

迪安诊断 (300244.SZ)
评级: 买入
前次: 买入
目标价 (元):
38.73-

联系人

分析师

陈景乐, CPA

曾晖

中小市值研究小组

S0740513010001

021-20315157

021-20315169

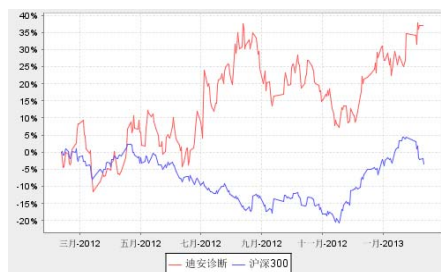
chenjl@r.qlzq.com.cn

zenghui@r.qlzq.com.cn

2013年2月26日

股权激励彰显信心
基本状况

总股本(百万股)	91.98
流通股本(百万股)	49.19
市价(元)	31.38
市值(百万元)	2886.33
流通市值(百万元)	1543.69

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	705.28	963.33	1,289.61
营业收入增速	30.40%	40.55%	46.18%	36.59%	33.87%
净利润增长率	88.78%	30.23%	40.73%	25.21%	38.04%
摊薄每股收益 (元)	0.85	0.83	0.65	0.81	1.12
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	44.13	35.25	25.53
PEG	0.00	1.78	1.08	1.40	0.67
每股净资产 (元)	3.96	9.09	5.69	6.50	7.62
每股现金流量	1.08	0.40	0.62	0.66	0.91
净资产收益率	21.37%	9.09%	11.34%	12.44%	14.65%
市净率	0.00	4.88	5.01	4.38	3.74
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

- 2013年2月27日, 公司发布2012年度业绩快报, 全年实现销售收入7.06亿元, 同比增长46%; 归属于上市公司股东的净利润为0.60亿元, 同比增长42%; 折合EPS0.65元, 略超我们的预期(0.63元)。同时公司公布了股权激励的草案。
- 首先, 从业绩快报来看, 此次EPS落在了预告0.62-0.66元的较上限。我们预计杭州实验室全年收入增速超过50%, 南京和上海实验室超过40%, 北京实验室超过80%, 随着实验室的日趋成熟, 净利润率的提升速度或超我们的预期。另外公司在2012年下半年收购的武汉和重庆实验室我们预计2013年开始就有望实现盈利。另外, 公司还公布了股权激励的草案, 本次激励计划的激励对象共273人, 均为公司的中高层管理人员、核心技术(业务)人员。公司拟向激励对象授予300万份股票期权, 首次授予272.52万份, 预留27.48万份。首次授予的股票期权的行权价格为31.38元。公司业绩的考核目标如下:

图表 1: 迪安诊断股权激励的考核目标

行权期	绩效考核目标
首次授予股票期权第一个行权期	2013年加权平均净资产收益率不低于12.50%; 以2012年净利润为基数, 2013年净利润增长率不低于20.00%
首次授予股票期权第二个行权期/ 预留股票期权第一个行权期	2014年加权平均净资产收益率不低于13.00%; 以2012年净利润为基数, 2014年净利润增长率不低于60.00%
首次授予股票期权第三个行权期/ 预留股票期权第二个行权期	2015年加权平均净资产收益率不低于13.50%; 以2012年净利润为基数, 2015年净利润增长率不低于120.00%

来源: 公司公告, 齐鲁证券研究所

- 我们对公司的股权激励方案业绩增速进行了简单测算，其中 2012 年的非经常性损益约为 162 万元（营业利润和利润总额之差），税后接近 138 万元，相应的可以计算出扣非后的净利润，那么 2013-2015 年的名义净利润增速分别为 20%、33%和 37%。然后我们按照公告中提及的期权费用，剔除期权费用的影响，公司实际的经营利润增速未来三年应该都将至少保持在 30%左右，显示了中高层管理人员对公司未来成长的信心。

图表 2：迪安诊断股权激励方案业绩增速测算

	2012	2013	2014	2015
扣非后归属于上市公司股东的净利润（万元）	5,876.12	7,051.34	9,401.79	12,927.46
名义增速 YOY (%)		20.0%	33.3%	37.5%
各年摊销期权费用(万元)		817.16	793.41	363.73
所得税率(%)		15%	15%	15%
税后各年摊销期权费用（万元）		694.59	674.40	309.17
剔除期权费用影响的扣非后净利润（万元）	5,876.12	7,745.93	10,076.19	13,236.63
实际经营增速 YOY (%)		31.8%	30.1%	31.4%

来源：公司公告，齐鲁证券研究所（各年摊销期权费用引用公告数据）

- 盈利预测与投资建议：**考虑到未来期权费用的摊销，我们小幅调整了公司的盈利预测，预计公司 2012-2014 年的营业收入分别为 7.05、9.63、12.90 亿元，同比增长 46.2%、36.6%、33.9%；归属母公司净利润分别为 0.59、0.74、1.03 亿元，同比增长 40.7%、25.2%、38.0%；对应 EPS 分别为 0.65 元、0.81 元和 1.12 元。目标价 38.73 元，依然给予“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

图表 3: 迪安诊断销售收入预测表

诊断服务						
销售收入 (百万元)	141.85	194.04	272.22	421.71	600.35	824.99
增长率 (YOY)	70.62%	36.80%	40.29%	54.91%	42.36%	37.42%
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	264.15	363.00
净利 (百万元)	13.68	23.24	26.89	58.72	97.77	151.13
净利率 (%)	9.64%	11.97%	9.88%	13.92%	16.29%	18.32%
少数股东损益 (百万元)	-1.63	-2.04	-2.52	3.60	7.72	14.00
	70%	16%	118%	67%	55%	40%
杭州迪安-2004/7/14						
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%
南京迪安-2007/4/26						
销售收入 (百万元)	39.13	43.47	63.50	91.58	128.21	179.50
增长率 (YOY)	65.07%	11.09%	35.71%	44.22%	40.00%	40.00%
净利 (百万元)	4.44	6.22	8.31	15.01	24.86	40.19
净利率 (%)	11.35%	14.31%	13.09%	16.39%	19.39%	22.39%
上海迪安-2008/3/5						
销售收入 (百万元)	16.79	19.43	30.93	44.90	62.86	88.00
增长率 (YOY)	200.81%	15.73%	59.18%	45.19%	40.00%	40.00%
净利 (百万元)	0.65	1.09	2.35	4.31	7.91	13.72
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	2.85	4.94
北京迪安-2008/4/1						
销售收入 (百万元)	9.37	14.88	25.79	47.96	67.15	94.01
增长率 (YOY)	336.81%	58.78%	73.35%	86.01%	40.00%	40.00%
净利 (百万元)	-1.52	-0.58	-0.99	6.18	10.74	17.86
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	5.26	8.75
温州迪安-2009/2/13						
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
淮安迪安-2009/6/8						
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%
济南迪安-2009/9/21						
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
沈阳迪安-2010/11/15						
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%
黑龙江迪安-2011/1/24						
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
佛山迪安						
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%
武汉迪安-2012/7/17						
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%
重庆迪安						
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
非诊断服务						
销售收入 (百万元)	121.41	149.23	210.25	283.58	362.98	464.61
增长率 (YOY)	27.59%	22.92%	40.89%	34.88%	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	64.51	82.58	105.70
净利 (百万元)	1.54	6.68	4.87	14.46	18.50	23.69
净利率 (%)	1.27%	4.48%	2.32%	5.10%	5.10%	5.10%

来源: 齐鲁证券研究所

图表 4: 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	705	963	1,290	货币资金	59	84	341	386	438	512
增长率	47.65%	30.4%	40.6%	46.2%	36.6%	33.9%	应收账款	62	80	123	147	202	270
营业成本	-170	-220	-314	-455	-617	-821	存货	21	25	39	47	63	84
% 销售成本	64.6%	64.2%	65.1%	64.5%	64.0%	63.7%	其他流动资产	4	4	45	38	67	77
毛利	93	123	168	250	347	469	流动资产	147	192	548	618	771	943
% 销售成本	35.4%	35.8%	34.9%	35.5%	36.0%	36.3%	% 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	-73	-100	-132	% 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%	10.4%	10.4%	10.2%	无形资产	8	11	9	10	9	9
管理费用	-44	-53	-73	-107	-153	-200	非流动资产	32	42	53	55	52	47
% 销售成本	16.6%	15.5%	15.2%	15.2%	15.9%	15.5%	% 总资产	18.0%	17.8%	8.8%	8.2%	6.4%	4.7%
息税前利润 (EBIT)	23	35	43	67	89	132	资产总计	179	234	601	673	823	990
% 销售成本	8.6%	10.2%	8.9%	9.4%	9.3%	10.2%	短期借款	31	15	0	0	0	0
财务费用	-3	-1	4	6	4	2	应付款项	23	42	99	98	156	192
% 销售成本	1.0%	0.3%	-0.8%	-0.9%	-0.4%	-0.2%	其他流动负债	11	15	20	30	40	54
资产减值损失	-1	0	0	-1	-1	-1	流动负债	65	72	119	128	196	246
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	133	201	251
营业利润	19	34	46	71	93	133	普通股股东权益	105	152	464	524	598	701
营业利润率	7.3%	9.9%	9.6%	10.1%	9.6%	10.3%	少数股东权益	5	8	13	16	24	38
营业外收支	1	4	3	3	4	4	负债股东权益合计	179	234	601	673	823	990
税前利润	20	38	49	74	97	137	比率分析						
利润率	7.6%	11.0%	10.2%	10.5%	10.0%	10.6%	每股指标						
所得税	-5	-8	-7	-11	-14	-21	每股收益 (元)	0.924	0.846	0.826	0.646	0.809	1.116
所得税率	23.7%	21.0%	15.1%	15.0%	15.0%	15.0%	每股净资产 (元)	5.676	3.961	9.085	5.693	6.502	7.618
净利润	15	30	42	63	82	117	每股经营现金净流 (元)	0.218	1.076	0.395	0.618	0.658	0.909
少数股东损益	-2	-2	-1	4	8	14	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.300	0.000	0.000	0.000
归属于母公司的净利润	17	32	42	59	74	103	回报率						
净利率	6.5%	9.4%	8.7%	8.4%	7.7%	8.0%	净资产收益率	16.29%	21.37%	9.09%	11.34%	12.44%	14.65%
			40.7%	25.2%	38.0%	-100.0%	总资产收益率	9.61%	13.84%	7.03%	8.82%	9.04%	10.37%
现金流量表 (人民币百万元)							投入资本收益率	20.88%	30.31%	26.63%	36.81%	41.13%	49.28%
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	增长率						
净利润	15	30	42	63	82	117	营业总收入增长率	47.65%	30.40%	40.55%	46.18%	36.59%	33.87%
少数股东损益	0	0	0	4	8	14	EBIT增长率	119.10%	53.98%	22.29%	55.74%	33.93%	47.60%
非现金支出	9	10	12	13	16	20	净利润增长率	160.54%	88.78%	30.23%	40.73%	25.21%	38.04%
非经营收益	2	-1	-4	-3	-4	-4	总资产增长率	61.25%	31.09%	156.43%	12.11%	22.21%	20.26%
营运资金变动	-22	2	-30	-16	-34	-49	资产管理能力						
经营活动现金净流	4	41	20	60	68	98	应收账款周转天数	72.8	71.9	74.2	73.1	73.6	73.3
资本开支	13	17	22	11	9	10	存货周转天数	37.5	38.3	37.1	37.7	37.4	37.5
投资	0	0	0	0	0	0	应付账款周转天数	45.6	46.2	53.8	50.0	51.9	51.0
其他	0	0	-182	0	0	0	固定资产周转天数	26.7	24.8	22.7	18.1	13.2	8.7
投资活动现金净流	-12	-17	-204	-11	-9	-10	偿债能力						
股权募资	67	20	275	0	0	0	净负债/股东权益	-25.00%	-43.15%	-71.45%	-71.55%	-70.40%	-69.29%
债权募资	-10	-16	-15	0	0	0	EBIT利息保障倍数	8.5	36.4	-11.1	-11.1	-22.3	-55.4
其他	-3	-2	-7	0	0	0	资产负债率	38.26%	31.73%	20.59%	19.81%	24.40%	25.35%
筹资活动现金净流	54	2	253	0	0	0							
现金净流量	45	26	69	49	59	88							

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。