

**迪安诊断 (300244.SZ)**
**第三方检验外包崛起时代的坚定成长者**
**评级: 买入**
**前次:**
**目标价 (元):**
**33.23-36.53**

联系人

分析师

陈景乐, CPA

张爱玲

中小市值研究小组

S0740511120001

021-20315157

021-20315195

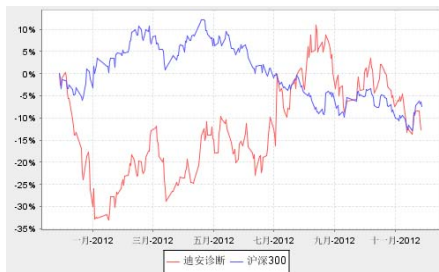
chenjl@r.qlzq.com.cn

zhangal@r.qlzq.com.cn

2012年12月13日

**基本状况**

总股本(百万股)	91.98
流通股本(百万股)	49.19
市价(元)	24.82
市值(百万元)	2282.94
流通市值(百万元)	1220.98

**股价与行业-市场走势对比**

**业绩预测**

指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入 (百万元)	343.27	482.47	711.88	957.97	1,262.92
营业收入增速	30.40%	40.55%	47.55%	34.57%	31.83%
净利润增长率	88.78%	30.23%	37.06%	32.09%	32.01%
摊薄每股收益 (元)	0.85	0.83	0.63	0.83	1.10
前次预测每股收益 (元)	—	—	—	—	—
市场预测每股收益 (元)	—	—	—	—	—
偏差率 (本次-市场/市场)	—	—	—	—	—
市盈率 (倍)	0.00	53.73	45.31	34.31	25.99
PEG	0.00	1.78	1.22	1.07	0.81
每股净资产 (元)	3.96	9.09	5.68	6.51	7.60
每股现金流量	1.08	0.40	0.59	0.70	0.91
净资产收益率	21.37%	9.09%	11.08%	12.77%	14.42%
市净率	0.00	4.88	5.02	4.38	3.75
总股本 (百万股)	38.30	51.10	91.98	91.98	91.98

备注: 市场预测取 聚源一致预期

**投资要点**

- 受益新医改, 独立医学实验室行业崛起:** 与 60 年代-80 年代中期的美国类似, 在新医改控费的大背景下, 我国第三方诊断外包行业将迎来快速扩容的契机, 行业发展的内在驱动力就是公立医院的成本控制压力、基层医疗机构的就诊量提升以及民营医院的快速发展。在中性假设下, 到 2020 年我国独立医学实验室行业将有 7.5 倍的增长空间。
- 规模构造壁垒, 连锁企业有望强者恒强:** 国内独立医学实验室行业属于寡头垄断格局, 连锁企业占据了 70% 以上的市场份额。波特五力模型分析表明, 规模经济是行业发展的核心, 连锁企业有望强者恒强。
- 同业对比, 拥有创新商业模式的迪安诊断有望胜出:** 通过与其他三家连锁企业的对比, 我们认为广州金域具有先发优势, 实验室和客户数量多且高端项目储备丰富, 短期将在行业中继续保持领先地位; 艾迪康和迪安诊断处于第二梯队, 虽然艾迪康的实验室数量超过迪安诊断, 但是我们更看好迪安在“代理+服务”商业模式下的发展, 此种模式既降低采购成本, 又积累客户资源; 另外其稳健性的扩张策略也更符合国内的现况。高新达安由于起步较晚 (2007 年), 发展速度和增长质量逊色于其他 3 家企业。
- 以美国为鉴, 我们归纳出迪安诊断持续成长的三大要素, 而这三大要素也将使公司完成从“蝶变”走向腾飞的战略规划。要素一: 异地复制, 模式为王。** 分级连锁布局, 合理配置资源; 股权合作, 快速切入市场; 激励到位, 保证利益一致性。**要素二: 全面的经营管理能力。** 通过成本管理, 物流管理, IT 管理, 质量管理等, 有效提升企业运营效率。**要素三: 多领域拓展, 创新业务模式。** 重点培育司法鉴定, CRO 等高毛利业务, 创造新盈利增长点; 与基层战略合作, 市场空间进一步扩大。

- **盈利预测与投资建议：**我们预计公司 2012-2014 年的营业收入分别为 7.12、9.58、12.63 亿元，同比增长 47.5%、34.6%、31.8%；归属母公司净利润分别为 0.58、0.76、1.01 亿元，同比增长 37.1%、32.1%、32.0%；对应 EPS 分别为 **0.63 元、0.83 元和 1.10 元**。综合相对估值和绝对估值的结果，公司的合理估值区间为 **33.23-36.53 元**，首次给予“买入”评级。
- **风险提示：**质量控制风险，应收账款坏账风险，独立性风险

## 内容目录

受益新医改，独立医学实验室行业崛起.....	- 4 -
新医改促使我国独立医学实验室行业份额提升.....	- 4 -
至 2020 年我国独立医学实验室行业将有 7.5 倍的成长空间.....	- 4 -
规模构造壁垒，连锁企业有望强者恒强.....	- 6 -
波特五力模型分析表明，连锁企业将是最后的胜者.....	- 6 -
同业对比，拥有创新商业模式的迪安诊断有望胜出.....	- 8 -
迪安诊断：创新商业模式缔造未来王者.....	- 9 -
“代理+服务”模式产生协同效应，与客户长期合作共赢.....	- 9 -
成长关键之一：异地复制，模式为王.....	- 10 -
成长关键之二：全面的经营管理能力.....	- 13 -
成长关键之三：多领域拓展，创新业务模式.....	- 14 -
公司未来成长路径探讨.....	- 15 -
盈利预测、估值与投资建议.....	- 15 -
盈利预测.....	- 15 -
绝对估值法：36.53 元.....	- 17 -
相对估值法：33.23 元.....	- 17 -
投资建议.....	- 18 -
风险提示.....	- 18 -

## 图表目录

图表 1：美国独立医学实验室发展历程.....	- 4 -
图表 2：2010 年美国医学检验市场份额（按收入），独立医学实验室占据 32.8%.....	- 5 -
图表 3：我国医学诊断服务市场格局，独立医学实验室占据 1%.....	- 5 -
图表 4：我国医疗机构检查收入测算.....	- 5 -
图表 5：不同情景假设下的行业潜在市场容量测算.....	- 6 -
图表 6：国内独立医学实验室的主要情况简介.....	- 6 -
图表 7：国内独立医学实验室企业的波特五力模型分析.....	- 7 -
图表 8：我国四家独立医学实验室连锁企业的对比.....	- 8 -
图表 9：4 家连锁企业的全国化服务网点建设.....	- 9 -

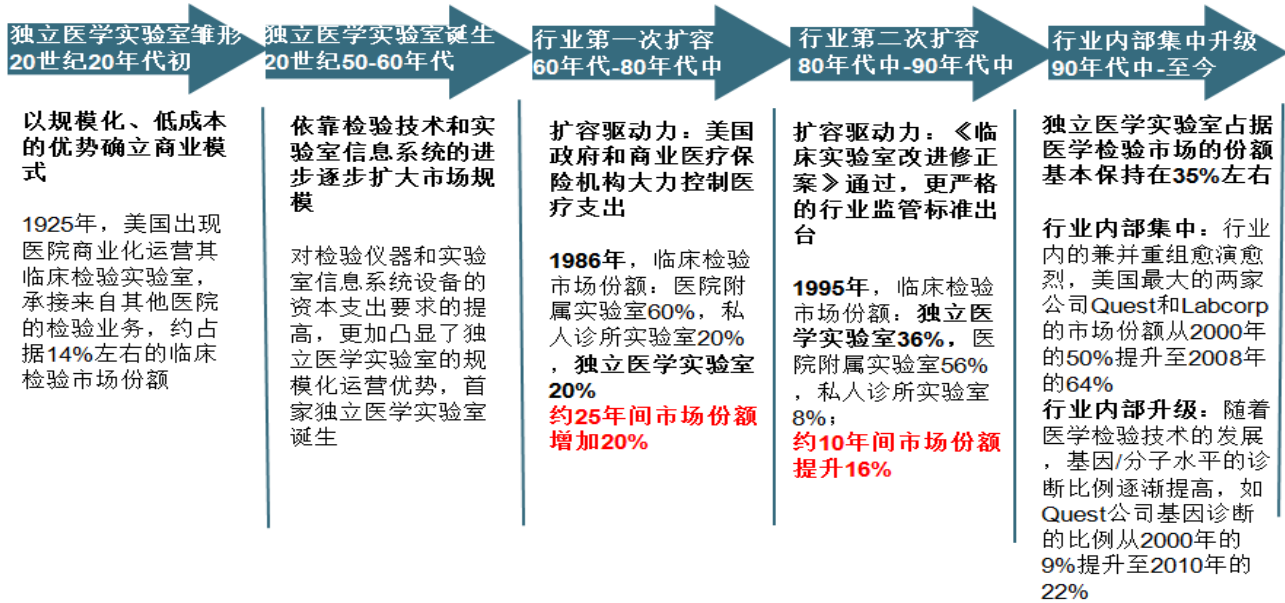
图表 10: 2008-2012H 迪安诊断收入增长图 .....	- 10 -
图表 11: 迪安诊断的上下游产业链.....	- 10 -
图表 12: 杭州迪安销售收入和净利润率的相关性拟合曲线.....	- 11 -
图表 13: 迪安诊断的连锁实验室布局 .....	- 12 -
图表 14: 迪安诊断部分子公司的股权合作情况.....	- 12 -
图表 15: 子公司高管通过杭州诚慧的间接持股数 .....	- 13 -
图表 16: 迪安诊断的配送服务组织架构 .....	- 14 -
图表 17: 2008-2010 年迪安诊断司法鉴定业务销售增长图.....	- 15 -
图表 18: 迪安诊断销售收入预测表.....	- 16 -
图表 19: 迪安诊断期间费用率和所得税预测表.....	- 17 -
图表 20: 迪安诊断 DCF 估值结果 .....	- 17 -
图表 21: 迪安诊断可比公司估值 .....	- 17 -
图表 22: 迪安诊断组织架构图 .....	- 18 -
图表 23: 迪安诊断财务预测简表 .....	- 19 -

## 受益新医改，独立医学实验室行业崛起

### 新医改促使我国独立医学实验室行业份额提升

- 与 60 年代-80 年代中期的美国类似，我国独立医学实验室行业将经历第一次快速扩容的阶段，行业发展的内在驱动力正是在新医改的背景下，公立医院的成本控制压力、基层医疗机构的就诊量提升以及民营医院的快速发展。

图表 1: 美国独立医学实验室发展历程

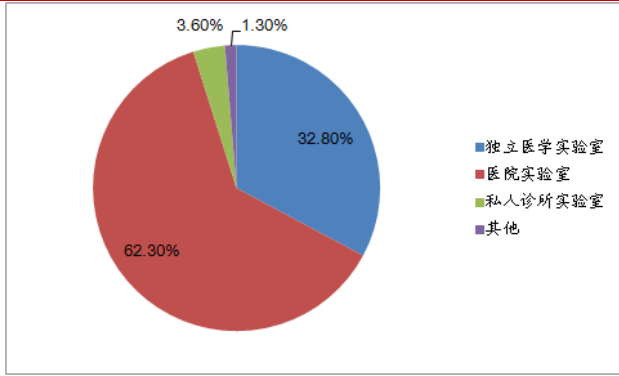


来源：招股说明书，齐鲁证券研究所

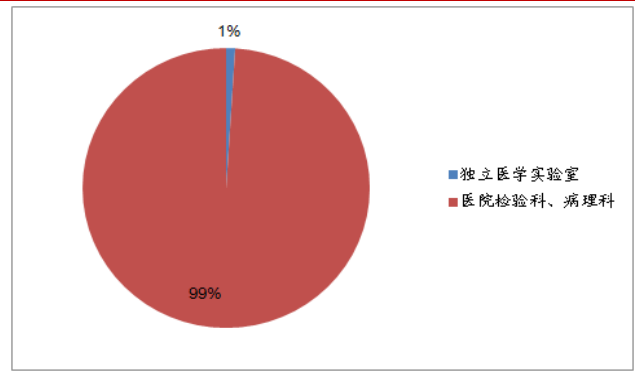
- 新医改背景下，取消“以药养医”将导致公立医院收入大幅下滑，因而公立医院具有成本控制的动力；另一方面，降低检查、检验收费或将成为下一轮降低医疗支出的调控方式，如医院的单次检验成本高于第三方检验的收费，医院也将有动力外包给第三方执行。如2005年浙江下调检查价格后迪安诊断的外包业务量出现了井喷；
- 国家率先在基层实行药品零加成，且部分省份提高报销比例后，基层的就诊量逐步提高，如2008-2011年，基层就诊人次复合年均增长率为8.7%，超过医院0.5%；另一方面，基层本身医疗资源比较匮乏，如通过外包给第三方检验可以留住病患，基层的动力也较大；
- 2009年以来，我国出台了一系列鼓励民营资本进入医疗服务领域的政策，民营医院的数量快速增加。作为最注重经济效益的医疗主体，民营医院有动力把医学检验外包给独立第三方执行。

### 至 2020 年我国独立医学实验室行业将有 7.5 倍的成长空间

- 中美对比，我国独立医学实验室成长空间广阔：2010年美国独立医学实验室的市场规模为200亿美元，占据医学检验行业32.8%的市场份额；而中国仅12亿人民币，不到1%的市场份额，可见行业处于萌芽期，未来成长空间巨大。

**图表 2: 2010 年美国医学检验市场份额 (按收入), 独立医学实验室占据 32.8%**


来源: Washington G-2 Reports, 齐鲁证券研究所

**图表 3: 我国医学诊断服务市场格局, 独立医学实验室占据 1%**


来源: 招股说明书, 齐鲁证券研究所

- 中性假设下, 我国独立医学实验室行业到 2020 年将有 7.5 倍的增长空间:
  - 假设前提: 1>根据 2010 年实际政府办综合医院和中医医院的检查收入占比 10%估算其他类型医院和社区卫生服务中心的占比; 妇幼保健院实际的检查收入占比为 13%; 2>非政府办的检查收入占比参照政府办; 根据以上方法我们测算出全国的检查收入在 900 亿元左右。
  - 同时将美国独立医学实验室行业在约 25 年时间内份额达到 20%作为参照, 在中性假设下, 至 2020 年我国潜在的市场容量将达到 90 亿元, 与 2010 年相比将有 7.5 倍的发展空间。

**图表 4: 我国医疗机构检查收入测算**

医疗机构	业务收入 (万元)	检查收入占比 (%)	检查收入 (万元)
<b>政府办</b>			
综合医院	52,359,557	10%	5,211,600
中医医院	8,143,866	10%	816,022
专科医院	6,696,015	10%	669,602
社区卫生服务中心	2,218,079	10%	221,808
乡镇卫生院	7,659,648	10%	765,965
妇幼保健院	2,736,137	13%	367,818
<b>非政府办</b>			
综合医院	8,697,106	10%	865,665
中医医院	365,215	10%	36,595
社区卫生服务中心	430,169	10%	43,017
乡镇卫生院	225,026	10%	22,503
妇幼保健院	32,873	13%	4,419
		总计	9,025,013

来源: 《2010 年中国卫生统计年鉴》, 齐鲁证券研究所

**图表 5: 不同情景假设下的行业潜在市场容量测算**

检查收入 (万元)	不同情景	第三方检验占比	潜在市场容量 (万元)	与 2010 年市场容量相比 (倍)
9,025,013	悲观	5%	451,251	3.8
	中性	10%	902,501	7.5
	乐观	20%	1,805,003	15.0

来源: 齐鲁证券研究所

### 规模构造壁垒, 连锁企业有望强者恒强

- 国内独立医学实验室行业属于寡头垄断格局:** 目前我国独立医学实验室行业主要由本土企业主导, 大约有超过 30 家具备资质的公司。按照经营模式划分, 主要有综合型独立医学实验室和专业型独立医学实验室两类。综合型独立医学实验室可以提供包括生化、酶免、放免、PCR、组织病理、细胞病理及分子病理诊断等全面的诊断服务, 而专业型独立医学实验室主要致力于特殊诊断项目的研发。其中全国化的连锁企业占据了行业 70% 以上的市场份额, 其中主要以广州金域、艾迪康、迪安诊断和高新达安为代表。

**图表 6: 国内独立医学实验室的主要情况简介**

	经营模式	业务描述	盈利点	代表企业
综合型独立医学实验室	连锁型	全面提供医学诊断外包服务, 包括: 生化、酶免、放免、PCR、荧光免疫、微量元素、微生物、染色体检测、骨髓细胞分析和组织病理、细胞病理及分子病理诊断等, 此外, 有些企业还向上游产业链整合, 生产或代理诊断产品	医学诊断外包服务收入、诊断产品销售收入、体外诊断产品代理收入等	广州金域、杭州艾迪康、本公司、高新达安等
	非连锁型			众多
专业型独立医学实验室	连锁型	主要提供单一的医学诊断外包服务, 如肿瘤个性化治疗检验、幽门螺旋杆菌检验等	医学诊断外包服务收入	北京迪诺等
	非连锁型			杭州致远、众多小型独立医学实验室

来源: 招股说明书, 齐鲁证券研究所

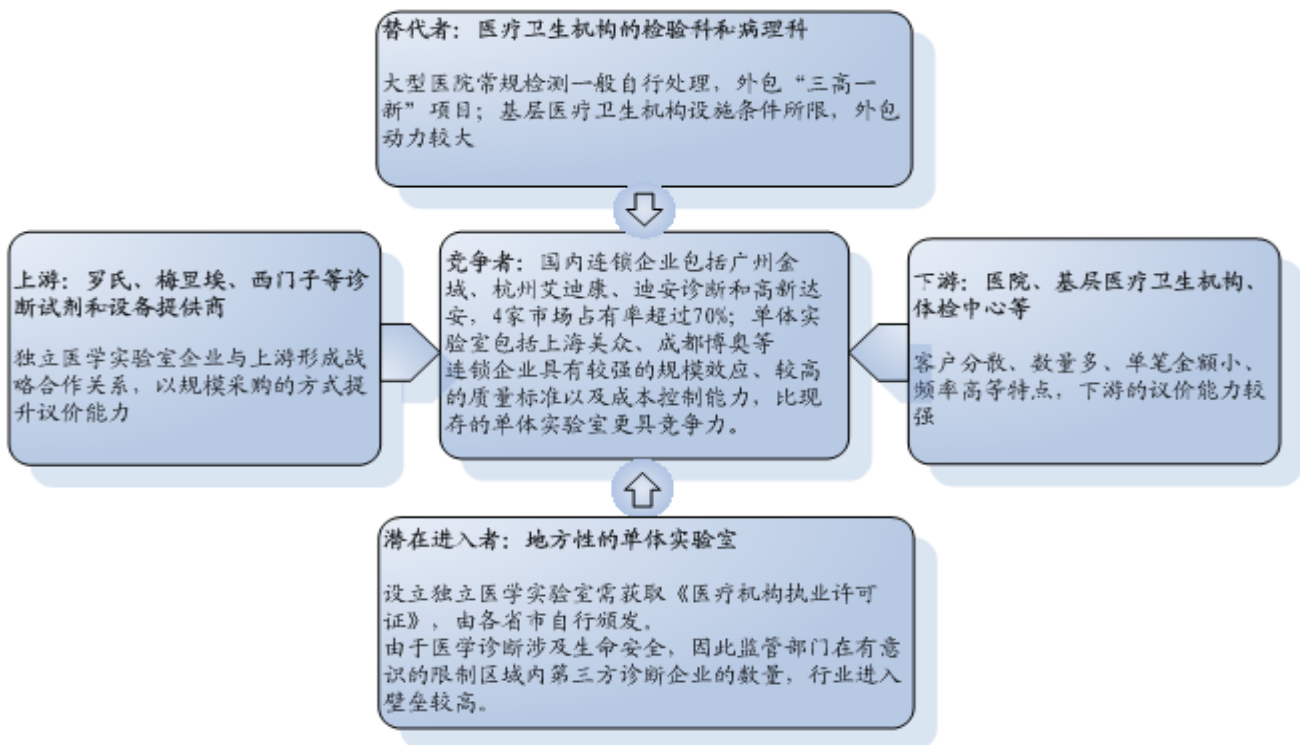
### 波特五力模型分析表明, 连锁企业将是最后的胜者

- 行业具有较高的进入壁垒:** 设立独立医学实验室需要获取《医疗机构执业许可证》, 该证书由各省市区卫生局自行颁发。由于医学诊断涉及生命安全, 因此监管部门在有意识的限制区域内第三方诊断企业的数量, 行业进入壁垒相对较高。
- 对上游具有较强的议价能力:** 大部分连锁企业会与罗氏、梅里埃、西门子等上游供应商结成战略合作关系, 通过规模化采购提升企业的议价能力。
- 下游客户对价格敏感, 部分连锁企业达成共识, 区域内统一定价:** 下游客户主要是医院、基层卫生医疗机构以及体检中心等, 在新医改的大背

景下，客户对价格较为敏感。目前部分连锁企业在竞争较为激烈的区域内达成共识，统一定价，以防陷入恶性竞争。

- **替代者有动力外包给独立第三方执行：**正如前文所述，如果下调检查价格，部分医疗机构的检测项目有可能出现亏损，而一般独立医学实验室单次检验的平均成本比医疗机构低 40%-60%左右，选择外包如能有效降低医疗机构检验成本的话，替代者有动力将检测项目外包。
- **连锁企业比单体实验室更具竞争力：**规模经济是独立医学实验室行业的核心。连锁企业相较单体实验室具有集团采购、标准化经营管理降低检验成本的优势；另外由于行业具有一定的服务半径（400 公里以内），单体实验室客户资源将逐渐趋于饱和，企业盈利放缓。

图表 7：国内独立医学实验室企业的波特五力模型分析



来源：齐鲁证券研究所

- **小结：**在新医改的大背景下，我国独立医学实验室行业将进一步扩容，进入快速发展期。在这一时期，行业内的新进入者会越来越多，连锁企业将与单体实验室并存。但是我们提醒投资者注意，规模经济是该行业发展的核心。从长期来看，连锁企业具有规模化采购、标准化经营管理降低成本的能力；具有便捷的 IT 服务平台和高效的物流体系；同时连锁制的服务网点布局有望赢得品牌效应，提升客户的黏性。而单体实验室由于服务半径有限（400 公里以内），客户资源将逐步趋于饱和，且公司无法投入大量资金进行研发或者 IT 物流网络的建设，最终将退出行业或者被其他公司并购，正如美国独立医学实验室行业的发展历程一样，连锁企业将成为最终的王者。

**同业对比，拥有创新商业模式的迪安诊断有望胜出**

- 我们将四家综合型的连锁企业进行了对比，具体结果见图表 9。广州金域成立于 1994 年，具有先发优势，实验室和客户数量最多且高端项目储备丰富，将在行业中继续保持领先地位；艾迪康和迪安诊断处于第二梯队，虽然艾迪康的实验室数量超过迪安诊断，但是在商业模式和经营战略方面，艾迪康纯以服务为主，且扩张迅速，而迪安诊断独特的“代理+服务”模式，一方面可以大幅降低采购成本；另一方面能够有效地积累客户资源；另外我们更看好迪安诊断稳健的扩张模式，因为在国内市场，独立医学实验室概念尚处于萌芽阶段，盲目的异地扩张将会导致资金被占用，实验室处于长期亏损状态，投资回报率低。另外迪安诊断在进行异地扩张时，采用收购当地企业并相互合作的模式，也比在空白市场自设实验室更稳妥。高新达安由于起步较晚（2007 年），在国有合资背景下没有民营企业灵活，发展速度和增长质量逊色于其他 3 家企业。

**图表 8：我国四家独立医学实验室连锁企业的对比**

	金域	艾迪康	迪安诊断	高新达安
设立时间	1994 年	2004 年	2001（2004 年从事独立医学实验室）	2007 年
总部	广州	杭州	杭州	广州
员工数	3500 多人	1600 多人	1500 多人	未知
客户数	5000 多家	3000 多家	3000 多家	未知
全国市场份额	20%以上	15%-20%	15%-20%	10%-15%
实验室数	19 家	15 家	14 家（3 家在建）	8 家（3 家在建）
业务领域	医学检验（病理诊断、临床检验、分子诊断、特色学科）新药临床试验、卫生食品检验、健康体检以及科研研发	医学检验（病理检验、临床检验以及特殊检验）、新药临床试验、健康体检、亲子鉴定（私人）以及科研研发	医学检验（病理诊断、临床检验、分子诊断）、司法鉴定、诊断产品销售以及科研研发	医学检验以及科研研发
检测项目数	1000 多项	1100 多项（220 多项特色项目）	1000 多项	1000 多项
质量管理	CAP 认证（12 个学科）、ISO15189 证书	CAP 认证、ISO15189 证书、美国糖化血红蛋白标准化计划 NGSP 证书	ISO15189 证书、美国糖化血红蛋白标准化计划 NGSP 证书	ISO15189 证书
成本管理	与罗氏、梅里埃、西门子-德普、雅培、QIAGEN、VIRION、赛迪等国际知名公司进行战略合作，并成为罗氏及梅里埃在中国地区新技术与新产品的合作与示范基地	与罗氏、西门子等战略合作，成为罗氏和西门子医学诊断中国区示范实验室	与罗氏、梅里埃战略合作	与 Dako 战略合作（免疫组化诊断）
商业模式	服务	服务	代理+服务	产品+服务
经营战略	快速扩张	快速扩张	扩张速度一般	扩张速度一般



来源：齐鲁证券研究所

**图表 9：4 家连锁企业的全国化服务网点建设**

实验室地点	广州金城	艾迪康	迪安诊断	高新达安
广州	*	*		*
佛山			*	
南京	*	*	*	
济南	*	*	*	*
西安	*			
合肥	*	*		*
郑州	*	*		
重庆	*		*	
长春	*	*		
昆明	*			*
长沙	*	*		
贵阳	*			
沈阳	*	*	*	
南宁	*			
福州	*	*		
成都	*	*		*
天津	*		*	
杭州	*	*	*	
温州			*	
江苏				*
安徽				
上海	*	*	*	*
北京		*	*	
武汉		*	*	
南昌		*	*	*
哈尔滨			*	
淮安			*	
香港	*			
总计 (个数)	19	15	14	8

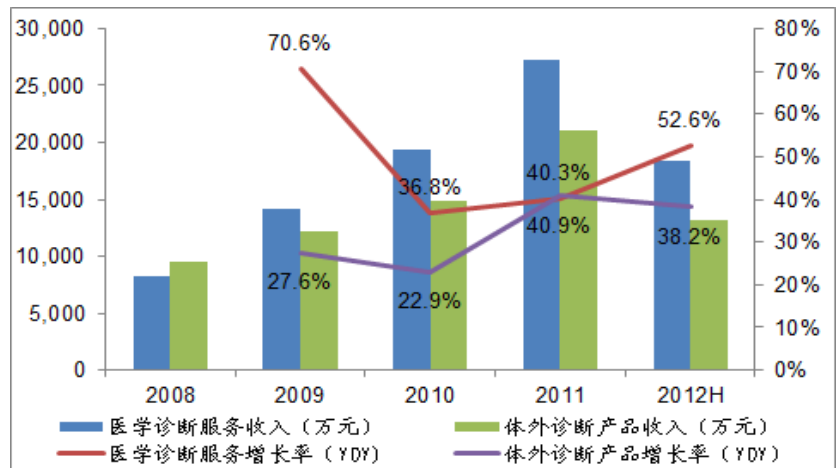
来源：齐鲁证券研究所，(红色\*代表在建实验室)

## 迪安诊断：创新商业模式缔造未来王者

“代理+服务”模式产生协同效应，与客户长期合作共赢

- 公司的业务类型分为两大模块：第一大模块是代理销售诸如上海罗氏等知名企业的检验仪器、体外诊断试剂、耗材等产品；第二大模块是通过设立连锁化的独立医学实验室，为各级医疗机构提供医学诊断服务。2012年H1代理销售收入1.32亿元，占比42%；诊断服务收入1.84亿元，占比58%；

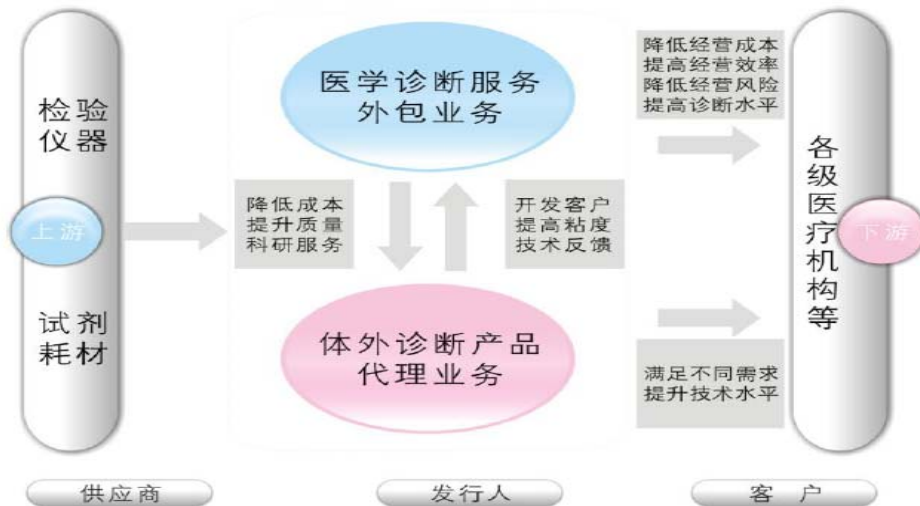
图表 10: 2008-2012H 迪安诊断收入增长图



来源: 公司公告, 齐鲁证券研究所

- 由于产业的上下游类似, 两大业务模块之间具有协同效应。根据不同客户的不同需求, 公司或提供体外诊断产品代理服务, 或提供第三方医学诊断服务, 使公司与客户的关系由传统的一次性交易转变为新型的长期合作伙伴关系; 通过规模化运营, 有效降低客户与自身的原材料采购成本。除此之外, 公司还进行了一系列新型商业模式的开拓, 包括提供管理输出咨询服务的“潍坊模式”等。公司致力于从传统的销售商或服务商转型成为下游客户整体医学诊断服务方案的解决商。而这也是我们最看好迪安诊断的地方, 创新商业模式, 创造新盈利点, 推动公司长期持续发展。

图表 11: 迪安诊断的上下游产业链



来源: 招股说明书, 齐鲁证券研究所

- 下文中我们将重点探讨公司第三方诊断业务的成长性。

**成长关键之一: 异地复制, 模式为王**

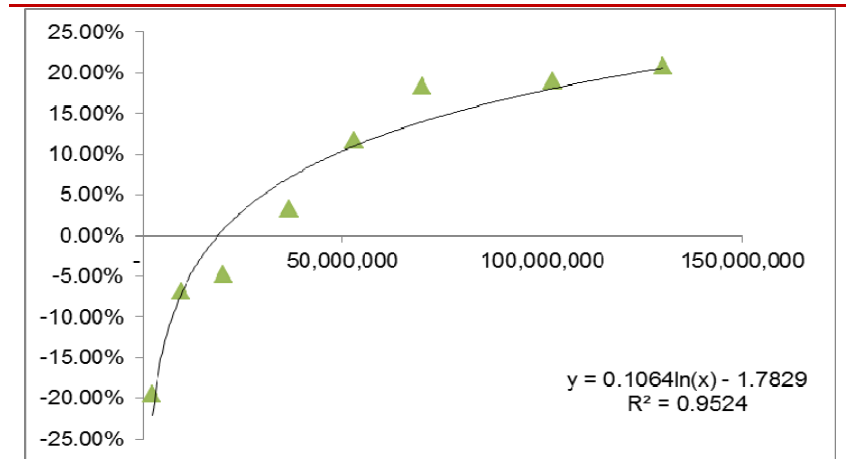
- 从美国独立医学实验室巨头 Quest 和 Labcorp 的成长路径中, 我们可以

看到整个行业的发展轨迹。大致分为三个阶段：

- 第一阶段：快速地进行异地复制，形成全国化的连锁网络布局，如 Quest 公司在 1996 年就已经建立了 17 个地区性实验室，14 个分支实验室，200 个快速响应中心承担常规检测；
- 第二阶段：公司内部运营效率提升，节省成本，提高质量，包括标准化流程的建立，IT 技术平台的开发等；
- 第三阶段：收购兼并，主要标的是提供高端特殊诊断服务的实验室，如 Quest 公司在 2011 年收购的 Athena Diagnostics（神经病学检测，如阿尔茨海默病、癫痫等）；并逐步渗透入其他相关业务领域，包括司法鉴定和临床检验等。

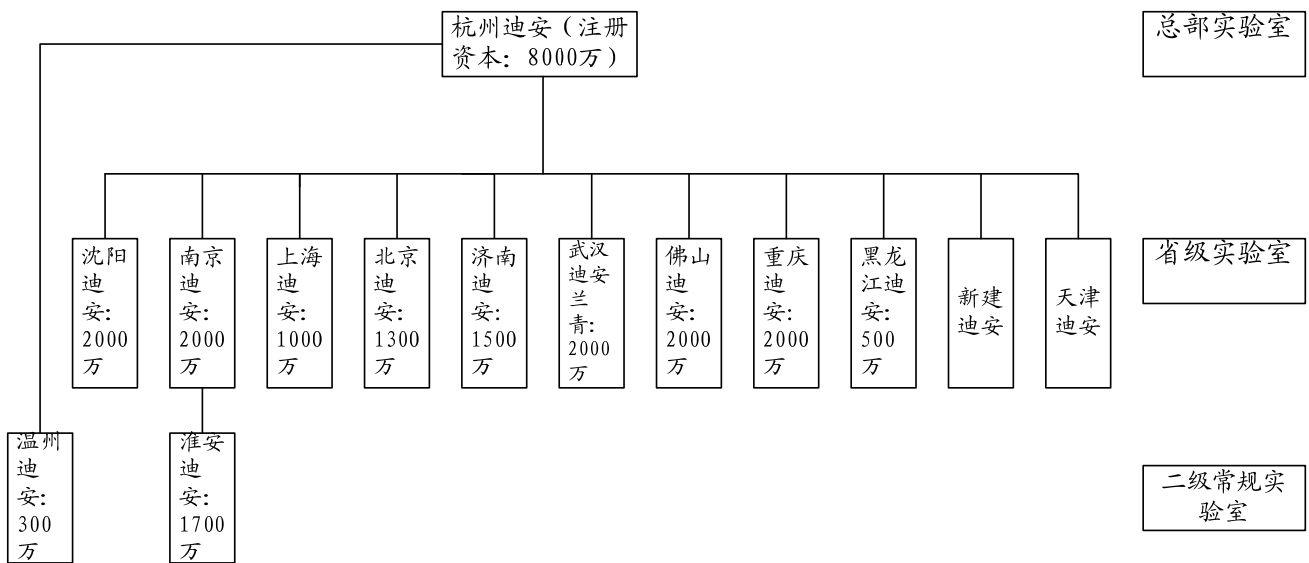
- 从美国巨头的发展史来看，我国独立医学实验室行业处在发展初期，异地复制，全国化布局将是各大企业发展壮大的头等要素。但是由于第三方检验外包在国内属于新兴行业，且《医疗机构执业许可证》由各省市自行颁发，由于各省市的认知度不同，行业具有一定的准入壁垒；另外从单体实验室杭州迪安的盈利曲线来看，当单体实验室销售收入在 2000 万元以下时，实验室基本处于亏损状态，这往往持续 3 年左右的时间。因此如何选择扩张战略极为重要。而正如前文所述，我们看好迪安诊断稳健的战略扩张计划，以完成大行政区划布局为先与再逐步渗透的扩张策略。目前公司已初步完成了覆盖华东、华中、华南、华北、东北、西南六大行政区划的全国性布局；下一阶段，公司将进一步在其他区域推进业务版图的延伸。另外在扩张模式上，分级连锁布局，合理配置资源；股权合作，快速切入市场；激励到位，保证子公司高管与公司利益的一致性。

**图表 12：杭州迪安销售收入和净利润率的相关性拟合曲线**



来源：公司公告，齐鲁证券研究所

- **分级连锁布局，合理配置资源：**公司按照既定的扩张战略，形成了以杭州迪安为总部实验室，北京、上海、南京迪安等地为省级实验室，温州、淮安迪安为快速响应实验室的三级连锁化布局。其中温州和淮安迪安定位于快速响应的常规检测服务，因此在筹建时的投入成本和固定成本相对较少，于开业第二年即实现了超过 50 万元的净利。

**图表 13: 迪安诊断的连锁实验室布局**


来源: 公司公告, 齐鲁证券研究所

- 股权合作, 快速切入市场:** 在扩张模式上, 迪安诊断采用全资控股或与当地企业 (或个人) 合作的方式进行。而公司的合作方大部分是国外知名品牌如罗氏、雅培等公司诊断产品在当地的代理商。通过这种股权合作模式, 一方面可以利用当地代理商的客户资源优势, 迅速切入市场; 另一方面也可以帮助子公司降低采购成本, 提升盈利水平。

**图表 14: 迪安诊断部分子公司的股权合作情况**

公司	成立时间	迪安持股比例	合作方	合作方情况
上海迪安	2008年3月5日	64%	崔素娟, 刘炜玥	崔素娟为上海越立达医疗科技有限公司 (美国雅培公司体外诊断产品在上海地区的代理商) 的法定代表人; 刘炜玥为上海安百达投资管理顾问有限公司 (上海罗氏在上海地区的代理商) 的总经理
北京迪安	2008年4月1日	51%	北京联合执信医疗科技有限公司	北京联合执信医疗科技有限公司是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
温州迪安	2009年2月13日	70%	温州医学院资产经营有限公司	公司与温州医学院进行产学研合作
济南迪安	2009年9月21日	52%	天津软银, 青岛英力医疗设备有限公司	母公司青岛联合执信医疗设备有限公司是上海罗氏在山东地区的代理商
黑龙江迪安	2011年1月24日	67%	吴楠, 刘文青等 6位自然人	吴楠为黑龙江迪安总经理; 刘文青为黑龙江省万东医疗设备有限公司总经理
重庆迪安	2012年	51%	尹东	尹东为原公司总经理, 其妻周晖为重庆市东晖医疗器械有限公司 (体外诊断设备及试剂销售公司) 经理

来源: 招股说明书, 公司公告, 齐鲁证券研究所

- **激励到位，保证子公司高管与公司利益的一致性：**杭州、南京、上海等子公司高管通过杭州诚慧间接持有公司的股份，这保证了子公司高管与上市公司利益的一致性，具有很好的激励作用。

**图表 15：子公司高管通过杭州诚慧的间接持股数**

序号	股东名称	现任公司职务	持股数（万股）
4	郭三汇	杭州迪安总经理	11.51
5	倪月军	南京迪安总经理	11.51
10	萧红雨	上海迪安总经理	9.36
15	任绪义	杭州迪安研发中心主任	7.20
16	王绍辉	北京迪安总经理	7.20
20	施哲军	济南迪安总经理	6.50
21	唐晓辉	沈阳迪安总经理	5.75
24	邱方	南京迪安实验室主任	5.75
25	徐长苗	杭州迪安司法鉴定所主任	5.38
29	林秀文	上海迪安市场部经理	4.31
30	赵政	杭州迪安副总经理	4.31
36	马天龙	南京迪安业务拓展部经理	3.60
37	胡志辉	南京迪安配送服务部经理	3.60
38	杜玲燕	杭州迪安销售部副经理	3.60
39	孙丽萍	杭州迪安病理科主任	3.60
41	周叶	南京迪安大区经理	2.90
42	刘学通	北京迪安销售部经理	2.90
43	蒋波湧	温州迪安副总经理	2.90
47	刘洋	上海迪安品保部经理	2.90
48	宋帝辉	上海迪安配送服务部副经理	2.90

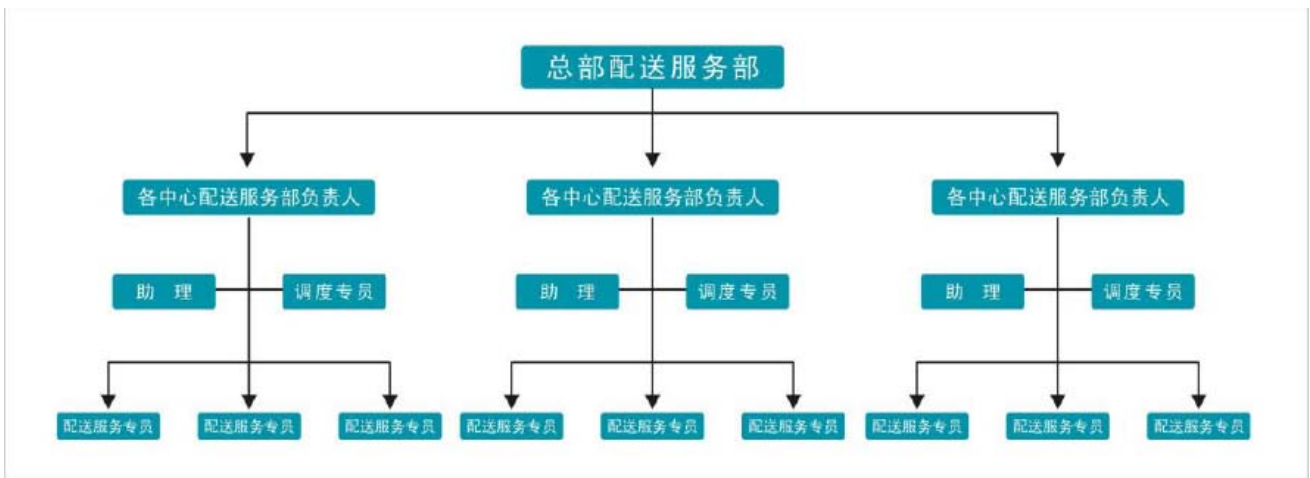
来源：招股说明书，齐鲁证券研究所

### 成长关键之二：全面的经营管理能力

- **由于规模经济是行业发展的核心，所以全面的经营管理能力，包括成本管理，物流管理，IT管理，质量管理等将是企业长期稳定发展的内在驱动力。这也从美国巨头第二阶段的发展史可见一斑。迪安诊断在经营管理方面的优势如下：**
- **整合式的成本策略：**在成本控制方面，公司通过自身代理销售产品以及与各地代理商合作的模式，优化产品供应价格，降低采购成本；公司建立了集团的集中采购平台，统一品牌、采购渠道与库存管控，以规模采购的方式提升了设备、耗材的采购议价能力。同时通过连锁化布局产生规模效应，实现成本领先。
- **高效的专业物流服务：**公司拥有一支超过 200 人的专业物流配送队伍，其中 75%以上人员为医疗相关专业，有能力在医疗机构现场执行样本的前处理工作。公司拥有应用 GIS/GPS 技术的物流监控平台，专职调度员可以进行样本实时跟踪定位与车辆紧急调度，并计算出最佳物流路径，确保标本接收的及时性和安全性。公司在行业内率先实行了三级实验室

的连锁布局模式，提升了服务的效率和质量。

**图表 16：迪安诊断的配送服务组织架构**



来源：招股说明书，齐鲁证券研究所

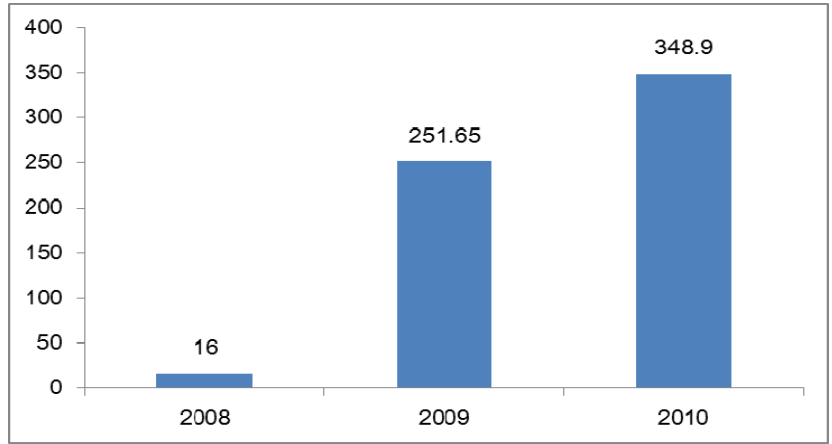
- **高效的信息化管理平台：**公司拥有专业化的 IT 团队，陆续开发了拥有自主知识产权的专用于独立医学实验室的“实验室信息管理系统”、符合迪安诊断业务流程的管理决策系统等，承接了多项国家科技部的创新基金，实现了标本全流程监控、检测结果数字化传递以及管理决策智能化。
- **标准化的质量管理：**从美国巨头的成长经验来看，质量是行业的立业之本。公司各医学实验室一直致力于与国际标准接轨，目前已经有杭州迪安、北京迪安、上海迪安和南京迪安通过了 ISO15189 的认可资质。另外上海迪安在 2011 年还获得了 NGSP（美国国家糖化血红蛋白标准化计划）的证书，NGSP 标准是国际上糖化血红蛋白检测的最高标准。该证书标志着上海迪安获得了国际糖尿病药物临床试验的资质，为迪安打开了国际化的大门。

### 成长关键之三：多领域拓展，创新业务模式

- 从美国巨头的成长史可以看到，Quest 公司除了进行大量的第三方检测业务之外，还涉足其他领域，包括制造和销售诊断试剂盒、POCT 产品，提供临床前实验检测服务，为保险公司进行风险评估服务等。而 Labcorp 公司也在 2011 年并购了司法鉴定的 Orchid Cellmark 公司以及进行药物临床前研究的 Clearstone Central Laboratories 公司，从而拓宽了业务领域。因此，多领域的业务模式拓展以及产业链上下游的整合是独立医学实验室发展的必经之路。我们看到迪安诊断已涉足新的业务领域，包括司法鉴定，妇科检查等，并且在全力申请 CAP 资质认证，加快 CRO 业务的推进速度；另一方面，在国内新医改的大背景下，公司也着力于业务模式的创新，包括承担两癌筛查，公共检测外包等。多领域拓展，创新业务模式将助推公司长期快速发展。
- **司法鉴定业务增长加速，有望复制连锁扩张模式：**杭州迪安 2008 年涉足司法鉴定业务，仅 2008-2010 年三年时间销售规模扩大了 20 倍，且 2012 增速从 Q1 的 80% 上升到 Q3 的 90%，显示出加速增长的态势。另外上海迪安也已经在 2012 年 Q1 获得了司法鉴定的资质，开启了公司

司法鉴定业务全国化的步伐。由于司法鉴定业务属于特殊检验项目，产品毛利率高，是公司未来重点培育的种子项目，同时增加了公司的业绩弹性。

**图表 17: 2008-2010 年迪安诊断司法鉴定业务销售增长图**



来源：招股说明书，齐鲁证券研究所

- 搭建基层医疗服务平台，深化商业模式创新：**正如前文所述，随着新医改的逐步深入，基层医疗卫生机构将承担起人民日益增长的诊疗需求。但是由于基层卫生资源的匮乏，医疗机构将会愿意把检验工作外包给第三方执行，正是看中基层市场的潜力，上海迪安与杨浦区建立了战略合作关系，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，因此上海迪安 2011 年 H1 的主营业务收入较去年同期增长了 70.58%。这种商业模式也已运用到南京白下区以及温州瓯海区等，未来还将进一步推广和深化。

#### 公司未来成长路径探讨

- 我们认为公司未来成长主要来源于独立医学实验室数量的增加以及单家实验室盈利能力的提升。**公司将继续按照每年 2-3 家的速度进行其全国化的战略布局，而在异地扩张时，公司也优先选择收购当地的单体实验室而非完全新设，如 2012 年收购的武汉迪安和重庆迪安，由于有前期市场的积累，子公司在收购当年或次年即实现盈利。这将保证未来新开实验室不会大幅吞噬已有实验室的利润，公司整体利润率有望逐年上升。

#### 盈利预测、估值与投资建议

##### 盈利预测

- 我们预计公司 2012-2014 年的营业收入分别为 7.12 亿元、9.58 亿元和 12.63 亿元，同比分别增长 47.5%、34.6%和 31.8%；**归属母公司净利润分别为 0.58 亿元、0.76 亿元和 1.01 亿元，同比分别增长 37.1%、32.1%和 32.0%；对应 EPS 分别为 0.63 元、0.83 元和 1.10 元。
- 我们分诊断服务和代理销售两块业务对公司进行预测，其中诊断服务是基于各独立医学实验室的设立年限和盈利水平来预测，具体的销售收入、**

增速、净利润以及少数股东损益的预测见下表（保守预测，未考虑未来每年新收购实验室的增量贡献）

图表 18: 迪安诊断销售收入预测表

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>诊断服务</b>						
销售收入 (百万元)	141.85	194.04	272.22	421.71	586.55	787.50
增长率 (YOY)	70.62%	36.80%	40.29%	54.91%	39.09%	34.26%
毛利率 (%)	44.61%	44.69%	44.29%	44.00%	44.00%	44.00%
毛利 (百万元)	63.28	86.72	120.57	185.55	258.08	346.50
净利 (百万元)	13.68	23.24	26.89	58.72	95.33	143.38
净利率 (%)	9.64%	11.97%	9.88%	13.92%	16.25%	18.21%
少数股东损益 (百万元)	-1.63	-2.04	-2.52	3.60	7.43	13.04
<b>杭州迪安-2004/7/14</b>						
销售收入 (百万元)	69.90	95.65	121.98	184.34	239.65	311.54
增长率 (YOY)	35.18%	36.85%	27.52%	51.13%	30.00%	30.00%
净利 (百万元)	12.80	22.02	28.08	42.43	55.16	71.71
净利率 (%)	18.32%	23.02%	23.02%	23.02%	23.02%	23.02%
<b>南京迪安-2007/4/26</b>						
销售收入 (百万元)	39.13	43.47	63.50	91.58	119.06	154.77
增长率 (YOY)	65.07%	11.09%	35.71%	44.22%	30.00%	30.00%
净利 (百万元)	4.44	6.22	8.31	15.01	23.08	34.65
净利率 (%)	11.35%	14.31%	13.09%	16.39%	19.39%	22.39%
<b>上海迪安-2008/3/5</b>						
销售收入 (百万元)	16.79	19.43	30.93	44.90	60.61	81.83
增长率 (YOY)	200.81%	15.73%	59.18%	45.19%	35.00%	35.00%
净利 (百万元)	0.65	1.09	2.35	4.31	7.63	12.76
净利率 (%)	3.86%	5.59%	7.59%	9.59%	12.59%	15.59%
少数股东损益 (百万元)	0.23	0.39	0.85	1.55	2.75	4.59
<b>北京迪安-2008/4/1</b>						
销售收入 (百万元)	9.37	14.88	25.79	47.96	64.75	87.42
增长率 (YOY)	336.81%	58.78%	73.35%	86.01%	35.00%	35.00%
净利 (百万元)	-1.52	-0.58	-0.99	6.18	10.36	16.61
净利率 (%)	-16.27%	-3.91%	-3.83%	12.88%	16.00%	19.00%
少数股东损益 (百万元)	-0.75	-0.28	-0.48	3.03	5.08	8.14
<b>温州迪安-2009/2/13</b>						
销售收入 (百万元)	6.43	10.23	12.00	14.00	16.10	18.52
增长率 (YOY)		59.12%	17.29%	16.67%	15.00%	15.00%
净利 (百万元)	-0.28	0.59	0.80	1.07	1.40	1.79
净利率 (%)	-4.28%	5.73%	6.67%	7.67%	8.67%	9.67%
少数股东损益 (百万元)	-0.08	0.18	0.24	0.32	0.42	0.54
<b>淮安迪安-2009/6/8</b>						
销售收入 (百万元)	0.12	8.05	10.92	12.41	14.00	16.10
增长率 (YOY)		6566.20%	35.72%	13.69%	12.77%	15.00%
净利 (百万元)	-0.27	0.56	0.80	1.03	1.31	1.66
净利率 (%)	-227.26%	6.99%	7.33%	8.33%	9.33%	10.33%
<b>济南迪安-2009/9/21</b>						
销售收入 (百万元)	0.11	2.34	4.91	7.28	12.38	21.04
增长率 (YOY)		1982.38%	109.61%	48.42%	70.00%	70.00%
净利 (百万元)	-2.14	-4.81	-4.00	-2.00	-1.00	0.21
净利率 (%)	-1904.98%	-205.46%	-81.53%	-27.47%	-8.08%	1.00%
少数股东损益 (百万元)	-1.03	-2.32	-1.93	-0.97	-0.48	0.10
<b>沈阳迪安-2010/11/15</b>						
销售收入 (百万元)		-	2.21	9.49	12.00	20.40
增长率 (YOY)				329.50%	26.46%	70.00%
净利 (百万元)		-1.85	-4.87	-4.53	-0.96	0.20
净利率 (%)			-220.52%	-47.77%	-8.00%	1.00%
<b>黑龙江迪安-2011/1/24</b>						
销售收入 (百万元)			-	-	-	12.00
增长率 (YOY)						30.00%
净利 (百万元)			-3.59	-1.00	-1.00	-1.00
净利率 (%)					-8.33%	-6.41%
少数股东损益 (百万元)			-1.18	-0.33	-0.33	-0.33
<b>佛山迪安</b>						
销售收入 (百万元)			-	0.23	2.00	12.00
增长率 (YOY)					764.13%	500.00%
净利 (百万元)			-	-4.30	-4.00	-1.00
净利率 (%)				-1855.78%	-200.00%	-8.33%
<b>武汉迪安-2012/7/17</b>						
销售收入 (百万元)				9.50	34.00	48.28
增长率 (YOY)					257.89%	42.00%
净利 (百万元)				0.51	3.35	5.78
净利率 (%)				5.39%	9.85%	11.98%
<b>重庆迪安</b>						
销售收入 (百万元)			-	2.82	24.78	36.59
增长率 (YOY)					779.84%	47.66%
净利 (百万元)				-0.37	0.84	4.17
净利率 (%)				-13.10%	3.37%	11.40%
少数股东损益 (百万元)				-0.18	0.41	2.04
<b>非诊断服务</b>						
销售收入 (百万元)	121.41	149.23	210.25	290.17	371.42	475.42
增长率 (YOY)	27.59%	22.92%	40.89%	38.01%	32.00%	32.00%
毛利率 (%)	24.55%	24.30%	22.75%	22.75%	22.75%	22.75%
毛利 (百万元)	29.81	36.26	47.83	66.01	84.50	108.16
净利 (百万元)	1.54	6.68	4.87	14.79	18.94	24.24
净利率 (%)	1.27%	4.48%	2.32%	5.10%	5.10%	5.10%



来源：齐鲁证券研究所

- 公司期间费用率和税率假设如下表：

**图表 19：迪安诊断期间费用率和所得税预测表**

项目（百万元）	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
营业费用	24.10	33.43	50.17	74.39	100.11	129.45
% 销售收入	9.16%	9.74%	10.40%	10.45%	10.45%	10.25%
管理费用	43.82	53.20	73.10	109.10	146.81	191.02
% 销售收入	16.64%	15.50%	15.15%	15.33%	15.33%	15.13%
财务费用	2.68	0.96	-3.86	-6.00	-4.00	-2.38
% 销售收入	1.02%	0.28%	-0.80%	-0.84%	-0.42%	-0.19%
所得税	4.74	7.95	7.41	10.84	14.80	20.10
所得税率	23.75%	20.99%	15.12%	15.00%	15.00%	15.00%

来源：齐鲁证券研究所

**绝对估值法：36.53 元**

- 假定公司无风险利率 3.5%，风险溢价 10%，股票 BETA 为 0.92，2012-2014 年显性增长率详见销售收入预测表，2015-2024 年为半显性预测期，收入增速从 29% 逐步下降至 5% 左右，TV=1%，DCF 绝对估值显示公司价值为 36.53 元。

**图表 20：迪安诊断 DCF 估值结果**

每股价值	36.53	TV 增长率	1.0%
隐含 P/E	58.08	WACC	12.70%
企业值	1,879.51	债务	0.00
股票价值	1,866.74	投资	340.84
		少数股东权益	12.77

来源：齐鲁证券研究所

**相对估值法：33.23 元**

- 我们选取目前上市的医疗服务类企业作为可比公司，计算出 2012 和 2013 年的平均 PE 为 35 倍和 26 倍。鉴于公司背靠朝阳行业，自身战略规划清晰且致力于创新商业模式，我们给予一定的溢价，对应 2013 年 40 倍 PE，估值为 33.23 元。

**图表 21：迪安诊断可比公司估值**

证券代码	公司名称	收盘价（元）	11EPS	12EPS	13EPS	11PE	12PE	13PE
600763	通策医疗	19.40	0.44	0.59	0.78	44.43	33.09	24.86
300015	爱尔眼科	15.55	0.40	0.50	0.68	38.64	30.93	22.80
300347	泰格医药	50.81	0.89	1.25	1.71	56.77	40.74	29.77
	均值					46.61	34.92	25.81

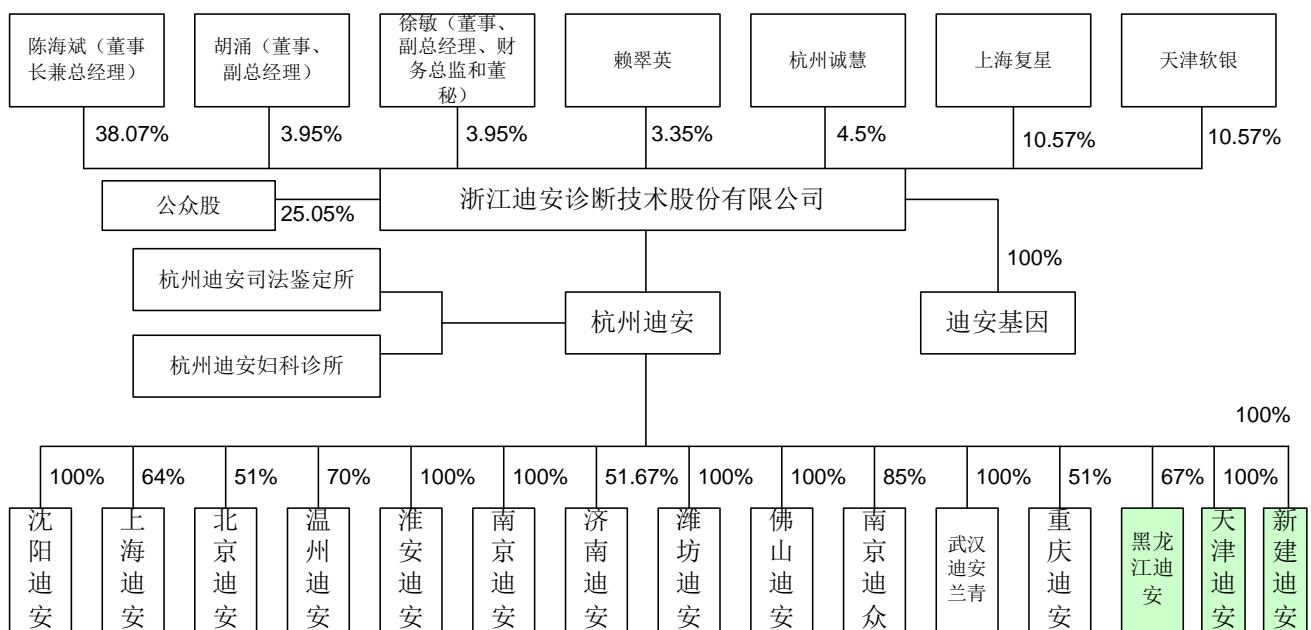
来源：齐鲁证券研究所

**投资建议**

- 根据绝对估值法和相对估值法，我们认为公司合理的估值区间为 33.23-36.53 元。
- 公司的看点在于：独立医学实验室在国内属于朝阳行业，新医改促使行业份额提升，至 2020 行业将有 7.5 倍的成长空间；波特五力模型分析表明，连锁企业将是未来的王者。迪安诊断凭借产品+服务的创新商业模式加上全方位的经营管理能力，将稳步有效异地扩张并涉足其他业务领域。我们看好公司长期的投资价值，给予“买入”的投资评级。

**风险提示**

- **质量控制风险：**独立医学实验室作为第三方诊断服务机构，高质量的诊断服务是客户选择合作伙伴以及公司获取业务持续增长的关键。一旦出现质量问题，将影响公司的品牌形象以及公司在社会公众面前的公信力，从而对公司未来的经营状况产生较严重的负面影响。因此我们提醒风险厌恶型的投资者要特别注意该风险，以便各位合理地对公司做出评估。
- **应收账款的管理风险：**公司处于发展初期，随着业务规模扩大会给予客户更宽松的信用期限，导致结算周期的延长，从而可能会有坏账的风险。
- **独立性风险：**作为第三方服务机构，公司的司法鉴定所必须要独立客观地发布鉴定报告。但是由于鉴定结果会涉及相关当事人的利益，如若发布有违独立性和客观性的鉴定报告，或有可能影响公司司法鉴定业务的公信力。

**图表 22：迪安诊断组织架构图**


来源：公司公告，齐鲁证券研究所（绿色部分代表正在申请医疗机构执业许可证的实验室或在建实验室）

**图表 23: 迪安诊断财务预测简表**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业总收入	263	343	482	712	958	1,263	货币资金	59	84	341	384	439	514
增长率	47.65%	30.4%	40.6%	47.5%	34.6%	31.8%	应收账款	62	80	123	149	201	265
营业成本	-170	-220	-314	-460	-615	-808	存货	21	25	39	48	63	83
% 销售成本	64.6%	64.2%	65.1%	64.7%	64.2%	64.0%	其他流动资产	4	4	45	38	67	76
毛利	93	123	168	252	343	455	流动资产	147	192	548	618	770	937
% 销售成本	35.4%	35.8%	34.9%	35.3%	35.8%	36.0%	% 总资产	82.0%	82.2%	91.2%	91.8%	93.6%	95.3%
营业税金及附加	-2	-1	-2	-3	-5	-6	长期投资	0	0	0	0	0	0
% 销售成本	0.9%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	固定资产	21	26	34	36	34	28
营业费用	-24	-33	-50	-74	-100	-129	% 总资产	11.7%	11.0%	5.7%	5.3%	4.1%	2.8%
% 销售成本	9.2%	9.7%	10.4%	10.5%	10.5%	10.3%	无形资产	8	11	9	10	9	9
管理费用	-44	-53	-73	-109	-147	-191	非流动资产	32	42	53	55	52	47
% 销售成本	16.6%	15.5%	15.2%	15.3%	15.3%	15.1%	% 总资产	18.0%	17.8%	8.8%	8.2%	6.4%	4.7%
息税前利润 (EBIT)	23	35	43	65	91	128	资产总计	179	234	601	673	823	983
% 销售成本	8.6%	10.2%	8.9%	9.1%	9.5%	10.2%	短期借款	31	15	0	0	0	0
财务费用	-3	-1	4	6	4	2	应付账款	23	42	99	99	155	189
% 销售成本	1.0%	0.3%	-0.8%	-0.8%	-0.4%	-0.2%	其他流动负债	11	15	20	30	40	53
资产减值损失	-1	0	0	-1	-1	-1	流动负债	65	72	119	130	195	242
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	3	2	5	5	5	5
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	68	74	124	135	200	247
营业利润	19	34	46	69	95	130	普通股股东权益	105	152	464	522	599	699
营业利润率	7.3%	9.9%	9.6%	9.7%	9.9%	10.3%	少数股东权益	5	8	13	16	24	37
营业外收支	1	4	3	3	4	4	负债股东权益合计	179	234	601	673	823	983
税前利润	20	38	49	72	99	134	<b>比率分析</b>						
利润率	7.6%	11.0%	10.2%	10.2%	10.3%	10.6%		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
所得税	-5	-8	-7	-11	-15	-20	<b>每股指标</b>						
所得税率	23.7%	21.0%	15.1%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益 (元)	0.924	0.846	0.826	0.629	0.831	1.097
净利润	15	30	42	61	84	114	每股净资产 (元)	5.676	3.961	9.085	5.676	6.507	7.604
少数股东损益	-2	-2	-1	4	7	13	每股经营现金净流 (元)	0.218	1.076	0.395	0.592	0.697	0.914
归属于母公司的净利润	17	32	42	58	76	101	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.300	0.000	0.000	0.000
净利率	6.5%	9.4%	8.7%	8.1%	8.0%	8.0%	<b>回报率</b>						
			37.1%	32.1%	32.0%	-100.0%	净资产收益率	16.29%	21.37%	9.09%	11.08%	12.77%	14.42%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	9.61%	13.84%	7.03%	8.59%	9.29%	10.26%
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	投入资本收益率	20.88%	30.31%	26.63%	35.61%	42.28%	48.94%
净利润	15	30	42	61	84	114	<b>增长率</b>						
少数股东损益	0	0	0	4	7	13	营业收入增长率	47.65%	30.40%	40.55%	47.55%	34.57%	31.83%
非现金支出	9	10	12	13	16	20	EBIT增长率	119.10%	53.98%	22.29%	51.50%	40.83%	40.69%
非经营收益	2	-1	-4	-3	-4	-4	净利润增长率	160.54%	88.78%	30.23%	37.06%	32.09%	32.01%
营运资金变动	-22	2	-30	-17	-32	-46	总资产增长率	61.25%	31.09%	156.43%	12.09%	22.19%	19.51%
经营活动现金净流	4	41	20	58	72	97	<b>资产管理能力</b>						
资本开支	13	17	22	11	9	10	应收账款周转天数	72.8	71.9	74.2	73.1	73.6	73.3
投资	0	0	0	0	0	0	存货周转天数	37.5	38.3	37.1	37.7	37.4	37.5
其他	0	0	-182	0	0	0	应付账款周转天数	45.6	46.2	53.8	50.0	51.9	51.0
投资活动现金净流	-12	-17	-204	-11	-9	-10	固定资产周转天数	26.7	24.8	22.7	18.0	13.3	8.9
股权募资	67	20	275	0	0	0	<b>偿债能力</b>						
债权募资	-10	-16	-15	0	0	0	净负债/股东权益	-25.00%	-43.15%	-71.45%	-71.31%	-70.56%	-69.75%
其他	-3	-2	-7	0	0	0	EBIT利息保障倍数	8.5	36.4	-11.1	-10.8	-22.8	-53.8
筹资活动现金净流	54	2	253	0	0	0	资产负债率	38.26%	31.73%	20.59%	20.02%	24.36%	25.12%
现金净流量	45	26	69	47	63	87							

来源: 齐鲁证券研究所

### 投资评级说明

**买入:** 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15% 以上

**增持:** 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%

**持有:** 预期未来 6-12 个月内波动幅度在 -5%+5%

**减持:** 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5% 以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。