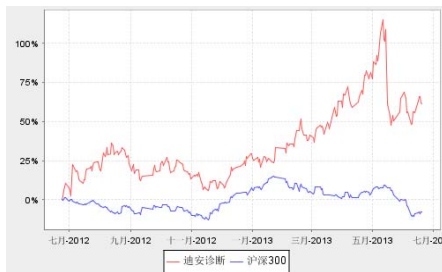


迪安诊断 (300244.SZ)
半年报超预期，继续看好迪安创新商业模式下的腾飞

评级: 买入 **前次: 增持**
目标价(元): 46.34-47.61
 联系人: 陈景乐, CPA 分析师: 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7月8日

基本状况

总股本(百万股)	119.57
流通股本(百万股)	63.95
市价(元)	37.38
市值(百万元)	4469.68
流通市值(百万元)	2390.50

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	1,033.01	1,356.13	1,739.40
营业收入增速	40.55%	46.42%	46.23%	31.28%	28.26%
净利润增长率	30.23%	42.60%	33.01%	38.55%	39.24%
摊薄每股收益(元)	0.83	0.65	0.67	0.93	1.29
前次预测每股收益(元)	—	—	0.62	0.86	1.17
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	51.13	36.90	26.50
PEG	1.78	1.00	1.55	0.96	0.68
每股净资产(元)	9.09	5.54	4.93	5.86	7.15
每股现金流量	0.40	0.28	0.68	0.73	1.14
净资产收益率	9.09%	11.82%	13.59%	15.84%	18.07%
市净率	4.88	5.04	6.95	5.85	4.79
总股本(百万股)	51.10	91.98	119.57	119.57	119.57

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 事件:** 2013年7月5日晚, 公司公布2013年半年度业绩预告, 归属于上市公司股东的净利润为4297.86-4604.85万元, 同比增长40%-50%, 大幅超出市场一致预期(28%-35%)。
- 点评:** 公司股权激励的授予日为2013年5月2日, 所以半年报中计提了两个月的期权费用, 我们估计期权费用约为265万元(全年1063.07万元)。剔除期权费用的影响, 我们预计2013年H1归属于上市公司股东的净利润约为4500-4800万元, 同比增速达到47%-57%。其中2013年Q2同比增速高达61%-77%, 大幅超过市场一致预期。我们预计2013年H1成熟实验室如杭州、南京、上海、北京等地的收入规模增速依然超过30%, 武汉、重庆等地的实验室也对诊断服务收入增长有所贡献, 另外由于沈阳、武汉和重庆实验室2013年Q1亏损额都在100万元以上, 随着公司整体的收入规模扩大, 亏损实验室的影响将呈递减趋势。另外诊断产品因为新增代理产品线德国欧蒙与法国梅里埃, 预计收入增速超过40%。
- 我们自2012年12月13日发布公司投资价值分析报告《第三方检验外包崛起时代的坚定成长者》以来, 公司股价已累计上涨95.3%, 短期来看公司的估值过高(2013年50倍以上), 但是我们提醒投资者注意, 迪安诊断是一个诊断技术领域的平台型企业, 致力于产业链上下游的合作整合和横向的并购。公司依托上游诊断产品代理, 有效降低客户与自身的原材料采购成本, 加强客户的黏性; 下游涉足高端体检领域, 从BtoB模式向BtoC模式迈进, 未来公司将借助韩国体检的运营管理经验, 与慈铭、爱康国宾等体检机构进行差异化竞争。横向通过合资控股(上海、北京等实验室)和参股(山西实验室)等模式, 借力当地代理商的客户资源优势, 迅速切入市场, 快速提升实验室盈利能力。另外, 公司也一直致力于检测外包服务之外的商业模式的创新, 包括司法鉴定业务、CRO业务、PPP(Public Private

Partnership)社区医疗外包业务以及承担两癌筛查等各项业务。我们看好公司在“战略年”的一系列战略布局，并最终完成从“蝶变”走向“腾飞”的战略规划。

- 盈利预测与投资建议：**考虑到公司临床检验外包业务的超预期，我们上调公司的盈利预测，预计公司2013-2015年的营业收入分别为10.33、13.56、17.39亿元，同比增长46.23%、31.28%、28.26%；归属母公司净利润分别为0.80、1.11、1.54亿元，同比增长33.01%、38.55%、39.24%；对应EPS分别为0.67、0.93、1.29元（前次0.62、0.86、1.17元）。根据**DCF绝对估值法和PEG相对估值法**，公司的合理价值区间为**46.34-47.61元**，较当前价格尚有**24%的空间**，将公司评级从“增持”上调至“买入”。

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5月31日	公司点评《与韩国SCL合作，迈入高端健康管理市场》
02	2013年4月19日	一季报点评《季报符合预期，期待“战略年”》
03	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》
04	2013年2月26日	公司点评《股权激励彰显信心》
05	2012年12月20日	公司点评《创新商业模式引领公司快速成长》
06	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》
07	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	1,033	1,356	1,739
增长率	30.40%	40.6%	46.4%	46.2%	31.3%	28.3%
营业成本	-220	-314	-454	-662	-878	-1,144
%销售收入	64.2%	65.1%	64.3%	64.0%	64.8%	65.8%
毛利	123	168	252	371	478	595
%销售收入	35.8%	34.9%	35.7%	36.0%	35.2%	34.2%
营业税金及附加	-1	-2	-2	-3	-4	-5
%销售收入	0.4%	0.5%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-33	-50	-79	-114	-129	-137
%销售收入	9.7%	10.4%	11.2%	11.0%	9.5%	7.9%
管理费用	-53	-73	-103	-161	-208	-254
%销售收入	15.5%	15.2%	14.6%	15.6%	15.3%	14.6%
息税前利润 (EBIT)	35	43	68	94	138	199
%销售收入	10.2%	8.9%	9.7%	9.1%	10.2%	11.4%
财务费用	-1	4	5	6	4	3
%销售收入	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	98	141	201
营业利润率	9.9%	9.6%	10.1%	9.4%	10.4%	11.5%
营业外收支	4	3	2	3	4	4
税前利润	38	49	73	101	145	205
利润率	11.0%	10.2%	10.4%	9.7%	10.7%	11.8%
所得税	-8	-7	-14	-17	-26	-36
所得税率	21.0%	15.1%	18.9%	17.0%	18.0%	17.5%
净利润	30	42	59	83	119	169
少数股东损益	-2	-1	-1	3	8	14
归属于母公司的净利润	32	42	60.19	80.06	110.92	154.44
净利率	9.4%	8.7%	8.5%	7.8%	8.2%	8.9%
				33.01%	38.55%	39.24%
现金流量表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	30	42	59	83	119	169
少数股东损益	0	0	0	3	8	14
非现金支出	10	12	21	19	17	17
非经营收益	-1	-4	-1	-3	-4	-4
营运资金变动	2	-30	-54	-17	-45	-45
经营活动现金净流	41	20	26	85	96	151
资本开支	17	22	43	-35	0	-5
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	35	0	5
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	120	96	156
资产负债表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	84	341	278	394	482	623
应收款项	80	123	188	223	296	377
存货	25	39	96	83	120	150
其他流动资产	4	45	12	53	45	74
流动资产	192	548	574	753	943	1,225
%总资产	82.2%	91.2%	81.2%	90.0%	93.0%	95.8%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	26	34	60	44	28	13
%总资产	11.0%	5.7%	8.5%	5.2%	2.8%	1.0%
无形资产	11	9	48	15	18	16
非流动资产	42	53	133	83	71	54
%总资产	17.8%	8.8%	18.8%	10.0%	7.0%	4.2%
资产总计	234	601	706	836	1,014	1,279
短期借款	15	0	1	0	0	0
应付款项	42	99	137	174	218	291
其他流动负债	15	20	36	47	62	85
流动负债	72	119	174	221	280	376
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	225	284	380
普通股股东权益	152	464	509	589	700	855
少数股东权益	8	13	18	22	30	44
负债股东权益合计	234	601	706	836	1,014	1,279
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	0.670	0.928	1.292
每股净资产 (元)	3.961	9.085	5.535	4.927	5.855	7.147
每股经营现金净流 (元)	1.076	0.395	0.279	0.685	0.731	1.143
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%	13.59%	15.84%	18.07%
总资产收益率	13.84%	7.03%	8.52%	9.58%	10.94%	12.08%
投入资本收益率	30.31%	26.63%	22.09%	35.88%	45.57%	59.50%
增长率						
营业总收入增长率	30.40%	40.55%	46.42%	46.23%	31.28%	28.26%
EBIT增长率	53.98%	22.29%	59.77%	37.28%	47.12%	44.01%
净利润增长率	88.78%	30.23%	42.60%	33.01%	38.55%	39.24%
总资产增长率	31.09%	156.43%	17.56%	18.39%	21.32%	26.07%
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	17.9	9.3	3.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-43.15%	-71.45%	-52.50%	-64.52%	-66.00%	-69.36%
EBIT利息保障倍数	36.4	-11.1	-12.7	-15.7	-34.5	-70.6
资产负债率	31.73%	20.59%	25.32%	26.95%	28.05%	29.73%

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。