

迪安诊断 (300244.SZ) 保健产品及服务行业

评级: 买入 维持评级

公司研究

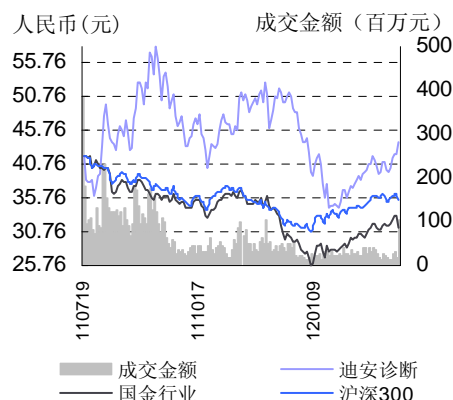
市价(人民币): 43.95 元

大行业小公司, 诊断外包服务领先者;

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	12.80
总市值(百万元)	2,245.84
年内股价最高最低(元)	58.00/23.50
沪深 300 指数	2901.22



相关报告

1. 《业绩快报符合预期, 设立佛山迪安进军华南》, 2012.2.24
2. 《上海司法鉴定获批, 产研合作提升研发实力》, 2012.2.19
3. 《与生物梅里埃签署战略合作框架协议》, 2011.12.11

李敬雷 分析师 SAC 执业编号: S1130511030026
(8621)61038219
lijingl@gjzq.com.cn

燕智 联系人
(8621)60870946
yanz@gjzq.com.cn

黄挺 分析师 SAC 执业编号: S1130511030028
(8621)61038218
huangting@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项 目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	0.925	0.846	0.832	1.124	1.549
每股净资产(元)	5.68	3.96	9.03	9.93	11.18
每股经营性现金流(元)	0.22	1.08	0.31	0.67	1.19
市盈率(倍)	N/A	N/A	52.81	39.10	28.38
行业优化市盈率(倍)	34.33	31.91	25.67	25.67	25.67
净利润增长率(%)	160.54%	88.78%	31.21%	35.05%	37.79%
净资产收益率(%)	16.29%	21.37%	9.22%	11.31%	13.86%
总股本(百万股)	18.57	38.30	51.10	51.10	51.10

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 公司是大行业, 小公司的典型代表。我们充分看好诊断外包服务商业模式在中国的发展。主要基于以下几点:
 - 诊断外包服务符合国家控制医疗支出过快增长的需求, 和鼓励患者到中小及基层医院就医的总体方针政策。国家的各种政策大多利好诊断外包行业, 这种大收政策红包的投资标的, 在医药板块实属罕见。
 - 我国医学诊断市场规模达 1000 亿, 而诊断外包行业仅占不到 2% 的市场份额。美国诊断外包市场规模达 200 亿美元, 占医学诊断市场份额的 35%。可见国内行业发展空间巨大。
 - 公司是管理实力强大的龙头企业。卓越的全方位经营管理能力和强者恒强的规模优势是公司构筑起行业壁垒的核心竞争力, 使公司在行业整体亏损的环境中实现大幅盈利。
 - 公司异地复制能力强, 长期成长可期。公司通过股权激励, 引入当地投资方以及精细化的管理体系, 已经成功实现了上海、北京、江苏等地的异地复制, 充分说明公司未来持续发展的潜力。
- 随着北京、上海、南京等地实验室进入盈利阶段, 公司有望依靠三地实验室的量利齐升, 在未来几年保持业绩稳定较快增长, 并抵消新实验室建设的前期亏损。

投资建议

- 我们认为公司未来几年受益于上海、北京、江苏的量利齐升, 业绩具有安全边际。同时, 公司的异地复制能力在得到确认的情况下, 大行业小龙头的成长性将被市场逐步认可, 是一家具有长期配置价值的成长股。
- 此外, 公司商业模式顺应国家医改大方向, 存在众多政策利好的股价催化剂, 是一个攻守兼备的品种。

估值

- 我们预测公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.83 元、1.12 元、1.55 元, 同比增长 31%, 35%, 38%。公司目前估值较高, 但由于是处在大市场的小公司, 模式一旦被验证可复制成长潜力巨大, 我们维持“买入”评级。

风险

- 新市场拓展速度低于预期; 新开实验室费用投入大, 压制短期业绩增长。

内容目录

公司是体外医学检验整体解决方案提供商	4
公司是诊断外包行业四家龙头之一	4
“产品+服务”模式提供全方位解决方案	4
医学诊断外包顺应政策导向，成长潜力巨大	5
医学诊断是医疗行业的重要组成	5
诊断外包行业规模尚小，发展刚刚起步	6
诊断外包模式价值定位清晰，实现多方受益	7
行业自然增长稳定，市场接受度逐步提升	8
政策利好将推动行业加速成长	9
公司为何盈利？规模创造利润，管理构建壁垒	10
规模效应是公司盈利核心	10
全方位的经营管理优势是核心竞争力	11
公司如何成长？异地复制能力是关键	13
持续成长性看异地复制能力	13
异地复制的秘诀：择机、合作、管理激励、人才储备	15
公司面对巨大的潜在需求市场，未来看点颇多	17
临床试验平台，与上游企业深度合作	17
司法鉴定业务快速增长，有望异地复制	17
社区医疗服务平台，在上海杨浦区落实推广	17
两癌筛查体现社会责任，肿瘤个性化诊断引领技术方向	17
投资建议	18
盈利预测	19
风险分析	19
附录：三张报表预测摘要	22

图表目录

图表 1：公司各业务分类和占比	4
图表 2：医学诊断外包行业市场占有率	4
图表 3：公司诊断产品业务模式分类	5
图表 4：公司业务模式与客户需求的匹配	5
图表 5：检查收入占我国综合医院收入比重	6
图表 6：美国医学诊断市场格局	7
图表 7：中国医学诊断市场格局	7
图表 8：医学诊断外包服务在各级医院的价值定位	7
图表 9：诊断外包服务多方共赢的商业模式	8

图表 10: 我国历年门诊诊疗人次数与住院人次数	8
图表 11: 公司营业收入按医院级别分类	9
图表 12: 公司营业收入按医院类型分类	9
图表 13: 2010 年我国诊疗人次数按医院级别分类	9
图表 14: 2010 年我国入院人次数按医院级别分类	9
图表 15: 近两年政策利好对于诊断外包行业的推动作用	10
图表 16: 杭州迪安历年营业收入和净利润率	11
图表 17: 杭州迪安营业收入增速	11
图表 18: 公司各实验室营业收入与净利润率关系	11
图表 19: 达安基因和迪安诊断的诊断服务业务毛利率比较	12
图表 20: 迪安诊断竞争力分析	13
图表 21: 公司各实验室分布与组织架构图	14
图表 22: 公司各实验室销售收入贡献	14
图表 23: 公司各实验室所在地市场竞争程度	15
图表 24: 四大主要竞争对手的全国布局	15
图表 25: 公司各地实验室合资方信息	16
图表 26: 公司各实验室股权激励对象统计	16
图表 27: 分实验室经营情况预测	20
图表 28: 迪安诊断与达安基因比较	21

公司是体外医学检验整体解决方案提供商

公司是诊断外包行业四家龙头之一

- 迪安诊断是一家以诊断服务为主业的综合性连锁独立医学实验室。公司目前可向各级医疗卫生机构提供生化、病理、免疫、分子领域的 1,000 余项医学诊断外包服务。
- 同时，公司从上海罗氏在浙江区的诊断产品代理商发展而来，2004 年开始进入诊断外包服务行业，形成了“服务+产品”的一体化商业模式，这为公司与竞争对手差异化竞争带来了独特的优势。

图表1：公司各业务分类和占比

业务类别	主要服务及产品	具体内容	分项服务及产品	主要用途	业务占比
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、科研外包服务、公正、独立的司法鉴定服务	生化检验	肝、肾、心脑血管性疾病及电解质紊乱等代谢性疾病	19%
			病理诊断	肿瘤诊断及预后判断	10%
			免疫检验	激素、肿瘤、不孕不育、感染性疾病及自身免疫性疾病等	11%
			PCR 检验	感染性疾病、遗传性疾病等	4%
			综合检验	包括自身免疫性疾病、感染性疾病、血液病及遗传性	13%
体外诊断产品代理	检验仪器、诊断试剂、耗材等体外诊断产品	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	上海罗氏产品	上海罗氏的生化、发光免疫、分子诊断仪器体外诊断及试剂代理销售及技术支持服务	39%
			复星科技产品	复星科技的生化、免疫、分子诊断、微生物仪器及试剂代理销售及技术支持服务	1%

来源：招股说明书、国金证券研究所

- 公司是国内医学诊断外包行业的龙头之一。迪安在华东地区拥有 35% 以上的市场份额，在全国范围占据 20% 左右的市场份额。

图表2：医学诊断外包行业市场占有率

企业名称	长三角地区市场占有率 (%)	全国市场占有率 (%)
迪安诊断	35% 以上	20% 以下
杭州艾迪康	20-30%	15%-20%
广州金域	10% 以下	15%-20%
高新达安	10% 以下	10-15%

来源：招股说明书、国金证券研究所

- 公司目前在杭州、南京、上海、北京、温州、淮安、济南、沈阳等地设立了八家实验室，市场覆盖了长三角地区和环渤海地区，其中杭州迪安、上海迪安、北京迪安和南京迪安均获得 ISO15189 医学实验室认证，所出具的医学诊断报告被世界上 40 多个国家所认可。2012 年公司公告设立佛山迪安，收购武汉迪安兰青实验室，正式进入华中、华南市场。
- 医学诊断外包行业刚刚起步。2010 年，业内四家龙头企业的销售收入总和约 6 亿元，市场总体规模约 10 亿，只占到我国千亿医学诊断市场的 1%。
- 行业寡头竞争格局初现。目前，虽然国内独立医学实验室如雨后春笋一样出现，但大多规模较小并处于常年亏损状态，市场前四集中度高达约 60%。

“产品+服务”模式提供全方位解决方案

- 公司的主营业务包括诊断外包服务和诊断产品销售两类，公司 2010 年诊断服务营业收入 1.9 亿元，占业务收入比重 56.5%；诊断产品营业收入 1.5 亿元，占收入比重 43.5%。
 - 公司代理销售罗氏产品占诊断产品业务比重的 89.65%。此外，公司还代理复星、安图等其他公司的产品。
- 公司利用自身在诊断产业上下游一体化的优势，采取灵活的销售和服务模式，根据客户的不同需求提供个性化的整体解决方案，这种具有战略纵深的业务构架，使公司能够将不同层次医疗机构纳入业务范围。

- 公司从单纯销售产品的模式，衍生出合作试剂和合作服务的联动模式，通过仪器租赁、耗材集中采购、提供技术支持、实验室管理咨询等方式，提升客户粘性，提升服务附加值。

图表3：公司诊断产品业务模式分类

业务模式	具体模式介绍	销售占比
单纯销售	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	21.57%
联动销售	合作试剂 向客户提供检验仪器，根据合同约定客户每年向公司采购不低于一定金额的配套诊断试剂，公司按照所提供试剂的销售价格进行收费， 利润来源于试剂的进销差价	64.87%
	合作服务 向客户提供检验仪器，并提供技术支持服务，公司按照所提供仪器在一定期间内所产生的诊断收入的一定比例收取 技术服务费收入	13.56%

来源：招股说明书、国金证券研究所

- 2011 年，公司还抓住时机中标了江苏、山东、浙江一些医院的检验产品集中采购项目。通过公司集约化的采购平台和服务，医院可以大幅降低采购成本，同时提高检验科管理水平。公司借此机会与医院增强紧密合作，逐步渗透医院，使其释放检验外包需求。

图表4：公司业务模式与客户需求的匹配

	客户需求			
	实验操作	设备维护及培训	试剂采购	设备使用
诊断外包服务	★	★	★	★
合作服务		★	★	★
合作试剂			★	★
单纯销售				★

来源：国金证券研究所

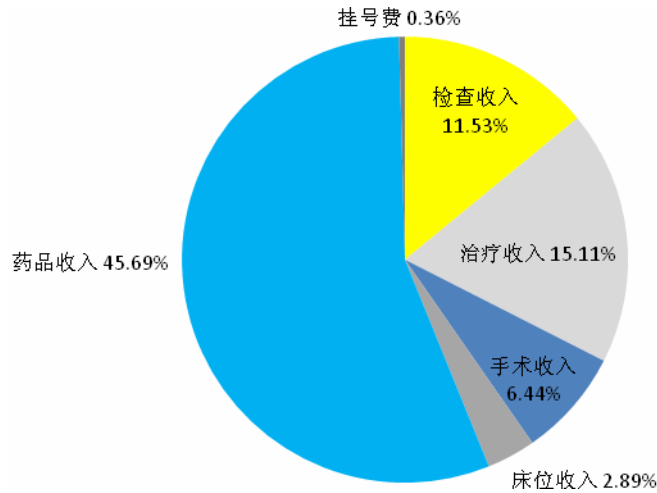
- 公司这种将诊断产品代理与服务相结合的多层次商业模式，实现了差异化竞争，从纯粹服务外包企业转变为一种集产品采购，服务外包，实验室管理咨询，临床推广为一体的整体化诊断服务提供商。其业务范围的广度和经营灵活性远超普通诊断外包企业，形成了“服务+产品”1+1>2 的协同效应。
- 诊断产品业务有利于公司与医疗机构进行紧密的合作，从而促进医疗机构释放外包需求。
- 诊断外包业务能够提高公司采购平台的整体溢价能力，进一步降低代理产品的成本，让利于客户；同时，与几千家医疗机构的外包合作，有助于公司把握医疗机构的需求变化，促进产品代理业务拓展。
- 从长期来看，诊断外包业务是公司持续发展的方向，以下我们将着重针对诊断外包业务探讨公司的持续成长性。

医学诊断外包顺应政策导向，成长潜力巨大

医学诊断是医疗行业的重要组成部分

- 医学诊断水平是现在临床医学发展的重要标志，也是评价医疗服务质量的重要标准。医学诊断构成了医疗机构收入构成的 11.53%，70%的医生临床诊断需要借助医学诊断技术。

图表5： 检查收入占我国综合医院收入比重



来源：卫生统计年鉴、国金证券研究所

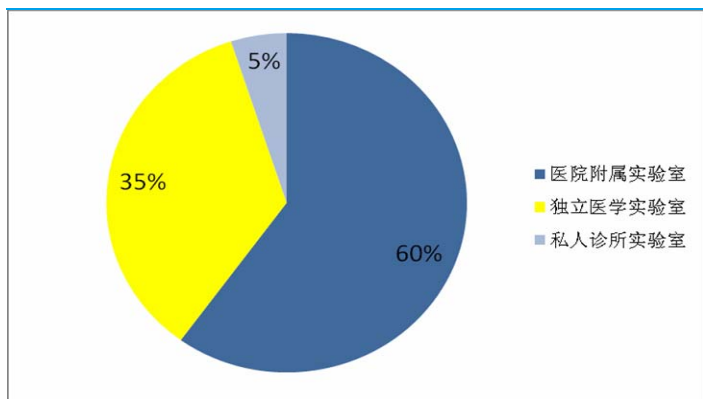
- 2009 年，综合医院业务总收入为 6106 亿元，据此推算仅综合医院来自于医学诊断的收入就超过 670 亿元；而我国各类医疗机构的总收入达到 10341 亿元，是综合医院的 1.6 倍，预计医学诊断行业的市场总体规模达到 1000 亿元。
- 2010 年，美国的医学诊断市场规模为约 500~550 亿美元，相当于我国市场的 3 倍，可见国内医学诊断水平发展的滞后。
- 临床诊断是临床医学的重要组成。随着全球制药企业在新药研发领域的不断突破，临床治疗水平在过去的 20 年间突飞猛进，然而我国由于临床诊断技术的相对落后，较高的误诊率成为影响治愈率的重要因素。
 - “全国高等医学院校诊断学第四次教学改革暨学术会议”披露的专家统计结果显示，我国临床诊断误诊率达 27.8%，其中恶性肿瘤误诊率为 40%，肺外结核误诊率在 40%以上，器官异位误诊率高达 60%以上。
 - 广东省卫生厅副厅长廖新波也发表博文《医生的诊断有三成是误诊》称：医生的诊断确实有三成是误诊：如果在门诊看病，误诊率是 50%。
 - 参加南京诊断学学术会议的专家从十几万份误诊病例的分析中发现误诊原因只有 16 种，其中未选择特异性检查项目占 17%，医学经验不足占 25%，医生问诊与检查不细致占 17.3%，过分信赖或迷信辅助检查结果占 14.7%。
- 我国中小医院诊断水平继续提高。目前，制约医疗需求下沉的核心问题是中小医院医疗水平落后，而诊断水平的落后是其中的重要因素。政府要想实现医疗需求下沉，就必须提升中小医院的诊断水平。因此，医学诊断行业在中国未来的发展前景绝不亚于已经日趋成熟的药品行业。

诊断外包行业规模尚小，发展刚刚起步

- 中国诊断外包行业在上世纪 90 年代就已经出现，但由于监管不到位，行业内鱼龙混杂，出现了出具虚假报告，恶性医疗事故的事件。1999 年卫生部下令关停所有以托管方式运营的诊断外包机构。行业从此进入寒冬。

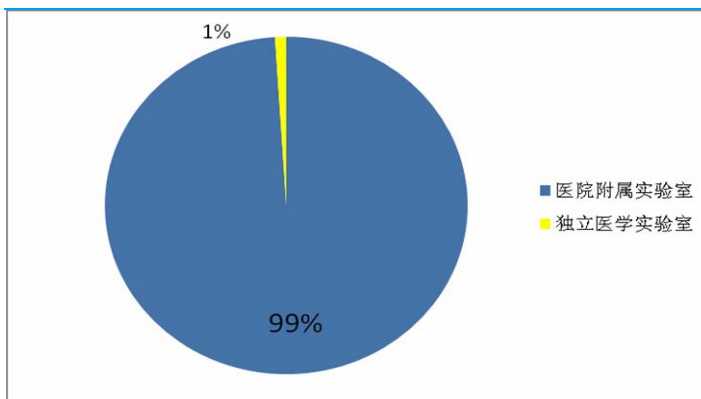
- 2004 年，在国家鼓励民营医疗机构发展的政策背景下，第三方诊断外包平台的审批再次放行，包括迪安诊断、广州金域、达安基因等一批先行者先后成立。
- 2010 年，我国诊断外包行业的市场规模仅 10 亿元，仅占到我国医院诊断市场的 1%；而美国诊断外包行业市场规模约 200 亿美元，占医学诊断比重的 35%。

图表6：美国医学诊断市场格局



来源：招股说明书。国金证券研究所

图表7：中国医学诊断市场格局



诊断外包模式价值定位清晰，实现多方受益

- 医学诊断外包在我国仍属新颖的商业模式，其能够同时使得医疗机构、政府和患者多方受益。价值定位清晰合理。
 - 医疗机构引入诊断外包服务能够：（1）利用外包企业的集约化平台，降低检验成本，为医院带来更多利润；（2）二级及以下医院可以开展目前无法开展或限制开展的检验项目，从而在零投入的前提下创造收益，提高服务质量；（3）通过诊断外包企业的推广，中小医院医生的临床诊断知识不断更新，诊断水平得到提升。

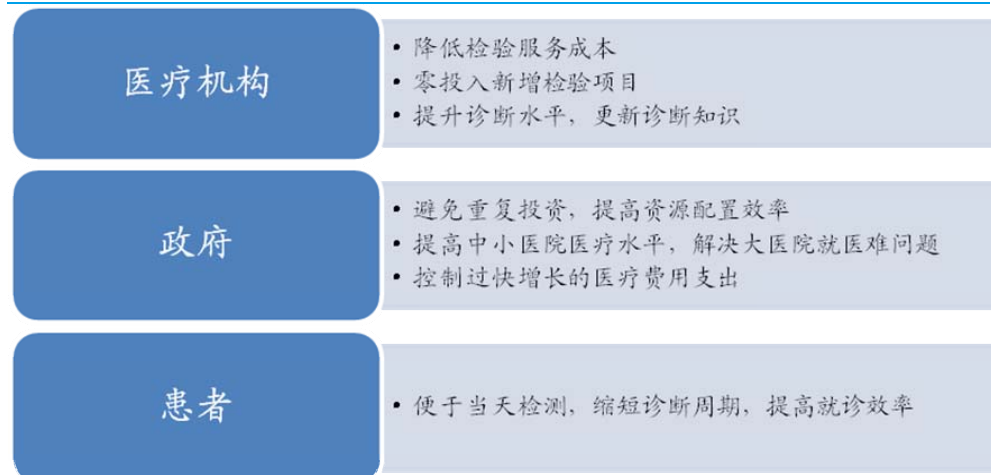
图表8：医学诊断外包服务在各级医院的价值定位

医院类型	客户数量占比	收入占比	业务突破口	价值定位
三级医院	10%	12%	向三级医院主要提供高、精、尖及有特殊资质需求的服务	通过规模优势，解决医院个体进行“三高一新”项目的较高运营成本
一、二级医院	55%	69%	缓解医疗设施、医疗资源与医院管理都较欠缺问题，有效提升诊疗技术水平	解决医院限制开展病理、分子检测的缺陷，提高诊断水平
社区卫生服务中心或卫生院	19%	11%	为新农合、社区首诊制的基层医疗机构提供诊断外包	减少基层医疗机构的检验设备与人员投入，提高政府投资效率，提高诊断水平
专科医院	25%	33%	公司重点在各类专科医院推行妇科疾病、感染性疾病等专科建设	以最先进的诊断技术促进临床应用与项目普及，提高专科建设的质量层次

来源：招股说明书。国金证券研究所

- 政府鼓励医学诊断外包服务能够：（1）避免基层医疗机构检验设备的重复投资，优化资源配置；（2）提高基层医疗机构临床诊断水平，吸引更多患者到中小医院就医；（3）降低检验服务成本，有利于控制过快上涨的医疗开支。
- 患者接受诊断外包服务能够减少标本检验周转时间（TAT），节省就诊时间：在中小医院，由于一些检测项目样本量较小，医院会集中在一周的某几天采样检测，为患者带来了不便，也拖延了诊断的时间。医学诊断外包能够使得患者在就诊当天采样，次日便获得检测结果，为患者带来了便利。

图表9：诊断外包服务多方共赢的商业模式



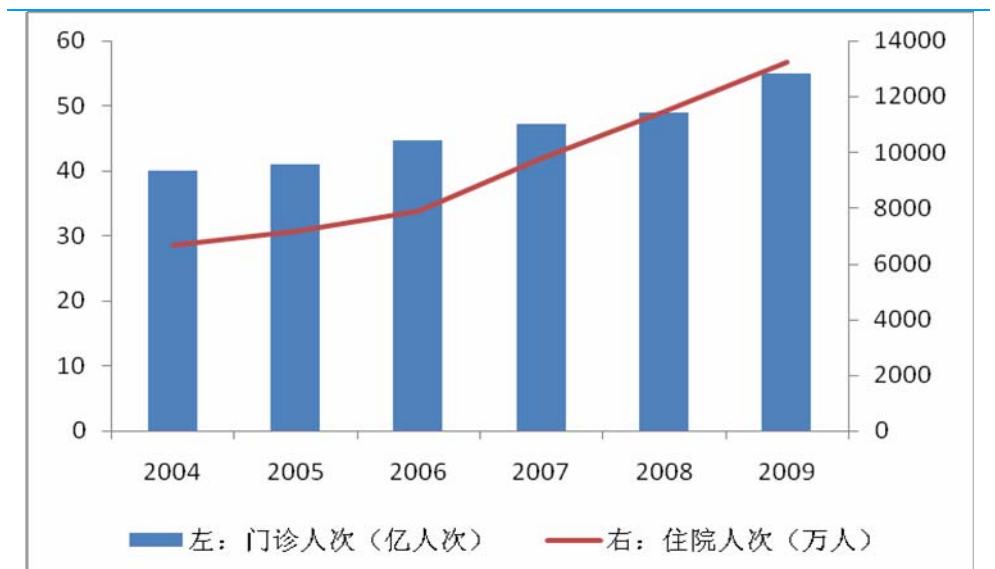
来源：国金证券研究所

- 目前，医学诊断外包正逐步被国内医疗结构所接受。在经济较为发达的东南沿海地区，医疗结构已经从刚开始的将不做的项目外包，发展到将亏损的项目外包，再发展到目前将微利的项目外包，业务范围逐步扩大。
- 我们认为，诊断外包的商业模式是符合政府、医院和患者各方利益的，合理的价值定位为行业的持续发展提供了基础，特别是在政策的不断推动下，服务外包行业有望加速成长。

行业自然增长稳定，市场接受度逐步提升

- 由于我国正经历快速老龄化的初期，未来医疗需求将快速增长，这保证了医学诊断市场稳定的自然增长动力。我国医疗机构诊疗人次过去 5 年复合增长率 7.38%，其中三级医院，民营医院实现快速增长，社区卫生服务中心的诊疗人次复合增长率超过 40%。

图表10：我国历年门诊诊疗人次与住院人次



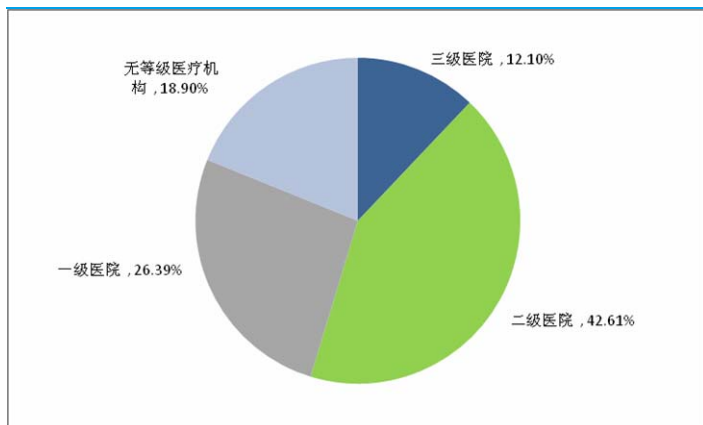
来源：卫生统计年鉴、国金证券研究所

- 随着医疗机构观念的改变，诊断外包作为一种新的医疗合作模式，开始被东南沿海地区所接受。我国诊断外包行业从 2004 年开始起步，经历 8 年发展已经获得了将近 15 亿的市场规模，并以每年 35%-40% 的复合增速扩张。

政策利好将推动行业加速成长

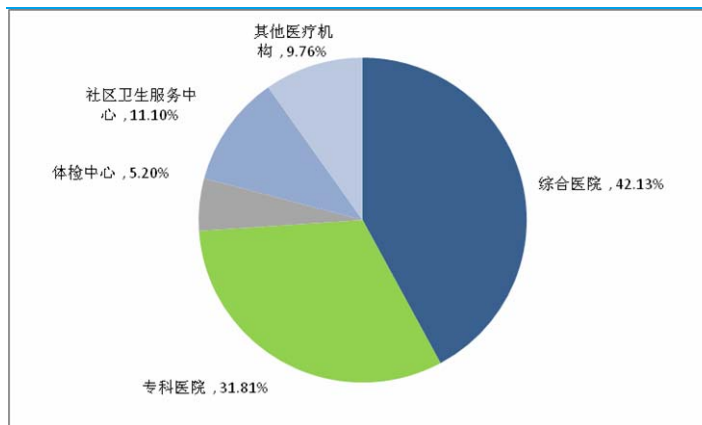
- 公司的主要客户为中小医院，一、二级医院以及基层医疗机构合计业务占比为 87%。该类医院由于医疗设备落后，医院管理欠缺，诊断外包行业的发展能够为其提供了提升诊疗水平的有效技术支持。

图表11：公司营业收入按医院级别分类

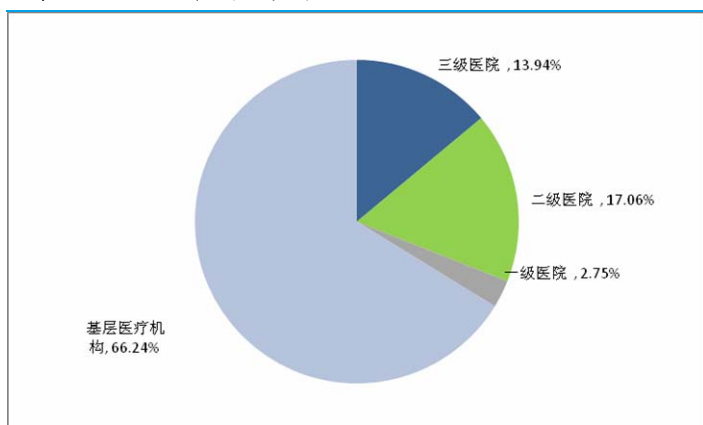


来源：招股说明书、国金证券研究所

图表12：公司营业收入按医院类型分类

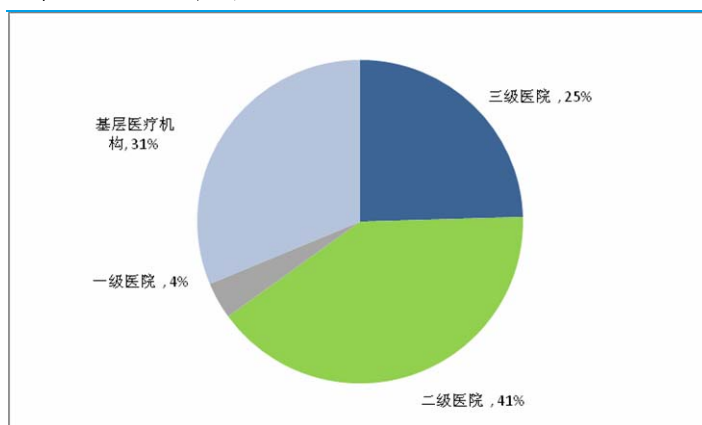


图表13：2010 年我国诊疗人次按医院级别分类



来源：卫生统计年鉴、国金证券研究所

图表14：2010 年我国入院人次按医院级别分类



- 强基层，推动医疗需求下沉是新医改解决“看病难”、“看病贵”问题的核心举措。政府基于此出发制定了一系列政策，将患者从三级医院引导至一级、二级医院和基层医疗机构就医。

图表15：近两年政策利好对于诊断外包行业的推动作用

日期	政策文件	政策内容	行业影响
2011年11月	上海市2012年城镇居民医保政策	医院级别越高，住院起付标准逐级提高50-200元，医保报销比例逐级提高10个百分点	吸引更多患者到中小医院及基层医疗机构就医
2011年10月	北京市《关于基本医疗保险基金实行总量控制的通知》	限定费用增长率控制指标：三级医疗机构不得超过18%；二级医疗机构不超过25%；一级及一级以下定点医疗机构增长率不超过30%。	(1) 医疗资源向中小医院倾斜 (2) 在三级医院就诊人次高增长，人均医疗资源将被摊薄 (3) 患者将逐步回归医疗资源宽裕的中小医院
2011年5月	人社部《关于进一步推进医疗保险支付方式改革的意见》	选定40个大中城市试点医保付费改革，探索总额预付制，门诊按人头付费，全科医生首诊制，住院及门诊大病按病种付费制。	(1) 全科医生首诊制将增加基层医疗机构的就诊量 (2) 按病种付费将促进医院降低检验成本，并促进确诊性诊断，激发临床检验的需求
2010年7月	卫生部《关于加强医疗质量控制中心建设推进同级医疗机构检查结果互认工作的通知》	要求地方各级卫生行政部门组织辖区内逐步开展检查结果互认，鼓励参加各级医疗质量控制的检查项目，在各自辖区内实行检查结果互认。	第三方医学检验实验室符合检验结果互认的政策方向，有利于模式的市场推广

来源：政府网站、国金证券研究所

- 医保总额预付制对三级医院费用增长实施严格控制，使得医疗资源将逐步向一级、二级医院和基层医疗机构倾斜，公司扎根中小医疗机构的商业模式也将随着中小医院的茁壮成长而得到快速发展。
- 国家医保“按病种付费”制度的试点，将迫使医院考虑检验成本控制，并极大刺激按临床路径诊疗所伴随的确诊性医学检验需求。
- 医保报销比例的分级制度，有望吸引更多的患者前往中小医院和基层医疗机构就诊，为诊断外包市场带来更多业务增量。
- 综上，公司所处的诊断外包行业符合政府控制医疗支出，鼓励患者到基层医院就医的总体方针政策。诊断外包市场将不断受到来自政策面的利好，这与传统药品市场不断受到降级打压截然不同。

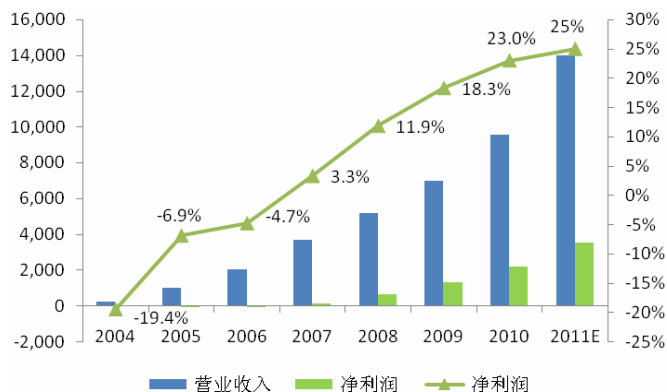
公司为何盈利？规模创造利润，管理构建壁垒

规模效应是公司盈利核心

- 诊断外包行业的盈利模式主要依靠规模效应。规模效应主要体现在以下几个方面：
 - 单位物流成本下降：随着同一线路上客户医院的增多以及单体医院的样本量增加，单位物流成本大幅下降：
 - 单位试验成本下降：大样本医学检测试验能够提高试剂的使用率，批量操作节省总体试验操作时间。以规模效应最明显的 PCR 试验为例，公司 2008-2010 年的单位测试成本分别为 15 元、11 元和 9 元，毛利率也从 2008 年的 56% 提升到 60%。
 - 实验室固定成本的摊薄：公司检验仪器、装修投入和实验室管理软件的折旧摊销，随着样本数量的增长，单位成本将不断摊薄。
- 当单体实验室年收入超过 2000-2500 万的盈亏平衡点，规模效应便开始显现，盈利能力大幅提升。
- 目前，公司的盈利主要依靠杭州实验室。我们将杭州检验中心作为案例，来考察公司集约化诊断外包平台的盈利曲线。
- 一个第三方医学实验室的发展可分为三个阶段，市场培育期，高速成长期，盈利增长期和稳定增长期。
 - **市场培育期**：检验外包业务刚进入市场的前 2-3 年，这一时期的营业收入一般在 2500 万以下，单体实验室处于亏损的状态。
 - **高速成长期**：实验室运行第 3-5 年，营业收入达到 2000 万至 5000 万元，此时实验室扭亏为盈实现小幅盈利，伴随营业收入成爆发式增长，预示着实验室已在当地市场站稳脚跟，能够独立生存。

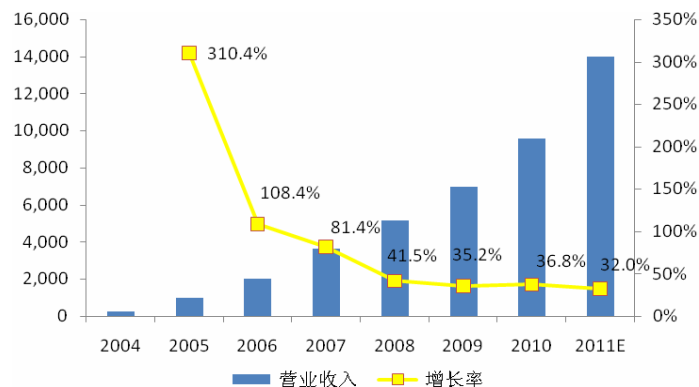
- **盈利增长期：**当实验室运营第 6-8 年，营业收入达到 5000 万-1 亿元，此时实验室营业收入保持快速增长，受益于规模效应，实验室净利润率快速提升，实现量利齐升的盈利高速增长。
- **稳定增长期：**当实验室运营 8 年以上，单体营业收入超过 1 亿元，由于之前分析的行业持续成长性，销售收入将依然保持快速增长。同时，公司通过设置省内二级检验中心，提高服务质量，继续深度挖掘偏远地区检验外包需求，从而保持较快增长。

图表16：杭州迪安历年营业收入和净利润率



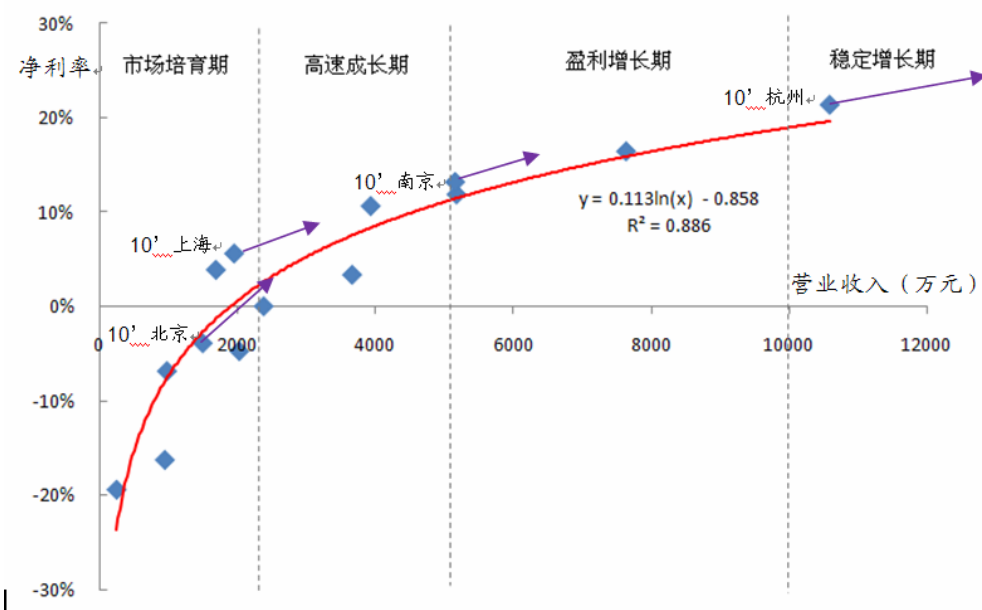
来源：招股说明书。国金证券研究所

图表17：杭州迪安营业收入增速



- 我们将公司目前投入运营的实验室按照销售收入和净利润率构图，发现完美的对应关系。

图表18：公司各实验室营业收入与净利润率关系



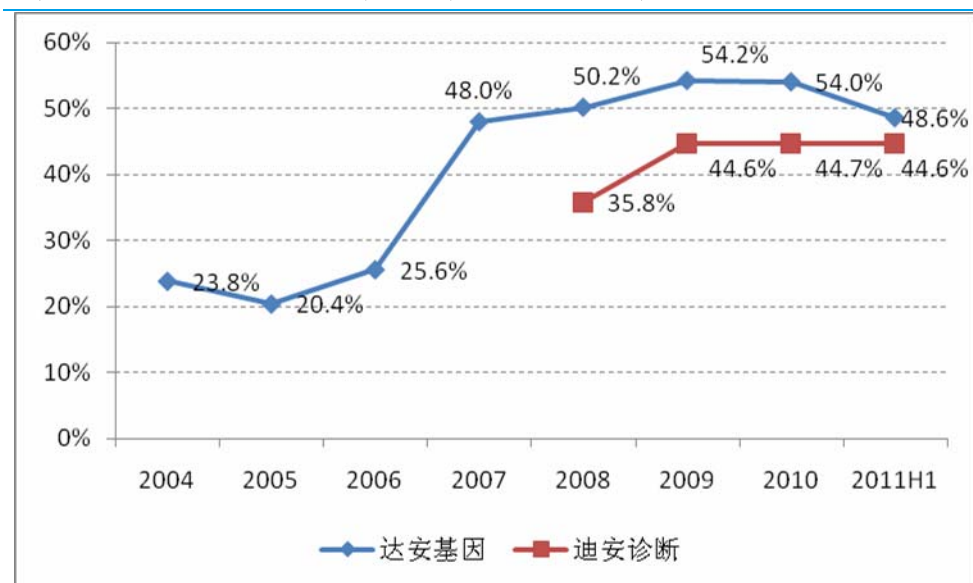
来源：各样本点为各地实验室历年的收入规模与利润率情况、国金证券研究所

- 目前，公司南京、上海、北京的实验室均已越过盈亏平衡点实现小幅盈利，预计 2012 年就将进入量利齐升的盈利增长期，成为公司业绩高速增长的推动力。

全方位的经营管理优势是核心竞争力

- 公司的商业模式对管理能力提出非常高的要求。质量管理不过关则企业失去立足之本，销售不过关则企业无法产生规模效应，成本管理不过关则企业无法实现盈利，人力资源不过关则企业无法成功异地复制。
- 迪安的质量管理体系健全。公司自 2009 年起导入 ISO15189，其中杭州迪安、北京迪安、上海迪安和南京迪安 4 家实验室均已获取了 ISO15189，成为国内获得 ISO15189 认可资质数量最多的独立医学实验室之一。
 - 公司依靠自主研发的信息化管理平台，实现严格的质量管理和信息对接。公司作为国内最早实施实验室信息管理系统的独立医学实验室，目前已获得 14 项计算机软件著作权，信息化管理被应用于信息管理，实验室管理。公司差错率为万分之一，远低于政策监管要求的千分之一
 - 公司依托快速的专业物流服务保证分析前质量：公司严抓物流服务质量，建立了基于应用 GIS/GPS 技术的物流监控平台，通过加强客户端采样标准化、标本接收环节标准化、运输载体和标本接收载体等设施的改进，有效控制标本与信息的质量以及标本传递周期。
- 在成本管理方面，公司充分利用上下游一体化的成本优势，并通过集中采购提高议价能力，同时将生产企业成本精细化管理模式应用于医疗诊断服务，力求成本领先优势。
 - 公司 2010 年诊断服务业务毛利 44.7%，虽然较竞争对手达安基因 54% 低 10 个百分点，然而广东省的诊断服务价格是浙江省的 1.67 倍，这充分说明公司卓越的成本管理能力。（这里假设诊断服务的产品结构相似）

图表19：达安基因和迪安诊断的诊断服务业务毛利率比较



来源：WIND、国金证券研究所

- 公司通过自主研发的信息化管理平台实现精细化的成本管理和清晰的内部结算，大大提升了运营效率。
- 公司的物流规划团队根据信息化平台提供的数据，对物流路线不断进行优化，从而降低物流成本。
- 公司在销售方面，采用与当地诊断产品代理商合资的模式，同时利用“服务+产品”的模式提供全方位整体解决方案，提高客户粘性。因此，公司在进入新市场时能够迅速站稳脚跟。
- 公司的人力资源管理和异地复制能力，是决定供公司异地复制的核心因素，将在下文具体展开。

- 公司还在上市以后聘请专业管理咨询机构，为公司建立“卓越绩效”管理体系，进一步固化公司的管理决策系统，为今后的异地复制打基础。

图表20：迪安诊断竞争力分析



来源：国金证券研究所

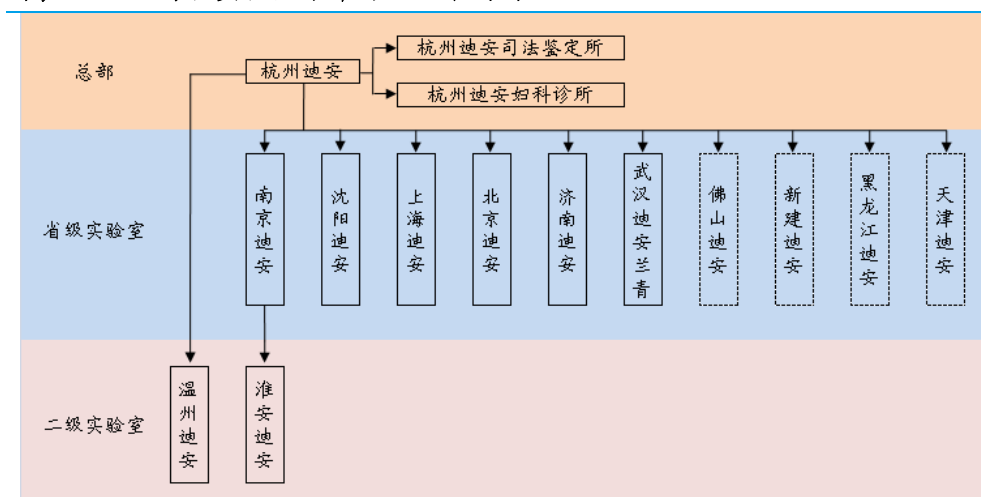
- 综上，公司盈利主要依靠的是规模效应和自身优秀的经营管理能力。诊断外包行业看似进入壁垒低，但实则对销售、成本管理、质量管理、物流管理各方面要求都很高。偏废任何一个都会导致长期的亏损。（这就是行业竞争者众多，但大多处于亏损的原因）。因此公司的核心竞争力，就是公司强大的全方位经营管理能力！行业现状已经证明，赋予这种能力的竞争对手虽然并非绝无仅有，但也已是凤毛翎角。

公司如何成长？异地复制能力是关键

持续成长性看异地复制能力

- 公司的商业模式在浙江市场已经得到了检验，我们认为公司的管理体系和团队，赋予了公司很强的异地复制能力，公司将分享全国医学诊断外包市场快速做大的蛋糕。
- 目前，公司已经在浙江、江苏、上海、北京、山东、沈阳、黑龙江设有实验室，并于近期公告收购武汉迪安兰青实验室，设立佛山迪安实验室，正式进入华中和华南市场。同时，公司已经在浙江南部的温州和江苏北部的淮安设立了二级检验中心。
- 公司未来五年规划，到 2016 年将建立 15 个一级实验室和 30 个二级实验室。届时公司将完成我国主要省份的布点，并通过二级实验室网络全面提升服务响应速度，深度开发市场需求。

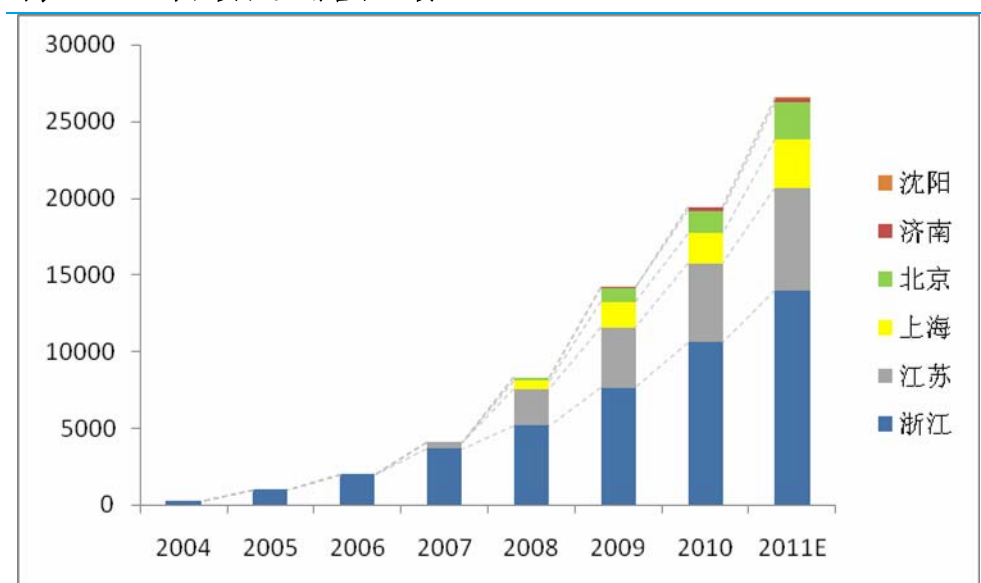
图表21: 公司各实验室分布与组织架构图



来源: 招股说明书。国金证券研究所

- 截至 2011 年三季报, 公司现有实验室除了济南、沈阳以外已经实现全部盈利。其中上海、北京营业收入同比增长 60%以上, 2011 年两地营业收入有望分别超过 3100 万和 2400 万元。

图表22: 公司各实验室销售收入贡献



来源: 招股说明书。国金证券研究所

- 其中, 北京迪安于 2008 年成立, 至今已经成为北京市营业规模最大的独立医学实验室。北京市场目前存在超过 10 家的独立医学实验室, 但由于营业规模小, 大多处于亏损状态。
- 公司在北京、上海的成功复制, 体现出公司卓越的经营管理实力, 证明了公司在激烈的竞争环境中过人的市场开拓能力, 也验证了公司的长期成长性。

图表23：公司各实验室所在地市场竞争程度

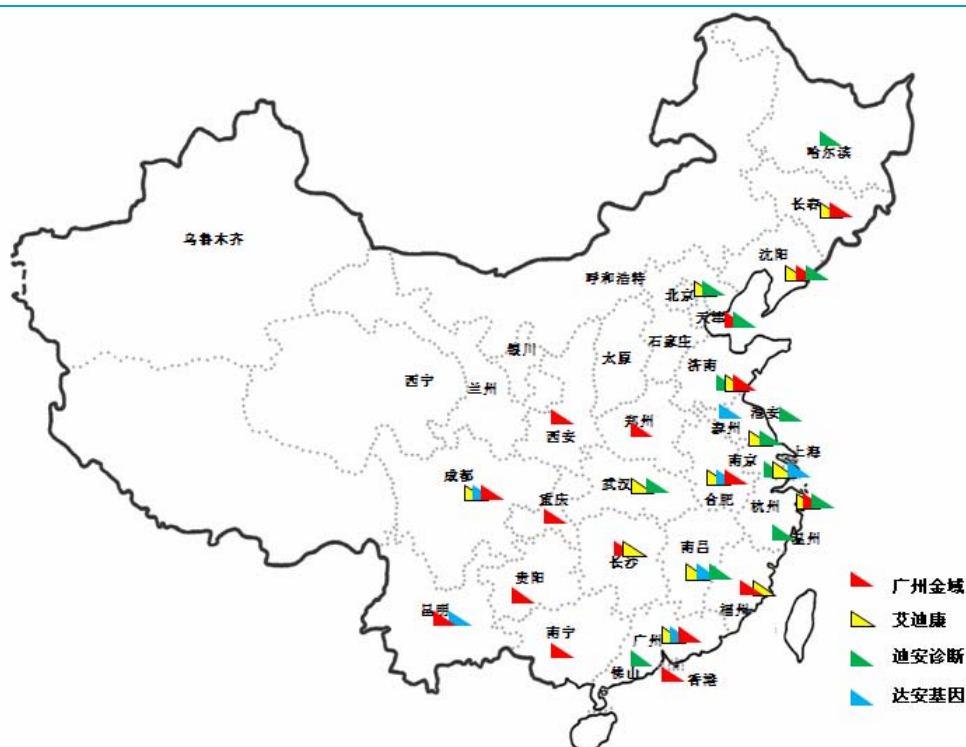
地区	主要独立医学实验室数量	主要医学独立实验室
北京	9	北京迪安、北京艾迪康、圣元惠仁、北京德易、泰普、海思特所、洛奇、中同蓝博、爱普益等；
上海	8	上海金城、上海迪安、上海艾迪康、上海达安、上海美众、上海泰恩特、上海兰卫、上海裕隆等；
江苏	7	南京金城、南京迪安、淮安迪安、南京艾迪康、圣元惠仁、南京临床核医学中心、扬州市医学检验中心等；
浙江	6	杭州金城、杭州迪安、温州迪安、杭州艾迪康、温州美众、杭州友好、宁波美康等；
广东	6	广州金城、广州达安、佛山迪安、广州华银、广州康都、广州益善等；
湖北	4	武汉艾迪康、武汉康圣达、武汉迪安兰香、武汉兰丁等；
山东	4	济南金城、济南迪安、济南艾迪康、济南银丰等；
沈阳	3	沈阳金城、沈阳迪安、沈阳艾迪康等；
福建	3	福州金城、福州艾迪康、福建泰普等
黑龙江	1	哈尔滨迪安；

来源：国金证券研究所

异地复制的秘诀：择机、合作、管理激励、人才储备

- **择时择机进入新市场，杜绝粗放式扩张。**由于医学诊断外包，在国内仅有不到十年的发展历史，且领军企业都出生广州和浙江，因此目前在中西部地区市场接受度非常低。过早进入中西部市场可能意味着更多的前期投入和亏损。公司的管理风格稳健，对于进入新市场较为谨慎。公司将择机进入新市场，谋求先发优势和先发劣势的平衡，长期成长与短期盈利的平衡。

图表24：四大主要竞争对手的全国布局



来源：国金证券研究所

- **开展地区合作，迅速打开局面。**公司在上海、北京、济南、黑龙江的实验室均采用合资控股的模式。合资方多为拥有当地高端医院资源和渠道优势的检验设备及耗材供应商。公司利用这种模式，能够借助合资方的渠道资源，迅速打开高端医院市场。然后，通过高端医院的示范效应，逐步渗透中小医院，从而将当地业务不断做大。

图表25： 公司各地实验室合资方信息

合资子公司股东	股东背景	合资子公司	持有股份数
北京联合执信医疗科技有限公司	上海罗氏和日本希森美康部分体外诊断产品在山西、北京、河北、陕西地区的代理商	北京迪安	持有49%的股份
崔素娟	上海越立达医疗科技有限公司法定代表人，美国雅培公司体外诊断产品在上海地区的代理商	上海迪安	持有30%的股份
刘炜羽	上海安百达投资管理顾问有限公司总经理，上海罗氏在上海地区的代理商	上海迪安	持有6%的股份
温州医学院资产经营有限公司	温州医学院在温州下属多个附属医院	温州迪安	持有30%的股份
青岛英力医疗设备有限公司	向医院提供体外诊断试剂和医疗器械产品，控股股东为上海罗氏在山东地区的代理商	济南迪安	持有15%的股份
吴楠	黑龙江迪安总经理	黑龙江迪安	持有8.99%股份
金宇东	科联国际有限公司北京办事处总经理	黑龙江迪安	持有6.6%股份
刘玉军	在哈尔滨从事医疗设备经营	黑龙江迪安	持有4.99%股份
刘文青	黑龙江省万东医疗设备有限公司总经理	黑龙江迪安	持有3.57%股份
梁维松	在哈尔滨从事医疗设备经营	黑龙江迪安	持有3.57%股份

来源：招股说明书、国金证券研究所

- **管理层激励到位，管理团队稳定。**公司的中高层管理人员在公司的就职时间基本都超过 5 年，其中一半以上都是通过公司内部培养而成长起来的，对公司有着强烈的认同感与归属感。近三年来，中高层管理人员的主动离职率为零。公司各地实验室主要管理者在上市前通过参股杭州慧诚投资已经完成一轮股权激励，杭州诚慧持有上市公司 230 万股，占总股本的 4.5%。

图表26： 公司各实验室股权激励对象统计

子公司	激励对象	职务	占杭州诚慧股权比重	占上市公司股权比重	上市公司持股数
南京迪安	倪月军	总经理	2.78%	0.13%	63940
	邱方	实验室主任	1.39%	0.06%	31970
	马天龙	安业务拓展部经理	0.87%	0.04%	20010
	胡志辉	配送服务部经理	0.87%	0.04%	20010
	周叶	大区经理	0.70%	0.03%	16100
上海迪安	萧红雨	总经理	2.26%	0.10%	51980
	林秀文	市场部经理	1.04%	0.05%	23920
	刘洋	品保部经理	0.70%	0.03%	16100
	宋帝辉	配送服务部副经理	0.70%	0.03%	16100
北京迪安	王绍辉	总经理	1.74%	0.08%	40020
	刘学通	销售部经理	0.70%	0.03%	16100
济南迪安	施哲军	总经理	1.57%	0.07%	36110
沈阳迪安	唐晓辉	总经理	1.39%	0.06%	31970
温州迪安	蒋波湧	副总经理	0.70%	0.03%	16100

来源：招股说明书、国金证券研究所

- **基层人才储备不断跟进。**公司本着“引进、培育和聘请”三结合的方针，重视技术人才引进与培养，已组建了一支由近七十名博士、硕士和高职称技术专家组成的、具有丰富临床、诊断经验的核心技术团队。并与高校试点开展储备人才培养项目，网罗优秀应届毕业生，跟进基层人才储备。
- **综上，我们认为公司在扩张规划，管理层激励，人才培养和地区合作方面都已经形成了自己成熟的模式。**在公司江苏、上海、北京的异地复制均获成功的背景下，我们推测公司仍将步步为营地拓展新市场业务，从而推动公司业绩的长期增长。

公司面对巨大的潜在需求市场，未来看点颇多

临床试验平台，与上游企业深度合作

- 公司中报披露正式启动国际临床试验项目，与巴西最大的试剂生产商 Labtest Diagnóstica S.A 开展国际化合作，在中国境内对其试剂产品提供临床研究服务。公司目前作为国内最大的体外医学诊断实验平台之一，其巨量医学样本量为新药和试剂的临床试验提供了条件。
- 在美国独立医学实验室被制药企业收购，用以搭建临床试验平台的案例时有发生，说明诊断外包服务作为临床研发平台的优越性。公司有望借助此类合作，与上游诊断试剂生产商进行深入合作，进一步提高产业链一体化的优势。

司法鉴定业务快速增长，有望异地复制

- 司法鉴定业务作为公司近年来重点培育的项目，业务收入较去年同期增长 75.6%。司法鉴定以前一直为公检法系统专营，近年来政府开始推进司法鉴定的市场化。公司抓住市场机遇，在行业内第一个拿到司法鉴定牌照。
- 司法鉴定业务定价较高，属于公司高毛利业务，近年来增长迅速。公司 2012 年 2 月公告获得上海司法鉴定许可证，计划逐步将杭州司法鉴定所的模式复制到其他地区实验室。
- 公司与美国 NMS 实验室就该项目在人才培养、技术支持、管理输出、项目投资共建等方面达成合作意向，并设立“迪安—NMS 国际司法鉴定科学技术研发中心”，促进国际先进技术的引入与国内运用。

社区医疗服务平台，在上海杨浦区落实推广

- 随着新医改的不断深入，公司抓住国家推进基层社区卫生服务体系的发展契机，继续加大对社区卫生服务中心的服务力度与合作模式创新。
- 2011 年上半年，社区卫生服务中心的业务额较去年同期增长 101.6%。上海迪安在杨浦区为所辖区域的社区卫生服务中心提供全方位的公共检测外包服务项目得到了成功推广与落实，真正成为基层医疗卫生服务体系的技术支撑，该项目受到上市市长的肯定，后续有望在其他地区复制。
- 人保部在 2011 年的医保付费改革试点中强调了探索基层医疗机构和全科医生首诊制度，意味着未来社区卫生中心将成为政府解决“看病难、看病贵”问题的核心方式方法之一。因此，公司利用集约化的检验平台承接社区卫生服务中心的检验需求，将有望借政策春风，实现快速发展

两癌筛查体现社会责任，肿瘤个性化诊断引领技术方向

- 全国妇联、卫生部于 2009 年 7 月 7 日共同启动了全国农村妇女“两癌”检查项目，旨在通过三年试点，采取宣传、健康教育和检查等方式，对项目试点地区的 18-65 岁农村妇女实施“两癌”免费筛查项目。
- 公司积极参与国家对“两癌筛查”项目的普及与推广活动。协助医院进行宫颈专科建设，积极参与该项目的社会公益活动，如公司作为中国癌症基金会协作组成员，2011 年度再度承担了中国癌症基金会“为了姐妹们的健康与幸福”大型公益活动的诊断服务；
- 凭借强大的专家队伍和严格的病例质量控制体系和完善的网络服务，杭州迪安全面承担浙江省“两癌防治筛查”任务。北京迪安也是北京市两癌筛查的质控中心之一。
- 公司还被美国比尔盖茨基金会授予“全球多中心宫颈癌防治与快速筛查技术合作研究项目”病理合作实验室。

- 在肿瘤个性化诊断方面，公司运用分子诊断、基因测序、FISH 等高端检测技术，组建并开展肿瘤个性化治疗检测平台，针对患者个体药物靶向基因检测，为临床提供针对性的用药建议。个性化治疗是临床医学发展的必然方向，个性化诊断也是公司所设研发中心的主要研究方向，将积极发挥现有技术优势力争成为该领域的领跑者。

与生物梅里埃签署《战略合作框架协议》

- 法国生物梅里埃公司是法国最大的体外诊断公司、全球最大的微生物体外诊断公司，在临床微生物及工业应用微生物领域全球市场份额第一；是全球传染性疾病预防行业排名第三的企业。梅里埃 2010 年亚太地区销售收入约 18 亿人民币。中国业务经 20 年的发展，已经成为公司第五大市场，年均增长 30%。中国自动化微生物鉴定分析系统的用户已达 1400 余家，自动微生物培养系统已达 700 余家，全自动细菌计数系统 60 余台，手工产品用户覆盖全国的省市 70% 以上。
- 微生物鉴定分析在临床诊断和合理使用抗生素方面起到指导作用。今年卫生部出台《抗菌药物临床应用管理办法》，为了避免滥用抗生素，减少高级、广谱抗生素的使用，菌种鉴定和药敏试验的需求将大量增加。公司此次与国际微生物体外诊断龙头的合作，正好抓住国内市场的快速发展机遇，充分满足县级医疗机构对于微生物检验产品的配备需求。
- 迪安 2011 年 12 月于生物梅里埃签署战略合作框架协议，与其共同拓展中国微生物诊断市场。合作有助于迪安扩大产品业务的经营范围，深化“产品+服务”的一体化商业模式。微生物诊断与公司现有合作方所擅长的免疫、生化及分子诊断形成互补。借助迪安成熟的销售渠道，梅里埃可以实现中国业务的快速增长；借助梅里埃的产品，迪安可以为诊断产品业务增添新的增长动力。
- 从以上的新业务介绍可以看出，公司的未来业务发展方向非常多元化，同时也体现了作为一家浙江民营企业，公司过人的市场机遇把握能力。

投资建议

- 公司是成长股中大行业，小公司的典型代表。我们充分看好公司诊断外包服务商业模式在中国的发展。主要基于以下几点：
 - 诊断外包服务符合国家控制医疗支出过快增长，鼓励患者到中小及基层医院就医的总体方针政策。国家的各种政策大多利好医学诊断外包行业，这种大收政策红包的投资标的，在医药板块实属罕见。
 - 我国医学诊断行业规模达 1000 亿，而外包行业仅占其中不到 2%。诊断外包商业模式能够满足各方利益，价值定位清晰。公司作为一个大行业中的小龙头，将分享行业高成长的蛋糕。
 - 公司强大的全方位经营管理能力是公司构筑起行业壁垒的核心竞争力，使公司在行业整体亏损的环境中能够实现大幅盈利。
 - 公司异地复制能力强。公司通过股权激励，引入当地合资方以及精细化的管理体系，已经成功实现了上海、北京、江苏等地的异地复制，充分说明公司未来持续发展的潜力。
 - 随着北京、上海、南京等地实验室进入盈利阶段，公司有望依靠三地实验室的量利齐升，在未来几年保持业绩稳定快速增长，并抵消新实验室建成的前期亏损。
 - 公司体外诊断平台还能将业务延伸到司法鉴定、两癌筛查、药物临床试验等多个领域，长期发展值得期待。

- 综上，我们认为公司未来两年受益于上海、北京、江苏的量利齐升，业绩具有安全边际。同时，公司的异地复制能力在得到确认的情况下，长期成长性将被市场逐步认可。因此，公司是一家具有长期配置价值的成长股。
- 此外，公司商业模式顺应国家医改大方向，存在众多政策利好的股价催化剂，且新业务板块多点突破，有望为公司业绩提供增量。因此是一个攻守兼备的品种。

盈利预测

- 我们预计，公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.832 元、1.12 元、1.55 元，同比增长 31%、35%、38%。
- 盈利预测基于以下几点假设：
 - 诊断服务价格保持稳定，毛利率稳定
 - 按照募投项目计划完成新开实验室计划，首年亏损 300-400 万元
 - 北京、上海实验室保持高速增长，浙江、江苏业务保持稳定增长
 - 诊断产品业务增速保持稳定较快增长

风险分析

- 价格竞争激烈导致毛利率水平下降
- 新开实验室市场拓展缓慢
- 新开实验室前期投入大，压制短期业绩增长

图表27：分实验室经营情况预测

		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
迪安诊断	营业收入	3,751.69	235.88	17.92	0	0	0	0	0
	净利润	151	-340	-445	-869	-782	-977	-1221	-1527
迪安实业	营业收入	2,230.96	290.03	2.31	0	0	0	0	0
罗氏迪安基因 (产品业务)	营业收入	3,533	11,615	14,903	20,892	26,742	34,230	42,787	52,200
	YOY		229%	28%	40%	28%	28%	25%	22%
梅里埃迪安基因 (产品业务)	营业收入					3,000	5,000	6,500	8,450
	YOY						66.7%	30.0%	30.0%
非诊断 服务业务	营业收入	9,515	12,141	14,923	20,892	29,742	39,230	49,287	60,650
	YOY		27.6%	22.9%	40%	42%	32%	26%	23%
	净利润	317	154	668	594	1137	1563	1995	2458
	YOY		-51%	334%	-11%	91%	38%	28%	23%
浙江	营业收入	5,171	7,633	10,588	13,977	18,310	23,802	30,467	38,389
	YOY	41.5%	47.6%	38.7%	32.0%	31.0%	30.0%	28.0%	26.0%
	净利润	613	1253	2260	3033	4028	5237	6703	8445
江苏	营业收入	2,371	3,925	5,152	6,697	8,773	11,405	14,712	18,832
	YOY	481.6%	65.6%	31.2%	30.0%	31.0%	30.0%	29.0%	28.0%
	净利润	0	417	678	971	1535	2395	3163	4143
上海迪安	营业收入	558	1,679	1,943	3,167	4,497	6,295	8,499	11,218
	YOY	#DIV/0!	200.8%	15.7%	63.0%	42.0%	40%	35.0%	32.0%
	净利润	-234	65	109	222	427	787	1445	2244
北京迪安	营业收入	214	937	1,488	2,380	3,451	4,831	6,571	8,739
	YOY	#DIV/0!	336.8%	58.8%	60.0%	45.0%	40%	36.0%	33.0%
	净利润	-246	-152	-58	48	138	435	854	1573
济南迪安	营业收入		11	234	328	655	1,311	2,097	3,146
	YOY			1982.4%	40.0%	100.0%	100%	60%	50%
	净利润		-214	-481	-350	-200	-100	21	157
沈阳迪安	营业收入				8	200	800	1,440	2,304
	YOY							80%	60%
	净利润			-185	-350	-250	-150	-50	46
天津迪安	营业收入					100	500	1,000	1,800
	净利润					-400	-200	-80	0
广州迪安	营业收入					200	500	1,200	2,000
	净利润					-400	-300	-80	50
武汉迪安 新建	营业收入					2,300	3,335	4,602	6,259
	YOY						45%	38%	36%
	净利润					80.00	167	506	814
黑龙江迪安	营业收入					500	1,200	1,800	2,340
	净利润					-300	-150	0	100
南昌迪安	营业收入						100	800	1,600
	净利润						-350	-150	-50
昆明迪安	营业收入						100	1,000	2,000
	净利润						-350	-150	50
新项目	营业收入					300.00	1,500	2,250	4,360
	净利润					-230	-1000	-2000	-1850
诊断服务	营业收入	8,314	14,185	19,404	26,556	39,286	55,680	76,438	102,987
	YOY	104.6%	70.6%	36.8%	36.9%	47.9%	41.7%	37.3%	34.7%
	净利润	133.2	1367.9	2323.6	3573.3	4428.6	6420.1	10182.1	15722.3
	YOY			69.9%	53.8%	23.9%	45.0%	58.6%	54.4%
合计	营业收入	17,829	26,325	34,327	47,448	69,028	94,910	125,726	163,637
	YOY		47.65%	30.40%	38.22%	45.48%	37.50%	32.47%	30.15%
	净利润	450.35	1,521.82	2,991.52	4167.2	5565.2	7982.9	12177.5	18180.1
	YOY		237.92%	96.58%	39.30%	33.55%	43.44%	52.54%	49.29%
	少数股东权益		-156.3	-225.0	-68.4	-155.6	91.4	839.5	1735.6
归属上市公司股东净利润			1,678	3,217	4,236	5,721	7,892	11,338	16,445
	YOY			91.68%	31.68%	35.06%	37.95%	43.67%	45.04%

来源：国金证券研究所

附录：达安基因与迪安诊断的对比

图表28：迪安诊断与达安基因比较

公司名称		迪安诊断	达安基因
业务结构		诊断外包服务 诊断仪器和试剂代理销售	诊断外包服务 PCR分子检测试剂研发、生产、销售
服务外包总公司		杭州迪安 (上市公司全资控股)	高新达安 (上市公司60%控股)
检验服务项目数量		1000多种	1000多种
本部实验室净利润率		杭州实验室，04年成立 22% (杭州，不包括总部管理培训等费用)	广州实验室，03年成立 8% (广州，包括总部管理培训等费用)
实验室个数		10	6
网点分布	大幅盈利	杭州(净利润2201万，净利率22%)、 南京(07，净利润622万元，净利率14.3%)	广州(净利润700万，净利率不到8%)
	小幅盈利	上海(08)、北京(08)、温州(09)、淮安(09)、武汉(收购，12)	成都(09)
	亏损	济南(09)、沈阳(11)、黑龙江(11)	刘安(08)、合肥(07)、南昌(08)、上海(08)
	计划新建	天津(12)、南昌新建(13)、佛山(12)	江苏、山东、云南
合作的医疗结构数量		2000多家	2000多家
诊断服务 营业收入	2010	19404.31万元	10411.57万元
	3年复合增长率	38.76%	36.83%
毛利率		2010 44.69%	54.02%
市场占有率	全国	15-20%	10-15%
	长三角地区	35%以上	10%

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	178	263	343	474	690	949
增长率		47.7%	30.4%	38.2%	45.5%	37.5%
主营业务成本	-126	-170	-220	-313	-465	-640
%销售收入	70.5%	64.6%	64.2%	66.0%	67.4%	67.4%
毛利	53	93	123	161	225	309
%销售收入	29.5%	35.4%	35.8%	34.0%	32.6%	32.6%
营业税金及附加	-5	-2	-1	-2	-3	-4
%销售收入	2.6%	0.9%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-16	-24	-33	-49	-72	-93
%销售收入	9.2%	9.2%	9.7%	10.3%	10.5%	9.8%
管理费用	-21	-44	-53	-67	-97	-128
%销售收入	11.9%	16.6%	15.5%	14.1%	14.0%	13.5%
息税前利润 (EBIT)	10	23	35	43	53	84
%销售收入	5.8%	8.6%	10.2%	9.1%	7.7%	8.9%
财务费用	-3	-3	-1	3	12	11
%销售收入	1.6%	1.0%	0.3%	-0.7%	-1.7%	-1.2%
资产减值损失	-1	-1	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	7	19	34	47	65	95
营业利润率	3.9%	7.3%	9.9%	9.8%	9.4%	10.0%
营业外收支	-1	1	4	3	3	3
税前利润	6	20	38	50	68	98
利润率	3.6%	7.6%	11.0%	10.4%	9.8%	10.4%
所得税	-2	-5	-8	-8	-10	-16
所得税率	30.4%	23.7%	21.0%	15.3%	15.4%	16.2%
净利润	5	15	30	42	57	82
少数股东损益	-2	-2	-2	-1	0	3
归属于母公司的净利润	7	17	32	43	57	79
净利率	3.7%	6.5%	9.4%	9.0%	8.3%	8.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	5	15	30	42	57	82
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	7	9	10	11	20	31
非经营收益	2	2	-1	-5	-5	-7
营运资金变动	-17	-22	2	-33	-38	-46
经营活动现金净流	-4	4	41	16	34	61
资本开支	-12	-13	-17	-18	-47	-62
投资	-3	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-14	-12	-17	-18	-47	-62
股权募资	6	67	20	277	2	2
债权募资	16	-10	-16	-17	0	1
其他	-3	-3	-2	0	-10	-13
筹资活动现金净流	18	54	2	260	-8	-11
现金净流量	0	45	26	257	-21	-12

资产负债表 (人民币百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	14	59	84	341	321	309
应收款项	53	62	80	104	151	208
存货	14	21	25	33	48	67
其他流动资产	4	4	4	8	12	16
流动资产	84	147	192	486	532	599
%总资产	75.8%	82.0%	82.2%	90.1%	86.1%	82.9%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	18	21	26	37	62	92
%总资产	15.9%	11.7%	11.0%	6.8%	10.0%	12.8%
无形资产	7	8	11	9	14	17
非流动资产	27	32	42	54	86	124
%总资产	24.2%	18.0%	17.8%	9.9%	13.9%	17.1%
资产总计	111	179	234	539	618	723
短期借款	41	31	15	0	0	0
应付款项	34	23	42	38	57	78
其他流动负债	7	11	15	32	46	62
流动负债	82	65	72	70	103	140
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	1	3	2	0	0	0
负债	83	68	74	70	103	141
普通股股东权益	24	105	152	461	508	571
少数股东权益	4	5	8	8	7	11
负债股东权益合计	111	179	234	539	618	723

比率分析

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益	0.507	0.925	0.846	0.832	1.124	1.549
每股净资产	1.867	5.676	3.961	9.028	9.934	11.177
每股经营现金净流	-0.282	0.218	1.076	0.305	0.670	1.186
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.200	0.260	0.338
回报率						
净资产收益率	27.15%	16.29%	21.37%	9.22%	11.31%	13.86%
总资产收益率	5.95%	9.61%	13.84%	7.88%	9.30%	10.95%
投入资本收益率	10.40%	12.23%	15.77%	7.82%	8.73%	12.12%
增长率						
主营业务收入增长率	N/A	47.65%	30.40%	38.22%	45.48%	37.50%
EBIT增长率	N/A	119.10%	53.98%	23.87%	22.83%	58.57%
净利润增长率	N/A	160.54%	88.78%	31.21%	35.05%	37.79%
总资产增长率	N/A	61.25%	31.09%	130.26%	14.51%	17.00%
资产管理能力						
应收账款周转天数	47.2	72.8	71.9	72.0	72.0	72.0
存货周转天数	19.8	37.5	38.3	38.0	38.0	38.0
应付账款周转天数	36.1	45.6	46.2	35.0	35.0	35.0
固定资产周转天数	36.1	28.9	27.5	24.5	24.7	23.9
偿债能力						
净负债/股东权益	99.04%	-25.00%	-43.15%	-72.79%	-62.23%	-52.85%
EBIT利息保障倍数	3.6	8.5	36.4	-13.4	-4.6	-7.7
资产负债率	74.86%	38.26%	31.73%	13.06%	16.60%	19.49%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	2	2	3	4
买入	0	7	11	11	17
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.78	1.82	1.81	1.81

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2011-12-11	买入	50.30	N/A
2	2012-02-19	买入	39.28	45.00 ~ 50.00
3	2012-02-24	买入	41.75	N/A

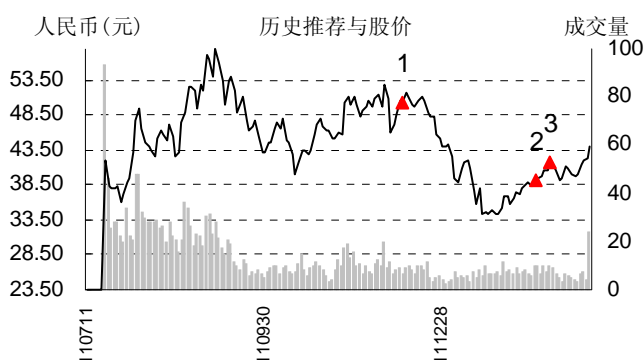
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

强买：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；

买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在10%-20%；

持有：预期未来6-12个月内变动幅度在-10%-10%；

减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在10%-20%；

卖出：预期未来6-12个月内下跌幅度在20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”(以下简称“国金证券”)所有, 未经事先书面授权, 本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发, 需注明出处为“国金证券股份有限公司”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 对由于该等问题产生的一切责任, 国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 在不作事先通知的情况下, 可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突, 而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品, 使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况, 以及(若有必要)咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下, 国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法, 故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致, 且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用; 非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资, 遭受任何损失, 国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 5599-8803

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B