

达安基因（002030）：探索诊断试剂盈利新模式

增持（维持）

医药行业/生物制品

当前股价：14.54 元

报告日期：2009 年 6 月 15 日

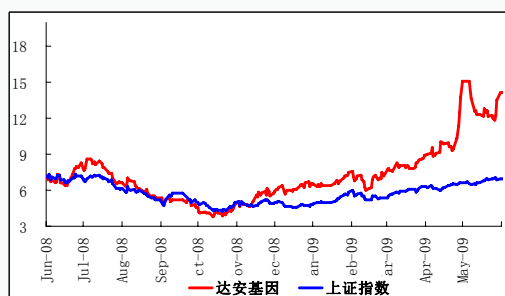
主要财务指标（单位：百万元）

	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	207	239	294	363
(+/-)	20.13%	15.40%	22.73%	23.52%
营业利润	40	34	59	79
(+/-)	13.53%	-13.11%	72.25%	33.69%
归属于母公司 的净利润	35	39	54	69
(+/-)	21.90%	11.62%	37.38%	27.93%
每股收益（元）	0.15	0.16	0.22	0.29
市盈率（倍）	100	90	65	51

公司基本情况（2009 年 3 月 31 日）

总股本/已流通 A 股(万股)	24,077/23,012
流通市值（亿元）	32.3
每股净资产（元）	1.67
资产负债率（%）	26.73

股价表现（最近一年）



联系人—天相医药组

010-66045760 kuangw@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

投资要点：

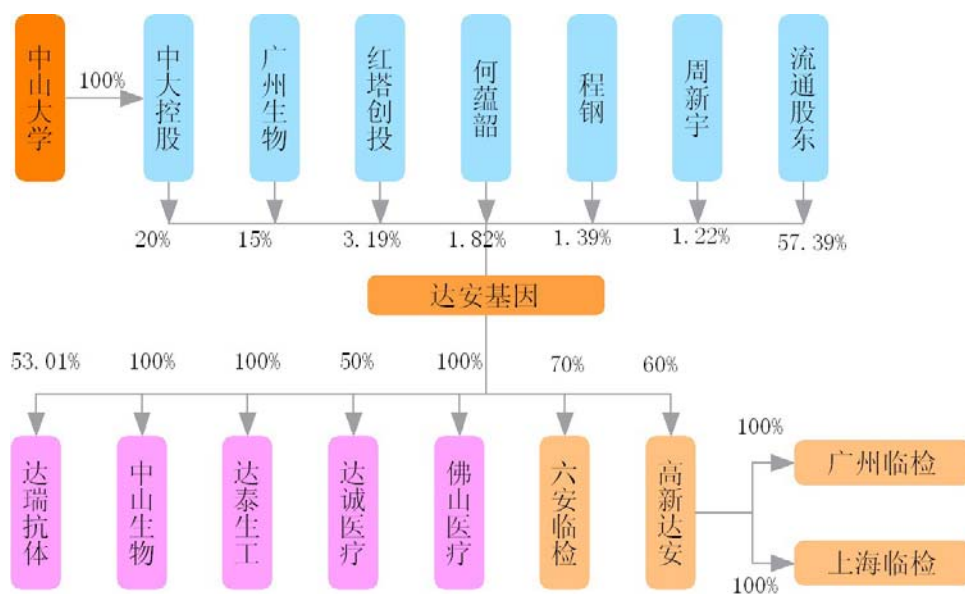
- **诊断试剂行业迅速发展，龙头企业将受益。**从全球角度看，现在临床诊断试剂已发展成为一个拥有200亿美元国际市场，年增长率约为5.5%的产业。而国内市场的发展潜力显然大于国际市场，统计数据显示，目前，全国诊断试剂市场规模约为50亿~60亿元人民币，1999-2004年，我国诊断试剂符合年均增长率为15%左右，预计2008-2012年国内临床诊断市场的年增长率将高达15%~20%。
- **核酸诊断试剂将稳定增长。**达安基因的核酸诊断试剂，在技术水平和产品质量上与国际先进水平相当，其PCR荧光诊断试剂国内市场占有率在70%左右。2008年，公司核酸诊断试剂收入达到1.3亿元左右，我们认为公司核酸业务未来将继续稳定增长，我们判断的理由是：（1）公司研发实力强大，研发投入占收入比率开始增大；（2）公司由专注研发向研发与市场并重转型；（3）诊断试剂行业发展空间广阔；（4）独立医学实验室未来支持试剂业务发展。
- **独立医学检测中心，未来最大看点。**国外检测市场的1/3由独立医学检测中心完成，而国内则刚刚起步。公司引入战略投资者成立高新达安子公司，计划在全国建立临检中心网络，目前网络雏形已现。
- **免疫试剂与自产仪器发展潜力大。**公司收购中山生物，可凭借公司的品牌优势与渠道优势以及研发互补实现免疫试剂的快速增长。自产仪器方面，食品安全诊断仪器有望成为公司新的利润增长点。
- **估值与投资评级：**我们预测公司2009-2010年的EPS分别为0.22元和0.29元（按最新股本摊薄，24077万股）。鉴于对诊断试剂行业长期的看好以及公司在PCR荧光诊断试剂的龙头地位，和公司独立医学检测业务未来发展的广阔前景，我们维持对公司“增持”的投资评级。
- **风险提示：**1）临检业务仍处在探索阶段；（2）免疫诊断试剂的销售面临较大的市场竞争。

1. 公司概况

中山大学达安基因股份有限公司前身为广东省科四达医学仪器实业公司，1991年1月26日，广州市东山区中山视听科技公司、中山医科大学执信服务公司和广东省科四达医学仪器实业公司合并为中山医科大学科技开发公司。2001年经两次改制后变更为中山医科大学达安基因股份有限公司。由于中山医科大学与中山大学合并，2001年12月13日，公司更名为中山大学达安基因股份有限公司。

2004年7月23日公司在深圳证券交易所中小板上市。公司实际控制人为中山大学。中山大学是有着一百多年办学传统的综合性重点大学，学科优势明显，科研实力雄厚，为公司研究开发工作提供强大的后盾。第二大股东为广州市生物工程中心，是广州市科技局直属的事业单位，属于科技中介服务机构，专注于生物医药领域开展战略规划、项目评估、成果推广、信息咨询等专业服务。自然人股东中，公司高管何蕴韶、周新宇、程钢共持有4.4%的股份，高管的持股使管理层与公司股东的利益趋于一致，有利于公司的长期稳定发展。

图表 1：公司股权及资产结构图



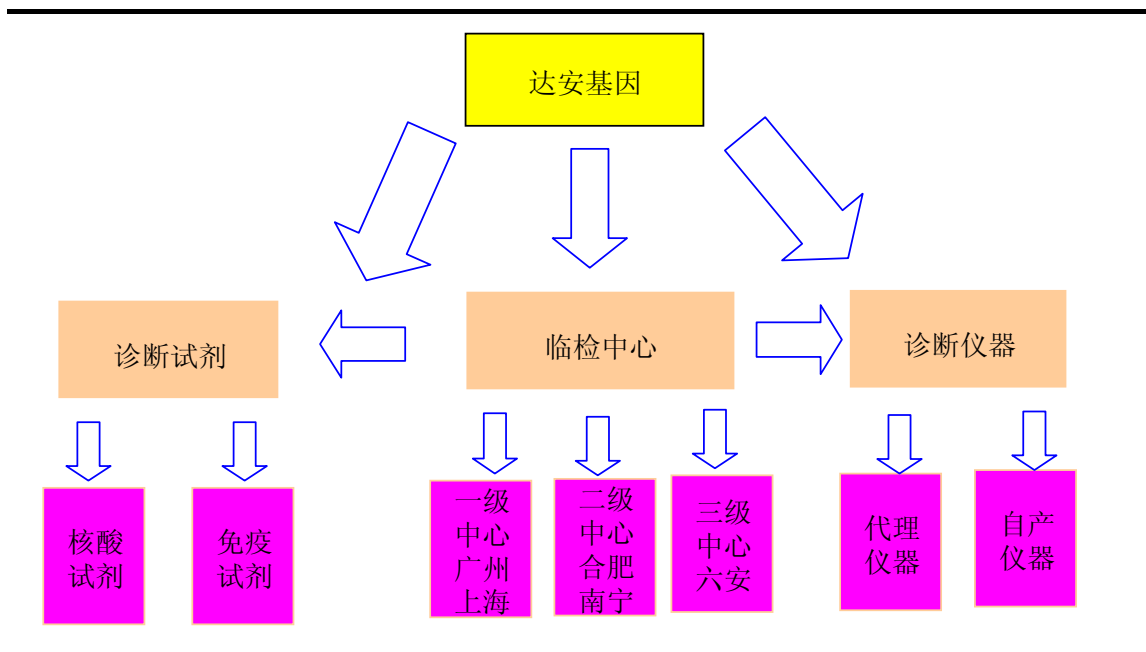
资料来源：公司公告、天相投顾

公司于2005年11月10日通过股权分置改革方案。至2009年6月11日，除部分高管持股尚未解禁外，限售股已全部解禁。

公司目前的主要业务为诊断试剂、诊断仪器和临床检验。公司作为核酸诊断试剂研究的先行者，经过10多年的发展，已成为全国最大的核酸诊断试剂生产基地。2008年核酸诊断试剂销售额已超过1.3亿，市场占有率在70%左右。07年并购中山生物后，增加免疫诊断试剂业务，产品线进一步完善。在诊断仪器方面，在仪器代理业务稳步发展的同时，公司自产仪器也取的丰硕的成果。

公司在建立第三方实验室方面展开积极的探索。以广州、上海、武汉和天津等核心独立实验室为一级中心，以合肥、南宁等独立实验室为二级中心，以六安等三线城市快速实验室为三级中心，逐步构建起三级实验室网络。

图表 2：公司主要业务



资料来源：天相投顾

2. 行业概况

诊断试剂可以分为体内诊断试剂和体外诊断试剂，现在体内诊断试剂只占很少一部分，绝大部分都是体外诊断试剂。体外诊断试剂包括可单独使用的诊断试剂和与仪器组合使用的诊断试剂。具体包括在疾病的预防、诊断、治疗监测、预后观察、健康状态评价以及遗传性疾病的预测过程中，用于对人体样本进行体外检测的试剂、试剂盒等。

从全球角度看，现在临床诊断试剂已发展成为一个拥有200亿美元国际市场，年增长率约为5.5%的产业。全世界生产诊断试剂的公司估计在200家以上，行业龙头诊断试剂的年销售额在10亿美元以上。

而国内市场的发展潜力显然大于国际市场，据统计数据显示，目前，全国诊断试剂市场规模约为50亿~60亿元人民币，总的来说，目前在临床应用比较广泛、市场广阔的项目上（如免疫试剂中的肝炎、性病和孕检系列，临床生化中的酶类、脂类、肝功、血糖、尿检等系列），国内主要生产厂家的技术水平已基本达到国际同期水平；基因检测中的PCR技术系列（达安基因）已经基本达到国际先进水平。1999-2004年，我国诊断试剂符合年均增长率为15%左右，预计2008-2012年国内临床诊断市场的年增长率将高达15%~20%。体外诊断试剂主要有三大类，生化试剂、免疫试剂和核酸诊断试剂。



图表 3：国内诊断试剂主要生产厂家

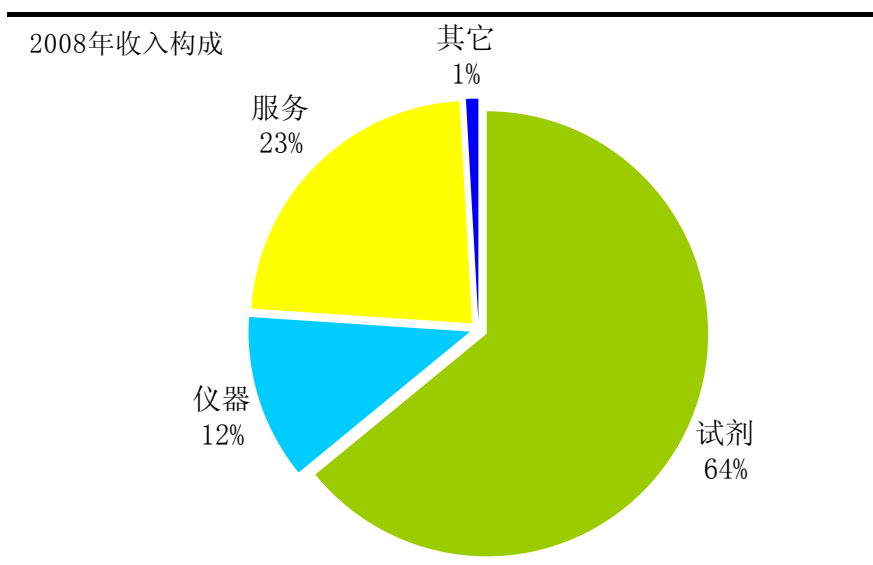
试剂类型	生产企业
生化试剂	中生北控、科华生物、复星长征、罗氏、拜耳
免疫试剂	科华生物、中山生物（达安基因收购）
核酸试剂	达安基因、深圳匹基

资料来源：天相投顾

3. 业务分析

从公司的收入构成看，诊断试剂是公司收入的主要来源，2008年，试剂收入占公司总收入的64%。其次为独立医学实验室的服务收入，另外，公司的仪器业务也在加速发展。

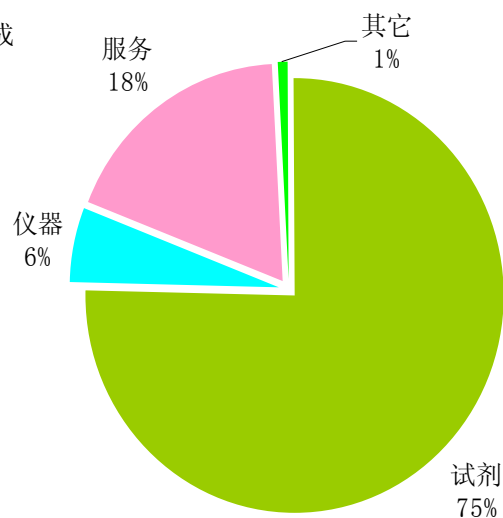
图表 4：公司收入构成



资料来源：公司公告

图表 5：公司毛利构成

2008年毛利构成



资料来源：公司公告

3.1 核酸诊断试剂——中国龙头，世界一流

达安基因的核酸诊断试剂，在技术水平和产品质量上与国际先进水平相当，其PCR荧光诊断试剂国内市场占有率在70%左右，目前客户主要是三甲医院和其它大型医院，公司目前正在积极拓展其它相对低端一些的医院客户。

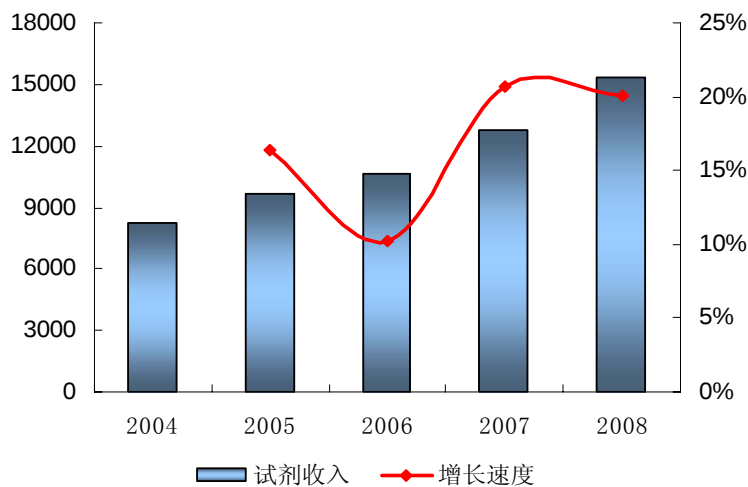
核酸诊断试剂主要分为DNA和RNA两类，以前者为主，这也与病毒与细菌的遗传物质相吻合，生物界中，主要以DNA为遗传物质。

图表 6：公司主要诊断试剂

DNA 类	RNA 类
①乙型肝炎病毒②结核杆菌③沙眼衣原体④人乳头瘤病毒⑤高危型人乳头瘤病毒⑥解脲脲原体⑦人巨细胞病毒⑧肺炎支原体⑨α-地中海贫血	①丙型肝炎病毒②新型冠状病毒

资料来源：天相投顾

图表 7：核酸试剂收入及其增长速度



资料来源：公司公告

注：2007年和2008年包括中山生物的免疫试剂，但免疫试剂占比较小，2008年收入在2000万左右。

我们判断公司的核酸诊断试剂将保持稳定的增长，是公司最为稳健的业务。我们判断的理由是：

(1) 公司背靠中山大学，研发实力强，公司本身十分重视研发，研发由董事长亲自管理。2008年，公司加大了研发投入，研发总费用达到1630万元，占收入的6.82%

图表 8：研发资金投入情况

项目	2006 年	2007 年	2008 年
研发支出总额	10, 53	12, 12	16, 30
其中：资本化的研发支出总额（元）	0.00	3, 70	3, 60
研发支出总额占营业收入的比重	6.10%	5.85%	6.82%

资料来源：公司公告

(2) 公司由专注研发，开始向研发与销售并重。2005年，公司的销售人员占比只有20%左右，2008年，公司销售人员占比已经达到了57.96%。公司聘用专业从事销售工作的张斌先生来主管公司的销售，同时推出的“幸福树”销售计划，对公司的研发市场共同发展作用显著。

(3) 中国诊断试剂市场的快速发展。中国诊断试剂市场以15%以上的年增长速度发展，达安基因作为核酸诊断试剂的龙头企业，将是最大的受益者之一。

(4) 众多诊断领域需要新的诊断试剂产品。诊断试剂的应用领域的不断扩大，使诊断试剂行业成为一个快速发展行业。如血筛市场，目前国内只有达安基因、科华生物和罗氏少数几家公司有血筛市场的诊断试剂生产批文，目前血筛市场还没有正式启动，一旦启动，公司无疑将是一个有力的竞争者。

公司新的产品宫颈癌诊断试剂目前已开始投放市场，我们认为这是一个具有

较好发展前景的产品。

3.2 免疫诊断试剂——收购中山生物，潜在增长领域

公司2007年收购中山生物100%股权，使公司的诊断试剂领域由核酸诊断试剂扩展到核酸和免疫两大领域。中山生物已经形成以ELISA Kits和金标快速诊断试剂为主导产品序列，主要包括HIV、HCV、HBV、EB、HEV、HAV、HDV、TP、G6PD等传染病的诊断试剂盒。

中山生物2005年收入1800万左右，2006-2008年收入都在2000万元左右，增长不明显。达安基因于2007年收购中山生物，100%控股中山生物。由于公司在北方的销售网络建设还没有到位，以及竞争对手的地域优势与先入优势，中山生物的免疫诊断试剂的销售增长速度目前不明显，估计随着公司销售渠道的逐步建设，增长速度会逐渐加快。

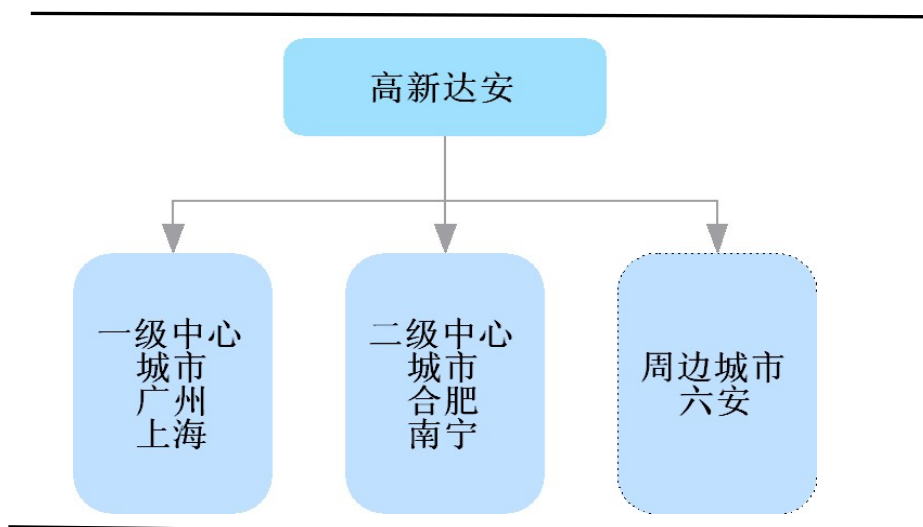
3.3 独立医学实验室——诊断试剂行业盈利新模式

医学独立实验室在国外已形成规模行业，但在我国，则属于新兴行业。独立医学实验室的运作过程是将依附在医院或诊所的检验科独立出来，形成专业化、商业运作的集中检验模式，不但能提高临床检验水平，方便病人，也便于主管部门对临床医学实验室的统一质量控制和管理。

美国最大独立医学实验室QUEST，2007收入67亿美元，欧美发达国家检测市场的30%以上有独立医学实验室来完成，而我国目前仅处于起步阶段，未来发展空间巨大。

公司与中国高新投资集团合作，成立高新达安。公司以广州和上海临检中心100%的权益评估作价8200万元出资占高新达安60%的股权，中国高新投资集团以现金5466万元出资，占高新达安40%股权。

图表 9：独立医学实验室网络结构

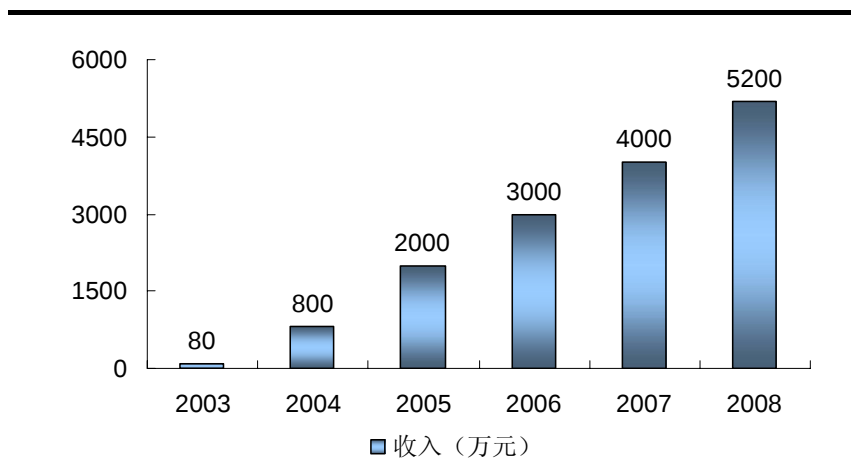


资料来源：公司公告、天相投顾

注：六安临检中心未来将并入高新达安

目前，公司独立医学实验室的收入主要来自于广州临检中心，上海临检中心目前正处于开始营业阶段，估计在2010年可迈过盈亏平衡点，其它临检中心处于积极筹备中。

图表 10：广州达安临检中心收入



资料来源：天相投顾

独立医学实验室相对于医院自带的检测科室，具有以下优点。

(1) 每家医院都有自己的检测科室，但水平参差不齐，医院由于重复检验，或因检验错误报告导致的诊治错误，造成的经济损失难以计数，医学独立实验室的出现可以达到医院、病人、社会共赢的目标。

(2) 医学独立实验室是对现有医疗资源不足的补充，不会与医院争夺资源。

(3) 独立医学实验室可专业化、批量操作，可检测的项目齐全，由于批量检测，成本低，专业化运营，质量可靠。

我们认为独立医学实验室未来发展空间大，是一种可行的商业模式。

3.4 仪器——自产仪器处在快速发展中

公司的仪器业务可分为两部分，自产仪器和代理仪器。诊断仪器是诊断试剂行业的一个重要组成部分，公司近年来在自产诊断仪器的研发上取得较大成绩。自产仪器一般价格在10万元/台左右，代理的进口仪器价格在30-50万元/台左右。从销售金额来说自产仪器大约占40%左右，但量上要远大于代理仪器。

代理仪器的毛利率大约是30%左右，自产仪器的销售毛利率不好计算，在公司的试剂销售策略中，若客户采购试剂达到一定金额，公司将免费赠送一台仪器。我们在这里粗略的计算一下公司自产仪器的毛利率。公司2008年仪器销售收入为2811万元，成本为1961万元，按照代理仪器占收入的60%，毛利率为30%计算，公



司自产仪器的毛利率为7.35%。这是账面的计算值，实际上，据我们了解，一台自产仪器的销售毛利率在40%以上，之所以计算出来的自产仪器毛利率低，是由于销售策略上赠送自产仪器造成的。

事实上，公司的自产仪器正处在快速发展中，尤其是公司最新发展比较迅速的食品安全检测仪器。随着国内食品安全事件的频发，国家对食品安全越来越重视，食品安全检测仪器的市场也开始放大，食品安全检测仪器有望成为公司新的利润贡献点。

4. 流感对公司的影响

公司于2009年5月8日发布公告称，公司研制出的新发人“甲型H1N1流感病毒核酸检测试剂盒”和“通用型甲型流感病毒核酸检测试剂盒”，在香港大学微生物学系实验室（WHO（世界卫生组织）网络实验室），使用来源于香港首例发现的新发人甲型H1N1流感病例的临床样本和病毒分离培养物样本，成功获得验证。

截止2009年6月15日，公司关于甲型H1N1流感诊断试剂仍处在小批量生产阶段，目前只供应CDC使用，价格大约为3000元/盒。公司是国内少数获得毒株验证的诊断试剂企业之一，批量化生产在技术和设备上没有问题，现在关键的问题是注册审批。目前世界卫生组织已经将甲流的预防级别提高到最高级别6级，而国内外甲流的患者越来越多，全球已有2万多例患者，内地也接近200名患者。我们认为审批应该没有问题，但从利润的期限上来说，可能是短期的。

公司面对市场的反映速度以及研发实力和公关能力都十分强大。目前国内拿到甲流毒株的企业只有10家左右，而公司是最早拿到甲流毒株的企业之一。

我们认为，无论是公司生产食品安全诊断仪器还是研制甲流诊断试剂，都反映了公司紧跟市场的策略，公司显然已经从单一依靠研发转变为研发与市场全方位发展的新状态。

5. 盈利预测和投资建议

2008年，公司实现营业收入2.4亿元，同比增长15.40%，实现归属于母公司净利润3911万元，同比增长11.63%。2009年一季度，实现营业收入6154万元，同比增长21.60%，实现归属于母公司净利润804万元，同比增长23.74%。公司在一季报中预测归属于母公司净利润同比增长速度小于30%，我们预测增速可能接近30%。

我们预测公司2009-2010年的EPS分别为0.22元和0.29元，对应2009年6月15日14.54元的收盘价，动态市盈率分别为65倍和51倍。

公司未来最大的看点独立医学检测业务目前整体还处在起步阶段，盈亏基本持平。短期来看，公司估值不低，但公司所处的诊断试剂行业发展迅速，独立医学检测业务目前还没有体现出其对公司利润的贡献。鉴于对诊断试剂行业长期的看好以及公司在PCR荧光诊断试剂的龙头地位，和公司独立医学检测业务未来发



展的广阔前景，我们维持对公司“增持”的投资评级。

图表 11：达安基因盈利预测

单位：万元	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	17,254	20,728	23,920	29,358	36,264
增长率(%)	6.20	20.13	15.40	22.73	23.52
减：营业成本	7,379	8,313	8,695	10,292	12,144
毛利率(%)	57.23	59.90	63.65	64.94	66.51
营业税金及附加	26	375	421	470	580
减：销售费用	3,202	3,720	5,274	6,018	7,434
管理费用	3,138	4,040	6,045	6,752	8,341
财务费用	-109	237	729	587	725
期间费用率(%)	36.11	38.58	50.37	45.50	45.50
加：投资收益	-69	127	769	700	900
营业利润	3,495	3,968	3,448	5,939	7,940
增长率(%)	8.45	13.53	-13.11	72.25	33.69
加：营业外收入	156	420	1,455	600	600
减：营业外支出	12	92	113	100	100
利润总额	3,639	4,296	4,790	6,439	8,440
增长率(%)	13.13	18.04	11.51	34.41	31.08
利润率(%)	21.09	20.73	20.03	21.93	23.27
减：所得税	755	875	827	966	1,266
实际税负比率	21	20	17	15	15
净利润	2,884	3,420	3,963	5,473	7,174
归属于母公司的净利润	2,874	3,504	3,911	5,373	6,874
同比增长(%)	9.30	21.90	11.62	37.38	27.93
净利润率(%)	16.66%	16.90%	16.35%	18.30%	18.95%
少数股东损益	10	-83	52	100	300
总股本	24,077	24,077	24,077	24,077	24,077
每股收益(元)	0.12	0.15	0.16	0.22	0.29
每股净资产(元)	2.20	2.43	1.63	1.90	2.24
净资产收益率(%)	10.17	11.49	11.93	14.11	15.29

资料来源：天相投顾

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100032
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100034
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82722762 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路28号舜花园小区朝3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250014