

**迪安诊断 (300244.SZ)**
**与韩国 SCL 合作，迈入高端健康管理市场**
**评级： 增持**
**前次： 增持**
**目标价 (元)：**
**56-**

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

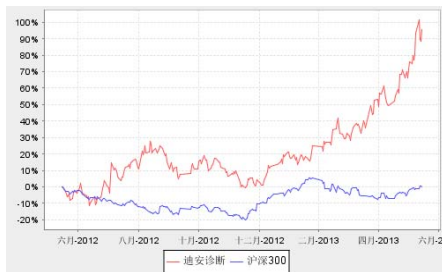
chenjl@r.qlzq.com.cn

zenghui@r.qlzq.com.cn

2013 年 5 月 31 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)	46.53
市值(百万元)	4279.83
流通市值(百万元)	2288.96

**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**

- 事件：**2013 年 5 月 31 日，公司发布与韩国财团法人首尔医科学研究所签署战略合作协议的公告。具体合作内容如下：1、探索和开发中国的健康体检市场；2、共同搭建中韩两国诊断技术研发和医学转化平台；3、韩国成熟诊断技术（产品）的引进和推广；4、加强中韩两国独立实验室发展的互动交流。
- 背景：**SCL 是韩国最大的医学独立实验室，已在韩国设立了 36 个营业所，可开展 3900 多项检测项目，服务于近 4000 家客户，独立医学实验室市场占有率位列韩国第一位。旗下从事体检业务的医疗法人 HANARO 医疗财团以进行一对一的健康服务管理为宗旨，拥有 PET-CT, MRI, 64ch MDCT 等高端设备，可提供遗传因子分析、骨髓及先天代谢等全面检查，单体体检收入位列韩国第一位。
- 点评：**我们认为通过此次合作，公司将正式进入高端体检领域，“大健康”战略平台的搭建得以完善。首先，从人口需求上来看，中国有 13 亿人口，城镇人口 7 亿，假设 10% 的城镇人口有体检需求，那么我国的体检人数将达 7000 万人，即使按照目前低端检查收费 300-400 元/次来计算，行业的市场容量也有望达到 210-280 亿元。其次，参与行业竞争的主要有公立医院体检中心和专业化的体检机构等。与专业机构相比，公立医院存在院内交叉感染的风险，而且医院本身的服务理念和服务质量存在劣势，因此专业化的体检机构将是未来行业发展的胜出者。公司采取与 SCL 合作的模式进入高端体检市场，可以借助于后者的品牌优势和成熟的管理经验，迅速在中国市场崛起。
- 本次合作还有助于提高公司的诊断水平与实验室运营管理能力，促进诊断项目的多样化及诊断技术的先进性。公司目前可开展 1000 多项检测项目，而 SCL 公司可开展 3900 多项，且其独立医学实验室业务位列韩国市场第一位，是韩国市场成功的典范。与其合作，将加快公司独立实验室业务的发展。**

- **盈利预测与投资建议:** 鉴于此框架协议尚有不不确定性, 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。目标价上调至 56 元, 维持“增持”的投资评级。
- **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 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 4 月 19 日	一季报点评《季报符合预期, 期待“战略年”》
02	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》
03	2013 年 2 月 26 日	公司点评《股权激励彰显信心》
04	2012 年 12 月 20 日	公司点评《创新商业模式引领公司快速成长》
05	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》
06	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)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业总收入	343	482	706	969	1,294	1,664
增长率	30.40%	40.6%	46.4%	37.1%	33.6%	28.6%
营业成本	-220	-314	-454	-616	-817	-1,046
% 销售成本	64.2%	65.1%	64.3%	63.6%	63.1%	62.9%
毛利	123	168	252	353	477	618
% 销售成本	35.8%	34.9%	35.7%	36.4%	36.9%	37.1%
营业税金及附加	-1	-2	-2	-3	-3	-4
% 销售成本	0.4%	0.5%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-33	-50	-79	-116	-155	-195
% 销售成本	9.7%	10.4%	11.2%	12.0%	12.0%	11.7%
管理费用	-53	-73	-103	-149	-196	-246
% 销售成本	15.5%	15.2%	14.6%	15.4%	15.1%	14.8%
息税前利润 (EBIT)	35	43	68	85	123	173
% 销售成本	10.2%	8.9%	9.7%	8.7%	9.5%	10.4%
财务费用	-1	4	5	6	4	4
% 销售成本	0.3%	-0.8%	-0.8%	-0.6%	-0.3%	-0.2%
资产减值损失	0	0	-2	-2	-1	-1
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	34	46	72	89	126	176
营业利润率	9.9%	9.6%	10.1%	9.1%	9.7%	10.6%
营业外收支	4	3	2	3	4	4
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)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	30	42	59	78	110	153
少数股东损益	0	0	0	3	7	13
非现金支出	10	12	21	2	-31	-64
非经营收益	-1	-4	-1	-3	-4	-4
营运资金变动	2	-30	-54	-9	-46	-46
经营活动现金净流	41	20	26	71	36	51
资本开支	17	22	43	-153	-118	-123
投资	0	0	-32	0	0	0
其他	0	-182	182	0	0	0
投资活动现金净流	-17	-204	107	153	118	123
股权募资	20	275	3	0	0	0
债权募资	-16	-15	0	-1	0	0
其他	-2	-7	-11	0	0	0
筹资活动现金净流	2	253	-8	-1	0	0
现金净流量	26	69	125	223	154	174
资产负债表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	84	341	278	498	645	806
应收款项	80	123	188	209	282	361
存货	25	39	96	77	112	137
其他流动资产	4	45	12	49	42	68
流动资产	192	548	574	833	1,082	1,373
% 总资产	82.2%	91.2%	81.2%	102.2%	110.2%	112.7%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	26	34	60	-58	-143	-195
% 总资产	11.0%	5.7%	8.5%	-7.1%	-14.5%	-16.0%
无形资产	11	9	48	15	18	16
非流动资产	42	53	133	-18	-100	-154
% 总资产	17.8%	8.8%	18.8%	-2.2%	-10.2%	-12.7%
资产总计	234	601	706	815	982	1,219
短期借款	15	0	1	0	0	0
应付款项	42	99	137	162	204	268
其他流动负债	15	20	36	44	58	78
流动负债	72	119	174	206	262	346
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	2	5	4	4	4	4
负债	74	124	179	210	266	350
普通股股东权益	152	464	509	584	687	827
少数股东权益	8	13	18	21	28	41
负债股东权益合计	234	601	706	815	982	1,219
比率分析						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
每股指标						
每股收益 (元)	0.846	0.826	0.654	0.813	1.124	1.520
每股净资产 (元)	3.961	9.085	5.535	6.348	7.472	8.992
每股经营现金净流 (元)	1.076	0.395	0.279	0.739	0.316	0.417
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	21.37%	9.09%	11.82%	12.80%	15.04%	16.91%
总资产收益率	13.84%	7.03%	8.52%	9.17%	10.53%	11.47%
投入资本收益率	30.31%	26.63%	22.09%	67.15%	148.26%	237.69%
增长率						
营业总收入增长率	30.40%	40.55%	46.42%	37.11%	33.65%	28.56%
EBIT增长率	53.98%	22.29%	59.77%	23.98%	44.87%	40.76%
净利润增长率	88.78%	30.23%	42.60%	24.18%	38.33%	35.25%
总资产增长率	31.09%	156.43%	17.56%	15.47%	20.42%	24.11%
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。