

浙江迪安诊断技术股份有限公司
2016 年面向合格投资者公开发行公司债券
跟踪评级报告

主体信用等级： AA 级

债项信用等级： AA 级

评级时间： 2017 年 5 月 26 日



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

浙江迪安诊断技术股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券跟踪评级报告概要

编号:【新世纪跟踪[2017]100131】

存续期间 5 (3+2) 年期债券 8 亿元人民币, 2016 年 9 月 27 日-2021 年 9 月 27 日

	主体信用等级	评级展望	债项信用等级	评级时间
本次跟踪:	AA 级	稳定	AA 级	2017 年 5 月
首次评级:	AA 级	稳定	AA 级	2016 年 5 月

主要财务数据

项 目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 第一季度
金额单位: 人民币亿元				
母公司数据:				
货币资金	1.16	0.26	0.57	0.08
刚性债务	—	2.71	13.14	17.93
所有者权益	5.04	6.71	16.94	16.29
经营性现金净流入量	0.11	0.15	-0.22	-0.48
合并数据及指标:				
总资产	11.09	22.92	57.18	57.71
总负债	4.07	12.33	31.72	32.52
刚性债务	1.31	6.50	17.47	22.41
所有者权益	7.02	10.59	25.46	25.20
营业收入	13.35	18.58	38.24	10.44
净利润	1.28	1.79	3.38	0.80
经营性现金净流入量	1.18	1.31	1.32	-2.08
EBITDA	1.89	2.84	5.51	—
资产负债率[%]	36.70	53.81	55.47	56.34
权益资本与刚性债务 比率[%]	536.13	162.79	145.76	112.43
流动比率[%]	200.37	100.28	136.90	145.77
现金比率[%]	77.42	20.58	29.57	16.19
利息保障倍数[倍]	171.03	11.09	12.72	—
净资产收益率[%]	19.80	20.31	18.75	—
经营性现金净流入量与负 债总额比率[%]	37.53	16.01	6.00	—
非筹资性现金净流入量与 负债总额比率[%]	-3.43	-72.38	-78.14	—
EBITDA/利息支出[倍]	211.05	13.63	14.88	—
EBITDA/刚性债务[倍]	2.35	0.73	0.46	—

注: 根据迪安诊断经审计的 2014-2016 年及未经审计的 2017 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

贾飞宇 jfy@shxsj.com
王婷业 wty@shxsj.com
Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
http://www.shxsj.com

跟踪评级观点

跟踪期内, 该公司通过外延并购使得业务规模迅速扩张, 推动营业收入快速增长, 一定程度上增强了公司的行业竞争力, 同时公司也面临着较大的资金压力与投资风险。

- 在国内经济持续增长, 同时人口老龄化趋势加剧的大环境下, 体外诊断市场需求大幅增加; 现阶段国家对医疗领域的投入和政策支持力度加大, 迪安诊断面临的外部环境良好。
- 跟踪期内, 迪安诊断加快并购步伐, 公司经营规模迅速扩张, 营业收入实现大幅增长, 整体市场竞争力得到增强。
- 迪安诊断银行授信充足, 且作为上市公司, 公司通过资本市场补充资金能力强, 融资渠道畅通。
- 目前我国第三方医学检验市场集中度较高, 呈现寡头垄断局面, 迪安诊断面临了一定的竞争压力。
- 跟踪期内, 迪安诊断加大了对外投资并购的力度, 债务规模进一步上升, 在当前金融去杠杆的大背景下, 公司面临一定的资金压力及项目的投资风险。
- 跟踪期内, 迪安诊断因持续并购扩张, 商誉规模大幅增长, 面临一定的管理整合压力及商誉减值风险。
- 迪安诊断对罗氏诊断的采购金额仍较大, 相关业务对其依赖程度较高, 公司也面临了供应商集中度过高的风险。
- 诊断服务的质量是影响迪安诊断业务承接的重要因素, 公司将持续面临质量控制风险。
- 随着业务规模的扩大及合并范围的增加, 迪安诊断应收账款规模持续扩大, 公司存在一定的资金压力及应收账款回收风险。

评级机构: 上海新世纪资信评估投资服务有限公司



跟踪评级报告

按照浙江迪安诊断技术股份有限公司（以下简称“迪安诊断”、“该公司”或“公司”）2016年面向合格投资者公开发行公司债券信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据迪安诊断提供的经审计的2016年度财务报告和未经审计的2017年一季度财务报表及相关经营数据，对迪安诊断的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

一、债券发行情况

该公司于2016年9月公开发行了8亿元人民币公司债券（即“16迪安01”），期限为5（3+2）年，发行利率为3.25%，本期债券募集资金扣除发行费用后，用于补充公司流动资金。

截至2016年末，该公司已发行但尚未到期的债券本金为8亿元。

图表 1. 公司已发行尚未到期债券情况

债券名称	发行金额 (亿元)	期限 (天/年)	发行利率 (%)	发行时间	本息兑付情况
16迪安01	8.00	5（3+2）年	3.25	2016年9月	正常
合计	8.00	-	-	-	-

资料来源：Wind 资讯、新世纪评级整理

二、跟踪评级结论

（一）公司管理

该公司是由自然人控股的民营上市公司，实际控制人为陈海斌。截至2017年3月末，公司注册资本为5.51亿元，陈海斌持有公司股份占比为39.60%，其中质押股份占持股总数的37.91%。

跟踪期内，该公司根据经营发展需要变更经营范围，在原经营范围基础上新增进出口业务，目前已完成工商变更登记并取得浙江省工商行政管理局换发的营业执照。公司经营业务未发生明显变化。

（二）行业环境

该公司主要从事体外诊断相关业务，受体外诊断行业发展、下

游市场需求及相关政策影响较大。

体外诊断产品包括对人体样本（包括体液、细胞、组织样本等）进行收集、制备（定向处理）、检测的试剂仪器及分析系统。通常体外诊断市场主要分为四大类：生化试剂、免疫诊断、分子诊断、即时检验（POCT）。从世界体外诊断市场的分布情况看，发达国家收入及保障水平高于发展中国家，是全球主要的体外诊断市场，其中美国、西欧和日本为全球前三大体外诊断市场，市场份额分别为41%、25%、9%。但发达国家市场相对成熟，发展较为平稳，预计未来增速在2%-3%；而中国、印度等发展中国家人均体外诊断支出水平仍较低，随着经济生活水平提高，体外诊断处于较快发展，预计市场需求增速约为10%，是全球体外诊断市场发展的主要推动力。

人口老龄化一直是推动医疗卫生需求的主要动力。卫生数据表明，65岁以上老人两周患病率高达39%，是25-34岁年龄段的4倍。根据《中国人口老龄化发展趋势预测研究报告》指出，中国是世界上老年人口最多的国家，约占全球老年人口总量的五分之一。从2001-2020年是快速老龄化阶段，我国已经进入老龄化社会，2015年底65岁人口达到2.2亿，占总人口比例达到16.15%。随着人口老龄化、消费升级以及新医改带来的支付能力持续提升，医疗服务行业延续了高速成长的发展态势。根据国家卫生和计划生育委员会发布的《2016年1-11月全国医疗服务情况》统计，1-11月，全国医疗卫生机构总诊疗人次达70.9亿人次，同比提高2.3%。其中，医院29.0亿人次，同比提高5.6%；基层医疗卫生机构39.3亿人次，同比降低0.6%；其他机构2.6亿人次。医院中公立医院25.4亿人次，同比提高4.2%；民营医院3.6亿人次，同比提高17.1%。基层医疗卫生机构中：社区卫生服务中心（站）6.1亿人次，同比提高2.3%；乡镇卫生院9.2亿人次，同比提高1.9%；村卫生诊疗室17.4亿人次。总体而言，我国人口老龄化增速加快，医疗服务市场仍处于长期稳定增长的趋势中，需求端的持续放量趋势未发生改变。

近期政府在医疗行业颁布了多项改革政策，2016年4月国务院办公厅印发的《关于深化医药卫生体制改革2016年工作重点任务的通知》，提出全面深化公立医院改革、加快推进分级诊疗制度建设、巩固完善全民医保体系等改革措施。并要求在70%左右的地市开展试点，试点地区高血压、糖尿病患者规范化诊疗和管理率达到30%以上，扩大家庭医生签约服务。2016年8月和11月，卫计委连续

发布 4 个通知¹，分别对医学影像诊断中心、医学检验实验室、病理诊断中心和血液透析中心做出相关管理规范，并明确指出设置医学检验实验室、病理诊断中心等医疗机构对于实现区域医疗资源共享，提升基层医疗机构服务能力，推进分级诊疗具有重要作用。2016 年 10 月，《卫计委发布医学检验实验室基本标准和管理规范(试行)》明确说明医学检验实验室可根据其他医疗机构和执业医师提出的检验申请，接收其提供的标本或者直接采集受检者相关标本，并向申请者提供检验报告。标志着独立实验室模式创新升级的又一个新起点。总体看，政府推出的一系列医疗改革的相关政策和通知，为第三方诊断服务行业提供了良好的发展环境。

(三) 业务运营

该公司主要从事体外诊断产品代理业务和诊断服务外包业务。跟踪期内，公司通过合资共建及资产并购等方式使得经营规模进一步扩张，营业收入大幅增长，2016 年公司实现营业收入 38.24 亿元，同比增长 105.79%。其中诊断服务外包业务收入同比增长 31.57%至 14.20 亿元；诊断产品收入 23.55 亿元，由于公司新增多家诊断产品渠道商并表，诊断产品收入同比大幅增长 208.83%，占营业收入的比重由 2015 年的 41.04%上升至 2016 年的 61.58%，且诊断产品毛利率有所提升，同比增长 7.91 个百分点；同时公司体检业务实现扭亏，当年收入为 0.41 亿元，较上年增加 0.25 亿元，目前公司在浙江省内拥有 5 家体检机构，其中 3 家为公务员体检定点机构；冷链物流业务规模较小，且目前仍为亏损状态，但亏损幅度有所收窄。此外，随着体外诊断产品收入比重增幅较大，公司业务结构发生变化，2016 年公司毛利率为 31.49%，同比下滑 2.13 个百分点。

图表 2. 公司营业收入构成分析（单位：万元，%）

业务类别/金额	2015 年度	2016 年度
诊断服务	107,961.26	142,016.90
诊断产品	76,254.35	235,493.91
健康体检	1,574.10	4,122.73
冷链物流	28.38	764.52
合计	185,818.09	382,398.06
毛利率	2015 年度	2016 年度

¹即《国家卫生计生委关于印发医学影像诊断中心基本标准和管理规范(试行)的通知》、《国家卫生计生委关于印发医学检验实验室基本标准和管理规范(试行)的通知》、《国家卫生计生委关于印发病理诊断中心基本标准和管理规范(试行)的通知》和《国家卫生计生委关于印发血液透析中心基本标准和管理规范(试行)的通知》。

业务类别/金额	2015 年度	2016 年度
诊断服务	46.40	43.90
诊断产品	16.38	24.29
健康体检	-6.32	23.18
冷链物流	-46.56	-9.17
综合毛利率	33.62	31.49

注：根据迪安诊断提供的数据整理、计算

1. 业务模式

该公司诊断服务外包业务和诊断产品代理业务主要是向医疗卫生机构提供第三方医学诊断服务、销售医疗诊断及试剂，其上游均为体外诊断产品生产商，下游均为各级医疗卫生机构。2016年公司依托第三方实验室平台，为医院提供整体化服务，包括诊断服务外包、供应链解决方案、实验室设计与流程及实验室管理输出等运营支持，形成与各级医疗机构检验科/病理科的合作共建模式，将原“服务+产品”的业务模式升级为“产品+服务+实验室运营管理”的诊断服务整体化解决方案。

图表 3. 公司主要业务情况

项目	项目	医学诊断服务外包	体外诊断产品代理
相同点	客户基础	医疗卫生机构	医疗卫生机构
	服务或产品用途	医疗诊断服务领域	医疗诊断服务领域
	采购和销售模式	上游均为体外诊断产品生产商、下游均为各级医疗卫生机构	上游均为体外诊断产品生产商、下游均为各级医疗卫生机构
	实验室运营管理	医院检验科/病理科	医院检验科/病理科
不同点	服务或产品	由公司完成整个医学诊断服务工作	公司提供体外诊断产品及后续技术支持、维修、保养服务等，由客户完成整个医学诊断服务工作
	提供服务或产品的主体	由公司的独立医学实验室提供	由子公司迪安基因提供

数据来源：迪安诊断

该公司诊断服务外包业务经营主体为公司下属的各大独立实验室，目前提供包括产品、服务、管理咨询及冷链物流等服务，正逐步向医学诊断整体化解决提供商方向转型。跟踪期内，公司不断推进在全国实验室网点的连锁化扩张，通过投资新建、合资共建及并

购整合方式新增 10 家实验室²。目前，公司连锁实验室共 31 家，拥有 25 家省级中心及 6 家区域中心，预计于 2017 年完成在全国各省省会城市实验室网络的布局。此外，公司已整体迁至新建成的产业基地，其杭州总部实验室成为亚洲单体面积最大、项目最齐全的大型综合实验室，公司行业竞争力有望进一步增强。

该公司诊断服务外包业务可提供的主要检验科目包括生化检验、病理检验、免疫检验、PCR 检验等，主要检验设备均为国外进口，设备利用率根据下游业务布局及市场需求的变化呈现一定的波动，但整体处于较高水平。现阶段诊断服务业务利润来源于收取的服务费，收费标准由独立实验室所在地的物价局核定。

图表 4. 公司主要检验设备利用率

主要检验科目	2015 年	2016 年度	2017 年第一季度
PCR	88.18%	80.01%	71.39%
病理	77.17%	76.39%	73.98%
免疫	70.58%	84.62%	71.70%
生化发光	79.09%	78.79%	77.39%

数据来源：迪安诊断

冷链物流是链接上下游产业链的重要环节，该公司积极发展冷链物流业务，并于 2015 年组建了杭州深海冷链物流有限公司（简称“深海物流”）。截至 2016 年末深海物流已在全国建立 200 多个物流网点，拥有物流人员 1,400 人，物流运输车 320 辆，获得业内首张第三方冷链物流资质，并计划利用全国经销网络获取区域性的第三方冷链物流资质。除满足公司自身业务需求外，深海物流还计划进一步向医疗器械流通领域拓展，为生物制药企业、CRO 和科研机构等服务，或有望开拓新的市场，增强公司竞争力。

诊断产品代理方面，该公司是国内最早从事基因诊断技术研发和服务的专业机构之一，已获得罗氏诊断产品（上海）有限公司（简称“罗氏诊断”³）、法国梅里埃、QIAGEN（凯杰生物）、德国科宝等全球著名企业产品代理资质。公司诊断产品代理业务目前销售模式仍为直接销售和联动销售，并以联动销售模式为主，经营的主要产品包括各类生化分析仪器、免疫分析仪器、标本前处理系统、生化分析试剂、免疫分析试剂等。2016 年公司通过收购多家诊断产品渠

² 其中新建实验室 7 家，合计投资金额 0.59 亿元，股权收购 3 家，合计投资金额 2.86 亿元。

³ 罗氏诊断是罗氏公司在上海设立的独资公司，罗氏公司始创于 1896 年 10 月，是一家在国际健康事业领域居世界领先地位，以科研开发为基础的跨国公司，总部位于瑞士巴塞尔，业务主要涉及药品、医疗诊断、维生素和精细化工、香精香料等四个领域。

道商、合并范围增大，使得诊断产品代理业务收入及毛利快速增长。

图表 5. 公司诊断产品业务模式

业务名称	盈利模式
直接销售	向客户销售所代理的体外诊断产品，其收入来源于体外诊断产品的销售收入，利润来源于体外诊断产品的进销差价
联动销售	免费向客户提供检验仪器（由罗氏诊断等设备供应商提供），盈利主要来源于后续的试剂销售收入及技术支持服务收入

数据来源：迪安诊断

2. 采购

采购方面，随着经营规模的不断扩大，该公司采购金额持续增加。公司采购的原材料包括试剂、设备和耗材，由于试剂的耗用量较大，采购占比一直在 60% 以上。采购模式方面，公司主要通过采购平台进行集中采购，但对于部分特性与材质受运输条件限制的或采购量较少的，如个性化耗材和实验室用易碎品等，公司允许下属各实验室自行采购。

图表 6. 2015 年以来公司成本构成情况（单位：万元、%）

项目	2015 年		2016 年		2017 年第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
试剂	39,890.03	66.95	54,051.28	64.60	13,805.20	61.20
实验室人工工资	6,909.57	11.60	9,199.10	10.99	2,064.63	9.15
设备	1,620.54	2.72	2,910.89	3.48	763.57	3.39
物流费	6,537.49	10.97	8,826.78	10.55	2,594.20	11.50
合计	54,957.63	92.24	74,988.05	89.63	19,227.60	85.24

数据来源：迪安诊断

2016 年，该公司前五大供应商采购金额 20.62 亿元，占采购总额的 67.96%，同比增长 0.91 个百分点，采购集中度有所上升。其中罗氏诊断采购金额 17.93 亿元，占采购总额的 59.12%，公司作为罗氏诊断的一级代理商，对其依赖度仍较高。采购结算方面，公司与罗氏诊断的采购账期为 60-75 天，其他供应商一般为三个月。由于供应商也会对订单量提出要求，公司会结合实际需求及供应商要求留有 30 天到 45 天不等的库存，一定程度上增加了公司的成本控制压力。

图表 7. 前五大供应商采购金额及占比情况 (单位: 万元、%)

年度	排序	单位名称	金额	占采购总额比重
2015 年	1	罗氏诊断产品(上海)有限公司	63,486.93	58.21
	2	北京欧蒙生物技术有限公司	4,753.56	4.36
	3	西门子医学诊断产品(上海)有限公司	2,662.03	2.44
	4	天津世通机械进出口有限公司	2,072.64	1.90
	5	希森美康医用电子(上海)有限公司	1,892.12	1.70
年度	排序	单位名称	金额	占采购总额比重
2016 年	1	罗氏诊断产品(上海)有限公司	179,345.37	59.12
	2	希森美康医用电子(上海)有限公司	10,866.16	3.58
	3	北京欧蒙生物技术有限公司	6,064.77	2.00
	4	成都华森医疗用品有限公司	5,254.22	1.73
	5	东方科学仪器上海进出口有限公司	4,646.14	1.53
年度	排序	单位名称	金额	占采购总额比重
2017 年 第一季度	1	罗氏诊断产品(上海)有限公司	30,189.67	49.03
	2	希森美康医用电子(上海)有限公司	3,552.86	5.77
	3	上海科华企业发展有限公司	2,018.56	3.28
	4	杭州欧蒙医学诊断产品有限公司	1,552.66	2.52
	5	西门子医学诊断产品(上海)有限公司	1,382.90	2.25

数据来源: 迪安诊断

3. 销售

该公司自成立以来, 华东地区一直为主要销售区域, 销售收入占总额的比重为 80%以上。2016 年, 公司通过收购新疆元鼎医疗器械有限公司(简称“新疆元鼎”)、陕西凯弘达医疗设备有限公司(简称“陕西凯弘达”)和内蒙古丰信医疗科技有限责任公司(简称“内蒙丰信”), 华北和西北地区的收入增幅明显, 销售收入占总额的比重明显提升。目前华东、华北和西北地区收入占比分别为 43.87%、25.33%和 17.50%。结算方面, 由于公司业务目前处于快速发展阶段, 且新型业务模式需要过渡期, 公司与下游客户的结算账期有所延长; 公司与省级医院销售账期一般为 1-2 个月左右。

图表 8. 公司分地区业务收入情况表 (单位: 万元、%)

分地区	2015 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比
华东	132,751.16	71.45	167,774.45	43.87
华北	29,776.44	16.02	96,854.44	25.33
东北	7,228.63	3.89	9,969.76	2.61
华南	2,903.60	1.56	4,084.16	1.07

分地区	2015 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比
华中	4,983.58	2.68	8,391.29	2.19
西北	1,921.36	1.03	66,921.19	17.50
西南	6,253.33	3.37	28,402.77	7.43
合计	185,818.10	100.00	382,398.06	100.00

资料来源：迪安诊断

4. 研发及质量控制

研发方面，该公司针对肿瘤、妇幼、感染及慢性疾病等临床有急迫需求领域，并围绕基因组学、转录组学、表现基因组学及蛋白组学等方向，开展了一系列科学研究与转化医学研究；同时公司针对整体解决方案产业链各业务单元，开发建设高效的运营和业务信息化支撑系统。跟踪期内，公司继续引进高素质专业技术人才团队，并不断加大研发投入力度，研发人员数量和研发投入资金逐年增长，截至 2016 年末，公司共拥有研发人员 571 人，占公司人员总数的 10.26%。2016 年度，公司研发投入金额 1.03 亿元，较上年增长 31.36%。

图表 9. 公司研发投入情况

	2015 年	2016 年
研发人员数量（人）	439	571
研发人员数量占比（%）	11.06	10.26
研发投入金额（万元）	7,818.24	10,270.09
研发投入占营业收入比例（%）	4.21	2.69

数据来源：迪安诊断

该公司持续重视质量指标，通过关注投诉率、室内质评通过率和危机值及时报告率等指标，要求各实验室将质控数据上传形成室内质量空间质评化，建立质量指标监控分析机制，及时分析查找原因，并采取纠正预防措施。从服务质量执行情况看，2016 年公司诊断服务的投诉率为 0.002%，较上年下降 0.002 个百分点。截至 2016 年末，公司未发生较大的诊断服务质量的诉讼或仲裁。

5. 对外投资、并购

产业投资方面，2016 年该公司出资 2.54 亿元收购内蒙丰信 65% 的股权；出资 1.50 亿元收购陕西凯弘达 60% 的股权；出资 3.16 亿元收购杭州德格医疗设备有限公司（简称“杭州德格”）100% 的股权；

出资 3.52 亿元收购新疆元鼎 51.00%的股权；出资 11.70 亿元收购云南盛迪安生物科技有限公司⁴（简称“云南盛时”）51.00%的股权，并将上述 5 家企业纳入合并范围。同时，除杭州德格外，其他 4 家企业分别对业绩进行承诺，2016 年均完成相应承诺。此外，公司还投资了多个国内外产业基金与行业并购基金等，但投资规模相对较小，对公司业务运营影响有限。

2016 年 8 月，该公司第二届董事会第六十五次会议审议通过了《关于实施发起设立健康保险公司出资方案的议案》，同意公司参与共同发起筹建复星联合保险，注册资本为人民币 5 亿元。其中，公司出资调整为人民币 4000 万元，持有复星联合保险股权比例为 8%。保监会已核准并出具《关于筹建复星联合健康保险股份有限公司的批复》（保监许可【2016】741 号），关注后续进展。

2016 年 11 月，该公司第二届董事会第七十三次会议审议通过了《关于合作设立产业基金的议案》，同意公司以自有资金不超过 1.05 亿元与永赢资产管理有限公司、宁波梅山保税港区卓源投资管理有限责任公司共同发起设立宁波梅山保税港区卓奇股权投资基金合伙企业（有限合伙），将投资于与医疗大健康领域相关的投资、经营、管理及其相关供应链等产业公司。目前，该基金已完成工商设立登记手续，取得相关营业执照。

跟踪期内，该公司对外扩张步伐加快，合计投资规模超过 20 亿元，大规模的投资并购在一定程度上增强了公司的行业竞争力，但同时也使公司面临了较大的资金压力和投资风险。

图表 10. 2016 年以来公司主要对外投资并购情况（单位：万元）

被投资企业	被投资企业 主营业务或 投资方向	期末投资余 额(截止 2017 年 3 月末)	持股 比例	2016 年投 资收益	核算科目	投资 资金 来源
新疆元鼎医疗器械有限公司	医疗检验试剂、设备代理	41,400.00	60.00%	-	合并范围内	自有资金
云南盛时迪安生物科技有限公司	医疗检验试剂、设备代理	15,300.00	51.00%	-	合并范围内	自有资金
上海观合医药科技有限公司	Cro 中心实验室	777.40	50.00%	-99.23	长期股权投资	自有资金
内蒙古丰信医疗科技有限责任公司	医疗检验试剂、设备代理	25,350	65.00%	-	合并范围内	自有资金
陕西凯弘达医疗设	医疗检验试剂	15,000.00	60.00%	-	合并范围内	自有

⁴ 原名为云南盛时科华经贸有限公司。

被投资企业	被投资企业 主营业务或 投资方向	期末投资余 额(截止 2017 年 3 月末)	持股 比例	2016 年投 资收益	核算科目	投资 资金 来源
备有限公司	剂、设备代理					资金
杭州博圣生物技术 有限公司	产前筛查	55,213.61	35.00%	3965.01	长期股权投资	自有 资金
杭州全程国际健康 医疗管理中心有限 公司	健康体检	1,951.75	35.00%	-97.54	长期股权投资	自有 资金
杭州凯莱谱精准医 疗检测技术有限公 司	CRO 中心实 验室	519.60	27.38%	-	长期股权投资	自有 资金
杭州迪桂股权投资 管理合伙企业(有 限合伙)	投资	5,000.00	5.00%	-	长期股权投资	自有 资金
江西迪安华星医学 检验所有限公司	独立医学实 验室	25,500.00	100.00%	-	合并范围内	自有 资金
菏泽迪安百灵医学 检验有限公司	独立医学实 验室	1,100.00	70.00%	-	合并范围内	自有 资金
宁夏迪安乐嘉医学 检验中心(有限公 司)	独立医学实 验室	2,000.00	76.92%	-	合并范围内	自有 资金
杭州德格医疗设备 有限公司	医疗检验试 剂、设备代理	31,610.00	100.00%	-	合并范围内	自有 资金
复星联合健康保险 股份有限	保险业务	4,000.00	8.00%	-	可供出售金融 资产	自有 资金
宁波梅山保税港区 卓奇股权投资基金 合伙企业(有限合 伙)	投资	10,500.00	25.00%	-	长期股权投资	自有 资金
深圳市一通医疗器 械有限公司	医疗检验试 剂、设备代理	12,330.00	43.50%	-	长期股权投资	自有 资金

数据来源：迪安诊断

图表 11. 2016 年(末)公司主要并购企业核心财务数据⁵(单位:万元)

被投资企业	注册资本	资产总额	净资产	营业收入	净利润
云南盛时	1,269.20	17,039.91	10,548.05	22,770.71	3,260.14
陕西凯弘达	6,500.00	22,579.74	11,711.13	26,159.77	2,840.24
新疆元鼎	937.50	33,373.04	21,144.45	38,061.46	8,002.69
杭州德格	1,000.00	8,087.74	5,001.66	16,885.55	1,994.69

⁵ 其中杭州德格财务数据为 2016 年前三季度(末)。

被投资企业	注册资本	资产总额	净资产	营业收入	净利润
内蒙丰信	1,500.00	19,549.11	9,216.69	22,652.91	4,198.23

数据来源：迪安诊断

此外，2017年3月该公司与上海万特医药科技有限公司（简称“上海万特”）、上海灏馨医疗投资管理有限公司（简称“上海灏馨”）共同签署《合作协议书》，拟合资设立上海迪智设备租赁有限公司（简称“上海迪智”），成立医疗领域专业化的融资融物平台，进一步强化巩固公司整体化解决方案的竞争优势。上海迪智注册资本2.00亿元，公司出资1.88亿元，占股94%，上海万特和上海灏馨分别出资0.10亿元和0.02亿元，分别持股5%和1%（暂定）。

（四）财务质量

立信会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司2016年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则（2006版）、企业会计制度及其补充规定。公司2017年第一季度财务数据未经审计。

跟踪期内，该公司持续通过投资收购方式扩大经营规模，资金需求量有所增加，新纳入合并范围的子公司增加也使得公司负债规模大幅增长。2016年末公司负债总额为31.72亿元，较上年末增长157.15%，资产负债率55.47%，较上年末上升1.66个百分点，但仍处于合理水平。从负债结构看，公司负债以流动负债为主，2016年末长短期债务比为68.82%；其中流动负债合计18.79亿元，主要由应付账款、其他应付款和短期刚性债务（包括短期借款和一年内到期的长期借款）构成，金额分别为6.49亿元、3.60亿元和8.58亿元。公司应付账款主要为供应商给予的商业信用，随着公司营业规模不断扩张，采购规模相应增加，应付账款较上年末增长91.66%。其他应付款除尚未支付的股权收购款外（1.64亿元），主要为合并范围新增子公司往来款所致（1.89亿元），较上年末增加2.78亿元。

2016年末，该公司非流动负债主要由其他非流动负债和中长期刚性债务（包括长期借款和应付债券）构成，金额分别为2.11亿元和13.83亿元。其中应付债券为公司当年发行的8亿元公司债券；其他非流动负债为公司尚未支付的股权收购款。

2017年3月末，该公司流动负债为16.53亿元，较年初减少12.01%，其中应付账款及其他应付款金额下降较多，金额分别为4.53亿元和1.80亿元，系公司支付到期贷款和股权收购款所致；非流动

负债金额较上年末增长 23.64%至 15.99 亿元，主要是长期借款增加所致。

银行借款方面，该公司因合并范围扩大及投资项目所需资金增加，银行借款规模增长较快，2016 年末及 2017 年 3 月末金额分别为 9.45 亿元和 14.39 亿元，占负债总额的比重分别为 29.79%和 44.24%。从借款方式看，公司主要的借款方式分为保证借款和信用借款。

图表 12. 公司 2016 年末及 2017 年 3 月末银行借款情况 (单位: 万元)

2016 年末	短期借款	长期借款	合计
保证借款	42,340.00	28,107.00	70,447.00
信用借款	24,019.61	-	24,019.61
合计	66,359.61	28,107.00	94,466.61
2017 年 3 月末	短期借款	长期借款	合计
保证借款	42,840.00	58,707.00	101,547.00
信用借款	42,310.00	-	42,310.00
合计	85,150.00	58,707.00	143,857.00

资料来源：迪安诊断

跟踪期内，该公司保持一定的现金获取能力，2016 年营业收入现金率为 105.66%，同比上升 2.13 个百分点；经营活动产生的现金流量净额为 1.32 亿元。2017 年第一季度公司营业收入现金率为 90.76%，同比下滑 7.12 个百分点，主要是回款周期有所增加所致；经营活动产生的现金流量净额为-2.08 亿元，主要是合并范围增加导致公司经营费用支出增长较多，加上支付上年度年终奖金，使得当期经营活动现金流出量同比增长 64.98%。

投资环节，2016 年及 2017 年第一季度，该公司投资活动产生的现金流量净额分别为-18.53 亿元和-4.84 亿元。跟踪期内，由于公司持续加大对优质医疗诊断资源的收购力度，投资活动产生的现金净流出量分别同比增长 155.66%和 11.00%。筹资环节，2016 年公司通过非公开发行、银行借款和发行债券方式融资，且随着对外投资规模的增大使得相关融资需求有所增长。2016 年及 2017 年第一季度公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 20.28 亿元和 4.23 亿元，其中 2016 年同比增长 293.99%。

图表 13. 公司现金流总体情况(单位: 万元)

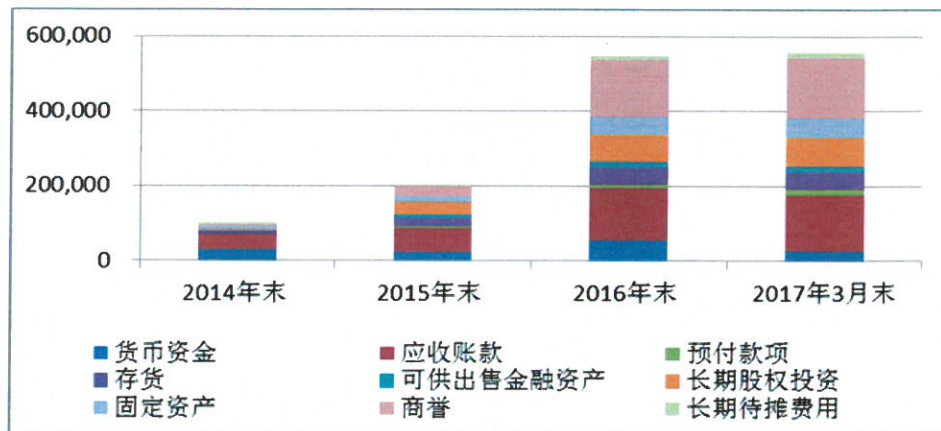


注: 根据迪安诊断提供的数据绘制

2016年末该公司所有者权益为25.46亿元, 受益于非公开发行以及利润增长带动未分配利润的增加, 公司权益规模较上年末大幅增长140.45%。公司资产规模为57.18亿元, 同比增长149.44%, 其中流动资产金额25.72亿元, 非流动资产金额31.46亿元。公司流动资产以货币资金、应收账款、预付账款和存货为主。年末货币资金存量为5.39亿元(其中受限资金0.03亿元), 较上年末增长134.16%, 主要是合并范围增大所致; 应收账款金额和预付款项金额分别为13.87亿元和1.16亿元, 分别较上年末增长124.10%和69.67%, 系公司业务规模扩大及合并范围增大所致, 其中应收账款中96.25%为一年以内应收账款, 坏账损失较小; 公司存货主要为库存商品及原材料等, 合计金额为4.64亿元, 较上年末增长129.35%, 系公司经营规模扩大库存备货相应增加及合并范围增大所致。2017年3月末, 公司流动资产金额为24.10亿元, 其中货币资金较年初减少50.39%, 系支付股权转让款及股份回购款所致⁶。

⁶ 该公司将以自筹资金对员工所持股份进行回购, 回购总额不超过2亿元, 回购价格不超过40元/股。

图表 14. 公司资产构成情况表 (单位: 万元)



注: 根据迪安诊断提供的数据绘制

2016 年末, 该公司非流动资产主要由可供出售金融资产、长期股权投资、固定资产、商誉和长期待摊费用构成。2016 年公司追加了对杭州博圣生物技术有限公司 (简称“博圣生物”) 和杭州迪桂股权投资管理合伙企业 (有限合伙) 等 9 家企业的投资, 年末长期股权投资增至 7.00 亿元。公司固定资产主要为房屋建筑、机器设备及运输设备等, 年末金额为 5.07 亿元, 受总部产业基地完工转固及合并范围扩大的影响, 公司固定资产金额较上年末增长 3.39 亿元, 同时在建工程由上年末的 1.14 亿元下降至 0.14 亿元。可供出售金融资产年末金额为 1.59 亿元, 主要为公司投资设立的复星联合保险公司。公司年末商誉金额 15.03 亿元, 较上年末大幅增长 12.37 亿元, 主要是新疆元鼎、陕西凯宏达等 11 家企业并表所致; 2017 年公司新增投资项目, 第一季度末商誉规模增加至 16.05 亿元, 同时新增投资项目使得公司长期股权投资较年初增长 11.17% 至 7.79 亿元。公司对外投资形成的商誉规模较大, 或将面临一定的商誉减值风险。公司每年对商誉进行减值测试, 对于因企业合并形成的商誉的账面价值, 自购买日期按合理的方法分摊至相关资产组⁷。

2016 年末该公司流动比率和速动比率分别为 136.90% 和 106.03%, 较上年末分别上升 36.62 个百分点和 29.46 个百分点, 公司资产流动性维持在较好水平。2017 年 3 月末, 公司资产总额为 57.71 亿元, 流动比率和速动比率分别为 145.77% 和 109.67%。

该公司营业利润主要来源于主营业务, 2016 年金额为 4.16 亿元, 占利润总额的比重为 95.74%; 同期公司投资收益为 0.42 亿元, 主要

⁷ 2016 年末, 因上海耀尚飞生物制品冷链物流有限公司发生人员重大变动, 该公司以银信资产评估有限公司的评估结果为基础, 期末对其计提商誉减值准备 0.03 亿元。

来自于对博圣生物的投资收益；营业外收入为 0.24 亿元，主要为政府补助。2016 年公司利润总额和净利润分别为 4.34 亿元和 3.38 亿元；总资产报酬率和净资产收益率分别 11.77%和 18.75%。2017 年第一季度，公司营业利润为 1.04 亿元，同比增长 97.62%，利润总额和净利润分别为 1.05 亿元和 0.80 亿元，分别同比增长 89.65%和 75.33%。跟踪期内，公司盈利仍依靠主业经营，但未来随着公司业务链延伸及对外投资规模的增加，需关注投资收益等非经常性损益对公司盈利的影响。

受合并范围扩大的影响，该公司期间费用增幅明显，2016 年金额为 8.12 亿元，同比增长 80.62%，但公司受益于营业收入的增长，期间费用率同比下降 2.96 个百分点至 21.23%。公司期间费用主要由销售费用和管理费用构成，占期间费用的比重分别为 40.25%和 55.58%。未来随着公司各项业务的进一步拓展，预计期间费用仍将继续增长，费用控制情况或将对盈利水平产生一定影响。2017 年第一季度，公司期间费用为 2.41 亿元，同比增长 75.42%；期间费用率为 23.13%，同比增长 1.47 个百分点。

该公司与多家银行保持了较长时间的合作关系，截至 2017 年 3 月末，各家银行给予公司共计 28.78 亿元的授信额度，目前公司已使用 14.45 亿元，尚余 14.33 亿元可使用授信额度。

此外，根据该公司提供的《企业信用报告》，截至 2017 年 4 月 26 日，公司无不良贷款记录。

综上所述，跟踪期内该公司不断通过对外投资并购方式延伸产业链，业务规模快速扩张，营业收入大幅增长，但由于对外投资规模较大，公司将面临一定的投资压力。

同时，我们仍将持续关注：（1）非经常性损益对该公司盈利的影响；（2）期间费用的不断增长对公司盈利水平的影响；（3）公司对单个供应商依赖程度较高将面临的经营风险；（4）公司持续对外投资带来的资金压力及投资效益体现情况；（5）诊断服务的质量控制风险；（6）行业政策变动等。

附录一：

主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2014年	2015年	2016年	2017年 第一季度
资产总额 [亿元]	11.09	22.92	57.18	57.71
货币资金 [亿元]	3.09	2.30	5.39	2.68
刚性债务[亿元]	1.31	6.50	17.47	22.41
所有者权益 [亿元]	7.02	10.59	25.46	25.20
营业收入[亿元]	13.35	18.58	38.24	10.44
净利润 [亿元]	1.28	1.79	3.38	0.80
EBITDA[亿元]	1.89	2.84	5.51	—
经营性现金净流入量[亿元]	1.18	1.31	1.32	-2.08
投资性现金净流入量[亿元]	-1.29	-7.25	-18.53	-4.84
资产负债率[%]	36.70	53.81	55.47	56.34
长期资本固定化比率[%]	43.40	99.72	81.94	81.63
权益资本与刚性债务比率[%]	536.13	162.79	145.76	112.43
流动比率[%]	200.37	100.28	136.90	145.77
速动比率 [%]	173.44	76.57	106.03	109.67
现金比率[%]	77.42	20.58	29.57	16.19
利息保障倍数[倍]	171.03	11.09	12.72	—
有形净值债务率[%]	66.20	169.48	341.11	414.27
营运资金与非流动负债比率[%]	5,643.56	3.52	53.62	47.34
担保比率[%]	—	—	—	—
应收账款周转速度[次]	4.18	3.74	3.81	—
存货周转速度[次]	10.61	8.48	7.86	—
固定资产周转速度[次]	14.16	13.18	11.32	—
总资产周转速度[次]	1.39	1.09	0.95	—
毛利率[%]	36.50	33.62	31.49	31.96
营业利润率[%]	11.25	10.47	10.87	9.95
总资产报酬率[%]	15.96	13.60	11.77	—
净资产收益率[%]	19.80	20.31	18.75	—
营业收入现金率[%]	97.70	103.53	105.66	90.76
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	38.30	17.04	8.76	—
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	37.53	16.01	6.00	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-3.50	-77.04	-113.97	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-3.43	-72.38	-78.14	—
EBITDA/利息支出[倍]	211.05	13.63	14.88	—
EBITDA/刚性债务[倍]	2.35	0.73	0.46	—

注：表中数据依据迪安诊断经审计的2014-2016年度及未经审计的2017年第一季度财务报表整理、计算。

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长期资本固定化比率(%)	期末非流动资产合计/(期末负债及所有者权益总计-期末流动负债合计)×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产及商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计-期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
应收账款周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转速度(次)	报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
固定资产周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初固定资产余额+期末固定资产余额)/2]
总资产周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]
毛利率(%)	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(期初资产总计+期末资产总计)/2×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
净资产收益率*(%)	报告期归属于母公司所有者的净利润/(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
经营性现金净流量与负债总额比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初负债总额+期末负债总额)/2]×100%
非筹资性现金净流量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流量与负债总额比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+长期借款+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录三：

评级结果释义

本评级机构债务人主体信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	AAA级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力具有最大保障；经营处于良性循环状态，不确定因素对经营与发展的影响最小。
	AA级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力很强；经营处于良性循环状态，不确定因素对经营与发展的影响很小。
	A级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力较强；企业经营处于良性循环状态，未来经营与发展易受企业内外部不确定因素的影响，盈利能力和偿债能力会产生波动。
	BBB级	短期债务的支付能力和长期债务偿还能力一般，目前对本息的保障尚属适当；企业经营处于良性循环状态，未来经营与发展受企业内外部不确定因素的影响，盈利能力和偿债能力会有较大波动，约定的条件可能不足以保障本息的安全。
投机级	BB级	短期债务支付能力和长期债务偿还能力较弱；企业经营与发展状况不佳，支付能力不稳定，有一定风险。
	B级	短期债务支付能力和长期债务偿还能力较差；受内外不确定因素的影响，企业经营较困难，支付能力具有较大的不确定性，风险较大。
	CCC级	短期债务支付能力和长期债务偿还能力很差；受内外不确定因素的影响，企业经营困难，支付能力很困难，风险很大。
	CC级	短期债务的支付能力和长期债务的偿还能力严重不足；经营状况差，促使企业经营及发展走向良性循环状态的内外因素很少，风险极大。
	C级	短期债务支付困难，长期债务偿还能力极差；企业经营状况一直不好，基本处于恶性循环状态，促使企业经营及发展走向良性循环状态的内外因素极少，企业濒临破产。

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	AAA级	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA级	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A级	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB级	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB级	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B级	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC级	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
	C级	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。