

迪安诊断 300244.SZ

独立医学实验室已具快速发展契机

研究结论

连锁独立医学实验室 (ICL) 在检验成本、速度和服务上均具有明显的专业化优势。标准化、规范化的独立医学实验室的发展有助于帮助公立医院提高效率, 帮助民营医院和社区医院开拓业务, 降低成本。我们认为其发展契合我国医改的大方向, 同样也符合国际发展趋势; 虽然短期行业的增速仍会受到地方政策的影响, 但其前景值得期待。

独立医学实验室具有成本和专业优势。我们认为独立医学实验室 (ICL) 在检验成本、效率和服务上均具有明显的专业化优势。这些优势主要建立在较大的样本处理量、丰富的检验项目、试剂采购的议价能力以及覆盖面广的物流配送体系等诸多方面。从国际上看, 美、日的独立医学实验室占医学检测市场份额均超过 30%, 而在我国该比例尚不到 1%, 成长空间较大。

目前的医改有利于独立医学实验室的发展。从国家十二五的医改方向来看, 控制医疗费用无序增长仍然是重要目标, 而引导公立医院合理用药, 加强基层医疗机构建设, 引入市场竞争已经成为了重要的政策手段; 鼓励民营资本进入医疗服务市场的细则也在不断推行。我们认为 ICL 的特点契合我国医改的需求, 符合政策指引的大方向, 第三方诊断行业或已具备快速发展的政策契机。

公司是行业先行者之一, 品牌和规模效应预期将助力公司成长。迪安诊断是我国连锁 ICL 企业的先行者之一, 其在营销、技术和管理体系上均有特点。目前公司在长三角市场的占有率已经超过了 30%, 并且借助资本平台不断向其他区域扩张。我们认为借助公司上市后的资本优势和品牌效应, 公司在内生和外延式增长两方面均有机会受益于行业的成长。

盈利预测:我们预测公司 2011-2013 年的业绩分别为 0.84, 1.14, 和 1.54 元, 虽然与医药行业整体相比, 公司短期估值水平仍相对较高; 但与医疗服务其他公司相比 PE 水平相当, 考虑到医疗服务企业历史市盈率中枢在 38 倍以上, 而医疗服务行业整体趋势未变, 因此我们认为给予公司 2012 年 38 倍 PE 的估值较为合理, 对应目标价 43.32 元, 其行业的前景值得期待。首次给予公司增持的投资评级。

风险因素:罗氏合作占比较大、检验项目价格调整等政策风险、竞争加剧、市场开拓不利、人才瓶颈。



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

庄琰

8621-63325888 × 6069

zhuangyan@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860210030004

李淑花

8621-63325888 × 6088

lishuhua@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860208110154

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (首次)

股价 (2012 年 2 月 6 日) 36.89 元

目标价格 43.32 元

总股本/A 股 (亿股) 0.51

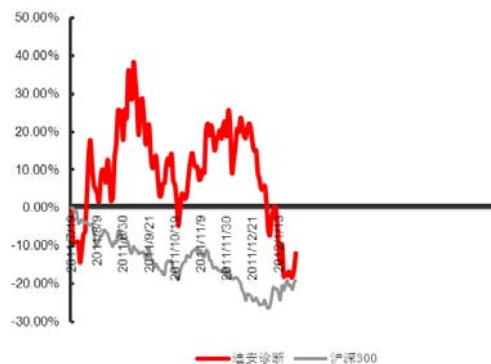
A 股市值 (亿元) 19

国家/地区 中国

行业 医药

报告发布日期 2012 年 2 月 7 日

股价表现



资料来源: WIND

财务预测

单位: 百万元

主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	343	488	666	882
同比 (%)	30%	42%	37%	32%
净利润	32	43	58	79
同比 (%)	89%	33%	35%	35%
毛利率 (%)	35.8%	34.7%	34.1%	34.4%
ROE (%)	18.7%	9.2%	11.6%	14.4%
每股收益 (元)	0.85	0.84	1.14	1.54
P/E (倍)	43.72	43.93	32.51	24.01
P/B (倍)	8.86	3.99	3.59	3.14

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突, 不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

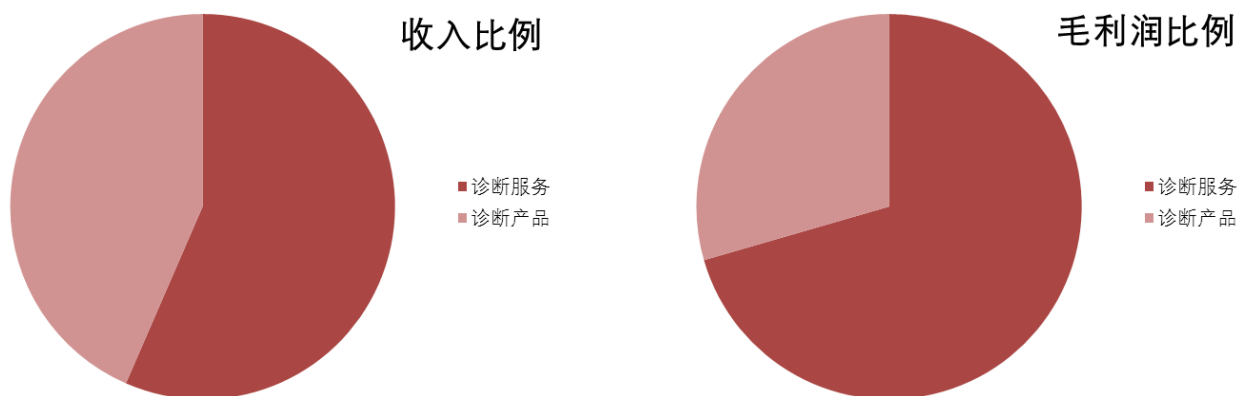
有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

1. 以诊断服务和试剂为主营的企业

公司是一家主营医学诊断试剂和诊断服务的浙江民营企业，是我国连锁 ICL 的先行者之一。作为服务于医疗机构的企业，其成长与我国医疗系统的发展与改革密切相关。

公司目前的两块主营业务相辅相成，互相促进，2010 年公司医疗诊断服务的收入占比约在 57%，医疗诊断试剂的收入占比约在 43%。

图 1： 公司的主营收入和毛利润占比



资料来源：东方证券研究所

其中医学诊断服务主要是指“通过建设连锁化的独立医学实验室（ICL），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。”；而诊断产品业务主要是指“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，由迪安诊断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。”

我们认为独立医学实验室（ICL）在检验成本、效率和服务上均具有明显的专业化优势。标准化、规范化的独立医学实验室的发展有助于帮助公立医院尤其是较低级别的公立医院提高效率，帮助民营医院和社区医院开拓业务，降低成本，因此我们认为其发展契合我国医改的大方向，同样也符合国际发展趋势，前景看好。迪安诊断是我国连锁 ICL 领先企业之一，具有经验丰富的管理团队，未来有望继续位居我国 ICL 的领军企业行列。

2. 独立医学实验室具有竞争力

2.1 成本和质量是核心要素

独立医学实验室作为第三方检验机构，主要从医疗服务机构中获取外包检测的业务，其商业模式的核心是以快速、低价、高质量的检测和诊断服务来赢取客户。我们认为独立医学实验室的核心竞争力在于其过硬的质量、富有竞争力的价格、丰富的检测项目和高效的服务。

较大规模的独立医学实验室具有明显的成本优势和速度优势，凭借其大批量处理样本的能力和数据的积累，医学实验室在成本控制，反应速度以及一些疑难诊断的处理上均会有明显的优势；可以有效的提高医院服务的效率，提高资源配置的合理程度。

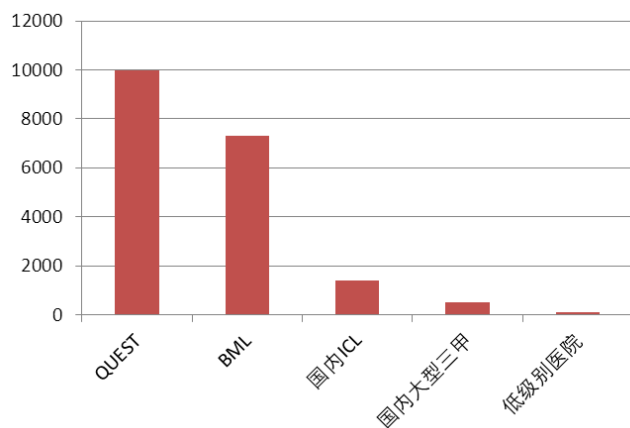
✓ **成本优势：**成本优势是独立医学实验室获取业务的最直接要素，为了赢得客户，其价格甚至低于医院检验科自主经营的成本。这一优势主要是建立在大批量的样本处理所带来的规模效应、大批量试剂采购所带来的议价能力两方面上：

虽然一个大型三甲医院的样本处理量一年可以达到 100-300 万个，但一些二级或低级别医院的样本处理量就小很多；与之相比，具有一定规模的迪安诊断一个中心就有数百万个检测量，规模优势相对于一些低级别医院尤其明显。

此外，一些单体医院将样本量较少的检验通过 ICL 集中监测，亦可节省成本。即便是三甲医院，个别项目的设备利用率也很低，比如一家医疗设备企业曾经调研过东部省市 289 家三甲医院，发现在购买了全自动酶免设备的 49 家医院中，完全闲置不用的有 15 家，闲置率 30%；而如果利用独立医学实验室进行外包，则其效益会有明显提高，也将优化资金配置。

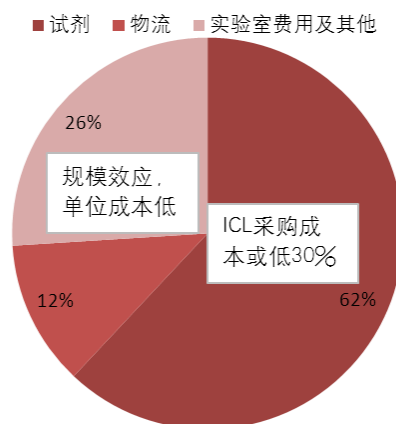
与上述优势相辅相成的是，由于有大批量的实验需求做为议价条件，ICL 通过集中采购可以大幅降低检验试剂的采购成本；同时，公司化运作的采购也将比公立医院更具有压制成本的主观能动性。我们估计，通过集中采购，较大规模的 ICL 的试剂成本可能较低级别的医院低 30% 以上。

图 2. 各类医疗机构年处理样本量对比 万例



资料来源：东方证券研究所

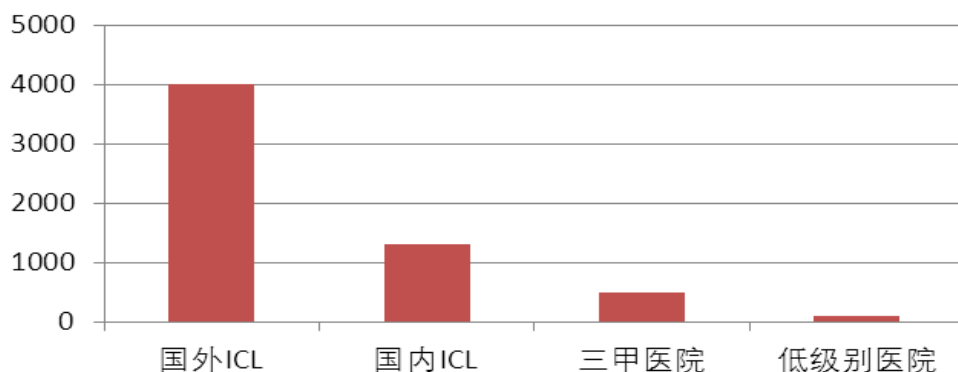
图 3：ICL 与普通医疗机构成本对比估算示意



✓ **质量优势：**独立医学实验室由于专业进行样本检验，在设备和操作流上均具有严格的标准。通过实验室认证的企业的检测结果在全球几十个国家均可得到认可，因此其质量上具有保证。虽然我国三甲医院检验科和病理科的实力较强，但一些低级别医院尤其是基层医院的专业人员和设备仍然缺乏，管理体系也很落后。因此尤其在与我国基层医疗机构相比时，专业化管理的独立医学实验室具有一定的质量优势，。

✓ **项目优势：**独立医学实验室在检测项目上较为丰富，国外大型医学实验室可以提供数千项的检测服务，目前我国主要的 ICL 也能够提供上千种检测服务；而我国的三甲医院一般提供 300-500 种的检测项目，低级别的医院可能只能提供 100 多种甚至更少的检测项目。因此借助 ICL，一些医院无法进行的项目也可以开展，有利于发挥医疗机构的诊疗潜能。

图 4. 独立医学实验室提供项目量对比



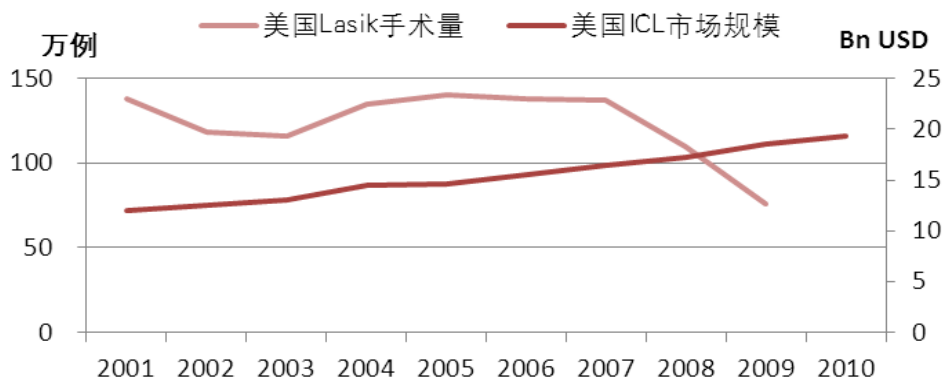
✓ **其他方面：**除了上述的核心竞争力外，目前的 ICL 已经拥有完善的物流体系和快速反应体系，采集样本和售后服务均在不断的完善中，检测结果可以通过互联网快速传递，24 小时完成检验出结果的全过程。这也是 ICL 发展的重要辅助条件。

2.2 ICL 在国外已经取得一席之地

借助其竞争优势，并且在政策的扶持下，国外发达国家的独立医学实验室已经取得蓬勃的发展，这种商业模式也在全球其他国家和地区扩张。

美国的独立医学实验室起步较早，经过几十年的发展，也形成了完善的管理体系，在美国控制医疗保险支出的需求带动下，美国连锁 ICL 的市场份额逐渐扩大，发展良好。据估计目前美国的诊断市场规模约有 550 亿美元，其中约 1/3 强被独立医学实验室占据。这其中，QUEST 和 LABCORP 是最大的两家，分别占据 15%和 9%左右的市场份额（分别占独立医学实验室市场 42%和 26%的市场份额）。两家企业均可以提供数千项的检测项目，服务全美一半以上的医院和医生，已经发展成为了美国全国性的大型连锁医学实验室。值得注意的是，两家独立医学实验室的增长均相当稳健，过去 10 年收入和利润基本保持了持续增长的势头；这一增长的稳定性远好于深受经济危机影响的专科医疗服务。这说明在医疗服务的子行业中，ICL 的需求显得更为刚性。

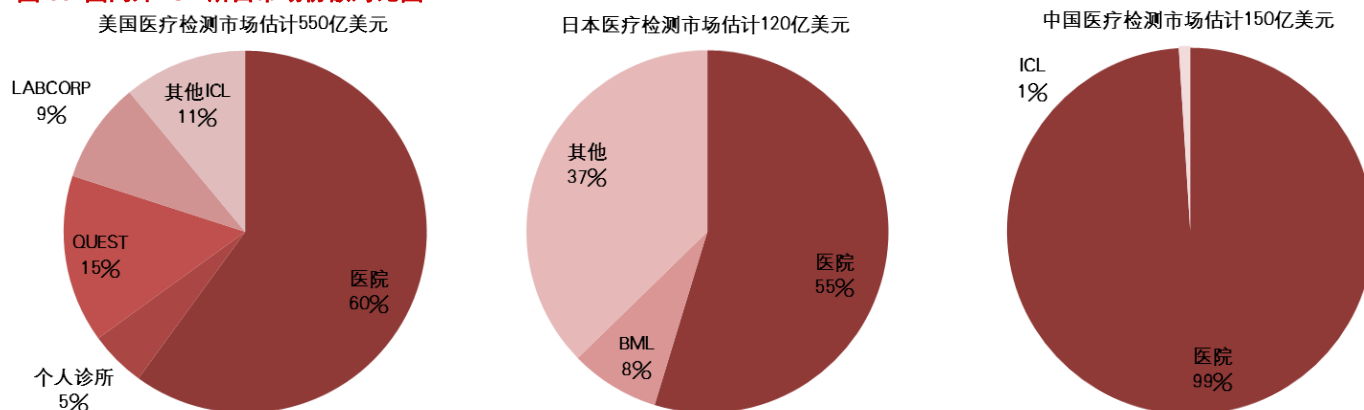
图 5.国外 ICL 市场需求比专科连锁更为刚性



资料来源：东方证券研究所

日本的独立医学实验室也颇具规模，其中 BML 在全日本有超过 40 家的连锁机构，提供 4000 多项检测服务，每天处理标本量近 20 万分，2010 年度的销售收入约 8.5 亿美元，推算也占据了约 8%左右的检测市场（估计占独立医学实验室市场的 18%左右）。BML 的发展同样没有受到金融危机的影响，过去 6 年中一直保持稳定的增长势头。

图 6：国内外 ICL 所占市场份额对比图



资料来源：QUEST, LABCORP, BML, 东方证券研究所

在其他国家，独立医学实验室（或类似的机构）也在不断的兴起和尝试。比如东欧的芬兰，为了解决东芬兰地区人口分散，医疗机构诊疗效率低点问题，2008 年 1 月 1 日成立了东芬兰地区的区域性实验室，目前已经为东芬兰地区平均节省了 5%的医疗费用支出。

在我国，独立医学实验室业务也已经开展了 10 余年，但是由于体制和意识的问题，虽然目前 ICL 的规模已经有所扩大，但其所占据的市场份额依然很小，估计只有 1%左右的市场份额。从另一个角度看，中国的 ICL 市场发展空间巨大。

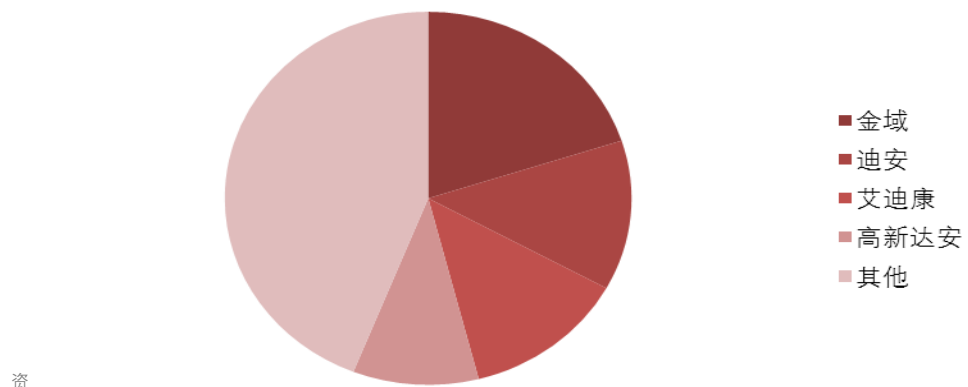
3. 独立医学实验室契合我国医疗体制变革的需求

3.1 我国 ICL 目前市场规模较小有其特殊原因

我国的 ICL 已经有 10 余年的历史，其中代表企业是广州金域、杭州迪安诊断、艾迪康以及高新达安。其中迪康和艾迪康目前业务以长三角为大本营，金域和高新达安则以华南地区为核心。从总体市场份额来看，金域占据约 20%以上的市场，迪安和艾迪康分别占据了 15-20%的市场份额，高新达安占据约 10%左右的份额。

但我国 ICL 的整体市场份额仍然很小，不到总检测市场的 1%。首先在政策上，国家没有定义独立医学实验室这类医疗机构，没有合适的规范约束和监督独立医学实验室；医保政策中也没有明确对 ICL 的报销政策。其次在医疗体制改革上比较缓慢，使得医院不愿意尝试降低成本提高效率的途径。在意识上，ICL 对于医院检验科病理科的竞争，以及 ICL 检测的质量和其结果的承认范围，均会限制医院与 ICL 合作的意愿。

图 7. 国内 ICL 市场占有率分布



资料来源：迈博汇金整理

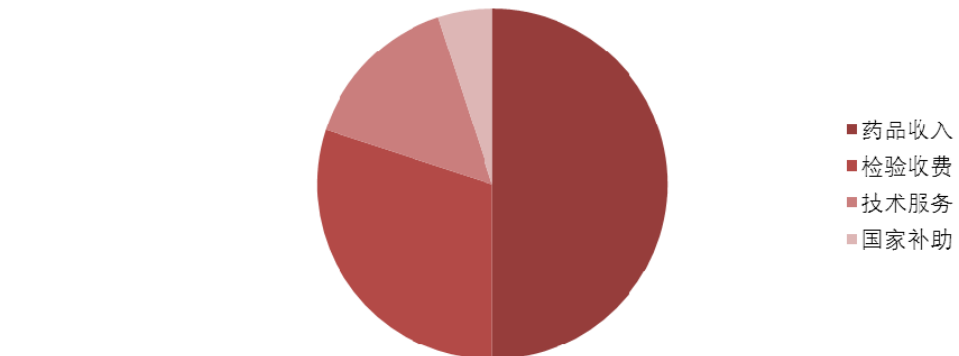
而我们认为，在新医改的带动下，目前的政策环境正在发生改变。在目前政府大的医改思路的影响下，ICL 具备快速发展的契机。

3.2 医改的需求有利于独立医学实验室的发展

从十二五的医改政策方向来看，其最根本的核心仍是在不大幅增加投入的前提下扩大医保覆盖面积，引导合理用药合理医疗，提高整体医保水平。其主要政策是控制公立医院药品收入过快增长，加强基层医疗机构建设，引入市场竞争。虽然在具体的实施过程中困难重重，但我们认为其医改的大方向不会改变，这些政策的实施将有利于 ICL 的市场开拓。

首先，我国医院收入过分依赖药品的现象已毋庸置疑，许多医院的药品收入仍占总收入的 40-50%，过分依赖药品已经成为看病贵的主要原因。预计国家将出台一系列政策，控制药费过快的增长势头；目前不仅在高级别医院，在县医院也开始探索医药分开的运营模式。因此，我们认为公立医院将会有充分的动力开源节流，而通过外包部分临床检验，可以有效的降低成本；借助 ICL 开展以前无力开展的项目也将成为开源的方式（至少在初期，借助 ICL 是实现检验科发展的快速途径）。

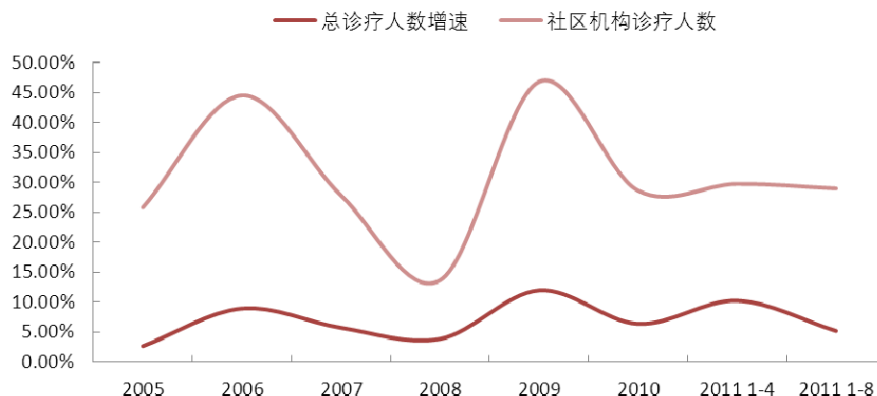
图 8. 我国医院收入比例示意



资料来源：东方证券研究所

第二，加强基层医疗机构建设也是缓解医疗资源倾斜，看病难的重要措施。但正如上文所述，基层医疗机构在人员和设备配置上均有很大的不足，配置全套检验设备又过于浪费。因此依靠 ICL 来完善基层医疗机构的医疗服务项目，提高诊疗水平将成为良好的解决策略。

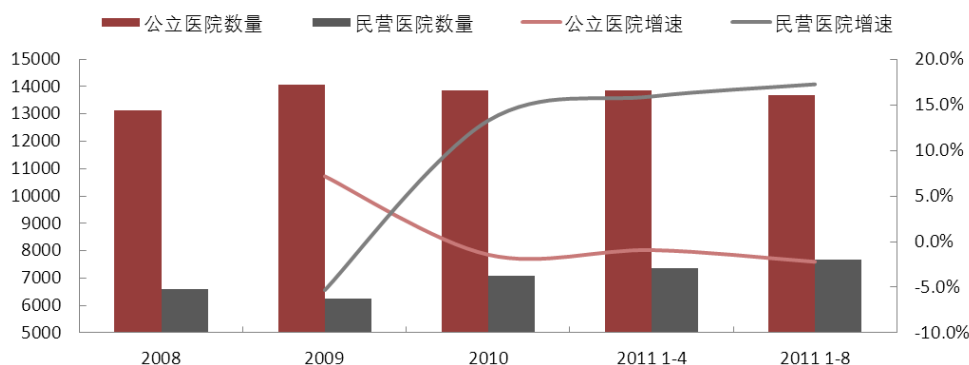
图 9. 我国基层医疗机构诊疗人次数大幅上升



资料来源：卫生部，东方证券研究所

第三，为了引入竞争，引进资本，鼓励社会资本办医已经成为国家的主导政策方针。由于民营医院基本实行公司化管理，其对成本的考核和追求将使其更愿意外包业务给独立医学实验室。我们预计随着民营医院的进一步增加，ICL 的市场空间有望进一步扩大，但考虑到民营医院对价格更为敏感，如何平衡业务量和业务利润则是 ICL 需要考虑的。

图 10. 我国民营医院数量快速增加



资料来源：卫生部，东方证券研究所

3.3 国家的政策变化有利于扶正独立医学实验室

国家对独立医学实验室的政策今年来日趋明确，2009 年 12 月，卫生部正式发布《医学检验所基本标准（试行）》，决定在医疗机构类别中增设医学检验所，着力提高基层医疗卫生机构服务水平和质量的要求，促进医疗资源合理配置，提高临床检验质量。这标志着独立医学实验室的市场地位变得越来越重要，并且获得了国家的认可，其对于各地方市场接纳 ICL 无疑起到了重要的推动作用。

我们认为，在新医改的带动下，目前的政策环境正在发生改变。在目前政府大的医改思路的影响下，ICL 具备快速发展的契机，而地方政府的推动态度则是决定其发展速度的重要变量。

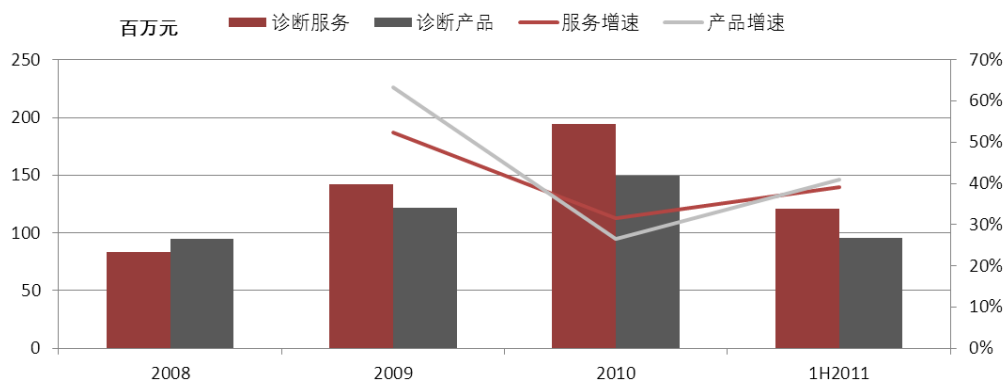
4. 迪安诊断有望充分受益行业增长

迪安诊断是我国连锁 ICL 企业的先行者之一，其在营销、技术和管理体系上均有其特点。借助公司上市后的资本优势和品牌效应，公司有望充分受益于行业的成长。

公司目前的主业包括诊断服务和诊断产品销售两大业务板块，其中**诊断服务**（即独立医学实验室第三方诊断服务业务）在过去三年保持了符合 40% 以上的快速增长，今年收入预计将超过 2.6 亿元；

公司的**诊断产品**销售业务主要是代理销售罗氏等公司的诊断试剂产品，在过去的三年中保持了 30% 以上的增长，今年收入规模预计也将超过 2 亿元。由于罗氏诊断仪器在国内的开拓形式良好，其诊断试剂销售前景看好。且随着诊断产品销售新业务模式的开拓，此块业务的增速可能会继续提速。

图 11. 公司两大业务的增长情况

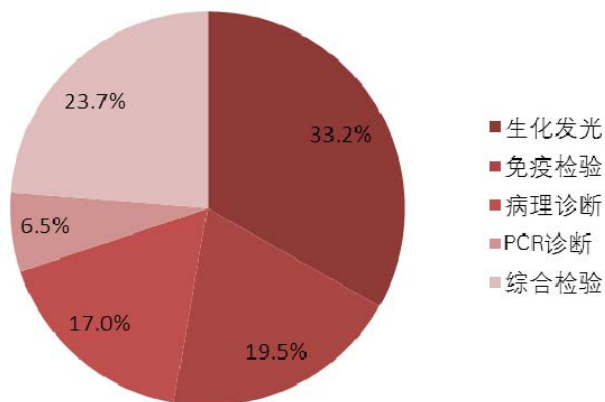


资料来源：公司公告，东方证券研究所

4.1 技术方面：服务项目完善 华东地区根基牢固

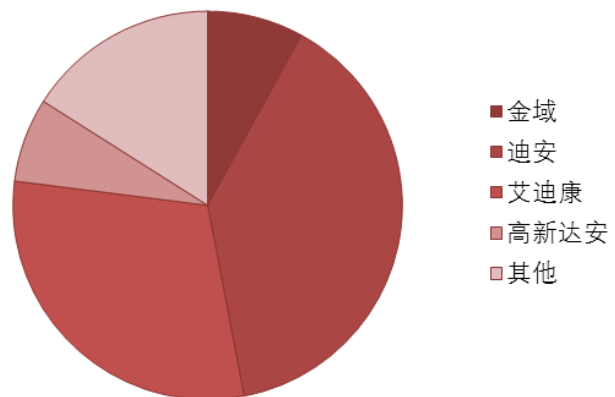
迪安诊断是我国较早从事诊断业务的企业，成立于 2001 年。经过多年的洗礼和积累，公司技术实力过硬，旗下已有四家实验室通过了 ISO15189 质量管理体系认可，出具的报告被全球 47 个国家认可，多家实验室成为罗氏诊断示范实验室，其中杭州迪安还获得了司法鉴定资质（浙江省）；技术力量较为扎实。在检测项目上多采用罗氏等进口仪器和试剂，检测结果可靠；并且依靠自身的病理团队，提供病理诊断服务。目前公司提供的检验业务可以分为生化、免疫、病理、PCR 及其他检验五大类千余项检测项目，检测项目丰富，属于国内的领先企业之一；其中生化类检测占比最高，约占 30% 以上。

图 12. 公司 2010 年诊断服务业务各细分项目占比



资料来源：东方证券研究所

图 13. 长三角地区市场占有率



公司的检测质量已经充分得到二级或二级以下医院的认可，2009 年在长三角地区的市场占有率已经达到 35%以上，高于其他竞争对手。目前公司在浙江和江苏两大片区已经拥有 600 余家医疗机构客户，上海地区也有 250 多家医疗机构客户，已经具备了较为广泛的客户基础，并有充分的继续拓展空间。

4.2 营销方面：业务互补，实力较强

在目前具规模的全国连锁诊断机构中，迪安以其销售能力著称，这一方面与其良好的销售模式有关，另一方面也与其管理团队的销售经验有关。

在管理团队方面，公司的董事长兼总经理陈海斌先生已经致力医疗行业十余年，1996 年开始即从事医疗器械代理业务，从 2001 年即开始成为罗氏的中国代理，具有丰富的销售经验。借助其在浙江代理罗氏产品的机会，迪安与许多医院客户也开始建立了良好的关系。因此迪安的管理团队在销售经验和客户网络的积累上均较为丰富；同时作为公司的股东，管理团队同样富有进取心。

在销售模式上，通过代理销售罗氏的产品和第三方诊断服务形成了产品+服务的一体化商业模式，两块业务共享客户群，相辅相成。通过自身的采购平台，迪安可以有效的降低客户的试剂成本，同时利用自身的医疗服务平台，也可以帮助客户降低检测成本，或拓宽检测项目。一体化的服务可以提高开拓客户的效率，增加客户粘性。

4.3 管理方面：激励到位 管理体系稳定

作为一家民营企业，迪安在管理机制上就比较灵活；同时迪安作为一家上市公司，其在对高层管理人员的激励方面亦比较到位，主要高级管理人员均通过直接或间接的方式持有股份。其中包括董事长和董秘在内的三人直接持有公司股票，合计 49 位中高层管理人员通过杭州诚慧间接持有公司 4.5%的股份。

我们认为，较为充分的股权激励能够保证管理团队的稳定性和积极性。

表 1：高级管理人员持股比例

名称	职务	直接持股数
陈海斌	董事长兼总经理	19,454,400
胡涌	董事	2,016,000
徐敏	董事、董秘	2,016,000
杭州诚慧投资管理*		2,300,000
*诚慧投资由胡涌、徐敏等49位中高层管理人员共同出资设立的公司		

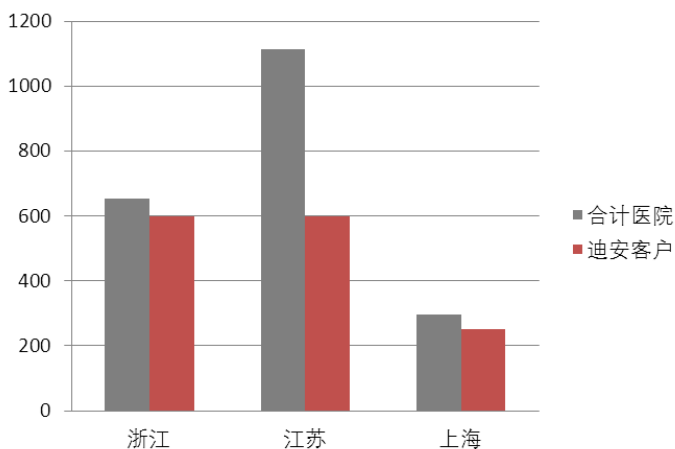
资料来源：公司公告，东方证券研究所

4.4 增长来源：外延内生增长均可期待

在较强的技术、营销、和管理水平的带动下，迪安诊断有望充分受益于市场的扩容，继续位居行业领军企业的行列。我们认为，在内生和外延两个方面，迪安诊断的成长均可期待，地方政府的推动力度是影响增长速度的重要变量。

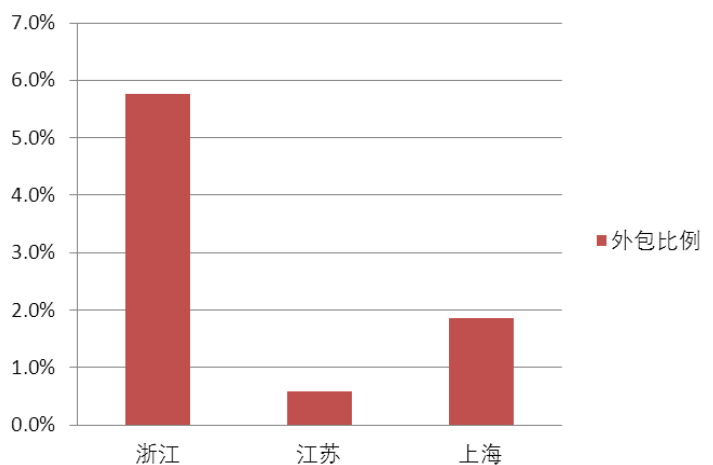
从内生方面来讲，1) 公司诊断服务业务扎根于江浙沪，长三角地区的收入占医疗服务总收入的 91%以上。目前公司在浙江、江苏客户数有 600 余家，上海客户数有 250 余家，从客户数量来说，除江苏地区仍有较大拓展空间外，上海浙江的覆盖面已经较为全面，这些区域的成长将主要依赖于内生性的增长。公司的业务量来源主要集中在二级和二级以下医院（根据招股书，2010 年二级及以下医院销售收入占比达到 88%）而正如前文所述，二级及以下医院具有非常强的外包检测的动力（例如公司在上海杨浦区社区医疗机构的合作项目，是杨浦区第三方检验的标杆企业，得到了区市领导的支持），目前的外包给 ICL 的业务进展其检测业务量的一小部分（如果按照一级、二级医院一年 40-50 万份标准计算）；而且基层医院的发展又受到目前我国新医改的大力支持，因此我们预计依靠现有客户的进一步深度合作，其内生增长将有保障。我们认为，短期来看，内生增长是其业绩增长最重要的来源。

图 14. 公司诊断服务客户数量对比



资料来源：公司公告，东方证券研究所

图 15. 长三角地区一二级医院监测外包比例估算



2) 公司诊断产品业务也具备较高的成长性。2011 年公司开拓了集中采购的业务模式，借助自身的平台的规模优势协助一些高级别医院客户采购试剂产品，既降低医院的采购成本，又能开拓自身的业务规模。因此虽然制剂销售的毛利率有所降低，但仍将带来利润的增长，并且能够通过切入区域性的重点三级医院，开拓当地的较低级别医院的业务。

在外延方面，1) 首先在扩建网点方面，公司在 2011 年中报中表示已拥有八家独立医学实验室，正在筹建两家，已明确募集资金用途的新建实验室三家，根据发展连锁化实验室的战略目标，公司还将不断开拓市场网络以形成全国布局，促进营业收入快速提高。正如前文所述，我国的 ICL 市场出现快速发展的契机，整体市场规模十分巨大，而且很多省市的市场基本处于空白状态，现有企业有扩张空间。全国连锁的企业能够在品牌和规模上具备明显优势，因此连锁扩张将会在中长期带动公司的利润率的提升。（扩张后需要几年时间才能实现盈利，但公司基本采用与有一定规模的试剂经销商合资成立 ICL，因此起步点较高，有助于较早的实现盈利）

图 16. 公司目前主要营业网点经营情况 万元

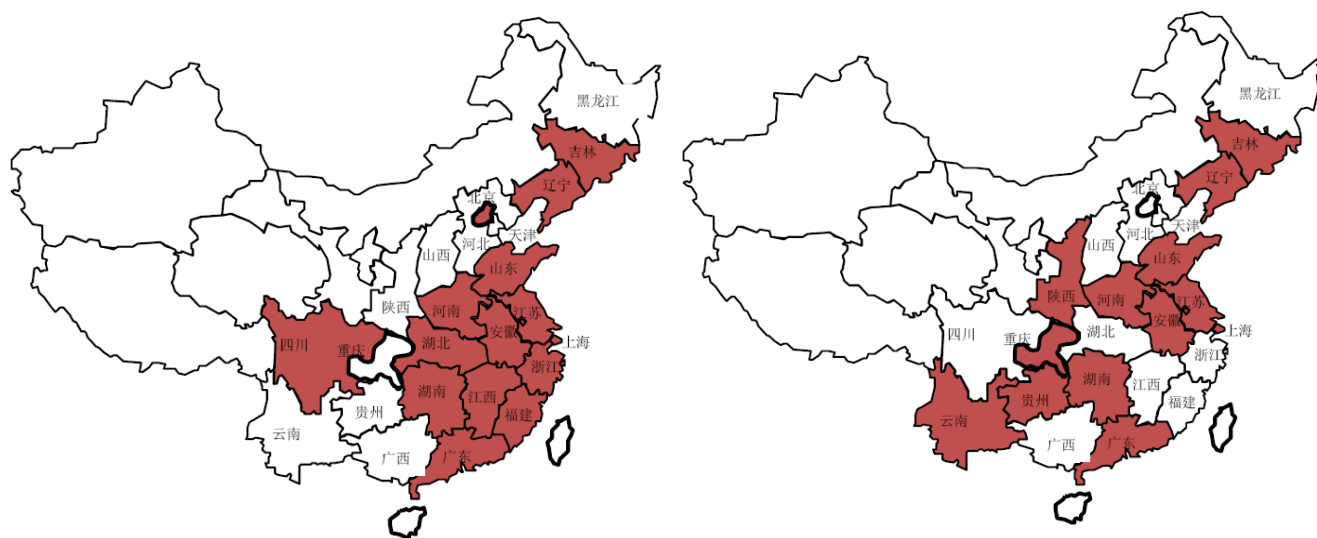
		2008	2009	2010
杭州迪安	收入	5,171	6,990	9,565
	净利润	613	1,280	2,202
南京迪安	收入	2,371	3,913	4,347
	净利润	0	444	622
上海迪安	收入	558	1,679	1,943
	净利润	(234)	65	109
北京迪安	收入	214	937	1,488
	净利润	(246)	(152)	(58)
温州迪安	收入		643	1,023
	净利润		(28)	59
淮安迪安	收入		12	805
	净利润		(27)	56
济南迪安	收入		11	234
	净利润		(214)	(481)
沈阳迪安	收入			
	净利润			(185)

资料来源：东方证券研究所

虽然公司的主要竞争对手在连锁 ICL 的数量上多于迪安诊断（艾迪康 15 家左右，金城 13 家左右），在部分地区与其他连锁 ICL 的布局亦有重叠，但除了各自的发源区域外，很多区域的市场仅仅处于开拓阶段。考虑到整体外包检测市场仍处于启动期，我们认为公司所处行业的成长性因素应大于竞争性因素，整体行业前景看好。

2) 其次在扩展业务方面。公司目前的诊断服务业务平台可以向医学诊断以外的业务拓展，比如目前公司的司法诊断业务已经在有条不紊的发展过程中；而公司的试剂销售平台则可以整合更多的试剂销售产品，如前期公司与梅里埃签署的微生物诊断试剂销售战略合作协议，已经显示了公司销售平台的延展性。

图 17. 竞争对手艾迪康（左图）与金城（右图）的布局



资料来源：公司网站，东方证券研究所

5 盈利预测

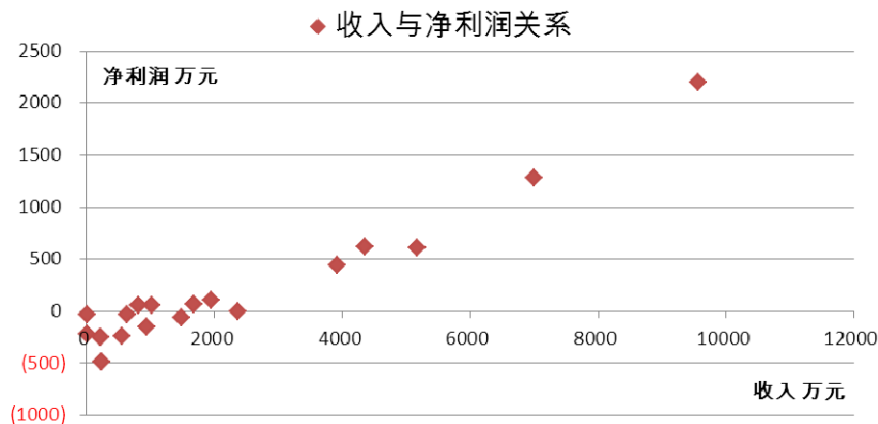
我们预测，公司的试剂销售业务在新业务模式的拉动下，将继续保持较高的成长速度，但毛利率可能因为模式改变而有所下降；

诊断服务业务预计仍将保持较快的增长势头，长三角主力区域增长预计将持续。上海杨浦区社区医院合作的样本模式对公司拉动较大，预计将继续提升公司盈利水平；杭州、南京地区仍将保持稳定增长。其他医院片区在业务规模逐渐扩大的带动下有望逐渐扭亏为盈，北京地区今年有望实现盈利。

费用方面，考虑到 2011 年上市费用以及人员工资在下半年的提升，可能会短期内影响公司的利润增长速度，是影响公司短期利润增速的变量之一。

从各个临检中心的情况判断，根据对公司各检验中心的收入和利润分析，我们认为，一般来说一个临检中心在超过 2000 万收入后就有望实现盈利，超过 6000 万盈利水平就将明显提高。外延扩张是公司长期快速发展的动力。目前公司在天津和黑龙江的市场均已经启动，预计明年还会有几个临检中心业务开始启动，考虑到公司一般采用与合作伙伴共同创建分支机构的做法，我们估算每年这些新建机构的亏损累计应在 1000 万元以下，可以被内生增长所消化。

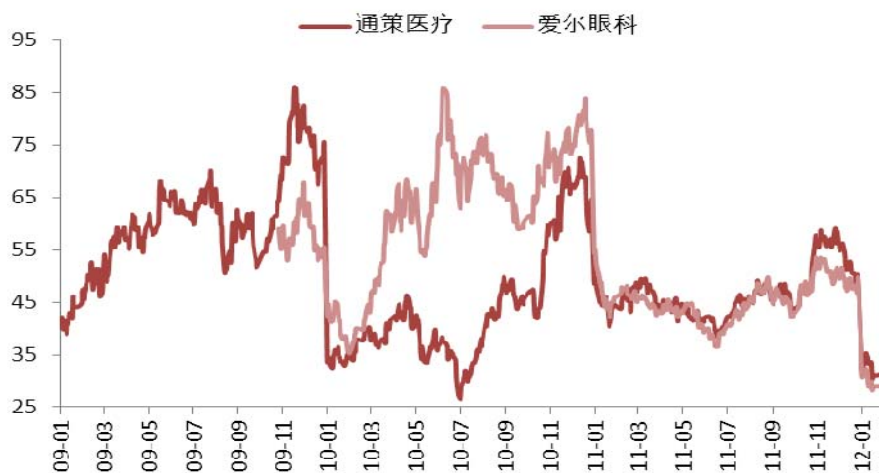
图 18. 公司各临检中心的盈利情况



资料来源：公司公告，东方证券研究所

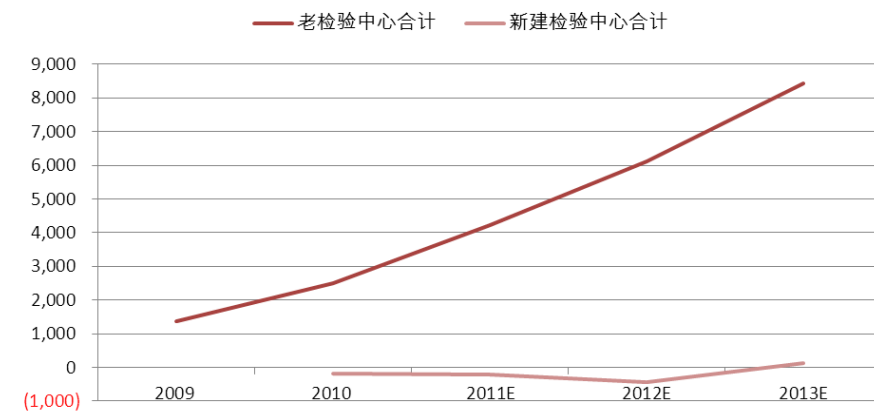
我们预测公司 2011-2013 年的业绩分别为 0.84, 1.14, 和 1.54 元，虽然与医药行业整体相比，公司短期估值水平仍相对较高；但与医疗服务其他公司相比 PE 水平相当，考虑到医疗服务企业历史市盈率中枢在 38 倍以上，而医疗服务行业整体趋势未变，因此我们认为给予公司 2012 年 38 倍 PE 的估值较为合理，对应目标价 43.32 元，其行业的前景值得期待。首次给予公司增持的投资评级。

图 19. 类似医疗服务公司历史估值水平



资料来源：Wind, 东方证券研究所

图 20. 公司老检验中心和新建检验中心利润预测假设



资料来源：公司公告，东方证券 *注：新建指 2010 年及以后已经披露建设规划的网点合计。

表 2：主要经营项目增速假设：

类别	2009	2010	1H2011	2011E	2012E	2013E
诊断服务	52.5%	31.5%	39.0%	43.1%	41.4%	37.5%
生化发光	52.5%	31.5%	41.1%	42.0%	37.0%	32.0%
免疫检验	63.3%	26.5%	29.9%	33.0%	32.0%	30.0%
病理诊断	107.5%	30.4%	27.5%	30.0%	28.0%	26.0%
PCR 诊断	11.5%	10.4%	14.8%	15.0%	15.0%	12.0%
综合检验	156.3%	76.3%	67.0%	70.0%	65.0%	55.0%
诊断产品	63.3%	26.5%	40.9%	41.0%	30.0%	25.0%

资料来源：东方证券研究所

风险分析：

1. 罗氏合作风险

公司目前业务对罗氏试剂的依赖性较大，如果双方合作发生意外，将产生不利影响。

2. 政策风险

包括国家对民营医疗机构的政策和检验产品定价政策等方面。如果发生负面改变或将影响公司盈利。虽然从逻辑上看，国家大的政策环境的确会推动独立医学实验室的发展，但地方政策及医院人员等既有体制仍然会影响到 ICL 的发展速度。另一方面，如果检验项目发生大范围降价，也会在短期影响到公司的利润，但同时也会促进公立医院检验项目的外包转移。

3. 竞争加剧风险：

正如我们上文所述，公司在全国范围内仍有竞争对手。除了广州金域、杭州艾迪康等规模较大的连锁企业外，各地也有一些单体的区域独立医学实验室；此外一些公立区域实验室也开始在宁波

等地区出现。虽然我们认为整个行业的成长性因素要大于竞争性因素，但仍需要关注市场竞争所可能带来的影响，价格竞争是需要关注的方面。（对于民营医院客户可能体现的更为敏感）。

4. 市场开拓风险：

目前公司的盈利主要来自于长三角地区，客户覆盖面积已经相对较高，如果公司不能与客户继续将合作范围做深、做广，可能会影响到公司的成长性；新进入地区的市场需要培育，虽然公司采取合作的方式进入新的市场，但如果开拓不力可能会导致外延布点盈利低于预期。开办费用如果过高也会对公司的盈利产生短期影响。

5. 管理和人才风险

随着公司规模的扩大，公司对检验人员、配送人员的需求将加大，管理负担也会加大，如果公司不能及时补充高质量的人才，或管理能力不能跟进，或将影响公司的品牌和长期发展。



附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	192	483	538	620	营业收入	343	488	666	882
现金	84	328	326	340	营业成本	220	319	439	578
应收账款	76	108	148	196	营业税金及附加	1	2	3	4
其它应收款	3	5	7	9	营业费用	33	48	63	82
预付账款	4	6	9	12	管理费用	53	67	85	109
存货	25	35	48	64	财务费用	1	-2	-3	-4
其他	0	0	0	0	资产减值损失	0	0	0	0
非流动资产	42	65	85	101	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	26	43	60	76	营业利润	34	54	79	113
无形资产	1	1	1	1	营业外收入	5	4	1	1
其他	15	21	24	25	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	234	548	622	721	利润总额	38	57	79	113
流动负债	72	71	94	117	所得税	8	13	18	26
短期借款	15	0	0	0	净利润	30	44	61	87
应付账款	38	54	75	98	少数股东损益	-2	1	3	8
其他	19	17	19	19	归属于母公司净利润	32	43	58	79
非流动负债	2	3	2	2	EBITDA	40	61	89	126
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.85	0.84	1.14	1.54
其他	2	3	2	2					
负债合计	74	74	96	120	主要财务比率				
少数股东权益	8	9	12	20	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	38	51	51	51	成长能力				
资本公积	59	316	316	316	营业收入	30.4%	42.2%	36.5%	32.4%
留存收益	54	93	137	196	营业利润	75.7%	59.3%	46.7%	42.2%
归属母公司股东权益	152	465	515	582	净利润	88.8%	32.8%	35.1%	35.4%
负债和股东权益	234	548	622	721	获利能力				
					毛利率	35.8%	34.7%	34.1%	34.4%
现金流量表					净利率	8.7%	9.0%	9.1%	9.8%
					ROE	18.7%	9.2%	11.6%	14.4%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROA	12.8%	8.0%	9.8%	12.0%
经营活动现金流	41	16	33	52	偿债能力				
净利润	30	44	61	87	资产负债率	31.7%	13.5%	15.4%	16.6%
折旧摊销	5	7	10	14	净负债比率				
财务费用	1	-2	-3	-4	流动比率	2.67	6.78	5.75	5.28
公允价值变动损益	0	0	0	0	速动比率	2.33	6.29	5.23	4.74
营运资金变动	2	-32	-35	-44	营运能力				
其它	3	-0	0	0	总资产周转率	1.47	0.89	1.07	1.22
投资活动现金流	-17	-30	-30	-30	应收账款周转率	-	-	-	-
资本支出	18	-30	-30	-30	应付账款周转率	5.77	5.88	5.88	5.88
长期投资	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他	-35	0	0	0	每股收益	0.85	0.84	1.14	1.54
筹资活动现金流	2	258	-6	-8	每股经营现金流	0.92	0.32	0.65	1.02
短期借款	2	-15	0	0	每股净资产	4.18	9.28	10.30	11.77
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	20	13	0	0	P/E	43.72	43.93	32.51	24.01
资本公积增加	-0	257	0	0	P/B	8.86	3.99	3.59	3.14
其他	-20	3	-6	-8					
现金净增加额	26	244	-2	14					

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

根据公开信息披露：截止2011年三季报，东证资管持有迪安诊断（300244.SZ）股票198901股，占总股本0.39%；

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn