

迪安诊断 (300244.SZ)
季报符合预期，期待“战略年”
评级： 增持
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

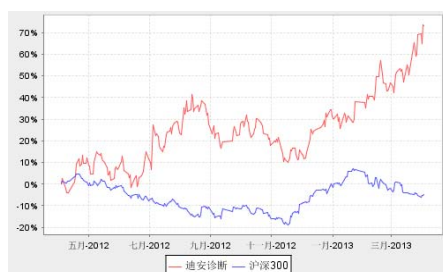
chenjl@r.qlzq.com.cn

zenghui@r.qlzq.com.cn

2013年4月19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)	38.65
市值(百万元)	3555.03
流通市值(百万元)	1901.32

股价与行业-市场走势对比

业绩预测

指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入 (百万元)	482.47	706.42	968.57	1,294.45	1,664.13
营业收入增速	40.55%	46.42%	37.11%	33.65%	28.56%
净利润增长率	30.23%	42.60%	24.18%	38.33%	35.25%
摊薄每股收益 (元)	0.83	0.65	0.81	1.12	1.52
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)	53.73	42.64	42.12	30.45	22.52
PEG	1.78	1.00	1.74	0.79	0.64
每股净资产 (元)	9.09	5.54	6.35	7.47	8.99
每股现金流量	0.40	0.28	0.74	0.32	0.42
净资产收益率	9.09%	11.82%	12.80%	15.04%	16.91%
市净率	4.88	5.04	5.39	4.58	3.81
总股本 (百万股)	51.10	91.98	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4月19日，公司公布2013年一季报，一季度实现营业收入1.87亿元，同比增长48.1%；归属于上市公司股东的净利润0.15亿元，同比增长26.8%；扣非后净利润0.14亿元，同比增长30.47%。一季度EPS0.17元。扣非后净利润增速符合我们此前一季度业绩前瞻的预期，净利润增速略低主要是因为2013年Q1的政府补贴（115万元）少于2012年Q1（174万元）。**
- **点评：**分业务板块来看，我们预计Q1诊断服务实现营业收入1.09亿元，同比增长51.91%；诊断产品实现营业收入0.78亿元，同比增长43.14%。其中在去年下半年新并购的武汉和重庆实验室一季度拉动业务额增长14.1个百分点，其余存量实验室收入平均增速预计超过37%。新增代理产品线欧蒙与梅里埃的产品拉动诊断产品业务增长14.59个百分点，罗氏的产品代理增速预计接近30%。公司净利润增速低于收入增速的主要原因是销售费用率同比增加了2.21个百分点，新增子公司尚处于培育期，市场拓展、网络渠道建设及相应人才储备等发生的费用超过收入的增幅。我们看到Q1沈阳、重庆和武汉实验室各自都亏损了100多万元。
- **未来看点：**
 - **稳步推进全国化扩张战略：**公司将继续以新建或并购方式保持每年新增2-3家实验室的全国扩张速度，积极整合资源缩短新点的培育周期。同时扩大对基层医疗机构的扶持力度。
 - **诊断项目的高端化发展：**以美国巨头Quest和Labcorp的发展历程为鉴，行业可持续发展的核心驱动力将来自于诊断检测不断向高端化高毛利的项目发展。公司将进一步加大新技术平台的高端检测项目研发能力，扩大特检领域的项目开展能力。

请务必阅读正文之后的重要声明部分

- **人才培养和激励:** 人才和技术水平是医学检验行业的核心竞争力。公司在 2013 年 2 月推出了股权激励计划, 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)人员等。2013-2015 年三年的净利率复合增速至少达到 30%。健全的激励约束机制, 促进了公司员工与企业利益的一致性, 也为未来公司的业绩提供了有力的保证。
- **盈利预测与投资建议:** 鉴于股权激励方案尚需经过股东大会的审议, 我们暂不调整之前的盈利预测, 预计公司 2013-2015 年的营业收入分别为 9.69、12.94、16.64 亿元, 同比增长 37.1%、33.6%、28.6%; 归属母公司净利润分别为 0.75、1.03、1.40 亿元, 同比增长 24.2%、38.3%、35.2%; 对应 EPS 分别为 0.81、1.12、1.52 元。目标价 38.73 元。由于目前市场价距离目标价的空间小于 15%, 公司短期估值过高, 我们暂将评级从“买入”调至“增持”, 但中长期依然看好公司的成长性。
- **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 1: 齐鲁证券对迪安诊断的系列报告

序号	日期	报告标题
01	2013 年 3 月 25 日	年报点评《业绩符合预期, 期待创新商业模式下的腾飞》
02	2013 年 2 月 26 日	公司点评《股权激励彰显信心》
03	2012 年 12 月 20 日	公司点评《创新商业模式引领公司快速成长》
04	2012 年 12 月 13 日	投资价值分析报告《第三方检验外包崛起时代的坚定成长者》
05	2012 年 06 月 27 日	中小市值专题研究报告《受益新医改, 独立医学实验室行业崛起》

来源: 齐鲁证券研究所

图表 2: 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)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业总收入	343	482	706	969	1,294	1,664	货币资金	84	341	278	498	645	806
增长率	30.40%	40.6%	46.4%	37.1%	33.6%	28.6%	应收账款	80	123	188	209	282	361
营业成本	-220	-314	-454	-616	-817	-1,046	存货	25	39	96	77	112	137
% 销售收入	64.2%	65.1%	64.3%	63.6%	63.1%	62.9%	其他流动资产	4	45	12	49	42	68
毛利	123	168	252	353	477	618	流动资产	192	548	574	833	1,082	1,373
% 销售收入	35.8%	34.9%	35.7%	36.4%	36.9%	37.1%	% 总资产	82.2%	91.2%	81.2%	102.2%	110.2%	112.7%
营业税金及附加	-1	-2	-2	-3	-3	-4	长期投资	0	0	0	0	0	0
% 销售收入	0.4%	0.5%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%	固定资产	26	34	60	-58	-143	-195
营业费用	-33	-50	-79	-116	-155	-195	% 总资产	11.0%	5.7%	8.5%	-7.1%	-14.5%	-16.0%
% 销售收入	9.7%	10.4%	11.2%	12.0%	12.0%	11.7%	无形资产	11	9	48	15	18	16
管理费用	-53	-73	-103	-149	-196	-246	非流动资产	42	53	133	-18	-100	-154
% 销售收入	15.5%	15.2%	14.6%	15.4%	15.1%	14.8%	% 总资产	17.8%	8.8%	18.8%	-2.2%	-10.2%	-12.7%
息税前利润 (EBIT)	35	43	68	85	123	173	资产总计	234	601	706	815	982	1,219
% 销售收入	10.2%	8.9%	9.7%	8.7%	9.5%	10.4%	短期借款	15	0	1	0	0	0
财务费用	-1	4	5	6	4	4	应付款项	42	99	137	162	204	268
% 销售收入	0.3%	-0.8%	-0.8%	-0.6%	-0.3%	-0.2%	其他流动负债	15	20	36	44	58	78
资产减值损失	0	0	-2	-2	-1	-1	流动负债	72	119	174	206	262	346
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	2	5	4	4	4	4
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	74	124	179	210	266	350
营业利润	34	46	72	89	126	176	普通股股东权益	152	464	509	584	687	827
营业利润率	9.9%	9.6%	10.1%	9.1%	9.7%	10.6%	少数股东权益	8	13	18	21	28	41
营业外收支	4	3	2	3	4	4	负债股东权益合计	234	601	706	815	982	1,219
税前利润	38	49	73	92	130	180							
利润率	11.0%	10.2%	10.4%	9.5%	10.0%	10.8%							
所得税	-8	-7	-14	-14	-19	-27							
所得税率	21.0%	15.1%	18.9%	15.0%	15.0%	15.0%							
净利润	30	42	59	78	110	153							
少数股东损益	-2	-1	-1	3	7	13							
归属于母公司的净利润	32	42	60	75	103	140							
净利率	9.4%	8.7%	8.5%	7.7%	8.0%	8.4%							
			24.2%	38.3%	35.2%	-100.0%							
现金流量表 (人民币百万元)							比率分析						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	30	42	59	78	110	153	每股指标						
少数股东损益	0	0	0	3	7	13	每股收益 (元)	0.846	0.826	0.654	0.813	1.124	1.520
非现金支出	10	12	21	2	-31	-64	每股净资产 (元)	3.961	9.085	5.535	6.348	7.472	8.992
非经营收益	-1	-4	-1	-3	-4	-4	每股经营现金净流 (元)	1.076	0.395	0.279	0.739	0.316	0.417
营运资金变动	2	-30	-54	-9	-46	-46	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
经营活动现金净流	41	20	26	71	36	51	回报率						
资本开支	17	22	43	-153	-118	-123	净资产收益率	21.37%	9.09%	11.82%	12.80%	15.04%	16.91%
投资	0	0	-32	0	0	0	总资产收益率	13.84%	7.03%	8.52%	9.17%	10.53%	11.47%
其他	0	-182	182	0	0	0	投入资本收益率	30.31%	26.63%	22.09%	67.15%	148.26%	237.69%
投资活动现金净流	-17	-204	107	153	118	123	增长率						
股权募资	20	275	3	0	0	0	营业总收入增长率	30.40%	40.55%	46.42%	37.11%	33.65%	28.56%
债权募资	-16	-15	0	-1	0	0	EBIT增长率	53.98%	22.29%	59.77%	23.98%	44.87%	40.76%
其他	-2	-7	-11	0	0	0	净利润增长率	88.78%	30.23%	42.60%	24.18%	38.33%	35.25%
筹资活动现金净流	2	253	-8	-1	0	0	总资产增长率	31.09%	156.43%	17.56%	15.47%	20.42%	24.11%
现金净流量	26	69	125	223	154	174	资产管理能力						
							应收账款周转天数	71.9	74.2	78.1	76.1	77.1	76.6
							存货周转天数	38.3	37.1	54.4	45.7	50.1	47.9
							应付账款周转天数	46.2	53.8	68.1	61.0	64.5	62.7
							固定资产周转天数	24.8	22.7	24.0	—	-28.7	-37.6
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-43.15%	-71.45%	-52.50%	-82.30%	-90.18%	-92.89%
							EBIT利息保障倍数	36.4	-11.1	-12.7	-14.2	-30.6	-45.9
							资产负债率	31.73%	20.59%	25.32%	25.78%	27.12%	28.76%

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。