

迪安诊断 (300244)

2012年1月16日

异地扩张稳步推进，新诊断项目不断叠加

推荐 (维持)

现价: 37.80 元

主要数据

行业	生物医药
公司网址	www.dagene.net
大股东/持股	陈海斌/38.07%
实际控制人/持股	陈海斌/38.07%
总股本(百万股)	51
流通 A 股(百万股)	13
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	19.32
流通 A 股市值(亿元)	4.84
每股净资产(元)	8.85
资产负债率(%)	17.3

行情走势图



联系人

郝淼 一般证券从业资格编号
S1060111060113
0755-22625829
haomiao562@pingan.com.cn

证券分析师

凌军 投资咨询资格编号
S1060511010016
0755-22624694
lingjun004@pingan.com.cn

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。

投资要点

■ 已有实验室逐步放量，异地扩张稳步推进

2011年上海、北京迪安收入放量，预计同比增长超过50%，其中北京迪安已实现扭亏为盈。济南、沈阳迪安尚处于市场培育期。黑龙江迪安仍处于筹建期，预计年内拿到许可证，有望成为该省第一家独立医学实验室。此外，公司还可能通过外延式并购进一步加快全国布局，不断推进连锁独立医学实验室网络的广度和深度。

■ 新项目不断叠加，分子诊断或是未来重点

公司不断拓展新的诊断项目，预计每年新增项目约10%。我们认为，分子诊断（如肿瘤个性化治疗的伴随诊断、疾病易感基因检测等）是医学诊断的发展方向，也是公司未来的发展重点。公司还将开拓血液病检测、病原微生物快速鉴定等特色检验项目，杭州迪安或将成为服务全国的特检中心。

■ 积极探索新业务领域

由于技术平台的通用性，公司还可能将医学诊断延伸至司法鉴定、食品安全检测、体检等诸多领域，从而为公司的发展开辟新的增长空间。在未来通过CAP认证后，我们预计公司还可能拓展新药临床实验业务。

■ 维持“推荐”评级

我国第三方医学诊断行业基数小、潜力大，新医改背景下政策对行业的支持力度有望不断增强，未来3~5年行业或将继续保持30%左右的快速成长。考虑到公司募投项目逐步达产、实验室异地复制稳步推进、新业务领域和新诊断项目不断扩充，我们认为公司业绩有望延续高成长。我们维持此前对于公司的盈利预测，预计11-13年的EPS分别为：0.86，1.14和1.53元，对应于1月13日收盘价37.8元的PE分别为44、33和25倍，维持“推荐”评级。

■ 风险提示

政策风险，诊断服务价格变动风险。

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	263	343	482	716	972
YoY(%)	47.7	30.4	40.3	48.6	35.9
净利润(百万元)	17	32	44	58	78
YoY(%)	160.5	88.8	35.9	32.0	34.2
毛利率(%)	35.4	35.8	34.0	34.0	34.5
净利率(%)	6.5	9.4	9.1	8.1	8.0
ROE(%)	16.3	21.4	9.1	10.8	12.6
EPS(摊薄/元)	0.34	0.63	0.86	1.14	1.53
P/E(倍)	125.1	66.3	43.9	33.2	24.8
P/B(倍)	20.4	14.2	4.0	3.6	3.1

正文目录

一、公司近况	4
1.1 已有实验室逐步放量，异地扩张稳步推进	4
1.2 新项目不断叠加，分子诊断或是重点	4
1.3 积极探索新业务领域	5
1.4 收入、盈利预测及评级	5
二、核心信息附录	6
2.1 公司业务概要	6
2.2 历史业绩概要	7
2.3 股权结构	8

图表目录

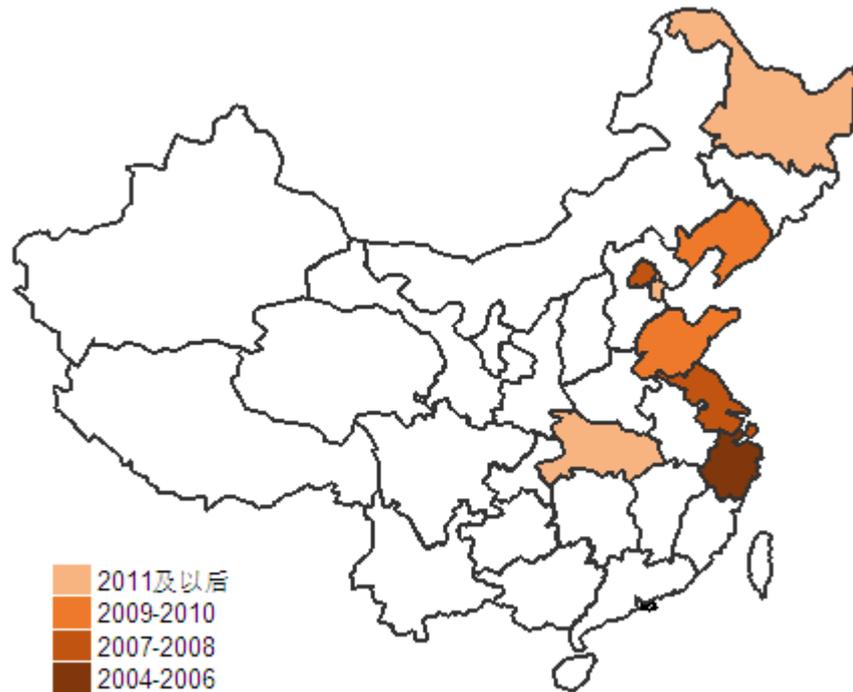
图表 1	公司独立医学实验室分布图	4
图表 2	分子诊断与传统诊断对比	4
图表 3	我国司法鉴定业务量（三大类）增长迅速	5
图表 4	迪安子公司收入预测	5
图表 5	公司业务模式示意图	6
图表 6	2011 年上半年收入构成	7
图表 7	近年公司毛利率水平	7
图表 8	公司业绩增长情况	7
图表 9	公司费用情况	8
图表 10	公司股权结构	8

一、公司近况

1.1 已有实验室逐步放量，异地扩张稳步推进

2011年上海、北京迪安收入放量，预计同比增长超过50%，其中北京迪安已实现了扭亏为盈。济南、沈阳迪安尚处于市场培育期。黑龙江迪安处于筹建期，预计年内拿到许可证，有望成为该省第一家独立医学实验室。此外，公司有可能积极筹划通过外延式并购进一步加快全国布局，不断推进连锁独立医学实验室网络的广度和深度。

图表1 公司独立医学实验室分布图



资料来源：平安证券研究所整理

1.2 新项目不断叠加，分子诊断或是未来重点

公司不断拓展新的诊断项目，预计每年新增项目约10%。我们认为，分子诊断（如肿瘤个性化治疗的伴随诊断、疾病易感基因检测等）是医学诊断的发展方向，也是公司未来的发展重点。公司还将开拓血液病检测、病原微生物快速鉴定等特色检验项目，杭州迪安将开发服务全国的特检业务。

图表2 分子诊断与传统诊断对比

	市场规模（亿美元）	增速	费用（美元）	毛利率
基因/分子诊断	50	11%	100-3000	50-70%
传统诊断	350	5%	20-50	30-50%

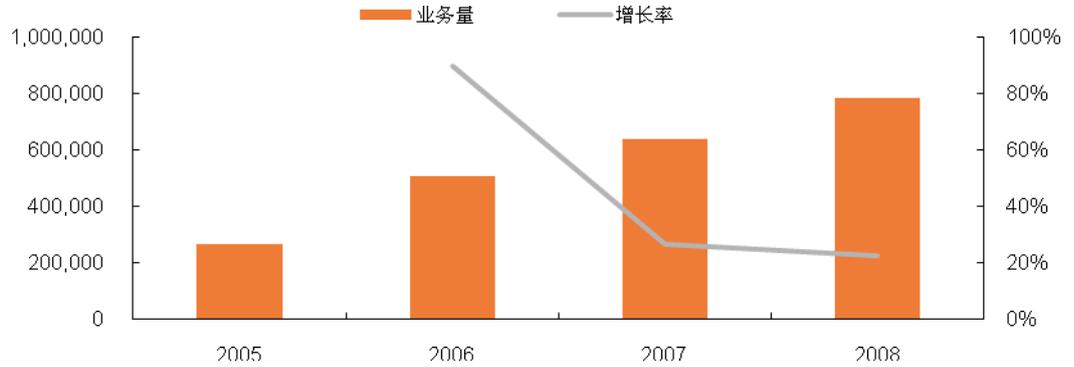
资料来源：Nature Review Drug Discovery, Kalorama Information, LabCorp, 平安证券研究所整理

1.3 积极探索新业务领域

由于技术平台的通用性，公司还可能将医学诊断延伸至司法鉴定、食品安全检测、体检等诸多领域，从而为公司的发展开辟新的增长空间。在未来通过 CAP 认证后，我们预计公司可能与制药公司合作，拓展新药临床实验业务。

图表3 我国司法鉴定业务量（三大类）增长迅速

单位：件



资料来源：《中国司法鉴定》杂志，平安证券研究所整理

1.4 收入、盈利预测及评级

我国第三方医学诊断行业基数小、潜力大，新医改背景下政策对独立医学实验室的支持力度有望不断增强，未来 3~5 年行业或将继续保持 30%左右的快速增长。考虑到公司募投项目逐步达产、连锁化实验室异地复制、新业务领域和特色诊断项目不断扩充，我们认为公司业绩有望延续高成长。我们维持此前对于公司的盈利预测，预计 11-13 年的 EPS 分别为：0.86，1.14 和 1.53 元，对应于 1 月 13 日收盘价 37.8 元的 PE 分别为 44、33 和 25 倍，维持“推荐”评级。

图表4 迪安子公司收入预测

单位：百万元

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
杭州迪安	69.90	95.65	130.00	205.00	264.74
南京迪安	39.13	43.47	58.50	75.00	106.20
上海迪安	16.79	19.43	32.00	44.80	60.48
北京迪安	9.37	14.88	26.00	30.00	39.00
温州迪安	6.43	10.23	14.00	19.00	25.00
淮安迪安	0.12	8.05	10.00	12.00	14.00
济南迪安	0.11	2.34	7.00	12.00	20.00
沈阳迪安	-	-	4.00	15.00	25.00
天津迪安	-	-	-	4.80	12.00
江西迪安	-	-	-	2.00	10.00
黑龙江迪安	-	-	-	8.00	15.00
其他迪安	-	-	-	48.00	93.00

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
迪安基因	116.15	149.03	200.00	240.00	288.00
迪安诊断	2.36	0.18	0.00	0.00	0.00
合计	260.36	343.26	481.5	715.6	972.42
同比		31.8%	40.3%	48.6%	35.9%

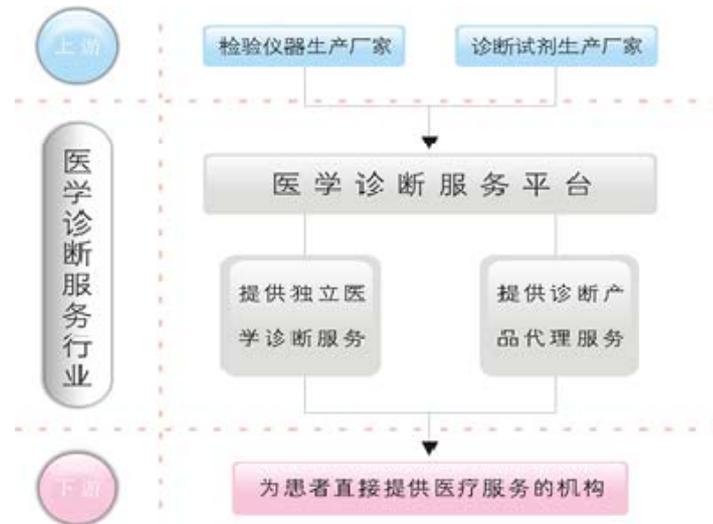
资料来源：平安证券研究所整理

二、核心信息附录

2.1 公司业务概要

公司是一家独立的第三方医学诊断服务商（独立医学实验室），主要面向各种综合医院与专科医院、社区卫生服务中心、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。

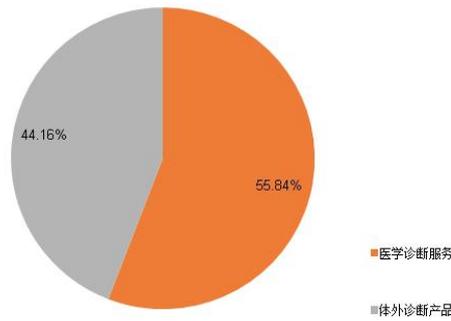
图表5 公司业务模式示意图



资料来源：公司资料、平安证券研究所整理

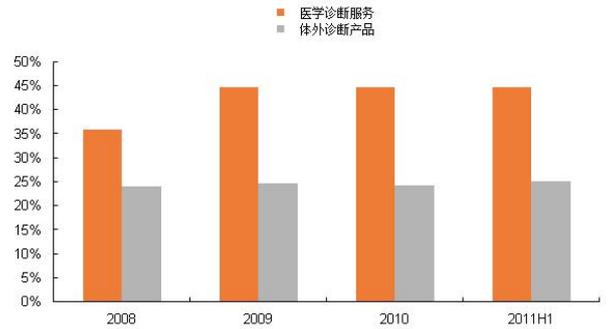
医学诊断服务、诊断产品代理分别约占公司业务收入的 55.8%和 44.2%，两者的毛利率分别为 44.6%和 25.1%。

图表6 2011年上半年收入构成



资料来源: WIND资讯、平安证券研究所

图表7 近年公司毛利率水平

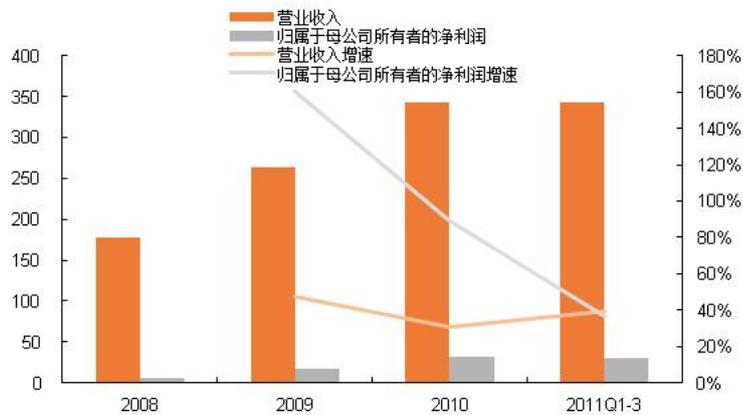


资料来源: WIND资讯、平安证券研究所

2.2 历史业绩概要

公司 2011 年前三季度实现营业收入 3.43 亿元, 同比增长 39.2%; 归属母公司净利润 3044 万元, 同比增长 36.4%。公司净利润增速较 2010 年有所下降, 主要由于公司增加了质控投入, 同时扩大了实验室和物流人员队伍规模以满足生产运营需求。

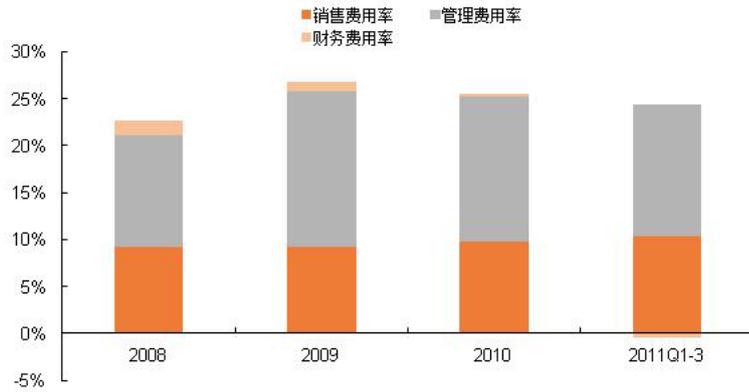
图表8 公司业绩增长情况 (单位: 百万元)



资料来源: WIND资讯, 平安证券研究所

2011 年三季度公司销售费用率同比上升 0.74%, 主要是由于公司扩充销售队伍, 加强了激励政策, 同时加强了学术推广的力度。财务费用率同比下降 1.4%, 为-0.5%, 主要是超募资金产生的利息造成的。

图表9 公司费用情况



资料来源: WIND资讯、平安证券研究所

2.3 股权结构

公司控股股东为董事长兼总经理陈海斌, 持有 38.07% 的股权; 其余持股比例较大的股东有上海复星平耀投资管理有限公司 (10.57%)、天津软银欣创股权投资基金合伙企业 (10.57%)、杭州诚慧投资管理有限公司 (4.5%) 等。

图表10 公司股权结构



资料来源: 公司资料, 平安证券研究所整理

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E
流动资产	147	192	502	552	营业收入	263	343	482	716
现金	59	84	349	326	营业成本	170	220	318	472
应收账款	59	76	106	157	营业税金及附加	2	1	1	2
其他应收款	3	3	5	7	营业费用	24	33	48	67
预付账款	4	4	6	9	管理费用	44	53	68	99
存货	21	25	36	53	财务费用	3	1	1	0
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	1	0	-7	0
非流动资产	32	42	65	112	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	21	26	50	96	营业利润	19	34	53	75
无形资产	1	1	1	1	营业外收入	1	5	5	6
其他非流动资产	11	15	15	15	营业外支出	0	1	1	1
资产总计	179	234	567	664	利润总额	20	38	57	79
流动负债	65	72	77	112	所得税	5	8	13	17
短期借款	31	15	0	0	净利润	15	30	45	62
应付账款	18	38	55	82	少数股东损益	-2	-2	0	4
其他流动负债	17	19	22	30	归属母公司净利润	17	32	44	58
非流动负债	3	2	0	0	EBITDA	22	35	62	93
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.92	0.85	0.86	1.14
其他非流动负债	3	2	0	0					
负债合计	68	74	77	112	主要财务比率				
少数股东权益	5	8	9	12	会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E
股本	19	38	51	51	成长能力				
资本公积	59	59	332	332	营业收入	47.7%	30.4%	40.3%	48.6%
留存收益	28	55	99	157	营业利润	176.3%	75.7%	57.1%	41.0%
归属母公司股东权	105	152	481	540	归属于母公司净利润	160.5%	88.8%	35.9%	32.0%
负债和股东权益	179	234	567	664	获利能力				
					毛利率(%)	35.4%	35.8%	34.0%	34.0%
					净利率(%)	6.5%	9.4%	9.1%	8.1%
					ROE(%)	16.3%	21.4%	9.1%	10.8%
					ROIC(%)	12.0%	16.4%	8.7%	10.8%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	38.3%	31.7%	13.6%	16.8%
					净负债比率(%)	45.34%	20.18%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.25	2.67	6.50	4.94
					速动比率	1.92	2.33	6.04	4.46
					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	6.82	6.90
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.34	0.63	0.86	1.14
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.08	0.81	0.54	0.79
					每股净资产(最新摊薄)	5.68	3.96	9.42	10.56
					估值比率				
					P/E	40.89	44.67	43.86	33.22
					P/B	6.66	9.54	4.01	3.58
					EV/EBITDA	85	54	30	20

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E
经营活动现金流	4	41	27	40
净利润	15	30	45	62
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	-24	-40
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	265	-24

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）

公司声明及风险提示：

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