A	105.81	-26.18%	136.50	29.01%
经营活动产生现金流	78.99	64.54	(50.07)	N/A	77.77	N/A	18.24	-76.54%
投资活动产生现金流	(48.84)	(78.19)	(19.49)	N/A	(12.04)	N/A	(8.76)	N/A
融资活动产生现金流	(19.43)	(3.45)	85.05	N/A	(26.20)	N/A	34.69	N/A
现金净增 (减)	10.72	(17.10)	15.49	N/A	39.53	155.10%	44.18	11.76%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

分析师简介

宋凯

制药工程专业硕士，研究方向为药物的有机合成。先后任职于天相投顾和中邮证券。2011 年加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究 3 年，医药生物行业研究员。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和責任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。