

证券研究报告

医药生物

推荐 (首次)

证券分析师

凌军

S1060209110193

22625829

haomiao562@pingan.com.cn

迪安诊断 (300244)

内涵外延并举，医改长期利好

事件：近日我们调研了迪安诊断，并就公司最新进展与高管进行了交流。

- **内涵式增长和外延式扩张并进。**我们预计公司今后每年新增诊断项目约 10%，未来重点开拓的项目包括肿瘤个性化治疗的伴随诊断、血液病检测等。在连锁化扩张方面，公司因地制宜采取自建或并购方式切入异地市场，争取不从零开始。如有合适投资标的（如武汉、哈尔滨等地），则首选并购。募投项目天津迪安受到当地政府大力支持，有望获得政策优惠，我们预计未来天津有可能成为公司北方业务的重镇。
- **上海杨浦区社区业务的示范效应值得关注。**公司上半年社区卫生中心业务同比增长 102%，主要得益于上海杨浦区社区业务的突破，医学诊断外包在社区卫生改革中的积极作用也得到了上海市政府的认可和支持。近期卫生系统开展的“医疗质量万里行”活动对基层医疗机构的临检质量和时效性提出更高要求，促使外包比例进一步提升。我们认为随着杨浦模式在其它地区的复制，社区卫生中心会是公司业务增长的主要来源之一。
- **新医改背景下新业务模式的探索。**新医改的不断深入为公司积极摸索新业务模式提供了空间。在医改试点城市潍坊，公司与当地人民医院检验科合作，通过管理技术输出分享临检业务成长；通过获取集中采购权带动代理业务大幅增加，潍坊市人民医院也一跃成为公司第一大客户。此外，有些地区正在规划建设区域性的公共卫生服务平台并鼓励社会资本参与。我们认为在新医改的政策推动下，此类新模式会是公司收入成长的另一主要来源。
- **其它业务领域拓展及产业链延伸。**由于技术平台的通用性和市场渠道的部分重叠，司法鉴定是公司重点培育的业务领域之一，上半年相关业务同比增长 76%。虽然目前基数较低，但我们估计司法鉴定业务毛利率高达 70%左右、净利率可达 30%以上，公司未来可能往上海、江苏等地布局该业务。公司已进军诊断试剂的临床研究服务领域，我们认为在未来通过 CAP 认证后，公司很可能向新药临床检测服务领域拓展。公司还在考量择机进军食品安全、环境检测等领域的可能性。此外，我们预计公司未来还可能向产业链上游延伸，分子诊断会是优先考虑方向。
- **管理团队。**由于第三方医学诊断属于高技术服务行业，公司间的竞争根本上是市场策略、业务模式和管理团队的竞争。公司管理团队稳定、经验互补、执行力强，具有良好的成本管控能力、独到的市场把握视角、突出的资源整合能力。
- **盈利预测及评级。**公司作为第三方医学诊断服务行业的龙头，将受益于新医改的不断深化。在公司稳健的扩张策略下，未来三年有望继续保持 30%以上的业绩成长。预计公司 11-13 年 EPS 分别为 0.89, 1.18 和 1.63 元，对应 9 月 8 日收盘价 56.1 元的 PE 分别为 63, 48 和 34 倍。我们看好公司的长期发展，但考虑到目前估值已较高，仅给予“推荐”评级。
- **风险提示。**短期和区域性的政策波动、诊断质量控制疏忽、异地复制低于预期。

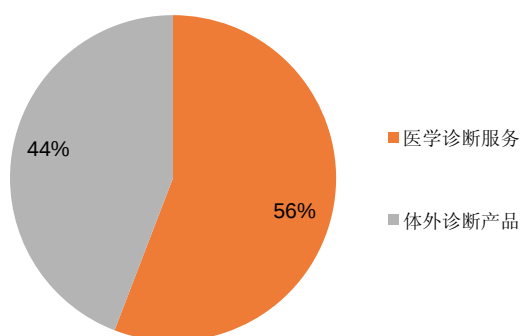
请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

一、核心信息附录

1.1 公司业务概要

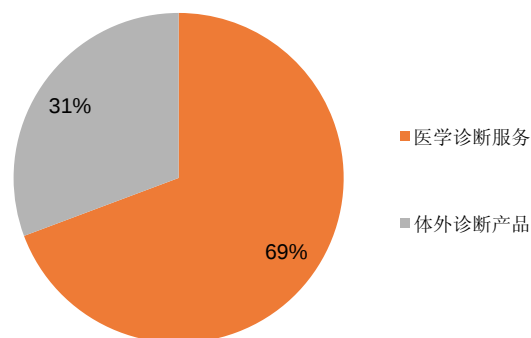
公司是一家独立的第三方医学诊断服务商，主要面向各级医疗卫生机构，提供以医学诊断服务外包为核心业务的医学诊断服务整体解决方案。

图表1 2011年上半年收入构成



资料来源：公司半年报、平安证券研究所

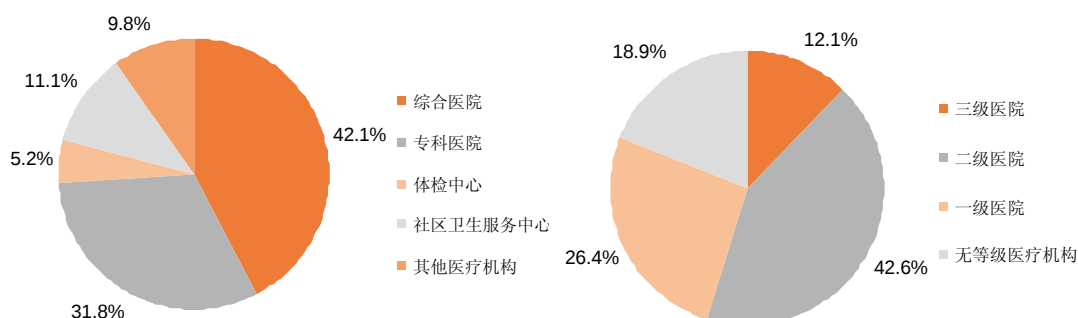
图表2 2011年上半年毛利构成



资料来源：公司半年报、平安证券研究所

公司的主要客户对象为一、二级医院，产生的业务收入占公司医学诊断服务外包收入的 70%以上。

图表3 2010年公司客户构成

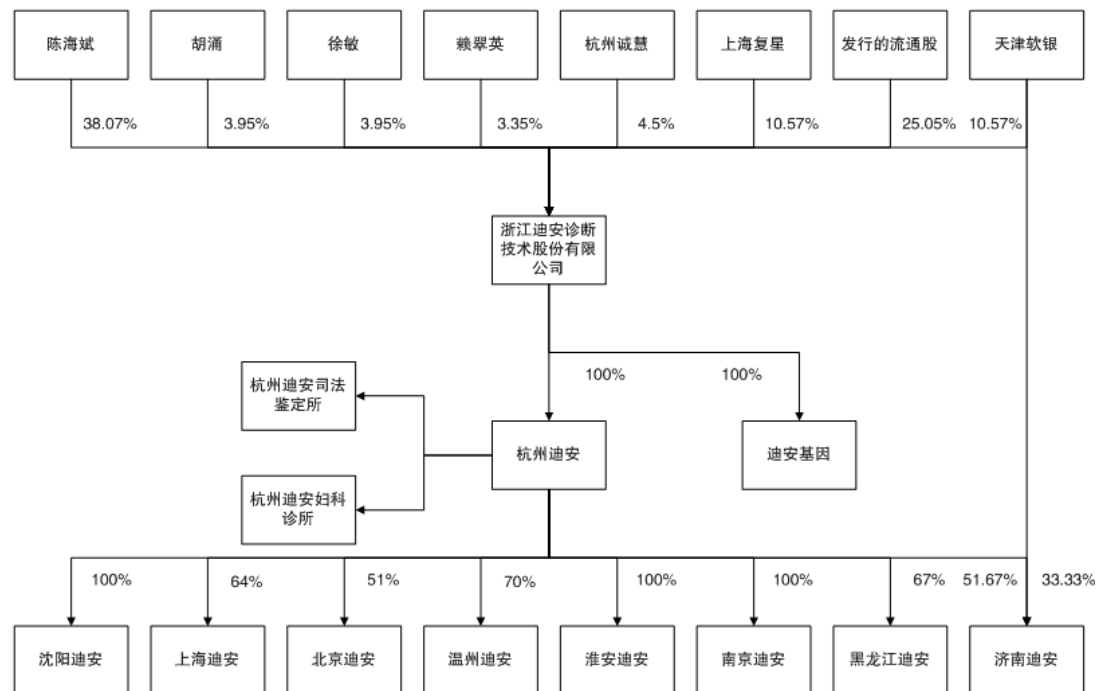


资料来源：公司资料、平安证券研究所

1.2 股权结构

公司控股股东、实际控制人为陈海斌先生，持有公司 38.07%的股份，现任公司的董事长兼总经理。

图表4 公司股权结构

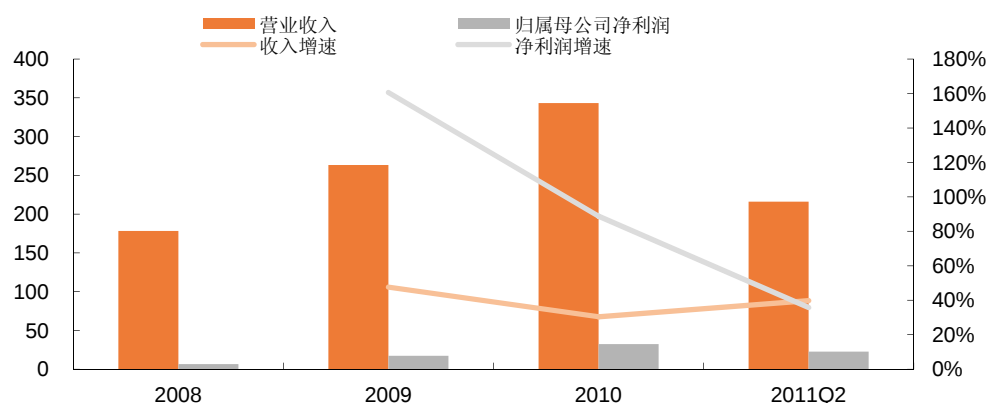


资料来源：公司招股说明书，平安证券研究所

1.3 上半年业绩概要

公司上半年实现营业收入 2.16 亿元，同比增长 39.8%；实现净利润 2162 万元，同比增长 42%；归属母公司净利润 2262 万元，同比增长 35.8%。其中医学诊断服务收入增长 39.0%，诊断产品收入增长 40.9%，两项业务的毛利率基本保持稳定。

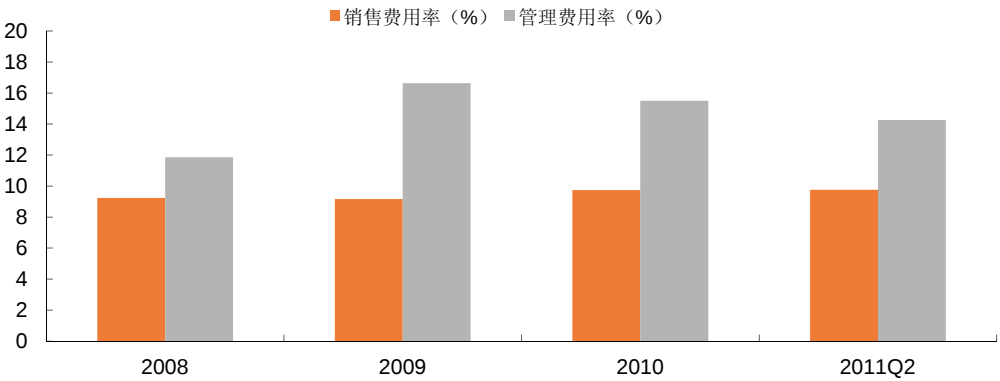
图表5 公司业绩增长情况（单位：百万元）



资料来源：公司资料，平安证券研究所

公司上半年销售费用率同比由 8.34% 增加至 9.76%，主要由于公司加大市场拓展力度、扩大营销网络的广度和深度，导致销售人员工资、差旅费及市场活动推广增加所致。管理费用率和财务费用率则分别下降 1.68 和 0.39 个百分点。

图表6 公司销售、管理费用率变化



资料来源：公司资料、平安证券研究所

资产负债表		单位:百万元		
会计年度	2009A	2010 A	2011E	2012E
流动资产	147	192	502	555
现金	59	84	350	329
应收账款	59	76	106	157
其他应收款	3	3	5	7
预付账款	4	4	6	9
存货	21	25	35	53
其他流动资产	0	0	0	0
非流动资产	32	42	65	112
长期投资	0	0	0	0
固定资产	21	26	50	96
无形资产	1	1	1	1
其他非流动资产	11	15	15	15
资产总计	179	234	567	667
流动负债	65	72	76	111
短期借款	31	15	0	0
应付账款	18	38	53	81
其他流动负债	17	19	22	30
非流动负债	3	2	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	3	2	0	0
负债合计	68	74	76	111
少数股东权益	5	8	8	12
股本	19	38	51	51
资本公积	59	59	332	332
留存收益	28	55	100	161
归属母公司股东权	105	152	483	543
负债和股东权益	179	234	567	667

现金流量表		单位:百万元		
会计年度	2009A	2010 A	2011E	2012E
经营活动现金流	4	41	28	43
净利润	15	30	46	64
折旧摊销	0	0	9	18
财务费用	3	1	1	0
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	0	0	-25	-39
其他经营现金流	-14	10	-2	0
投资活动现金流	-12	-17	-32	-64
资本支出	13	18	32	64
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	1	1	-0	-0
筹资活动现金流	54	2	270	0
短期借款	-10	-16	-15	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	6	20	13	0
资本公积增加	58	-0	273	0
其他筹资现金流	-0	-2	-1	0
现金净增加额	45	26	266	-21

利润表		单位:百万元		
会计年度	2009A	2010 A	2011E	2012E
营业收入	263	343	482	716
营业成本	170	220	308	469
营业税金及附加	2	1	1	2
营业费用	24	33	48	67
管理费用	44	53	68	99
财务费用	3	1	1	0
资产减值损失	1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	19	34	55	78
营业外收入	1	5	5	6
营业外支出	0	1	1	1
利润总额	20	38	59	82
所得税	5	8	13	18
净利润	15	30	46	64
少数股东损益	-2	-2	0	4
归属母公司净利润	17	32	46	60
EBITDA	22	35	64	96
EPS (摊薄, 元)	0.34	0.63	0.89	1.18

主要财务比率				
会计年度	2009A	2010 A	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	47.7%	30.4%	40.3%	48.6%
营业利润	176.3%	75.7%	62.0%	41.9%
归属于母公司净利润	160.5%	88.8%	40.5%	32.5%
获利能力				
毛利率(%)	35.4%	35.8%	36.0%	34.5%
净利率(%)	6.5%	9.4%	9.5%	8.4%
ROE(%)	16.3%	21.4%	9.4%	11.1%
ROIC(%)	12.0%	16.4%	8.9%	11.1%
偿债能力				
资产负债率(%)	38.3%	31.7%	13.3%	16.7%
净负债比率(%)	45.34%	20.18%	0.00%	0.00%
流动比率	2.25	2.67	6.64	5.00
速动比率	1.92	2.33	6.18	4.52
营运能力				
总资产周转率	1.82	1.66	1.20	1.16
应收账款周转率	5	5	5	5
应付账款周转率	8.01	7.90	6.73	6.97
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流(最新摊	5.15	6.72	9.42	14.00
每股净资产(最新摊薄)	0.34	0.63	0.89	1.18
估值比率				
P/E				
P/B				
EV/EBITDA				

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257