

2012年05月24日

医疗服务 II

证券研究报告--公司调研简报

收盘价(元): 46.17

迪安诊断(300244)

因地制宜 顺势而为

医药: 俞向兵

执业证书编号: S0890511070001

电话: 021-68778227

邮箱: yuxiangbing@cnhbstock.com

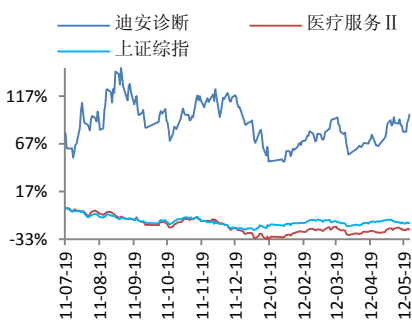
联系人: 曾凤

电话: 021-68778272

公司基本数据

总股本(万股)	5110.00
流通 A 股/B 股(万股)	1280.00/0.00
资产负债率(%)	19.47
每股净资产(元)	9.32
市净率(倍)	4.95
净资产收益率(加权)	2.58
12 个月内最高/最低价	59.82/33.01

股价走势图



相关研究报告

◎事项:

5月22日,我们参加了迪安诊断的投资者交流会议。出席会议的公司管理人员包括董事长陈海滨先生,董事会秘书兼财务总监徐敏女士,以及证券事务代表陶钧女士。通过与公司管理层的沟通、交流,结合我们对独立诊断业务行业发展等因素的判断,我们出具了调研简报。

◎主要观点:

◆**独立诊断行业迎发展契机。**独立医学诊断,在我国尚处于行业发展的初级阶段,目前市场占有率仅1%,未来成长空间巨大。目前卫生部下发通知允许社会资本进入医疗市场一是将促进医疗市场快速扩容,未来将诞生大批由社会资本主导的中小规模医疗机构。二是将加速由此带来的为这些中小规模医疗机构提供临检服务的第三方诊断业务发展。目前行业初具寡头垄断格局,先发优势明显。目前中国的独立医学诊断服务供应商主要有3家:迪安诊断,广州金域和浙江艾迪康。目前3个公司的业务总和约占整个独立医学诊断服务市场的60%左右。

◆**“诊断服务+产品”一体化业务模式。**公司以诊断试剂代理起家,逐渐发展到2003年开始做第三方检验诊断服务。公司目前是“诊断服务+代理诊断产品”的业务模式,未来将立足诊断业务全产业链。

◆**因地制宜,量身定做——顺势而为。**公司首先力争与现有医疗机构达成长期战略合作伙伴关系。一方面通过代理诊断产品的模式,将医院发展为自己所代理的诊断产品(耗材+试剂)的客户;另一方面为医院提供量身定做的诊断服务,提供小病种临床诊断服务等,为医院节约成本,可谓解“医院之愁”。

◆**以地方资源为依托,充分利用地方政策红利。**联合地方政府解决社区医疗服务机构的临检需求,提供社区医疗服务机构临床检验业务的外包服务,一方面增补了社区医疗机构在检测技术上的欠缺,另一方面利用集中批量化、标准化的检验服务,降低检测费用。既有利于社区医疗服务机构享受最先进的诊断服务,又从控费的角度降低了病人的诊断花费。

◆**独立司法鉴定树立公司行业标杆盛誉。**迪安司法鉴定所是目前国内唯一一家建立在独立实验室平台上、并拥有正式司法鉴定资质的司法鉴定机构。

	2010A	2011A	2012Q1	2012E	2013E	2014E
主营收入(百万)	343.27	482.47	125.95	665.81	892.19	1213.38
同比增速(%)	30.40	40.55	-9.50	38.00	34.00	36.00
净利润(百万)	32.41	42.21	12.11	56.07	75.17	98.12
同比增速(%)	88.76	30.23	2.91	32.84	34.08	30.53
毛利率(%)	35.82	34.88	35.10	34.50	34.69	34.70
每股盈利(元)	0.85	0.83	0.24	1.10	1.47	1.92
ROE(%)	18.71	8.72	2.48	10.37	12.55	14.22
PE(倍)	0.00	0.00		42.08	31.38	24.04

1.以代理诊断试剂起家，形成“诊断服务+产品”一体化业务模式

迪安诊断从 2001 年起步，从做罗氏的诊断试剂代理开始，逐渐发展到 2004 年开始提供独立诊断服务。公司目前是“诊断服务+产品”的业务模式，且短期看来仍然坚持这种“诊断服务+产品”的模式。以美国和日本同行的发展为参照，由于国外医疗市场的独特性，独立临检的客户主要来自于诊所和私人医院。且以常规项目为主，诊断服务基本完全外包。目前公司由董事长陈海斌先生持股 38.07%，作为公司的实际控制人，并分管市场；董事会秘书徐敏女士兼任公司财务总监；胡涌先生任公司副总裁，主管营销；公司还从跨国公司引进了多位高级管理人员，分管产品研发等业务。

2.“解决医院所不愿，提供医院所不能”

在目前的中国医疗市场格局下，独立医学诊断服务的核心竞争力在于在成本控制的前提下，提供各级医院所不能提供和不愿意提供的诊断业务。

门诊量小的样本及小病种临床样本检验。对于某些 2 级医院，由于门诊和住院病人流量达不到一定规模，且某些病种为小病种，则该项诊断服务对于医院来说，不具有盈利能力。这种情况下，医院则愿意将诊断服务外包给独立医学诊断实验室。而独立医学诊断服务的提供商则可将多家医院的临床样本集中收集、批量检验，在质量控制上和成本控制上都有优势。

提供更多个体化、差异化、高端化医学诊断服务。包括医学司法鉴定和疑难病症的临床样本检测。目前公司在杭州建立了司法诊断中心，这是对公司诊断服务质量和声誉的一种体现。

3.联合地方政府解决社区医疗服务机构的临检需求

社区保健中心的常规检验。为了缓解 3 甲医院超负荷运转的情况。国家和地方政府都有意愿大力发展社区保健和常规病的初诊服务，以利于医疗资源的合理配置，这是“家庭医生”在中国的一种表现模式。而对于一个社区医疗服务中心，不具备单独配备诊断实验室的条件，未来独立医学诊断服务的增长点将主要来自于与地方各社区医疗服务中心的合作运转。

对于社区医疗服务机构而言，无法配置全套的诊断业务，且由于门诊量较少的缘故，配备全套检测平台实际上是医疗资源的浪费。公司联合地方政府，提供社区医疗服务机构临床检验业务的外包服务，一方面增补了社区医疗机构在检测技术上的欠缺，另一方面利用集中批量化、标准化的检验服务，降低检测费用。既有利于社区医疗服务机构享受最先进的诊断服务，又从控费的角度降低了病人的诊断花费。例如上海杨浦模式，卫生局发文推荐社区服务中心与迪安诊断进行神父合作，鼓励诊断业务外包。这种模式还会进一步在南京、温州等其他城市进行进一步的推广。

4.社会资本进入医疗市场、“医生自由执业”将点燃独立临检业务爆发的助推器

5月21日卫生部下发开放社会资本进入医疗市场的通知。社会资本进入医疗市场将对医药市场产生两方面的影响：一是促进医药市场快速发展。此次开放社会资本自主申办营利性或非营利性医疗机构，将促进一线城市医疗市场快速扩容，预计未来将诞生大批由社会资本主导的中小规模医疗机构。二是将加速第三方诊断服务扩容。从节约运营成本的角度出发，中小型医院可将标本量有限的诊断方案，或者需要投入大量资金购入昂贵仪器的诊断方案外包给独立医学实验室。中国的医疗机构一直由政府主导是造成国内独立医学诊断份额极低的原因之一。促进社会资本进入医疗市场将成第三方诊断服务行业发展的催化剂。

从美国独立医学实验室的发展历程来看，从1980年代的占比20%到目前36%的市场占有率，其市场份额的提升主要来自于侵蚀私人诊所实验室的份额。而大型医疗机构的临床服务市场份额仅从1980年代的60%降到了目前的56%。在医疗市场高度市场化的美国，独立诊所实验室要想抢占大型医疗机构的诊断服务尚且不易，在中国这种以公立医院占绝对主体的格局下，独立医学实验室未来的增长点绝不在于替代大型医疗机构的诊断服务。中国的独立诊断实验室的高增长仍将来来自于政府允许社会资本进入医疗市场由此带来的一些中小型规模的医院，社区医疗保健机构，以及以后可能的“医生自由执业”而产生的私人诊所。

5.因地制宜，量身定做——顺势而为

5.1.与现有医疗机构达成长期战略合作伙伴关系

目前国内临床医学诊断是医院利润的重要来源。80%样本来源于免疫（风湿、红斑狼疮等）诊断、分子诊断（遗传病、血液病），和病理类诊断。迪安诊断在长期的摸索中，不停地调整自己的策略，在业务的设计和定位上下足了功夫，试剂产品和诊断服务一体化的业务模式保证了公司能够与医院建立长期战略合作伙伴关系。

中国医疗市场具有强烈政策性和区域性。迪安诊断做出了“因地制宜，量身定做”的顺势而为竞争策略，这样子的策略是公司能够长远健康发展的前提。对于公立医院的诊断服务，迪安是以优势互补的形式与医院合作，而不是直接抢占医院临床诊断业务市场的正面竞争。一方面，迪安可以通过代理诊断产品的模式，将医院发展为自己所代理的诊断产品（耗材+试剂）的客户；另一方面，迪安诊断为医院提供量身定做的诊断服务，为医院提供小病种和小样本量的临床诊断服务，为医院节约成本，可谓“解医院之愁”。

5.2.以地方资源为依托，充分利用地方政策红利

由于诊断服务的专业性以及实效性，独立诊断服务有一定的服务半径限制。公司立足杭州总部，积极向全国拓展延伸，目前已布局杭州、南京、上海、北京、温州、淮安、济南和沈阳等地，未来还将向中西部地区进一步扩张。从迪安的发展历程以及目前的扩张布局可以看出，公司处处注重利用地方已有的渠道资源和地方政府的政策红利。例如今年在北京，迪安诊断就“两癌筛查”项目的诊断合格率达到100%，凸显公司严格的检测质量标准。通州卫生局下发文件，推荐各区域社区医疗机构就“两癌筛查”项目与迪安诊断合作。

5.3.以合作者而非竞争者的姿态进入地方市场

一方面迪安的扩张大多以“合资”的模式，利用地方已有的渠道资源，以合作者而非竞争者进入地方市场，这是我们认为公司管理层在扩张策略上的独到之处。目前除沈阳迪

安、淮安迪安和南京迪安公司持有 100% 股权外，其他子公司大多以合资的形式与当地的合作伙伴共同设置。

5.4. 政策控费更加彰显独检成本优势

在医疗市场持续扩容的大前提下，政府政策可能仍将严格控制医疗服务价格。陈海斌先生表示从竞争角度来看，控费对迪安不是坏事，因为第三方临检业务以规模化效应享成本控制。例如，浙江虽然是经济大省，而医疗服务价格却处于全国地位。05 年 6 月浙江公布降价，尤其针对检验业务。在这样的降价策略下，医院的诊断检验业务也出现亏损，进一步出现了医院检测业务外包井喷的现象。检验业务价格降低可能会导致单个项目的毛利率下降，医院会更加注重成本核算，可能会外包更多业务。独立实验室标准化服务，以规模化支撑成本，以技术实力为最终驱动力。

6. 独立司法鉴定树立公司行业标杆盛誉

迪安司法鉴定所是目前国内唯一一家建立在独立实验室平台上、并拥有正式司法鉴定资质的司法鉴定机构，目前业务规模已位居国内前列。2011 年，与全球最大司法鉴定中心 NMS 合作成立“国际司法鉴定科学技术研究中心”。司法鉴定是国家公权力的代表，具有权威性、独立性和公平性。公司从 2008 年起涉足司法鉴定业务，由于其业务性质的特殊性，尽管业务不可能有量的大幅增长，但公司这项业务资质的获得和业务的开展是公司声誉的代表，树立起行业标杆形象。今年杭州独立司法鉴定中心正积极申报国家级司法鉴定中心，请来司法鉴定领域的专家加盟浙江司法鉴定中心，进一步提高鉴定中心的技术实力，并帮助公司建立起人才培养体系。公司也同时在上海取得了司法鉴定的资质，并会进一步向全国其他地方城市推广，依托独立医学实验室平台，发展司法鉴定业务。

7. 内生式生长和外延式扩张共促发展

迪安诊断在去年上市后，重新规划了公司的 5 年发展计划。公司将立足整个诊断产业链，独立医学实验室业务为主。一方面从公司内部加强管理，努力创造低成本优势；另一方面，学习全球标杆企业，以技术创新为驱动，塑造公司的终极竞争力，努力成为中国区域最新诊断技术应用的引领者。如美国 NIH1 诊断试剂盒发明商，拥有 3 家大的研究院做基础性的研究及诊断产品的研发，研究院同时配备该领域专家，可提供高端技术检测。公司未来希望与医学院校有进一步合作，提高研发实力。

7.1. 提升研发能力，以高端技术作为公司的核心竞争力

迪安诊断未来将提升研发能力，以高端技术作为公司的核心竞争力。目前公司已具有 40 多人的研究队伍，领头者为毕业于第二军医大学的博士。研发项目既包括基础研究，又包括产品研发，且每年将新增 5% 新项目。研发团队积极尝试新产品的研发，申报技术专利等，进一步提高公司的综合研发能力。在合适的情况下，由研向产拓展，提高公司竞争力，进一步降低诊断成本，完善“诊断服务+产品”模式。

7.2. 临检牌照是稀缺资源，抢先布局具先发优势

目前独立医学实验室牌照仍然是稀缺资源，限制性资源。公司将抢先布局空白区域，申领“准生证”。在扩张的同时，公司非常注重整合当地政府资源和合作伙伴资源。以投资并购的策略扩张，今年刚收购了武汉兰青 100% 股权收购，在其他地区也希望通过投资参

股和并购的模式形成外延式扩张。公司依靠质量、技术和服务树立口碑诊断服务口碑，会继续跑马圈地式在全国市场布局，同时将注重利基市场的精耕细作。

附录：三大报表预测值

资产负债表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	548.02	545.00	664.24	724.82
现金	340.84	347.28	377.59	421.02
应收账款	119.98	136.11	161.29	185.39
其它应收款	2.52	7.29	4.49	12.42
预付账款	41.38	0.00	49.35	6.28
存货	39.01	51.04	68.34	94.63
其他	4.29	3.27	3.18	5.09
非流动资产	52.67	61.33	73.74	90.52
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	34.14	42.31	51.47	65.10
无形资产	0.95	1.22	1.53	1.99
其他	17.58	17.80	20.74	23.43
资产总计	600.69	606.33	737.98	815.34
流动负债	118.58	87.52	153.30	148.23
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	54.50	64.31	100.73	119.32
其他	64.08	23.21	52.58	28.91
非流动负债	5.07	3.67	4.37	4.02
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	5.07	3.67	4.37	4.02
负债合计	123.66	91.19	157.67	152.25
少数股东权益	12.77	10.14	7.79	3.95
归属母公司股东权益	464.27	505.01	572.51	659.14
负债和股东权益	600.69	606.33	737.98	815.34

现金流量表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	-3.79	37.64	54.78	85.59
净利润	41.58	53.43	72.83	94.28
折旧摊销	0.00	7.30	9.95	13.62
财务费用	-3.86	-3.65	-3.76	-0.63
投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	-37.21	-21.60	-23.15	-22.22
其它	-4.30	2.15	-1.08	0.54
投资活动现金流	-6.71	-18.04	-21.31	-30.92
资本支出	3.90	12.14	10.67	17.65
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-2.81	-5.89	-10.65	-13.27
筹资活动现金流	262.17	-13.16	-3.16	-11.24
短期借款	-15.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	277.17	-13.16	-3.16	-11.24
现金净增加额	251.67	6.44	30.31	43.43

利润表

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	482.47	665.81	892.19	1213.38
营业成本	314.21	436.11	582.71	792.34
营业税金及附加	2.27	2.93	4.07	5.44
营业费用	50.17	68.58	90.11	122.55
管理费用	73.10	102.04	135.95	185.42
财务费用	-3.86	-3.65	-3.76	-0.63
资产减值损失	0.16	0.22	0.29	0.40
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	46.42	59.58	82.82	107.86
营业外收入	3.88	4.30	4.09	4.19
营业外支出	1.32	1.02	1.17	1.09
利润总额	48.99	62.86	85.74	110.96
所得税	7.41	9.43	12.91	16.68
净利润	41.58	53.43	72.83	94.28
少数股东损益	-0.63	-2.63	-2.34	-3.84
归属母公司净利润	42.21	56.07	75.17	98.12
EBITDA	37.06	58.12	83.00	110.61
EPS (元)	0.83	1.10	1.47	1.92

主要财务比率

	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	40.55%	38.00%	34.00%	36.00%
营业利润	37.11%	28.34%	39.00%	30.23%
归属母公司净利润	30.23%	32.84%	34.08%	30.53%
获利能力				
毛利率	34.88%	34.50%	34.69%	34.70%
净利率	8.62%	8.03%	8.16%	7.77%
ROE	8.72%	10.37%	12.55%	14.22%
ROIC	6.70%	8.49%	10.76%	12.43%
偿债能力				
资产负债率	20.59%	15.04%	21.37%	18.67%
净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	4.62	6.23	4.33	4.89
速动比率	4.29	5.64	3.89	4.25
营运能力				
总资产周转率	1.16	1.10	1.33	1.56
应收帐款周转率	4.92	5.20	6.00	7.00
应付帐款周转率	6.78	7.34	7.06	7.20
每股指标(元)				
每股收益	0.83	1.10	1.47	1.92
每股经营现金	-0.07	0.74	1.07	1.67
每股净资产	9.34	10.08	11.36	12.98
估值比率				
P/E	0.00	42.08	31.38	24.04
P/B	0.00	4.67	4.12	3.58
EV/EBITDA	-8.72	34.85	24.02	17.60

资料来源：港澳资讯、华宝证券研究所

投资评级的说明

- 行业评级标准

报告发布日后3个月内，以行业股票指数相对同期中证800指数收益率为基准，区分为以下四级：

强于大市 A--：行业指数收益率强于相对市场基准指数收益率5%以上；

同步大市 B--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%~5%之间波动；

弱于大市 C--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%以下；

未评级 N--：不作为行业报告评级单独使用，但在公司评级报告中，作为随附行业评级的选择项之一。

- 公司评级标准

报告发布日后3个月内，以股票相对同期行业指数收益率为基准，区分为以下五级：

买入：相对于行业指数的涨幅在15%以上；

持有：相对于行业指数的涨幅在5%-15%；

中性：相对于行业指数的涨幅在-5%-5%；

卖出：相对于行业指数的跌幅在-5%以上；

未评级：研究员基于覆盖或公司停牌等其他原因不能对该公司做出股票评级的情况。

机构业务部咨询经理

机构业务部咨询经理		
上海	北京	深圳
宋歌	程楠	袁月
021-6877 8081	010-6708 5220	0755-3665 9385
138 1882 8414	159 0139 1234	158 1689 6912

风险提示及免责声明：

- ★ 市场有风险，投资须谨慎。
- ★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。
- ★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。
- ★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。
- ★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。