

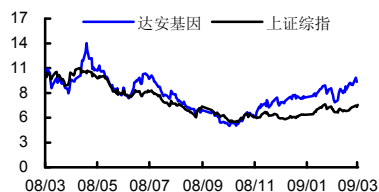
动态报告

医药保健
制药与生物
达安基因(002030)
推荐
年报点评

(维持评级)

2009年3月27日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

昨收盘(元)	9.70
总股本/流通A股(百万股)	201/192
流通B股/H股(百万股)	0/0
总市值/流通市值(百万元)	1946/1864
上证综指/深圳成指	2361.70/8983.87
12个月最高/最低(元)	22.03/4.58

财务数据

净资产值(百万元)	328
每股净资产(元)	1.63
市净率	5.94
资产负债率	27.29%
息率	3.09%

相关研究报告:

分析师: 丁丹

电话: 0755-82130678

E-mail: dingdan@guosen.com.cn

分析师: 贺平鸽

电话: 0755-82133396

E-mail: hepg@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

财报点评

新开临检业务拖累增长

●业绩略低于预期, 营业外收益贡献较大

2008年, 公司实现营业总收入 2.39 亿元, 同比增长 15.36%, 归属母公司所有者的净利润 3911 万元, 同比增长 11.62%。实现 EPS0.19 元/股, 低于我们 0.21 元/股的预期。非经常性损益共合计 1366 万元, 占归属母公司股东净利润的 34.9%。主要产品毛利率 63.65%, 同比提升 3.75 个百分点。

●新开业务至费用大幅增长

除了新开上海等临检业务, 公司还新增 15 个新产品, 前期市场投入较大, 为此公司营业费用和管理费用分别同比增长了 41.8% 和 49.6%, 远远超过收入 15% 的增速。公司也增加了银行贷款致财务费用同比大幅增长 207%。虽然公司收入平稳增长, 毛利率明显提升, 但费用的增长完全吞噬了毛利润的增长, 扣非净利润同比下降 15%。

●营销改革显露成效, 下半年试剂加速增长

08 年实现试剂销售收入 1.54 亿元, 同比增长 20.08%。公司今年是营销改革的第一年, 对上半年的销售有所影响, 上半年仅增长 14.91%, 下半年试剂增长 25.05%, 增速明显提升。

●食品试剂亮点初现

达元食品作为国内极少数专业公司的龙头充分受益于今年以来国内对食品安全的加大投入, 08 年收入 2963 万元, 较 07 年大幅增长 205%, 净利润 706 万元, 同比增长 166%。达安亦在 08 年新增食品试剂业务。

●短期估值略高, 维持“推荐”评级

从经营上看公司明显在向好的方向前进。但多项新业务的开办导致费用大幅上升吞噬了经营上的进步。考虑到公司费用支出因新开业务较多而增长较快, 我们下调 09~10 年 EPS 为 0.26、0.37 元 (原来为 0.30、0.40 元/股), 下调幅度 8.6%、7.5%。目前 09~10PE 分别为 37X、26X, 略高于生物制药子版块。看好公司未来在试剂及临检业务的稳步推进和长期前景, 维持推荐评级。

盈利预测和财务指标

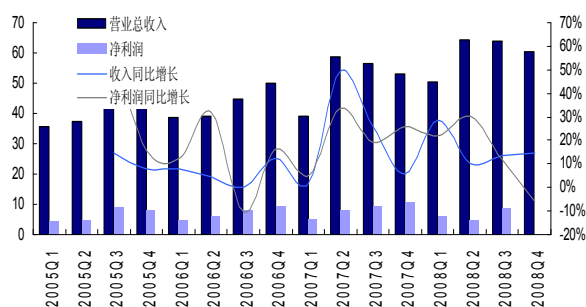
	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	207.14	238.95	287	350	424
(+/-%)	20.05%	15.36%	20.0%	22.0%	21.0%
净利润(百万元)	35.04	39.11	53	74	94
(+/-%)	21.90%	11.62%	34.7%	41.3%	25.8%
每股收益(元)	0.28	0.19	0.26	0.37	0.47
EBIT Margin	21.81%		20.0%	23.0%	23.9%
净资产收益率 (ROE)	11.49%	11.93%	14.4%	17.8%	19.4%
市盈率 (PE)	34.72	49.77	37.0	26.2	20.8
EV/EBITDA	17.49		23.7	18.3	15.3
市净率 (PB)	3.99	5.94	5.34	4.67	4.03

业绩略低于预期

2008 年，公司实现营业总收入 2.39 亿元，同比增长 15.36%，归属母公司所有者的净利润 3911 万元，同比增长 11.62%。实现 EPS0.19 元/股，低于我们 0.21 元/股的预期。主要产品毛利率 63.65%，同比提升 3.75 个百分点。

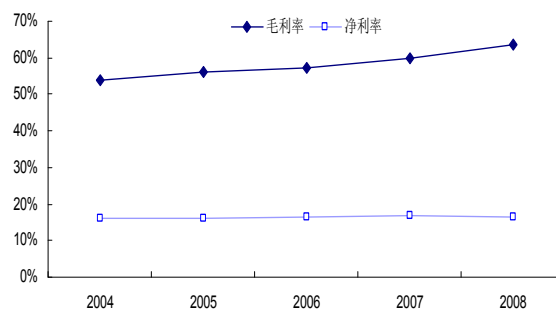
08 年分配预案为：每 10 股派发现金红利 0.26 元（含税），每 10 股送红股 2 股。

图 1：05~08 年达安基因单季度收入与净利润（百万元）



数据来源：wind 国信证券经济研究所

图 2：04~2008 达安基因盈利水平



数据来源：wind 国信证券经济研究所

受新开业务拖累增长

08 年新开业务包括：上海临检中心、六安临检、佛山达安 8 家子公司等。其中投资最大的上海临检就增加折旧 666 万元。除了新开上海临检业务，公司还新增 15 个新产品，前期市场投入较大，为此公司营业费用和管理费用分别同比增长了 41.8% 和 49.6%，远远超过收入 15% 的增速。公司也增加了银行贷款 3540 万元，导致财务费用同比大幅增长 207%。虽然公司收入平稳增长，毛利率明显提升，但费用的增长完全吞噬了毛利润的增长。

我们认为以公司目前的业务规模，事实上并不适合由上市公司这一平台承担诸多短期不能盈利的投资项目。

政府研发补贴贡献较大

08 年营业外收入贡献较大，非经常性损益共合计 1366 万元，占归属母公司股东净利润的 34.9%，其中主要来源包括：

1、08 年公司获得 1437 万元政府补贴，较 07 年的 429 万元大幅增加。公司公布了详细的补贴目录，基本全部为研发项目补贴，我们认为基于公司在诊断试剂的较强研发实力，获得政府补贴在一定程度上将是“经常性项目”

2、转让临检中心股权获益 490 万元。

试剂业务：营销改革初现成效，加速增长

08 年实现试剂销售收入 1.54 亿元，同比增长 20.08%。公司今年是营销改革的第一年，对上半年的销售有所影响，上半年仅增长 14.91%，下半年试剂增长 25.05%，增速明显提升。但是，中山生物和达瑞抗体的免疫试剂业务低于公司预期，其中中

山生物收入下滑 5%，达瑞抗体收入增长 26%。试剂毛利率 74.56%，同比提升 1.23 个百分点。

服务收入：受合并口径变化增速放缓

服务收入 5561 万元，同比增长 9%。服务收入增速低主要是由于统计口径变化——公司的服务收入原来包括两块：1) 对医院的技术服务收入（投放仪器后收入分成），2) 临检服务（独立医学实验室）。由于卫生部规定不再投放仪器的模式，因此在到期旧合同后就不再执行原来的开票方式，由原来的按技术服务开票直接变为按试剂销售开票，因此财务上计入服务收入项目约减少 1000 万。

但随着低毛利率的旧服务模式的萎缩而高毛利率临检业务的增长，整体服务毛利率达到 50.16%，同比提升 2.2 个百分点。

实验室网络建设稳步推进

广州临检中心 08 年收入 5031 万元，同比增长 26%，下半年同样受广东地区招工市场萎缩等不利影响，常规检测受到一定影响，增速有所放缓。

新开的上海临检和六安临检首年合计约亏损 400 万元（但带给母公司的费用支出等对业绩的影响还不止于此）。

二级城市实验室网络稳步推进：2008 年 8 月，启动南宁医学检测中心的筹建，目前正在办理卫生报批、工商注册等手续；2009 年 1 月，合肥达安医学检验有限公司完成工商及卫生行政审批手续，获得正式营业执照，进入实验室建设阶段。三级实验室六安临检已经开始并表，08 年并表 5 个月，收入 87 万元，开办初年微亏，预计 09 年将实现盈利。

表 1：达安基因服务及三级临检业务预测

		2007	2008	2009E	2010E
原有服务（母公司）					
	收入	1118	99	0	0
一级实验室					
广州临检中心	收入	3985	5031	6791	9168
上海临检中心	收入		345	800	1800
二级实验室					
南宁临检	启动筹建，正在办理审批手续				
合肥临检	完成工商及卫生行政审批手续，获得正式营业执照，进入实验室建设阶段				
三级实验室					
安徽六安（08 年 8 月并表）	收入		87	292	379
合计		5103	5561	8135	12040
增长率	收入	45.98%	8.98%	46.28%	48.00%
	毛利率	45.85%	50.16%	54%	56%

数据来源：公司财报

产品线储备丰富

试剂产品 08 年拿到多个诊断试剂新产品批文，包括 PCR 产品和免疫高端产品时间分辨系列等，对原有产品线是极大丰富。但 08 年新获品种并未形成明显贡献，

一是因为大部分新产品都是下半年获批（15 个中有 10 个都是下半年获批的），二是公司 08 年正好也处于营销模式改革，新产品导入市场时间拉长。在 08 年市场前期投入的基础上，09 年将有一个较明显的增长。

此外公司还在 08 年新增 10 个获得欧盟 CE 认证的 PCR 诊断试剂，目前通过 CE 认证的已经达到 12 个，为未来国际市场开拓打下基础。

表 2：08 年达安基因产品线储备进一步丰富

08 年国内新获诊断试剂注册证（15 个）		
2008 年 1 月	核酸试剂	解脲脲原体核酸扩增(PCR)荧光定量检测试剂盒(UU);
2008 年 4 月	免疫试剂	人游离雌三醇测定试剂盒(时间分辨免疫荧光分析法);
	核酸试剂	单纯疱疹病毒 II 型核酸扩增（PCR）荧光定量测定试剂盒
2008 年 6 月	免疫试剂	糖类抗原 CA15-3 定量测定试剂盒（免疫荧光法）
	免疫试剂	游离前列腺特异性抗原定量测定试剂盒（免疫荧光法）
2008 年 7 月	免疫试剂	乙型肝炎病毒 e 抗体诊断试剂盒（免疫荧光法）
	免疫试剂	乙型肝炎病毒核心抗体诊断试剂盒（免疫荧光法）
	免疫试剂	乙型肝炎病毒 e 抗原诊断试剂盒（免疫荧光法）
2008 年 9 月	核酸试剂	淋球菌核酸扩增（PCR）荧光定量检测试剂盒
	核酸试剂	人类免疫缺陷病毒 1 型核酸定量检测试剂盒（巢式 PCR-荧光法）
	免疫试剂	神经元特异性烯醇化酶定量测定试剂盒（时间分辨免疫荧光法）
	免疫试剂	细胞角蛋白 19 片段定量测定试剂盒（时间分辨免疫荧光法）
2008 年 11 月	核酸试剂	解脲脲原体基因分型检测试剂盒（PCR-反向点杂交法）
	核酸试剂	β-地中海贫血基因分型检测试剂盒（PCR-反向点杂交法）
2008 年 12 月	核酸试剂	人乳头瘤病毒基因分型检测试剂盒（PCR-反向点杂交法）
08 年新获欧盟 CE 认证（10 个）		
2008 年 1 月	核酸试剂	解脲脲原体核酸扩增荧光检测试剂盒（UU）
	核酸试剂	单纯疱疹病毒 II 型核酸扩增荧光检测试剂盒（HSVII）
	核酸试剂	肺炎支原体核酸扩增荧光检测试剂盒（MP）
2008 年 12 月	核酸试剂	EB 病毒核酸扩增荧光检测试剂盒
	核酸试剂	人乳头瘤病毒 6.11 型核酸扩增荧光检测试剂盒
	核酸试剂	结核分支杆菌核酸扩增荧光检测试剂盒
	核酸试剂	梅毒螺旋体核酸扩增荧光检测试剂盒
	核酸试剂	淋球菌核酸扩增荧光检测试剂盒
	核酸试剂	人乳头瘤病毒 16、18 型核酸扩增荧光检测试剂
	核酸试剂	高危型人乳头瘤病毒核酸扩增荧光检测试剂
	核酸试剂	高危型人乳头瘤病毒核酸扩增荧光检测试剂

数据来源：公司公告，国信证券经济研究所搜集整理

食品试剂业务亮点初现

广州市达元食品安全技术有限公司成立于 2005 年 3 月，由达安基因和广州三元科技有限公司共同投资组建，达安目前持有其股权的 40%。达元专门从事食品安全产品的研发、生产、销售和服务。

食品安全检测在我国是一个新兴行业，专业从事且产品线齐备的上规模企业少

之又少。达元 05 年成立后 06 年处于亏损，但 07 年已经扭亏，净利润 264 万元。08 年随着国内食品安全事件频出，政府大力加强了食品安全管理，食品检测试剂采购大幅增加，公司作为国内极少数专业公司的龙头充分受益，08 年收入 2963 万元，较 07 年大幅增长 205%，净利润 706 万元，同比增长 166%。达安亦在 08 年新增食品试剂业务。我们认为随着《食品安全法》在 09 年的出台及执行，国内对食品安全问题日益重视，这一产业未来发展大有可为。

表 3: 达元食品 2006~2008 年收入和净利润跨越式增长

	2006	2007	2008H1	2008
收入	Na	972.27	1276.06	2963.08
净利润	-152.371	264	202.63	706.43

数据来源：公司财报

与马应龙合作生产大便隐血试纸 09 年将上市

公司 2007 年与马应龙合资成立武汉马应龙达安基因诊断技术有限公司，达安占 49% 股权。我们前期调研马应龙得悉，双方合作开发的检测痔疮病症的“大便隐血试纸”09 年即将投产上市。我们对此暂未作盈利预测考虑。

维持“推荐”评级

08 年公司营销改革初现成效，收入和毛利率都实现了平稳较快增长，产品储备更是大为丰富，从经营上看公司明显在向好的方向前进。但多项新业务的开办导致费用大幅上升吞噬了经营上的进步。考虑到公司费用支出因新开业务较多而增长较快，我们下调 09~10 年 EPS 为 0.26、0.37 元（原来为 0.30、0.40 元/股），下调幅度 8.6%、7.5%。目前 09~10PE 分别为 37X、26X，略高于生物制药子版块。看好公司未来在试剂及临检业务的稳步推进和长期前景，维持推荐评级。

表 4: 2004~2008H 达安基因各块业务情况

	2004	2005	2006	2007	2008H	2008
营业收入(百万元)						
试剂	82.68	96.21	106.09	128.07	72.17	153.78
服务	41.97	45.56	34.96	51.03	18.13	55.61
仪器	27.56	17.53	26.4	25.27	23.66	28.11
其他	3.65	3.17	5.09	2.91	1.10	1.695
收入同比增长						
试剂		16.36%	10.27%	20.72%	14.91%	20.08%
服务		8.55%	-23.27%	45.97%	13.94%	8.97%
仪器		-36.39%	50.60%	-4.28%	50.03%	-7.18%
其他		-13.15%	60.57%	-42.83%	-48.43%	-61.19%
毛利率						
试剂	79.71%	78.90%	75.76%	73.32%	71.72%	74.56%
服务	23.82%	20.39%	25.57%	47.97%	44.85%	50.16%
仪器	21.26%	28.74%	27.62%	16.41%	29.07%	30.26%
其他	58.01%	22.55%	43.96%	55.89%	31.10%	70.66%
毛利率变动						
试剂		-0.81%	-3.14%	-2.44%	+1.06%	+1.23%
服务		-3.43%	+5.18%	+22.40%	+2.56%	+2.2%
仪器		+7.48%	-1.12%	-11.21%	+5.42%	+13.85%

其他	-35.46%	+21.41%	+11.93%	-9.00%	+14.77%
----	---------	---------	---------	--------	---------

资料来源：WIND 国信证券经济研究所

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2008	2009E	2010E	2011E	利润表 (百万元)	2008	2009E	2010E	2011E
现金及现金等价物	85	100	108	130	营业收入	239	287	350	424
应收款项	171	212	259	313	营业成本	87	99	117	139
存货净额	36	39	48	58	营业税金及附加	4	3	4	4
其他流动资产	15	14	18	21	销售费用	53	60	70	85
流动资产合计	306	366	433	523	管理费用	60	68	79	95
固定资产	149	139	125	107	财务费用	7	6	6	6
无形资产及其他	51	49	48	46	投资收益	8	7	10	12
投资性房地产	15	15	15	15	资产减值及公允价值变动	(1)	(1)	(1)	(1)
长期股权投资	9	19	29	39	其他收入	0	0	0	0
资产总计	530	589	650	729	营业利润	34	58	84	107
短期借款及交易性金融负债	70	84	80	80	营业外净收支	13	5	5	5
应付款项	19	18	22	26	利润总额	48	63	89	112
其他流动负债	11	16	19	23	所得税费用	8	9	13	17
流动负债合计	101	117	120	129	少数股东损益	1	1	1	1
长期借款及应付债券	30	30	30	30	归属于母公司净利润	39	53	74	94
其他长期负债	14	19	24	29					
长期负债合计	44	49	54	59					
负债合计	145	166	174	188					
少数股东权益	57	58	59	59					
股东权益	328	365	417	482					
负债和股东权益总计	530	589	650	729					
关键财务与估值指标	2008	2009E	2010E	2011E	现金流量表 (百万元)	2008	2009E	2010E	2011E
每股收益	0.19	0.26	0.37	0.47	净利润	39	53	74	94
每股红利	0.14	0.08	0.11	0.14	资产减值准备	(1)	(1)	0	0
每股净资产	1.63	1.82	2.08	2.40	折旧摊销	30	31	35	39
ROIC	7%	10%	13%	15%	公允价值变动损失	1	1	1	1
ROE	12%	14%	18%	19%	财务费用	7	6	6	6
毛利率	64%	66%	66%	67%	营运资本变动	(47)	(38)	(47)	(55)
EBIT Margin	15%	20%	23%	24%	其它	1	1	1	1
EBITDA Margin	27%	31%	33%	33%	经营活动现金流	22	47	64	79
收入增长	15%	20%	22%	21%	资本开支	(23)	(20)	(20)	(20)
净利润增长率	12%	35%	41%	26%	其它投资现金流	0	0	0	0
资产负债率	38%	38%	36%	34%	投资活动现金流	(31)	(30)	(30)	(30)
息率	1.4%	0.8%	1.1%	1.4%	权益性融资	55	0	0	0
P/E	49.8	37.0	26.2	20.8	负债净变化	30	0	0	0
P/B	5.9	5.3	4.7	4.0	支付股利、利息	(28)	(16)	(22)	(28)
EV/EBITDA	32.4	23.7	18.3	15.3	其它融资现金流	11	14	(4)	0
					融资活动现金流	69	(2)	(26)	(28)
					现金净变动	61	15	8	21
					货币资金的期初余额	24	85	100	108
					货币资金的期末余额	85	100	108	130
					企业自由现金流	(6)	22	37	50
					权益自由现金流	34	31	28	45

资料来源：国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所研究团队

宏观		策略		交通运输	
杨建龙		汤小生	021-68864595	唐建华	0755-82130468
林松立	010-82254212	黄海培	021-68864598	孙菲菲	0755-82133400
任泽平	010-82254206	崔嵘	021-68866202	高健	0755-82130678
周炳林	0755-82133339	廖喆	021-68866236	黄金香	010-82252922
银行		房地产		信息技术	
邱志承	021-68864597	方焱	0755-82130648	肖利娟	010-82252322
黄飙	0755-82133476	陈林	0755-82133343	王俊峰	010-82254205
谈煊	010-82254212	区瑞明	0755-82130678	凌晨	021-68866233
戴志锋	0755-82133343				
有色金属		汽车及零配件		钢铁	
彭波	0755-82133909	李君	021-68866235	郑东	010-82254160
李洪冀	010-82252922	左涛	021-68866253	秦波	010-82252922
商业贸易		基础化工		非银行金融	
胡鸿轲	021-68866206	邱伟	0755-82133263	武建刚	010-82250828
吴美玉	010-82252911	陆震	0755-82130532	王一峰	010-82250828
石油与石化		电力设备		传媒	
李晨	021-68866252	彭继忠	021-68866203	陈财茂	021-68866236
严蓓娜	021-68866253	皮家银	021-68866205	廖绪发	021-82133406
机械		电力与公用事业		医药	
余爱斌	0755-82133400	徐颖真	021-68864007	贺平鸽	0755-82133396
李筱筠		谢达成	021-68866236	丁丹	0755-82130678
通信		造纸		家电	
严平	021-68865025	李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407
纺织服装		建材		旅游	
方军平	021-68866202	杨昕	021-68864596	廖绪发	021-82133406
中小股票		食品饮料			
高芳敏	021-68864586	黄茂	0755-82133476		
陈爱华		谢鸿鹤	0755-82130646		
滕云					
农业		煤炭		建筑	
张如	021-68866233			邱波	0755-82133390
固定收益与基金		金融工程		金融工程	
皮敏	021-68864011	葛新元	0755-82133332	王军清	0755-82133297
张旭	010-82254210	董艺婷	021-68866946	黄志文	0755-82130532
杨涛	0755-82133339	戴军	021-68864585	林晓明	

国信证券经济研究所机构销售部

华南区		华东区		华北区	
万成水	0755-82133147 13923401205 wancs@guosen.com.cn	盛建平	021-68864592 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	王立法	010-82252236 13910524551 wanglf@guosen.com.cn
刘宇华	0755-82130818 13823380182 liuyh@guosen.com.cn	马小丹	021-68866025 13801832154 maxd@guosen.com.cn	王晓建	010-82252615 13701099132 wangxj@guosen.com.cn
邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	郑毅	021-68866205 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	谭春元	010-82254209 13810118116 tancy@guosen.com.cn
庞博	0755-82130818 0755-82133343 pangb@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-68866011 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	焦骥	010-82254209 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn
祝彬	0755-82133456 15814403667 zhubin@guosen.com.cn	刘塑	021-68866236 13817906789 liusu@guosen.com.cn		