



优治理、提效率，尽享行业红利

2014. 1. 22

强烈推荐(首次)

现价: 14.92

目标价: 18.5

股价空间: 22%

医药生物行业

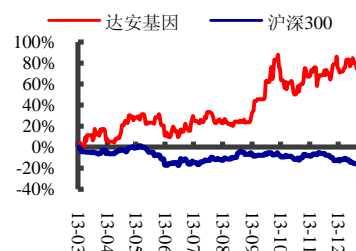
分析师: 徐舜	分析师: 潘天奇
电话: 020-88836105	020-88836116
邮箱: xushun@gzgzhs.com.cn	pantq@gzgzhs.com.cn
执业编号: A1310513070003	A1310513110001

核心观点:我国体外诊断市场是典型的大行业小公司:行业增速快、市场空间广阔,但集中度非常低。达安基因研发实力强劲、产业布局完善,是A股市场上唯一从仪器、试剂生产销售到ICL全产业链运营的标的,未来极具想象空间。2014年,公司的主要看点是ICL经营改善和股权激励的落实。

投资要点:

- **国内独立实验室(ICL)处于初级阶段,市场空间巨大。**目前国内ICL市场规模约为100亿元,其中90%左右的收入来自于二级以下医院。卫计委2012年统计年鉴显示,2011我国公立医疗机构年诊断收入接近1200亿,根据行业整体增速20%推算,2012年公立医疗机构诊断收入约为1440亿,其中检验收入约为720亿元。二级及以下医院占检验收入的44%,由此推算二级及以下医院检验诊断项目的外包率仅为28%,三级医院的诊断项目外包率只有2%。目前医改的政策导向是大力发展基层、县级、民营医院,这些机构在发展诊断项目方面往往面临着资金实力有限、样本量不够的困难,而ICL具备成本优势和专业优势,能为它们提供质优价廉的服务。在三级医院市场,ICL也能凭借专业化和规模化来获得发展。
- **提升内部管理,ICL经营改善空间大。**公司2003年已经开展ICL业务,目前收入规模处于国内第一梯队(以2012年收入计,排名第五),布点已经覆盖了经济水平较发达的泛珠三角与华东区域。公司ICL业务目前仍处于亏损状态,未来这块业务的扭亏一方面靠收入的提升,另一方面靠内部管理提升效率、降低成本。成本最大的改善空间来自于人员成本:相对于竞争对手,公司人工费用率水平较高。公司已意识到这一点,正着手改善内部管理,引入人员产值、制作标本数量等可量化的指标对内部人员进行考核,提高员工的工作效率,逐步降低各项费率。

股价走势



股价表现

涨跌(%)	1M	3M	6M
达安基因	-0.2	5.6	47.1
医药生物 (申万)	1.4	-0.7	2.4
沪深300	-1.8	-7.2	-1.0

基本资料

总市值(亿元)	69.65亿
总股本(亿股)	4.58亿
流通股比例	95.79%
资产负债率	34.76%
大股东	广州中大控股 有限公司
大股东持股比例	20.17%

相关报告



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

- **股权激励彰显信心，增加管理层动力**：目前公司的股权激励修正方案处于财政部审批当中。由于是校办企业，公司股权激励方案的审批受到较多限制，审批周期较长，而且受到首次实施股权数量不超过总额1%，高管收益不超过工资40%的限制，因此力度较小，但公司是第一个启动股权激励的校办企业，具有标志性意义。未来如果政策允许，将继续加大股权激励的力度。
- **构建全方位技术平台，科研实力强大**：公司目前拥有化学发光、测序、芯片等技术平台，可以支持免疫诊断、分子诊断的产品研发和创新。在分子诊断领域，通过与美国 life 公司的合作，进军基因测序高端诊断领域。全方位技术平台的构建有利于产业覆盖率的提高，核心技术国产化推动成本内化、降低外部交易成本，为公司提供更高的毛利率。公司作为国内第一家开发荧光 PCR 检测技术的公司，背靠第一大股东中山大学，拥有科研人员与设备的保障，2012 年共获得专利 19 项，产品注册 13 项，科研项目数十项等，高技术壁垒为公司的发展构筑了护城河。
- **盈利预测与估值**：我们预计公司 13、14、15 年收入同比增速 40.2%、35.8%、30.6%，净利润同比增速为 50.7%、23.3%、28.5%，EPS 分别为 0.30、0.37、0.47 元，1 月 22 日股价对应 PE 分别为 51、42 倍、32 倍。我们认为，体外诊断行业市场前景广阔、政策风险小，未来 5 年内有望保持 20%以上的增速。公司研发实力强劲、产业布局完善，是 A 股市场上唯一从仪器、试剂生产销售到 ICL 全产业链运营的标的，未来极具想象空间。未来随着股权激励的落实、治理结构的优化，公司发展有望步入新的阶段，从而充分分享行业增长的红利。首次覆盖给予“强烈推荐”评级，目标价 18.5 元（对应 2014 年 PE 为 50 倍）。
- **风险提示**：1.股权激励审批不通过；2.ICL 扭亏时点低于预期；3、费用控制不力。



附录：财务预测表

资产负债表					利润表				
单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E	单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	485.4	811.2	1067.3	1365.9	营业收入	582.7	817.1	1109.6	1448.8
货币资金	67.9	226.5	283.2	352.7	减：营业成本	259.8	403.5	551.3	715.3
应收帐款	310.2	435.0	590.7	771.2	营业税费	3.9	4.1	5.5	7.2
应收票据	0.4	0.6	0.8	1.0	销售费用	132.8	179.8	221.9	275.3
预付帐款	26.7	26.7	26.7	26.7	管理费用	150.2	147.1	177.5	217.3
存货	76.4	118.7	162.1	210.4	财务费用	7.7	7.8	8.1	7.5
其他流动资产	3.8	3.8	3.8	3.8	资产减值损失	3.6	1.1	1.0	1.0
非流动资产	403.4	384.8	375.9	366.1	投资和汇兑收益	56.1	80.0	50.0	30.0
长期股权投资	111.1	90.0	80.0	70.0	营业利润	80.8	153.9	194.2	255.2
固定资产	165.0	162.3	168.3	170.5	加：营业外净收支	12.8	19.9	20.0	20.0
在建工程	23.0	18.9	16.0	14.0	利润总额	93.6	173.8	214.2	275.2
无形资产	62.4	62.4	62.4	62.4	减：所得税	7.6	26.1	32.1	41.3
其他非流动资产	41.9	51.2	49.2	49.2	净利润	86.0	147.7	182.1	233.9
资产总额	912.3	1227.0	1482.2	1776.9	减：少数股东损益	-4.2	11.8	14.6	18.7
流动负债	267.5	388.3	480.0	558.8	母公司所有者净利润	90.2	135.9	167.5	215.2
短期债务	140.0	238.3	282.7	301.4	EPS	0.22	0.30	0.37	0.47
应付帐款	97.4	109.1	147.6	195.7	主要财务比率				
其他流动负债	30.1	40.9	49.7	61.7		2012	2013E	2014E	2015E
非流动负债	18.6	38.5	38.9	45.2	成长能力				
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	营业收入增长率	27.3%	40.2%	35.8%	30.6%
其他非流动负债	18.6	38.5	38.9	45.2	营业利润增长率	58.8%	90.5%	26.2%	31.4%
负债总额	286.1	426.8	518.9	604.0	净利润增长率	32.6%	50.7%	23.3%	28.5%
少数股东权益	53.0	63.0	75.4	91.3	获利能力				
股本	416.0	457.7	457.7	457.7	毛利率	55.4%	50.6%	50.3%	50.6%
留存收益	157.3	279.6	430.3	624.0	净利润率	15.5%	16.6%	15.1%	14.9%
股东权益	626.2	800.2	963.4	1173.0	ROE	13.7%	18.5%	18.9%	19.9%
负债与股东权益	912.3	1227.0	1482.2	1776.9	ROIC	14.5%	19.5%	19.6%	20.5%
现金流量表					偿债能力				
单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E	资产负债率	31.4%	34.8%	35.0%	34.0%
经营活动产生现金流量	3.4	-17.7	21.0	86.5	负债权益比	45.7%	53.3%	53.9%	51.5%
净利润	86.0	147.7	182.1	233.9	流动比率	1.81	2.09	2.22	2.44
加：折旧和摊销	39.8	15.9	17.0	18.0	速动比率	1.53	1.78	1.89	2.07
资产减值准备	3.6	1.1	1.0	1.0	营运能力				
财务费用	4.9	7.6	7.8	8.1	总资产周转率	0.7	0.8	0.8	0.9
投资收益	-56.1	-80.0	-50.0	-30.0	存货周转率	8.1	8.4	7.9	7.8
少数股东损益	-4.2	11.8	14.6	18.7	应收账款周转率	2.3	2.4	2.4	2.3
营运资金的变动	-81.1	-122.0	-151.7	-162.6	估值比率				
投资活动产生现金流量	-43.1	84.1	46.0	26.0	PE(X)	70.2	51.3	41.6	32.4
融资活动产生现金流量	39.1	125.3	27.9	0.5	PB(X)	11.1	8.7	7.2	5.9
现金流净增加额	-7.7	173.9	115.7	200.2	EV/EBITDA	54.9	40.5	33.1	25.9



廣證恒生
GUANGZHENG HANG SENG

分析师简介:

潘天奇: 医药行业高级分析师; 四川大学化学学士, 美国匹兹堡大学有机与高分子化学硕士, 有机与高分子化学博士项目研究生, 匹兹堡大学卡茨商学院金融 MBA; 曾就职于恒瑞医药上海研发中心任药物化学研究员, 2011 年 10 月加入广证研究所(现更名为“广证恒生”), 2013 年中证报“金牛分析师”团队核心成员。

徐舜: 医药行业高级分析师; 中山大学硕士, 理工科和经管类复合专业背景, CPA, 通过 CFA 三级考试。具备多年三甲医院工作经历, 对医药政策和医疗服务行业的经营运作有深刻的理解; 具备三年券商研究经验, 善于结合政策动向和行业趋势精选成长股, 是 2013 年金牛分析师团队(第二名)成员。

广证恒生:

地址: 广州市天河区珠江江西路 5 号广州国际金融中心 63 楼

电话: 020-88836132, 020-88836133

邮编: 510623

股票评级标准:

强烈推荐: 6 个月内相对强于市场表现 15% 以上;

谨慎推荐: 6 个月内相对强于市场表现 5%—15%;

中性: 6 个月内相对市场表现在 -5%—5% 之间波动;

回避: 6 个月内相对弱于市场表现 5% 以上。

分析师承诺:

本报告作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告清晰、准确地反映了作者的研究观点。在作者所知情的范围内, 公司与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

重要声明及风险提示:

我公司具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供广州广证恒生证券研究所有限公司的客户使用。

本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证, 不保证该信息未经任何更新, 也不保证我公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下, 报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下, 我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司已根据法律法规要求与控股股东(广州证券有限责任公司)各部门及分支机构之间建立合理必要的信息隔离墙制度, 有效隔离内幕信息和敏感信息。在此前提下, 投资者阅读本报告时, 我公司及其关联机构可能已经持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 或者可能正在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。法律法规政策许可的情况下, 我公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经通过其他渠道独立使用或了解其中的信息。本报告版权归广州广证恒生证券研究所有限公司所有。未获得广州广证恒生证券研究所有限公司事先书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“广州广证恒生证券研究所有限公司”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

市场有风险, 投资需谨慎。

特别鸣谢: 于珊、李璧君对报告提供的相关数据支持。