

迪安诊断 (300244.SZ)

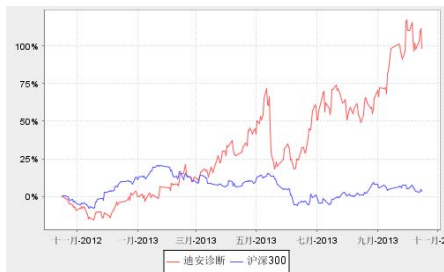
收购少数股东股权，加强资源整合

评级: **买入** 前次: **买入**
 目标价(元): **68.6-**
 分析师: 陈景乐, CPA 分析师: 曾晖
 S0740513070002 S0740513010001
 021-20315157 021-20315169
 chenjl@r.qlzq.com.cn zenghui@r.qlzq.com.cn
 2013年11月1日 中小市值研究小组

基本状况

总股本(百万股)	119.57
流通股本(百万股)	63.95
市价(元)	57.60
市值(百万元)	6887.46
流通市值(百万元)	3683.59

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	1,022.45	1,381.22	1,832.87
营业收入增速	40.55%	46.42%	44.74%	35.09%	32.70%
净利润增长率	30.23%	42.60%	40.08%	38.82%	39.75%
摊薄每股收益(元)	0.83	0.65	0.71	0.98	1.37
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	48.55	34.97	25.02
PEG	1.78	1.00	1.21	0.90	0.63
每股净资产(元)	9.09	5.54	4.96	5.94	7.31
每股现金流量	0.40	0.28	0.74	0.76	1.16
净资产收益率	9.09%	11.82%	14.21%	16.47%	18.71%
市净率	4.88	5.04	6.90	5.76	4.68
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10月31日晚, 公司发布收购上海迪安医学检验所有限公司(以下简称“上海迪安”)的少数股东股权以及增加实收资本的公告。公司将以自有资金收购自然人李斌和崔素娟所持有的上海迪安共计36%的720万股股权: 其中, 使用人民币400万元收购李斌持有的6%股权; 使用人民币2000万元收购崔素娟持有的30%股权。收购完成后上海迪安将成为杭州迪安的全资子公司。同时, 杭州迪安拟向上海迪安增加实收资本至人民币2000万元。
- 点评:** 上海迪安成立于2008年3月5日, 注册资本2000万元, 其中少数股东崔素娟女士是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; 李斌先生在上海从事医疗设备经营。我们认为此次少数股东股权收购的时间点和支付兑价合理。上海迪安2013年上半年营业收入3164万元, 同比增长49.10%; 净利润441万元, 同比增长89.41%。收入和利润增速都远远超过公司其他成熟实验室, 如杭州、北京、南京。同时上海迪安拥有ISO15189和NGSP(美国国家糖化血红蛋白标准化计划)的认可证书。不管从实验室技术能力和盈利能力来看, 目前都是收购少数股东股权的最佳时机, 也更利于公司加强资源整合, 提升单点盈利能力。另外按照上海迪安2012年净利润420万元计算, 36%的股权对应净利润151万元, 收购兑价仅为2012年16倍PE, 目前A股市场医疗服务板块的TTM整体估值为63倍PE, 公司支付兑价合理。
- 未来看点:** 上半年公司以参股方式投资设立了山西迪安, 按照公司每年2-3家的全国扩张策略, 不排除到今年年底仍有外延式布局的可能性; 其次, 在新业务拓展上, 今年下半年年末或明年年初公司的高端体检业务即将开业, 另外公司也已设立子公司, 正式涉足上游的分子诊断业务。作为国内最早上市的连锁制运营企业, 迪安诊断拥有品牌优势、资金优势以及卓越的运营管理能力。公司自上市以来, 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。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，如司法鉴定业务、CRO 业务、PPP(Public Private Partnership)社区医疗外包业务以及政府买单项目（两癌筛查）等业务。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：**基于本次收购的股权变更尚需经过工商变更登记等，我们暂时不调整盈利预测，预计公司 2013-2015 年的营业收入分别为 10.22、13.81、18.33 亿元，同比增长 44.7%、35.1%、32.7%；归属母公司净利润分别为 0.84、1.17、1.63 亿元，同比增长 40.08%、38.82%、39.75%；对应 EPS 分别为 0.70、0.98、1.37 元。鉴于公司所处的行业处于黄金增长期，我们给予公司一定的估值溢价，目标价 68.6 元，重申“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 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 10 月 23 日	季报点评《期待第三方医学检测业务的腾飞》
02	2013 年 10 月 14 日	研究简报《步入第三方医学检测服务的美好时代》
03	2013 年 8 月 15 日	半年报点评《布局“战略年”》
04	2013 年 7 月 8 日	研究简报《半年报超预期，继续看好迪安创新商业模式下的腾飞》
05	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》
06	2013 年 4 月 19 日	一季报点评《季报符合预期，期待“战略年”》
07	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》
08	2013 年 2 月 26 日	公司点评《股权激励彰显信心》
09	2012 年 12 月 20 日	公司点评《创新商业模式引领公司快速成长》
10	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》
11	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	1,022	1,381	1,833	货币资金	84	341	278	400	492	635
增长率	30.40%	40.6%	46.4%	44.7%	35.1%	32.7%	应收账款	80	123	188	221	301	398
营业成本	-220	-314	-454	-646	-878	-1,175	存货	25	39	96	81	120	154
%销售收入	64.2%	65.1%	64.3%	63.2%	63.5%	64.1%	其他流动资产	4	45	12	51	45	76
毛利	123	168	252	376	504	658	流动资产	192	548	574	753	959	1,263
%销售收入	35.8%	34.9%	35.7%	36.8%	36.5%	35.9%	%总资产	82.2%	91.2%	81.2%	90.0%	93.1%	95.9%
营业税金及附加	-1	-2	-2	-3	-4	-5	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	44	28	13
营业费用	-33	-50	-79	-113	-140	-172	%总资产	11.0%	5.7%	8.5%	5.2%	2.8%	1.0%
%销售收入	9.7%	10.4%	11.2%	11.1%	10.1%	9.4%	无形资产	11	9	48	15	18	16
管理费用	-53	-73	-103	-160	-211	-268	非流动资产	42	53	133	83	71	54
%销售收入	15.5%	15.2%	14.6%	15.6%	15.3%	14.6%	%总资产	17.8%	8.8%	18.8%	10.0%	6.9%	4.1%
息税前利润 (EBIT)	35	43	68	100	149	213	资产总计	234	601	706	837	1,030	1,317
%销售收入	10.2%	8.9%	9.7%	9.8%	10.8%	11.6%	短期借款	15	0	1	0	0	0
财务费用	-1	4	5	6	4	3	应付账款	42	99	137	170	218	299
%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	46	62	88
资产减值损失	0	0	-2	-2	-1	-1	流动负债	72	119	174	216	281	387
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期资产	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	220	285	391
营业利润	34	46	72	104	152	215	普通股股东权益	152	464	509	593	710	874
营业利润率	9.9%	9.6%	10.1%	10.2%	11.0%	11.7%	少数股东权益	8	13	18	23	34	51
营业外收支	4	3	2	3	4	4	负债股东权益合计	234	601	706	837	1,030	1,317
税前利润	38	49	73	107	156	219	比率分析						
利润率	11.0%	10.2%	10.4%	10.5%	11.3%	11.9%	每股指标	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
所得税	-8	-7	-14	-18	-28	-38	每股收益 (元)	0.846	0.826	0.654	0.705	0.979	1.368
所得税率	21.0%	15.1%	18.9%	17.0%	18.0%	17.5%	每股净资产 (元)	3.961	9.085	5.535	4.963	5.942	7.310
净利润	30	42	59	89	128	181	每股经营现金净流 (元)	1.076	0.395	0.279	0.736	0.763	1.158
少数股东损益	-2	-1	-1	5	11	17	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
归属于母公司的净利润	32	42	60.19	84.31	117.05	163.58	回报率						
净利率	9.4%	8.7%	8.5%	8.2%	8.5%	8.9%	净资产收益率	21.37%	9.09%	11.82%	14.21%	16.47%	18.71%
				40.08%	38.82%	39.75%	总资产收益率	13.84%	7.03%	8.52%	10.08%	11.37%	12.42%
现金流量表 (人民币百万元)							投入资本收益率	30.31%	26.63%	22.09%	38.56%	48.34%	60.56%
净利润	30	42	59	89	128	181	增长率						
少数股东损益	0	0	0	5	11	17	营业总收入增长率	30.40%	40.55%	46.42%	44.74%	35.09%	32.70%
非现金支出	10	12	21	19	17	17	EBIT增长率	53.98%	22.29%	59.77%	47.22%	48.40%	42.86%
非经营收益	-1	-4	-1	-3	-4	-4	净利润增长率	88.78%	30.23%	42.60%	40.08%	38.82%	39.75%
营运资金变动	2	-30	-54	-17	-50	-55	总资产增长率	31.09%	156.43%	17.56%	18.49%	23.05%	27.89%
经营活动现金净流	41	20	26	93	102	156	资产管理能力						
资本开支	17	22	43	-35	0	-5	应收账款周转天数	71.9	74.2	78.1	76.1	77.1	76.6
投资	0	0	-32	0	0	0	存货周转天数	38.3	37.1	54.4	45.7	50.1	47.9
其他	0	-182	182	0	0	0	应付账款周转天数	46.2	53.8	68.1	61.0	64.5	62.7
投资活动现金净流	-17	-204	107	35	0	5	固定资产周转天数	24.8	22.7	24.0	18.1	9.1	3.7
股权募资	20	275	3	0	0	0	偿债能力						
债权募资	-16	-15	0	-1	0	0	净负债/股东权益	-43.15%	-71.45%	-52.50%	-64.92%	-66.01%	-68.63%
其他	-2	-7	-11	0	0	0	EBIT利息保障倍数	36.4	-11.1	-12.7	-16.8	-37.3	-74.5
筹资活动现金净流	2	253	-8	-1	0	0	资产负债率	31.73%	20.59%	25.32%	26.33%	27.68%	29.73%
现金净流量	26	69	125	127	103	161							

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。