

分析师： 乔洋 021-68751065 zoupeng@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490510120007

联系人： 邹朋 021-68751065 zoupeng@cjsc.com.cn

独立医学诊断市场的生力军

事件描述

浙江迪安诊断技术股份有限公司拟首次向社会公开发行 1,280 万股，发行后公司总股本不超过 5,110 万股，公司公开发行的社会公众股占比为 25.05%。

■ 第三方独立医学诊断实验室的生力军

公司为管理层持股的民营省级高新技术企业，独立的第三方医学诊断服务平台，主要向各种综合及专科医院、社区卫生服务中心（站）、乡（镇）卫生院、体检中心、疾病预防控制中心等各级医疗卫生机构，提供医学诊断外包服务和国内外知名体外诊断产品，同时也一直致力于先进的医学诊断技术的临床应用及技术创新。

■ 市场需求旺盛，政策扶持力度加大

近年来，我国社会民众对于医疗卫生的需求大幅增加，诊疗人次和住院人数持续增长。政府对医疗行业的投入也逐渐加大，截止 2009 年全国卫生总费用达 17,204.8 亿元，2005-2009 年间，我国政府卫生支出的复合年增长率则高达 31.80%。统计显示 2009 年该项支出已达到 4,685.6 亿元，预计未来五到十年此增长趋势还将继续。

目前我国独立医学实验室仅占据医学诊断服务市场 1% 左右的市场份额，尚处于发展初期，各地的小规模连锁或单体独立医学实验室较多，而规模最大的独立医学实验室，也只能开展 1,000 多项诊断项目，各地区发展也很不平衡，相比成熟市场的业务种类和地域覆盖，我国第三方医学诊断行业还有较大的增长空间，前景被广泛看好。

■ 公司业务和产品优势明显，行业壁垒较高

第三方医学诊断行业属于技术密集型和资本密集型行业，且国家和地方均有相对严格的监管政策和较高的准入标准，行业壁垒较高。公司目前是国内经营规模最大、诊断项目开展最齐全的独立医学实验室之一。2009 年全国范围内医学诊断服务外包业务的市场占有率约为 16%，市场份额位居前，长三角地区市场占有率为 35% 以上，市场份额位居第一。其特色的“服务+产品”的联动销售模式保证了业绩的快速增长，人才、技术和管理优势是未来公司快速成长的重要保障。

■ 募投资金用于扩展服务网络和信息化平台的建设

本次募集项目旨在改善总部中心实验室将在检验手段，技术研发，物流配送，信息传递和售后服务等方面，力图国内一流、东部地区最具特色的国际化标准独立医学实验室。南京迪安将扩建成全国性的病理会诊中心，从而带动各区域病理诊断水平的提升。

我们预计迪安诊断 2011-2013 年 EPS 分别为 0.90 元、1.31 元和 1.85 元，我国独立诊断行业尚处于起步阶段，随着医疗改革的深入，该行业有望获得长远发展。公司在独立检测行业中具有一定的先发优势和规模优势，若募集资金成功，未来将有望实现跨地域的快速发展。给予公司 2011 年 EPS 25-30 倍估值，建议询价区间在 22.5 元至 27.00 元。

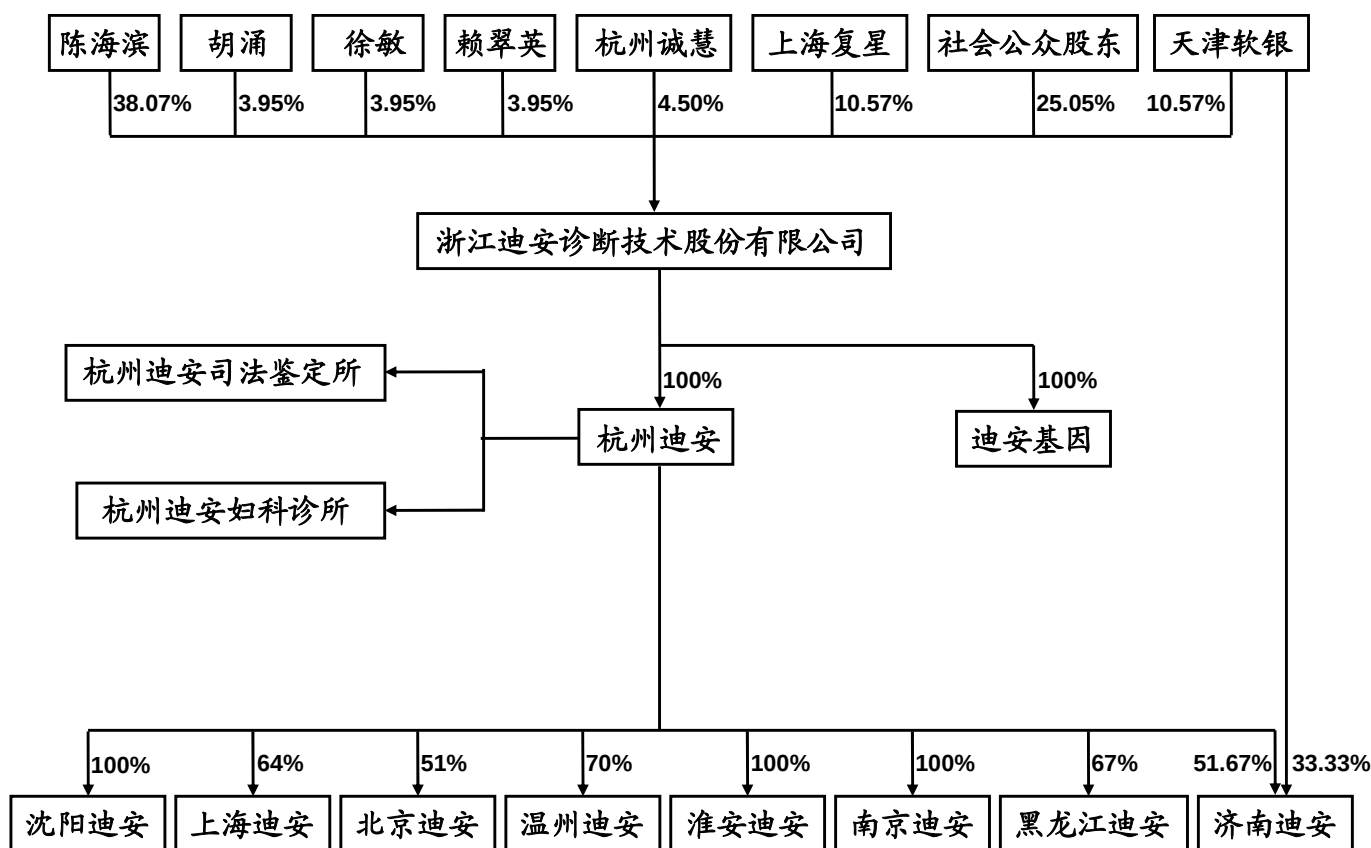
事件评论

公司背景

公司由迪安有限于2010年5月12日整体变更为浙江迪安诊断技术股份有限公司，公司作为独立的第三方医学诊断服务平台，主要向各种综合及专科医院、社区卫生服务中心（站）、乡（镇）卫生院、体检中心、疾病预防控制中心等各级医疗卫生机构，提供医学诊断外包服务和国内外知名体外诊断产品，同时也一直致力于先进的医学诊断技术的临床应用及技术创新。

公司为管理层持股的民营省级高新技术企业，本次公司公开发行1,280万股，发行后公司总股本不超过5,110万股，公司公开发行的社会公众股占比为25.05%。公司控股股东陈海滨先生，本次发行前，陈海滨先生直接持有公司1,945.44万股股份，占公司总股本的50.80%，成为公司的实际控制人。

图 1：发行后公司股权结构图



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

公司是目前国内经营规模最大、诊断项目开展最齐全，同时也是行业内少数可同时提供医学诊断服务外包业务和国内外知名体外诊断产品代理业务的优秀独立医学实验室之一，并在全国八个重点城市设立了八家实验室，市场覆盖了长三角地区和环渤海地区，市场份额居前。其中杭州迪安、上海迪安和北京迪安均获得ISO15189 认可资质，医学诊断报告被世界上40 多个国家所认可。近三年公司经营业绩保持持续快速增长，营业收入复合年增长率为38.76%，利润总额复合增长率高达141.87%。

表 1: 公司主要服务和产品

业务类别	主要服务及产品	具体内容
医学诊断服务 外包	医学诊断服务	通过建设连锁化的独立医学实验室，为各级医疗卫生机构等提供精准、及时的医学诊断外包服务以及科研外包服务；并依托医学诊断服务平台，获取司法鉴定特许经营资质，接受个人的委托，提供公正、独立的司法鉴定服务。
体外诊断产品 代理	检验仪器，体外诊断试剂，耗材等 体外诊断产品及技术支持服务等	与上海罗氏等国内外领先医学诊断产品供应商建立战略合作关系，由本公司在部分区域内代理销售或租赁检验仪器，以及销售试剂耗材和提供技术支持服务。

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

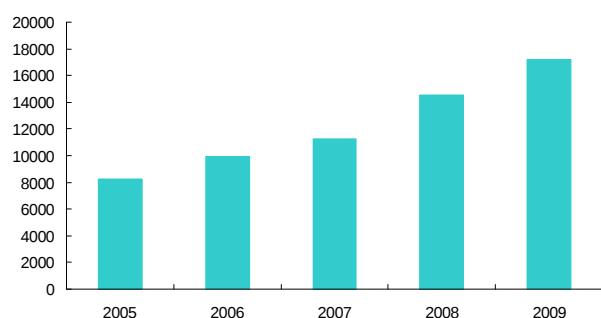
行业背景和概况

医疗行业总体发展呈加速增长态势

医疗保健消费作为社会公众的最基本需求之一，具有明显刚性需求特征，随着经济的发展和居民收入的增长优先得到满足，2007 年我国卫生事业总费用首次突破万亿大关，达到 11,289.5 亿元，截止 2009 年全国卫生总费用达 17,204.8 亿元，而 30 年前我国卫生总费用为仅为 143.2 亿元，复合增长率达到 17.95%。

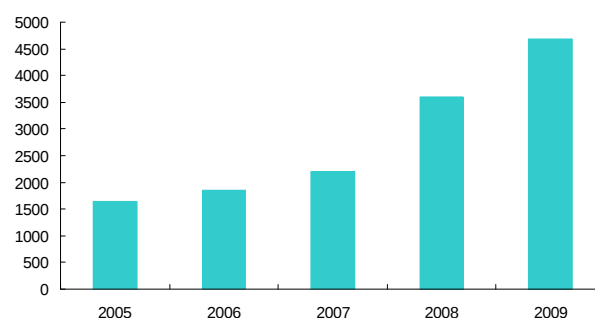
随着我国经济的持续快速增长，全社会医疗卫生总需求呈持续上升趋势，政府投入力度也不断加大，近年来我国政府卫生支出增速进一步加快，2005-2009 年间，我国政府卫生支出的复合年增长率则高达 31.80%。统计显示 2009 年该项支出已达到 4,685.6 亿元，预计未来五到十年此增长趋势还将继续。

图 2: 近年我国卫生事业总费用稳定增长（亿元）



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

图 3: 近年我国政府卫生支出逐年提升（亿元）

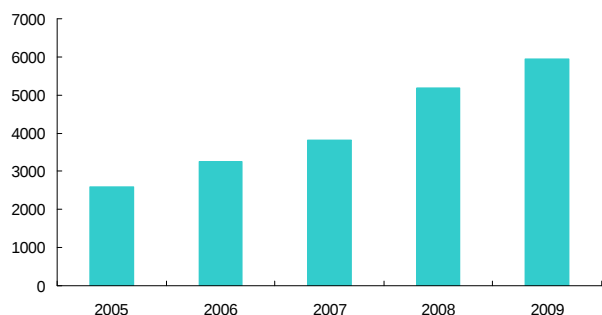


资料来源：招股说明书，长江证券研究部

近年来，伴随我国经济的持续快速增长，我国巨大的人口基数加上城镇化和人口老龄化趋势，我国医疗卫生资源和需求均呈加速上升趋势。主要体现在社会卫生支出、个人卫生支出、诊疗人次及住院人数等方面。其中医保为主的社会卫生支出在 1980 年仅为 61 亿元，截止 2009 年，该项支出已达到 5,948.4 亿元。年复合增长率为 16.17%；而近五年有明显加速趋势，提高至 23.15%。

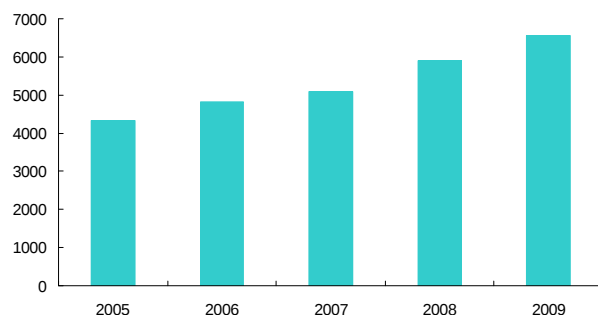
同时，随着我国居民生活水平的提高和可支配收入的增多，国民对医疗卫生服务的需求增长迅速，统计显示，2009 年我国居民个人卫生总支出达 6,570.8 亿元。

图 4：近年我国社会卫生支出加速增长（亿元）



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

图 5：近年我国个人卫生支出稳步增长（亿元）



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

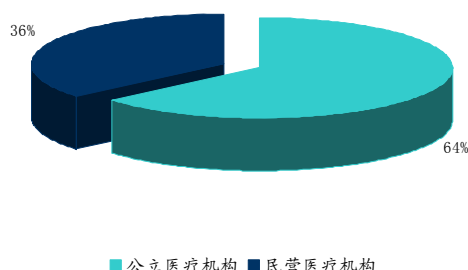
近年来，我国社会民众对于医疗卫生的需求大幅增加，诊疗人次和住院人数持续增长。统计显示 2009 年全国医疗机构（不包括村卫生室）诊疗人次和住院人数分别达 34.53 亿人次、13,256 万人。而政府对于医疗卫生方面的投入力度也在不断加大，相应的医疗服务资源总量持续增加，主要体现在医疗机构床位数的增加，诊疗住院服务能力增强。2009 年我国医疗机构床位数已接近 450 万张，年复合增长率由 1980-2005 年的 1.75% 上升到 2005-2009 年间的 7.02%。

我国医疗服务行业相对落后，医疗资源需求巨大

我国医疗体制经过多年的改革和发展，已经有了长足的进步，医疗水平和服务能力均有了较大水平的提高，但医疗服务行业的问题也日渐突出，目前主要体现在公立医疗机构与民营医疗机构的医疗资源配置不均衡，人均医疗服务资源供给偏低，基层医疗机构的服务能力和诊断水平较低，医疗服务收入在医疗机构收入中的比重较低几个方面。

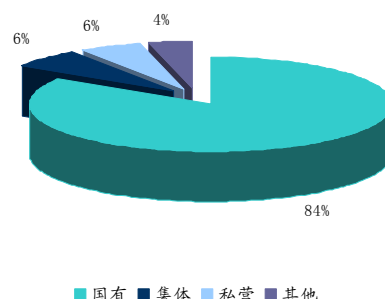
统计显示，2009 年民营医疗机构数占所有医疗机构总数的 36.06%，但床位数仅占总床位的 5.19%。公立医院（国有，集体）医疗收入所占比例更大，高达 94.5%，医疗资源配置和医疗收入极不均衡。

图 6：2009 年我国公立和民营医疗机构总数占比



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

图 7：2009 年我国整体医疗收入构成情况



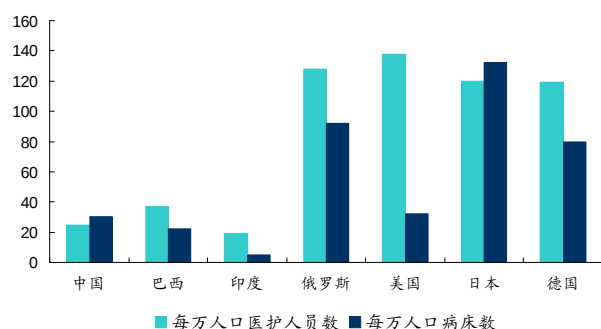
资料来源：招股说明书，长江证券研究部

目前我国人均医疗服务资源供给在全球范围内比较是属于相对落后的，该指标在今后五到十年内都将偏紧。数据表明 2009 年，我国每万人口拥有医护人员和病床数分别为 25 名和 30 张，远低于世界发达国家水平，甚至低于巴西，俄罗斯等发展中国家。但就我国国内来看，2009 年全国病床使用率高达 84.7%，各医疗机构已经处于较高负荷的运

转中，但调查显示 2008 年抽样地区居民两周患病未就诊比例仍达 37.6%，“看病难”问题依然存在，我国居民医疗需求远大于现有可用资源。

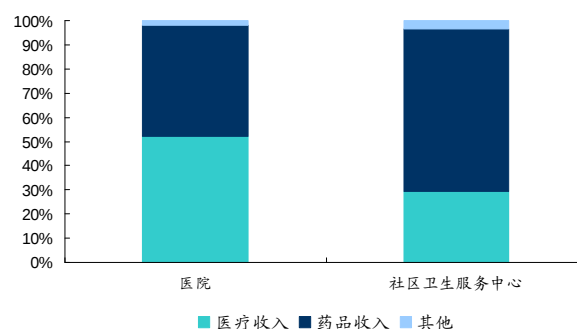
我国医疗机构存在的另一个问题是药品收入占比偏高，而医疗服务收入占比较低，此现在在基层医疗机构中表现更为突出，在社区卫生服务中心等机构，药品收入占到了 67.15%。过分依赖药品的收入反应了我国医疗机构全系统“以药养医”的特殊现象。随着医改的不断深入，结构失衡的现象将得到改善，医疗服务占比有望得到提升

图 8：2009 年各国医疗资源配比情况（人，张）



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

图 9：2009 年我国公立医疗机构收入构成情况



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

虽然我国基层医疗机构总数较大，覆盖面也较广，但硬件设施简陋，人员结构欠合理，技术力量不足，服务能力和诊断水平比起三甲医院差距较大，从而导致居民对基层医疗机构的诊疗技术信任度较低。而基层医疗机构因其收入来源不足，又影响其对硬件和人才的投入。长此以往差距将进一步拉大，影响我国医疗卫生事业整体的均衡发展。

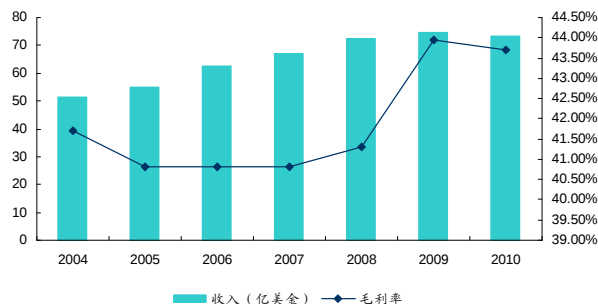
而随着我国经济的快速发展和人口老龄化趋势的加速，居民对于医疗行业的需求与日俱增，而国家政策面和资金面也都对医疗行业加大了关注力度，我国医疗服务行业将迎来一个黄金发展期。

我国独立医学实验室尚处于起步阶段，前景广阔

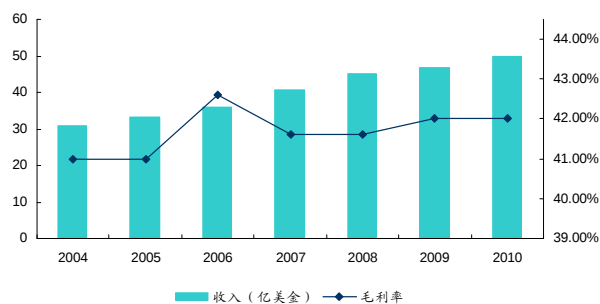
医学诊断服务是整个医疗服务的重要组成部分，可预先为临床诊断提供详尽客观的检测数据，有助于医生制定更为准确的、有针对性的诊疗方案，对患者病情的诊治有巨大帮助。

国外独立医学实验室已有九十多年的发展历史，最近三十年更是迎来了一段高速发展期，在欧洲、日本、加拿大、中国香港等其他发达国家和地区，独立医学实验室已成为一种成熟的经营模式。以美国为例，统计数据表明，20 世纪 80 年代中期，医院附属实验室占临床检验市场 60% 左右的份额，私人诊所实验室占 20% 左右，而独立医学实验室仅占 20%。到九十年代中期，独立医学实验室已经占据了临床检验市场 36% 的市场份额，医院附属实验室占 56%，私人诊所实验室的市场份额已经下降到 8%。

随着行业的逐渐成熟，市场集中度越来越高，大型的独立医学实验室应运而生，最具代表性的是 Quest 和 LabCorp 两家。其财务数据显示两家机构近年来保持较为平稳的增长态势，具有较强的盈利能力。

图 10: Quest 近年财务数据


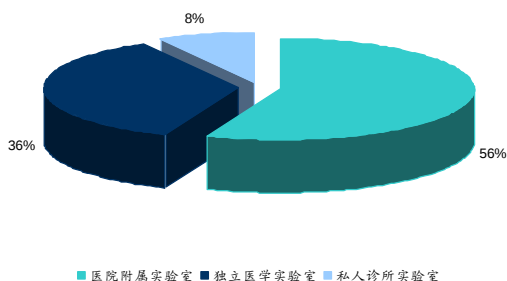
资料来源：招股说明书，长江证券研究部

图 11: LabCorp 近年财务数据


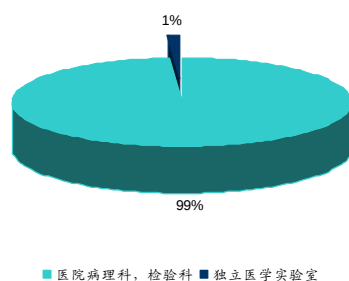
资料来源：招股说明书，长江证券研究部

我国独立医学实验室起步较晚，之前诊断数据由医疗机构下属的检验科和病理科提供，中小型医院由于其规模限制不能完成较为齐全的诊断项目，而将标本委托给大型医院，但大型医院由于各种原因无法为其他机构提供完善的社会化诊疗服务，造成患者病情延误和医疗资源的浪费。上世纪 80 年代中后期独立医学实验室其规模化、市场化的运作模式，加上主动上门的无缝链接服务及完善的咨询答疑服务开始受到广大医患的青睐。

目前我国独立医学实验室仅占据医学诊断服务市场 1% 左右的市场份额，尚处于发展初期，各地的小规模连锁或单体独立医学实验室较多，而规模最大的独立医学实验室，也只能开展 1,000 多项诊断项目，各地区发展也很不平衡，相比成熟市场的业务种类和地域覆盖，我国第三方医学诊断行业还有较大的增长空间，前景被广泛看好。

图 12: 美国医学诊断服务市场格局


资料来源：招股说明书，长江证券研究部

图 13: 我国医学诊断市场格局


资料来源：招股说明书，长江证券研究部

国家政策支持行业发展

第三方医学诊断行业属于技术密集型和资本密集型行业，且国家和地方均有相对严格的监管政策和较高的准入标准，行业壁垒较高。近年来，国家在医疗服务行业的投入逐渐加大，国务院，发改委相继颁布新政以支持医疗行业的发展。新医改政策明确提出：鼓励、支持和引导社会资本发展医疗卫生事业，加快形成投资主体多元化、投资方式多样化的办医体制。完善政策措施，鼓励社会力量举办非营利性医院。非公立医院在医保定点、科研立项、职称评定、继续教育等方面，与公立医院享有同等待遇，在服务准入、监督管理等方面一视同仁。落实非营利性医院税收优惠政策，完善营利性医院税收优惠。

2010 年 11 月，《关于进一步鼓励和引导社会资本举办医疗机构的意见》正式出台，进一步提出了多项措施及优惠政策，并放宽了社会资本举办医疗机构的准入范围。这些政策都给独立医学实验室带来新一轮的发展契机，有利于

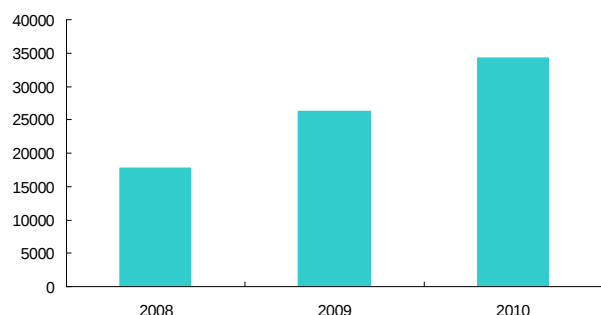
改变当前公立医疗机构相对垄断的办医格局，从而加速缓解当前“看病难”的问题，也一定程度降低整个社会的医疗卫生费用。

公司经营和优势分析

近年来，公司所开展的医学诊断服务外包业务成长速度较快，目前跻身为国内规模最大、诊断项目最齐全的优秀独立医学实验室之一。2008-2010 年公司主要业务营收稳定增长。2010 年公司整体营收达到 3.43 亿，同比增长 30.40%，净利润 2,992 万元，同比大幅增长 96.58%。

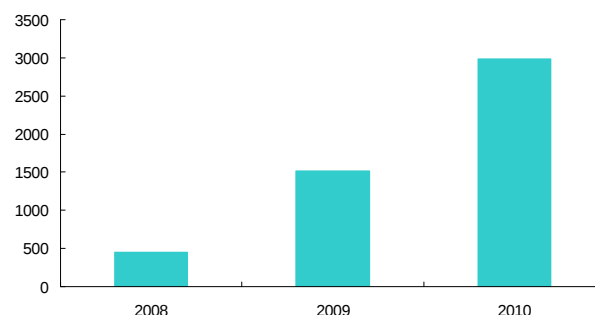
2008-2010 年，公司销售毛利率分别为 29.51%、35.36%和 35.82%，逐年提高，其主要原因为：（1）医学诊断外包业务规模不断扩大，规模效应显现，随设备利用率、人工效率及产值的提升，单位固定成本下降；（2）公司通过服务项目结构的优化，不断提高利润率较高的检测项目在销售收入中的比重。

图 14：2008-2010 公司营业收入稳定增长（万元）



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

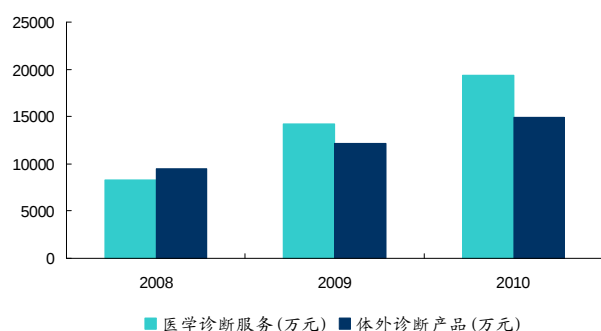
图 15：2008-2010 年公司净利润增长较快（万元）



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

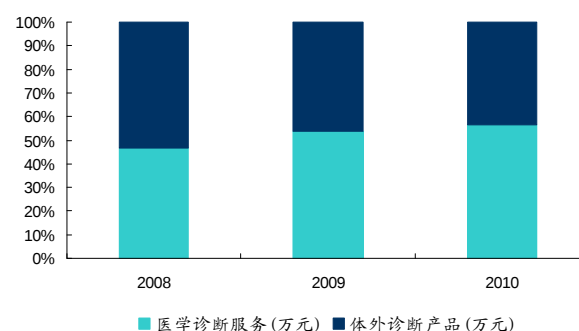
公司主要业务包括两大方面，医学诊断服务的外包和体外诊断产品的代理销售。2008 年起，公司业务范围逐渐扩大到了上海、北京、山东等经济发达地区，市场需求相对较大，医学诊断外包业务迅速发展。2009 年和 2010 年，公司医学诊断服务收入达到 1.4 亿元和 1.9 亿元，同比增长幅度为 70.62% 和 36.80%，保持了快速发展势头。公司体外诊断产品收入在 2010 年达到 1.5 亿元，同比增长 23%，收入规模呈稳步增长态势。此外 2008-2010 年，公司医学诊断服务收入占当期整体营业收入比重分别为 46.63%、53.88% 和 56.53%，占比逐步提高，符合公司发展规划。

图 16：2008-2010 公司两大业务收入增长稳定



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

图 17：公司医学诊断服务收入比例逐年上升

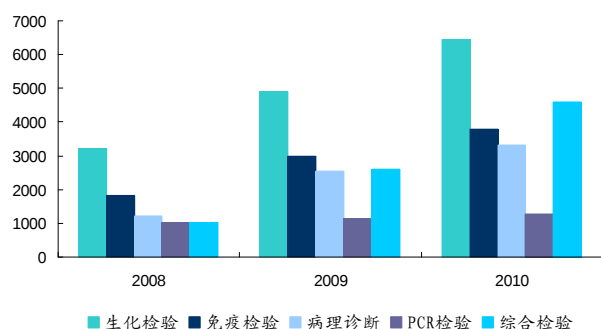


资料来源：招股说明书，长江证券研究部

公司医学诊断服务收入主要来源于生化检验、免疫检验、病理诊断、PCR 检验和其他综合性检验等。其中生化检验、免疫检验是公司的传统优势项目，而病理诊断项目是公司当前的重点发展项目。公司通过一系列积极的措施，如完善病理质控体系以确保诊断质量，开设病理培训班以建立人才培养和储备机制，增强了公司病理诊断项目的竞争力，使病理诊断收入和比重保持稳定增长。2010 年，该项目收入达到 3307 万元，占整体收入的比重的 17.04%。

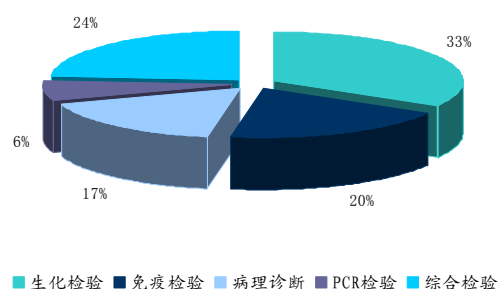
此外公司在确保传统优势项目，重点发展病理诊断业务的前提下，为顺应市场需求，也不断推出新的综合性诊断服务项目，如染色体检验、骨髓检验等其它医学诊断服务，并取得较快发展，2009 和 2010 年该项目营收达到 2,607 万元和 4,598 万元，同比增幅为 156.32%和 76.31%。

图 18: 公司医学诊断服务各项目增长情况(万元)



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

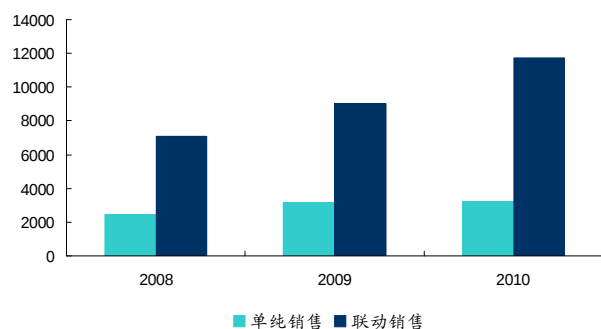
图 19: 2010 年公司医学诊断服务各项目占比情况



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

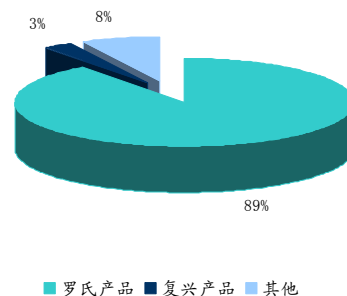
公司体外诊断产品销售是公司营收的另一主要来源，也是公司诊断服务的有效补充，可以和公司医学诊断项目协同作用，彼此促进。公司在巩固与原有客户深度合作前提下，同时积极开拓新客户同时，不断增加体外诊断产品种类，以满足各类型客户需求。得益于公司业务联动销售的模式，2008-2010 年公司体外诊断产品销售业务收入规模呈稳步增长态势，2010 年公司体外诊断产品销售额为 1.49 亿元，同比增长 22.92%，其中罗氏产品的销售占到 89.65%。

图 20: 近年公司体外诊断产品销售增长稳定 (万元)



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

图 21: 2010 年公司体外诊断产品销售占比情况

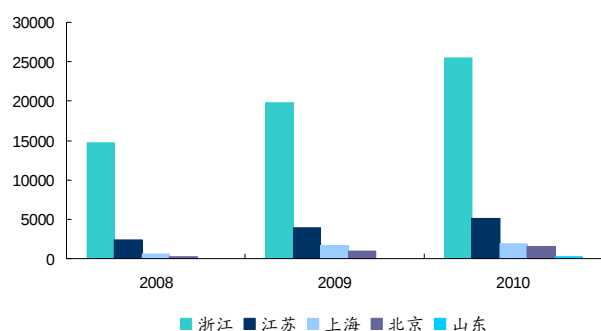


资料来源：招股说明书，长江证券研究部

公司的销售市场目前主要在浙江，尽管浙江市场成熟度排全国前列，但浙江是公司总部所在地，客户基础较好，政府支持力度大，客户认同度高，且已拥有八家独立医学实验室，故仍能保持每年快速的增幅。2009 和 2010 年，公司在浙江地区实现的营业收入较上年度分别增长 5,087 万元和 5,738 万元，增幅分别为 34.64%和 29.02%。

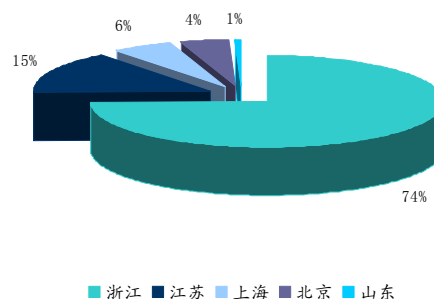
公司在巩固和发展公司的核心市场浙江市场的同时，还积极拓展新的市场，其中 2009 年度和 2010 年度在江苏地区实现的营业收入较上年度分别增加 1555 万元和 1226 万元。此外公司对上海、北京和山东市场的业务拓展，将进一步扩大公司业务规模，并将逐渐成为新的收入增长点。

图 22：近年公司业务销售各地区增长情况（万元）



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

图 23：2010 年公司各地区销售占比情况

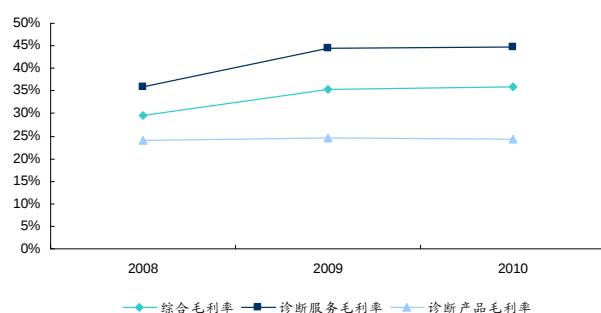


资料来源：招股说明书，长江证券研究部

近年来，公司发展迅速，规模效应渐显，独家代理的体外诊断产品毛利率相对稳定，加上公司推行的“服务+产品”联动销售模式，推动毛利率较高的医学诊断服务比重逐渐上升，整体综合毛利率处于不断提升的状态中。

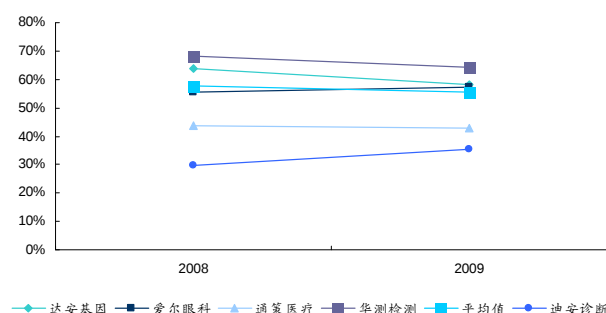
公司整体毛利率水平略低于可比上市公司的平均水平，主要原因在于其他公司主营业务相对单一，属于毛利率相对较高的业务，如达安基因的荧光定量 PCR 技术产品，直接生产成本较低，且公司在此细分领域具有一定定价权，因此达安基因的毛利率相对较高；爱尔眼科和通策医疗分别主要面向个人患者提供眼科医疗服务和口腔科医疗服务，其材料成本、人工成本等相对较低，故综合毛利率也较高；而华测检测主要提供技术检测服务，不存在原材料投入，仅有设备折旧和人工支出，因此毛利率最高。随着公司业务，产品线的不断扩展，医学诊断业务比重的不断提升，综合毛利率呈逐年增长态势，抗风险能力也日渐变强，未来有望抢占更多的市场份额。

图 24：近年公司产品毛利率增长情况



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

图 25：与其他公司毛利率对比情况



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

在国内第三方医学诊断服务领域，公司主要竞争对手为广州金域、杭州艾迪康和高新达安，以全国范围统计，广州金域占有 20% 以上的市场份额，迪安诊断和杭州艾迪康分别占有 15-20%，而高新达安的市场份额约为 10-15%。由于行业发展的区域性特点，公司在以杭州为根据地的长三角地区发展较好，市场份额占到 35% 以上，杭州艾迪康约为 20-30%，广州金域和高新达安仅占有 10% 以下市场份额。

表 2: 公司主要竞争对手状况:

公司名称	公司概况	市场地位
广州金域	广州金域是广州市金域投资咨询有限公司控股下的独立医学实验室，创立于 1994 年，总部位于广州，目前在广州、济南、南京等地开设了多家分支机构，拥有超过 2,500 多名员工，开展的检验项目超过 1,000 项，为全国 5,000 多家医疗机构及单位提供各项检测技术服务，核心业务包括：医学检验、健康体检、卫生检验、新药临床试验。	广州金域是我国最早进入医学诊断服务领域的独立医学实验室之一，也是目前国内最具规模的独立医学实验室，尤其是在华南地区具有明显优势。
杭州艾迪康	杭州艾迪康创立于 2004 年，总部位于杭州，目前已在上海、杭州、济南等地开设了连锁机构，拥有员工 1,600 余人，开展 1,000 多项检测项目，与全国 3,000 多家医疗机构建立合作关系，提供临床检验、临床试验、健康体检等业务。	杭州艾迪康是国内领先的独立医学实验室之一。
高新达安	高新达安创立于 2007 年，由中山大学达安基因股份有限公司与中国高新投资集团公司共同出资成立，注册地址位于北京，目前已在广州、上海等地建成了医学检测中心，已建成临床检验、病理诊断、科研协作和健康管理四大服务平台。	高新达安是国内领先的独立医学实验室之一。

资料来源：公司招股说明书，长江证券研究部

表 3: 2009 年国内主要独立医学实验室市场占有率

企业名称	市场占有率
广州金域	20%以上
迪安诊断，杭州艾迪康	15-20%
高新达安	10-15%

资料来源：公司招股说明书，长江证券研究部

公司具有先发优势

公司目前是国内经营规模最大、诊断项目开展最齐全的独立医学实验室之一。2009 年全国范围内医学诊断服务外包业务的市场占有率约为 16%，市场份额位居前，长三角地区市场占有率为 35% 以上，市场份额位居第一。

公司代理的国内外知名体外诊断产品和自有诊断服务相互促进，形成特色的“服务+产品”的联动销售商业模式，并通过构建完善的营销渠道逐步提升市场份额。通过多年的国内外产品代理经验，公司引入了业内先进的诊断仪器和产品，同时对诊断服务系统化，信息化，以求提供最精准及时的诊断数据。研发方面还与浙江大学等全国临床与检验重点学院建立广泛的合作关系，技术优势明显。

公司在运营管理方面也具备一定优势，如导入 ISO15189 准则的质量管理理念，建立高效的信息化管理平台及专业的物流服务。同时公司对于专业团队建设和人才培养也相当重视。公司以求通过品牌建设，拓展实验室网络和服务领域的建设，加上自身技术和管理优势，将迪安诊断打造成为中国第三方医学诊断行业第一品牌。

募集资金用于扩、新建医学检验所和信息化管理平台改进

由于行业和公司自身的高速发展，现有的物流系统、信息系统，实验室仪器专业化和自动化程度较低，诊断项目和诊断能力已跟不上公司未来快速发展的需要。本次募集项目旨在改善总部中心实验室将在检验手段，技术研发，物流配送，信息传递和售后服务等方面，力图国内一流、东部地区最具特色的国际化标准独立医学实验室。南京迪安将扩建成全国性的病理会诊中心，从而带动各区域病理诊断水平的提升。

新建项目将成为把沈阳迪安，新建迪安和天津迪安建设成为当地具有统一的项目检验、物流配送、信息交互和售后服务的综合性大型第三方医学诊断平台，可全方位独立自主地开展1,000 余项诊断项目。信息化管理平台改进项目则意在进一步提高公司的运营管理能力。

表 4：募集资金投资项目：

项目名称	预计投资总额（万元）
总部中心实验室迁建项目	7,425
南京迪安医学诊断实验室迁址扩建项目	5,000
沈阳迪安医学检验所建设项目	2,000
新建迪安医学检验所建设项目	1,760
天津迪安医学检验所建设项目	1,700
信息化管理平台改进项目	2,800

资料来源：公司招股说明书，长江证券研究部

本次募投项目建设周期约为一年，新建项目预计将在第三年达到满负荷运转能力的 50%，并开始为公司贡献稳定收益。募投项目完成后，将进一步完善连锁网点布局，扩大公司的市场覆盖面和业务规模，增强抗风险能力，从而全面提高公司的品牌知名度、影响力和市场渗透力。

风险提示

- 1、对上海罗氏产品依赖的风险：**上海罗氏为公司的第一大供应商，2010 年采购总金额比例达到 60%以上，公司原材料采购对上海罗氏产品存在一定依赖性。
- 2、分析前/后控制风险：**质量控制风险和采样控制风险是独立医学实验室面临的重大风险，诊断服务质量和样品质量控制一旦出现问题，将会较大程度影响独立医学实验室的公信力和正常运营。
- 3、销售区域集中风险：**目前公司主要业务主要集中在浙江区域，2010 年销售收入和净利润占比分别达到 74.32%和 97.89%。如浙江地区的社会和经济环境发生不利变化，将对公司带来负面影响

盈利和申购价格预测

核心假设

1. 公司的募投项目能够按照计划完成
2. 公司主导产品所在市场不会发生重大变化，医疗诊断外包业务稳定增长，毛利率保持稳定
3. 公司仪器销售业务能够与仪器生产商保持稳定合作关系

表 5: 产品销售假设 (单位: 万元)

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
医学诊断服务	8,313.75	14,184.57	19,404.31	28,136.25	39,390.75	53,965.33
增长率		70.62%	36.80%	45.00%	40.00%	37.00%
毛利率	35.80%	44.61%	44.68%	44.90%	44.80%	44.70%
体外诊断产品	9,515.26	12,140.76	14,922.99	18,504.51	22,390.45	26,420.74
增长率		27.59%	22.92%	24.00%	21.00%	18.00%
毛利率	23.99%	24.54%	24.29%	24.00%	24.00%	24.00%
总计	17,829.01	26,325.33	34,327.30	46,640.76	61,781.20	80,386.06
增长率		47.65%	30.40%	35.87%	32.46%	30.11%
综合毛利率	29.51%	35.36%	35.82%	36.61%	37.26%	37.90%

申购建议

根据上述假设，我们预计迪安诊断 2011-2013 年 EPS 分别为 0.90 元、1.31 元和 1.85 元，我国独立诊断行业尚处于起步阶段，随着医疗改革的深入，该行业有望获得长远发展。公司在独立检测行业中具有一定的先发优势和规模优势，若募集资金成功，未来将有望实现跨地域的快速发展。给予公司 2011 年 EPS 25-30 倍估值，建议询价区间在 22.5 元至 27.00 元。

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	343	466	618	804	货币资金	84	308	276	284
营业成本	220	296	388	499	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	123	171	230	305	应收账款	80	110	145	189
% 营业收入	35.8%	36.6%	37.3%	37.9%	存货	25	32	42	54
营业税金及附加	1	2	3	3	预付账款	4	6	7	9
% 营业收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	33	43	56	71	流动资产合计	192	456	471	537
% 营业收入	9.7%	9.3%	9.1%	8.8%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	53	71	91	115	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	15.5%	15.2%	14.7%	14.3%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	1	0	-1	-1	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.3%	-0.1%	-0.2%	-0.1%	固定资产合计	26	72	142	193
资产减值损失	0	1	1	1	无形资产	1	1	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	5	0	0	0
营业利润	34	54	81	116	其他非流动资产	10	20	30	40
% 营业收入	9.9%	11.6%	13.1%	14.4%	资产总计	234	549	644	771
营业外收支	4	4	4	4	短期贷款	15	0	0	0
利润总额	38	58	85	120	应付款项	39	52	69	88
% 营业收入	11.0%	12.5%	13.7%	14.9%	预收账款	0	5	6	8
所得税费用	8	12	18	25	应付职工薪酬	12	16	20	25
净利润	30	46	67	95	应交税费	4	6	8	12
归属于母公司所有者					其他流动负债	2	4	5	7
的净利润	32.4	46.1	67.1	94.6	流动负债合计	72	82	108	140
少数股东损益	-2	0	0	0	长期借款	0	0	0	0
EPS（元/股）	0.63	0.90	1.31	1.85	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	2	4	6	7
经营活动现金流净额	41	38	53	85	负债合计	74	87	115	147
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	152	454	521	615
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	8	8	8	8
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	160	462	529	624
固定资产投资	-17	-55	-86	-78	负债及股东权益	234	549	644	771
其他	0	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-17	-55	-86	-78		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.634	0.901	1.313	1.852
股权融资	20	256	0	0	BVPS	3.96	11.85	10.19	12.04
银行贷款增加（减少）	-16	-15	0	0	PE	31.53	22.19	15.23	10.80
筹资成本	1	0	1	1	PEG	0.73	0.52	0.35	0.25
其他	-4	0	0	0	PB	5.05	1.69	1.96	1.66
筹资活动现金流净额	2	241	1	1	EV/EBITDA	22.99	11.35	7.76	5.22
现金净流量	26	224	-32	8	ROE	21.4%	10.2%	12.9%	15.4%

分析师介绍

乔洋，长江证券研究部分析师；
邹朋，武汉大学细胞生物学硕士/生物技术学士毕业，从事生物制药与医疗器械行业研究

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。