

浙江迪安诊断技术股份有限公司 2016 年面向合格投资者
公开发行公司债券

信用评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

概述

编号:【新世纪债评(2016)010371】

评级对象: 浙江迪安诊断技术股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券(本次债券/债项)

主体信用等级: AA

评级展望: 稳定

债项信用等级: AA(未安排增级)

评级时间: 2016 年 5 月 25 日

计划发行: 不超过人民币 8 亿元(含 8 亿元)

本期发行: 首期基础发行规模不超过 4 亿元(含 4 亿元)

存续期限: 不超过 10 年(含 10 年)

增级安排: 无

发行目的: 补充流动资金

偿还方式: 每年付息一次, 到期一次还本

主要财务数据及指标

项 目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 第一季度
金额单位: 人民币亿元				
母公司数据:				
货币资金	1.43	1.16	0.26	0.14
刚性债务	0.10	—	2.71	1.35
所有者权益	4.26	5.04	6.71	17.27
经营性现金净流入量	-0.09	0.11	0.15	0.52
合并数据及指标:				
总资产	8.11	11.09	22.92	32.05
总负债	2.22	4.07	12.33	9.90
刚性债务	0.30	1.31	6.50	3.21
所有者权益	5.90	7.02	10.59	22.15
营业收入	10.15	13.35	18.58	6.36
净利润	0.90	1.28	1.79	0.46
经营性现金净流入量	0.75	1.18	1.31	-0.97
EBITDA	1.43	1.89	2.84	—
资产负债率[%]	27.32	36.70	53.81	30.90
权益资本与刚性债务比率[%]	1966.05	536.13	162.79	690.57
流动比率[%]	291.95	200.37	100.28	182.64
现金比率[%]	125.83	77.17	20.18	33.27
利息保障倍数[倍]	45.77	171.03	11.09	—
净资产收益率[%]	16.12	19.80	20.31	—
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	37.67	37.53	16.01	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	7.47	-3.43	-72.38	—
EBITDA/利息支出[倍]	57.22	211.05	13.63	—
EBITDA/刚性债务[倍]	9.24	2.35	0.73	—

注: 根据迪安诊断经审计的 2013~2015 年及未经审计的 2016 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

贾飞宇 jfy@shxsj.com

陈思阳 csy@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

http://www.shxsj.com

评级观点

➤ 主要优势/机遇:

- **良好的外部环境。**在国内经济持续增长, 同时人口老龄化趋势加剧的大环境下, 体外诊断市场需求大幅增加; 现阶段国家对医疗领域的投入和政策支持力度加大, 迪安诊断面临的外部环境良好。
- **收入增幅较快。**近三年迪安诊断保持了 30% 以上的年度收入增幅, 经营业绩呈现良好的增长态势。
- **财务杠杆合理, 资产流动性好。**迪安诊断负债经营程度低, 同时公司主要对外投资均具有较强的变现能力, 资产流动性好。
- **融资渠道畅通。**迪安诊断银行授信充足, 且作为上市公司, 公司通过资本市场补充资金能力强, 融资渠道畅通。

➤ 主要风险/关注:

- **市场竞争风险。**目前我国第三方医学检验市场集中度较高, 呈现寡头垄断局面, 迪安诊断面临了一定的竞争压力。
- **对单一供应商依赖度高。**迪安诊断对罗氏诊断的采购占比占总采购额的一半以上, 面临了供应商集中度过高风险。
- **质量控制风险。**迪安诊断的主要业务是提供诊断服务外包, 诊断服务质量是影响公司业务承接的重要因素, 公司将持续面临质量控制风险。
- **市场拓展压力。**迪安诊断的诊断服务外包业务收入主要来源于公司总部所在的华东地区, 随着实验室在其他地区的逐步推广, 公司将面临较大的市场拓展压力。
- **投资风险。**2015 年开始迪安诊断加大了对外投资并购的力度, 相关项目投资规模较大, 需关注公司的资金压力及项目的投资风险。此外公司因对外投资增幅较大, 面临了一定的商誉减

值风险。

- **应收账款增幅较大。**近年来随着业务规模的扩大及合并范围的增加，迪安诊断应收账款规模逐年扩大，给公司带来了一定的资金压力及应收账款回收风险。
- **物业租赁风险。**迪安诊断及下属子公司全部采取租赁经营场所的方式实施经营，尽管绝大多数租赁房产的承租期均较长，且部分协议具有优先续租权条款，仍不能排除不确定性事件对公司业务运营可能造成的不利影响。

➤ 未来展望

通过对迪安诊断及其发行的本次债券主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为本次债券还本付息安全性很高，并给予本次债券 AA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本次评级所依据的评级方法是新世纪评级《新世纪评级方法总论》和《工商企业信用评级方法概论》。上述评级方法可于新世纪评级官方网站查阅。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级在本次债券存续期内有效。本次债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

浙江迪安诊断技术股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发 行公司债券

信用评级报告

一、公司概况

浙江迪安诊断技术股份有限公司（简称“迪安诊断”，“该公司”或“公司”）前身为成立于 2001 年的杭州迪安基因技术有限公司（后更名为杭州迪安医疗控股有限公司），由自然人陈海斌、赖翠英出资设立，初始注册资本 100 万元。2009 年出于业务发展需要，公司引入战略投资者上海复星平耀投资管理有限公司和天津软银欣创股权投资基金，并于次年整体变更设立为股份有限公司，同时更为现名，股本总额为 3600 万元。2011 年公司在深交所 A 股创业板挂牌上市（股票代码：300244.SZ），股本为 0.51 亿元；后经过资本公积转增股本、非公开发行股票等方式，截至 2016 年 3 月末，公司股本总额增至 3.04 亿元，其中自然人陈海斌持股 39.92%，为公司实际控制人。

2016 年 5 月 9 日，该公司实施了 2015 年度权益分派方案，以公司总股本 3.04 亿股为基数，向全体股东每 10 股派发现金股利 1 元人民币；同时进行资本公积金转增股本，以 3.04 亿股为基数向全体股东每 10 股转增 8 股，共计转增 2.43 亿股。权益分派股权登记日为 2016 年 5 月 6 日，除权除息日为 2016 年 5 月 9 日，分红后总股本增至 5.47 亿股。

目前该公司主要业务包括医学诊断服务外包和体外诊断产品代理，可开展包括生化、酶免、放免、PCR、荧光免疫、微量元素、微生物、染色体检测、骨髓细胞分析和组织病理、细胞病理及分子病理诊断等 2000 余项的医学诊断服务。公司目前业务已经遍布全国 20 余省，拥有超过 12000 家医疗机构客户，在国内第三方诊断市场处于领先地位。

二、债项概况

（一）本次债券概况

经董事会审批，根据该公司于 2016 年 5 月 6 日公告的公司债券发行预案，公司拟申请公开发行总额不超过人民币 8 亿元（含 8 亿元）的公

司债券，本期基础发行规模不超过 4 亿元（含 4 亿元），发行期限不超过（含）10 年。

图表 1. 拟发行的本次债券概况

债券名称:	浙江迪安诊断技术股份有限公司 2016 年面向合格投资者公开发行公司债券
总发行规模:	不超过人民币 8 亿元（含 8 亿元）
本期发行规模:	基础发行规模不超过 4 亿元（含 4 亿元）
本次债券期限:	不超过 10 年期（含 10 年）
债券利率:	固定利率
定价方式:	按面值发行
偿还方式:	采取单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本
增级安排:	无

资料来源：迪安诊断

（二）本次债券募集资金用途

该公司拟将本次公司债券募集资金扣除发行费用后全部用于补充流动资金。

三、宏观经济和政策环境

2016 年第一季度，中国宏观经济仍面临复杂的国际环境。美国经济总体上延续了复苏的态势，但经济增速略微放缓，且不确定性有所增加，导致其加息进程趋于谨慎。美国货币政策的转向对全球资本流动、汇率波动和证券市场的震动有所减弱。在量化宽松政策的刺激下，欧洲经济温和复苏，并且主权信用风险有所缓解，有利于欧盟政治、经济的整体稳定。日本的宽松货币政策对经济的刺激效应有所下降，而其经济的结构性问题短期内尚难解决。

2016 年第一季度，国际石油价格保持低迷，石油输出国的经济处于疲软状态，国家风险上升，全球以石油为基础的行业风险上升。新兴经济体中，印度维持了中高速的增长态势，俄罗斯在因乌克兰问题遭受以美国为代表的西方国家制裁、石油价格下跌等双重因素影响下，经济尚未出现实质性转折；巴西的经济增长和国别风险仍然较高。

在复杂的国际经济背景下，美国回归常规货币政策的步伐短期内偏向保守；欧洲为了促进经济增长，缓解主权债务风险和银行业的结构性危机，继续维持量化宽松的货币政策；日本将继续推行量化宽松和低利

率货币政策。新兴经济体将总体维持相对宽松的货币政策和积极的财政政策以刺激经济的增长。

2016 年第一季度，中国对外开放水平继续提高，人民币国际使用不断扩大、国际地位继续增强，资本项目可兑换进程持续推进。“一带一路”战略及与欧美的信息技术协议谈判增强了贸易、资本和技术往来。中国的这些区域和全球性的战略推进，将进一步推动中国经济和金融深度融入世界经济体系，为中国和世界经济增长发展提供了良好的政策、制度基础和组织保证。在中国提高对外开放水平的同时，国内长江经济带、京津冀协同发展等区域和省市经济建设、自贸区建设等都与对外开放进行了衔接。

2016 年第一季度，中国继续实施积极的财政政策和稳健中适度宽松的货币政策。在财政政策上，财政部继续推动各省市和计划单列的地方政府债券发行，对规范地方政府融资行为、防范和化解区域和地方政府债务风险发挥了积极的作用，中国地方政府债务的风险总体上仍然可控；在积极的财政思路下，本年中国财政赤字率升至 3%。在货币政策上，在进一步降息、降准空间有限的背景下，中国央行适当增加了基础货币投放的力度，在物价水平总体可控的条件下保证了市场的流动性、降低了实体经济的融资成本，有利于实体经济去库存、去产能的顺利推进。2016 年，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中宽松的货币政策。

在复杂的国际环境、对外开放水平不断提高、积极的财政政策和稳健中适度宽松的货币政策下，2016 年第一季度中国国内生产总值同比增速为 6.7%，仍然存在一定的下行压力，但是包括制造业 PMI、固定资产投资总额和 PPI 等重要数据均有一定的回暖，说明政府的稳增长、调结构的经济政策效力开始显现。从行业来看，以钢铁、水泥、有色金属、煤炭等为代表的产能过剩行业和以石油为基础的化工行业的风险仍然较高，信用风险和违约事件有所扩散，但总体依然可控。

中国经济本年仍将保持较大的下行压力，在刚性兑付不断打破、允许一些企业破产、去产能、去库存、去杠杆等的经济结构调整政策下，中国债券市场的信用风险和违约事件将呈现增加态势；在中国直接融资比例不断提高、证券市场不断发展的条件下，证券市场的波动对金融系统和实体经济的冲击会有所提高，但不至于引发系统性风险。

从中长期看，随着中国对外开放的不断提高，在中国供给侧改革、经济结构调整、产业升级、区域经济结构的优化、城镇化的发展、内需的扩大的条件下，中国经济仍将保持稳定的增长；在国际经济、金融形

势尚未完全稳定的外部环境下，在中国国内经济增长驱动力转变及产业结构调整 and 升级的过程中，中国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险，以及证券市场波动对金融、经济的冲击性风险。

四、公司所处行业及区域经济环境

该公司主营业务包括医学诊断服务外包和体外诊断产品代理，业务运营受体外诊断行业的发展情况、下游市场需求、相关产业政策及行业竞争者影响较大。

中国等发展中国家的体外诊断市场发展程度不高，人均体外诊断支出水平普遍较低；但随着中国经济的持续发展，人民收入水平不断提高，同时人口老龄化带来的市场需求持续扩大，体外诊断市场的发展空间较广阔。

► 体外诊断行业

体外诊断产品包括对人体样本（包括体液、细胞、组织样本等）进行收集、制备（定向处理）、检测的试剂仪器及分析系统。通常体外诊断市场主要分为四大类：生化试剂、免疫诊断、分子诊断、即时检验（POCT）。

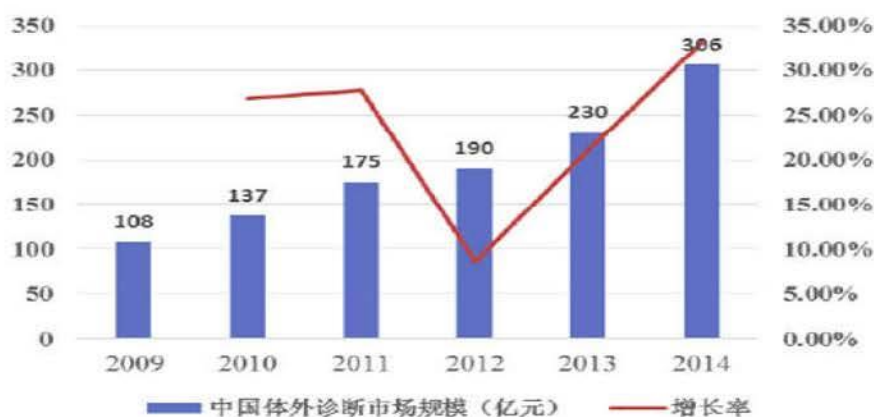
从世界体外诊断市场的分布情况看，发达国家收入及保障水平高于发展中国家，是全球主要的体外诊断市场，其中美国、西欧和日本为全球前三大体外诊断市场，市场份额分别为 41%、25%、9%。但发达国家市场相对成熟，发展较为平稳，预计未来增速在 2%-3%；而中国、印度等发展中国家人均体外诊断支出水平仍较低，随着经济生活水平提高，体外诊断处于较快发展，预计市场需求增速约为 10%，是全球体外诊断市场发展的主要推动力。

根据中国医药工业信息中心发布的《中国健康产业蓝皮书》（2015 版）显示，2014 年我国医疗器械市场总量达到 2760 亿元，根据市场规模占比来看，前三位的依次是医学影像学设备、体外诊断及检验产品（包括基因测序行业）、高值医学耗材及植入物，市场占比分别为 19%、16% 以及 13%。体外诊断行业已成为医疗器械市场的重要构成部分。

2014 年，我国体外诊断产品市场规模达到 306 亿元；预计 2019 年市场规模将达到 723 亿元，年均复合增长率高达 18.7%。对一些常见慢性疾病（如糖尿病等）的诊断普及、疾病筛查的推广以及未来基因测序

的应用则是中国体外诊断产品市场增长的主要动力。

图表 2. 2009 年以来中国体外诊断市场发展情况



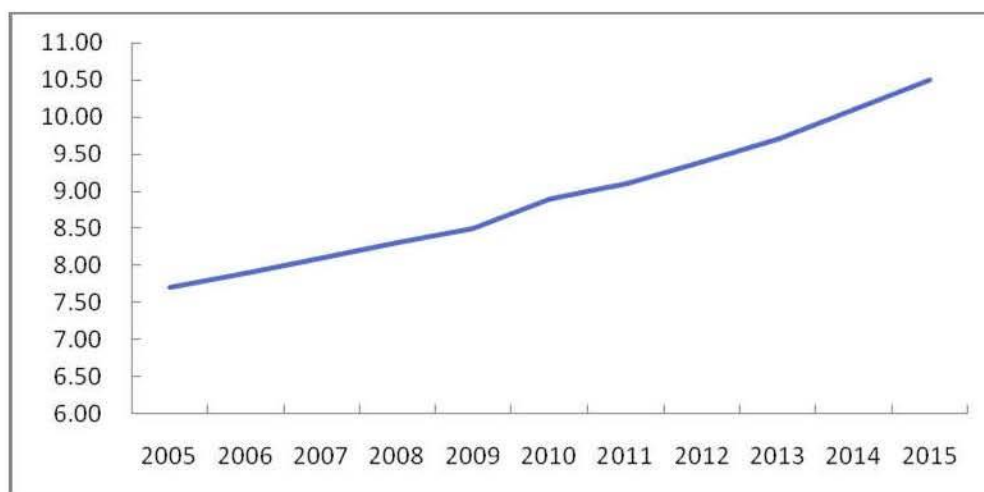
资料来源：中国医药工业信息中心

► 下游市场需求

人口老龄化一直是推动医疗卫生需求增长的最主要动力。卫生数据表明，65 岁以上老人两周患病率高达 39%，是 25-34 岁年龄段的 4 倍。根据《中国人口老龄化发展趋势预测研究报告》指出，中国是世界上老年人口最多的国家，约占全球老年人口总量的五分之一。从 2001-2020 年是快速老龄化阶段，我国已经进入老龄化社会，2015 年 65 岁人口达到 1.44 亿，占总人口比例达到 10.50%。2015 年，随着人口老龄化，消费升级以及新医改带来的支付能力持续提升，医疗服务行业延续了高速成长的发展态势。根据国家卫生和计划生育委员会发布的《2015 年 1-9 月全国医疗服务情况》统计，1-9 月，全国医疗卫生机构总诊疗人次达 56.8 亿人次，同比提高 2.8%。其中，医院 22.5 亿人次，同比提高 5.1%；基层医疗卫生机构 32.4 亿人次，同比提高 1.5%；其他机构 1.9 亿人次。医院中公立医院 20.1 亿人次，同比提高 4.5%；民营医院 2.5 亿人次，同比提高 10%。基层医疗卫生机构中：社区卫生服务中心（站）5.0 亿人次，同比提高 4.5%；乡镇卫生院 7.4 亿人次，同比提高 1.9%。

2015 年 1-9 月，全国医疗卫生机构出院人数达 15190.9 万人，同比提高 3.8%。其中：医院 11644.6 万人，同比提高 5.6%；基层医疗卫生机构 2881.2 万人，同比降低 1.1%；其他机构 665.1 万人。医院中公立医院 10137.3 万人，同比提高 4.5%；民营医院 1507.2 万人，同比提高 14.2%。

图表 3. 近五年我国 65 岁以上老人占总人口的比例 (单位: %)



资料来源:Wind 资讯

总体而言,我国医疗服务市场仍然处于长期稳定增长的趋势当中,需求端的持续放量趋势未发生改变。

近年来政府不断加大对医疗卫生领域的资金投入,且在医疗行业出台了多项改革政策,体外诊断市场面临了较好的外部发展机遇。

► 行业政府支出情况

医疗保健消费作为人们的基本需求,具有明显的刚性需求特征,且往往随着居民收入的增长优先得到满足,而政府也高度重视卫生事业的发展,逐年加大对卫生事业的财政投入,医疗服务行业发展迅速。2007 年我国卫生总费用首次突破 10000 亿元,达到 11289.5 亿元,2014 年全国卫生总费用达 35312.40 亿元,近十年,我国卫生总费用的复合年增长率达到 30%左右。

图表 4. 中国卫生费用情况 (单位: 亿元、%)

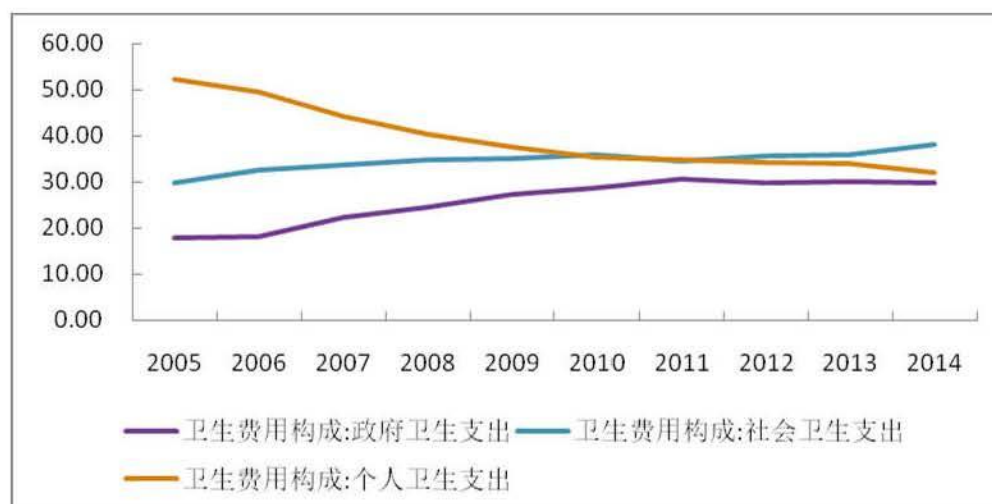


资料来源: Wind 资讯

国家卫生费用支出由政府卫生支出、社会卫生支出和个人卫生支出三部分组成，近年来随着我国政府加大了投入力度，政府支出占卫生总费用的比例逐年提升，个人支出比例逐年下降。2005 年我国卫生总费用中个人卫生支出比重高达 52.5%，政府预算卫生支出和社会卫生支出分别仅占 17.9%和 29.9%。到了 2014 年个人卫生支出的比重下降到 32.00%，政府预算和社会卫生支出的比重分别提高到 30.0%和 38.1%。

图表 5. 中国卫生费用结构变化情况

(单位：%)



资料来源：Wind 资讯

► 国家医疗行业改革政策

近期政府在医疗行业颁布了多项改革政策，2015 年 5 月国务院办公厅印发的《关于深化医药卫生体制改革 2014 年工作总结和 2015 年重点工作任务的通知》，提出全面推开县级公立医院综合改革、扩大城市公立医院综合改革试点、大力推进分级诊疗、促进社会办医加快发展等，并明确要求 2015 年所有公立医院改革试点城市和综合医改试点省都要开展分级诊疗试点工作。

2015 年 6 月国务院办公厅印发《关于促进社会办医加快发展若干政策措施》，该文从进一步放宽准入、拓宽投融资渠道、促进资源流动和共享、优化发展环境等四个方面，提出尽可能细化的政策措施，并鼓励地方开展差异化探索。其中在促进资源流动和共享一条中明确提出促进大型设备共建共享，推进医师多点执业，加强业务合作。

2015 年 9 月国务院办公厅印发《关于推进分级诊疗制度建设的指导意见》，提出分两步走的分级诊疗制度建设目标，计划在“十三五”期间基本实现。到 2017 年分级诊疗政策体系逐步完善；到 2020 年基本建立符合国情的分级诊疗制度。并明确提出到 2017 年基层医疗卫生机构诊疗

量占总诊疗量比例 $\geq 65\%$ 。意见明确提出探索设置独立的区域医学检验机构、病理诊断机构、医学影像检查机构、消毒供应机构和血液净化机构，实现区域资源共享。

总体看，政府近期推出的一系列医疗改革的相关政策和通知，为第三方诊断服务行业提供了良好的发展环境。

目前我国独立医学实验室行业呈现寡头垄断局面，该公司独立实验室业务在行业内处于领先地位，但该行业集中度高，公司仍面临了一定的竞争压力。

► 行业竞争情况

在生物医药领域，主要承担医疗机构或其他与医学检验相关的企业或机构检验外包业务被称作“独立医学实验室”（Independent Clinical Laboratory），又称“第三方检验”，核心是规模经济，即通过规模经济降低单位成本，获取成本优势、质量优势、技术优势，从而达到多方的共赢，减少医疗费用支出。

我国独立医学实验室起步较晚，21 世纪初才有第一家商业化独立医学实验室。但我国独立医学实验室发展迅速，2014 年市场规模 47.6 亿元，2015 年约为 75 亿元，近五年复合增长率 50% 以上。目前我国第三方医学检验市场呈寡头垄断的格局，据统计，我国独立医学实验室约有 200 余家，但大部分规模较小，区域性经营，或专注于特色检验项目。该公司、金域检验、艾迪康、达安基因是实行全国连锁经营且规模较大的综合性独立医学实验室，四家公司合计约占 70% 以上的市场份额。从市场占有率看，公司目前市场份额约占 15%-20%，在行业处于领先地位，但该行业集中度高，公司仍面临了一定的竞争压力。

五、公司自身素质

（一）公司产权状况

该公司为民营上市公司，陈海斌先生一直为公司实际控制人。

该公司自成立以来实际控制人一直为自然人陈海斌，2016 年 3 月末陈海斌持有公司股份占比为 39.92%¹，公司股权结构详见附录一。除公

¹ 2016 年 1 月 13 日，根据公司公告显示，截至公告披露日，陈海斌持有公司股份 101,714,677 股，占公司总股本的比例为 37.69%。其所持有上市公司股份累计被质押 44,265,658 股，占公司总股本的比例 16.4%。2016 年 1 月 26 日，陈海斌持股变更为 121,214,677 股，占公司总股本的比例为 39.92%。

司外，陈海斌无其他产业投资。

（二）公司法人治理结构

该公司根据法律法规要求，建立健全法人治理机制；关联交易金额不大，对公司业务影响较小。

该公司严格按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》、《深圳证券交易所创业板股票上市规则》、《深圳证券交易所创业板上市公司规范运作指引》等法律、法规和中国证监会有关法律法规等的要求规范运作，建立健全公司内部管理和控制制度。股东大会是公司的权力机构，它由全体股东组成，对公司重大事项进行决策，有权选任和解除董事，并对公司的经营管理有广泛的决定权。董事会是公司常设的经营决策机构，依法对股东大会负责。董事会由 9 名董事组成，包括 3 名独立董事，设董事长 1 人。监事会是公司常设的监督机构，由 3 名监事组成，其中职工监事 2 名，由公司职工民主选举产生。公司设总经理一名，由董事会聘任或解聘，负责公司日常经营工作。

该公司的关联交易主要是与联营、合营企业进行产品购销、提供服务等，公司未对合并口径外部企业提供担保。公司的关联交易根据市场价格协商定价，但交易金额较小，购销金额占同类交易金额的比例均不超过 2%，对公司业务影响较小。

（三）公司管理水平

该公司各项内控制度完善，有效保障了经营管理工作规范有序进行。

该公司根据自身经营管理以及业务发展的需要，设置了相关职能部门，各部门之间权责明确，部门设置和职责分工基本满足了公司日常经营管理的需要。公司组织架构详见附录二。截至 2015 年末，公司纳入合并范围的子公司合计 39 家，其中一级子公司 13 家。

该公司目前已搭建起较为完善的管理体系框架，分为战略管理、职能管理、监督管理和业务管理四大部分。同时制定了相应的管理制度和管理规章，如《投资管理标准》、《财务管理标准》、《运营管理标准》、《产品生产类管理标准》等。

投资管理方面，该公司依据投资业务阶段划分流程，将投资管理分为投资决策、投资实施、投后管理，对股权转让、增资、改制等涉及股权变化的对外投资行为进行约束。投资决策包含投资前期准备、投资立

项、尽职调查、投资方案设计。投资实施对从投资合同签订，到投资款项支付以及投资方案设计的整个过程进行管理。投资实施的过程是依据投资协议的相关条款进行的过程。投后管理是对投资项目多方面进行调整、匹配和融合的过程，要求投资项目负责人对投资项目连续跟踪三年。

财务管理从资金、核算、风险、人员等几方面考虑，对财务进行全面管理，负责统一制订财务基本管理制度和管理规章，核准各事业板块、各子公司成本核算、费用核销、资产管理等各项日常财务操作规范。主要包括会计核算制度、财务管理制度、人员管理制度、责任考核制度等。资金管理方面，公司实行资金集中管理，集团资金授信、各子公司对外资金支付授权、银行账户的开设及注销、子公司资金拆借及子公司间的资金调剂等事项由公司统一办理及审批；资金的日常管理，资金收支计划编制，资金收支业务核算则由子公司负责。

运营管理方面，该公司根据中长期发展战略需要，组织指导、协助执行企业经营计划，发挥运营协调、风险监督、项目管理及跟踪等管理职能，为公司有序经营及良好发展提供保障和支持。公司制定的《运营管理制度》对子公司、运营项目管理和内部运营管理流程进行了规范。

产品生产类管理从人员管理、行政管理、环境、职业健康和安全、财务管理、设备、设施、工作环境管理、采购管理、设计和开发管理、生产过程管理、产品销售市场管理、客户投诉、不良事件管理、质量保证和质量控制管理、不合格品控制、外部信息传递等模块开展，将各模块的管理活动严密组织并进行控制，形成完整的管理机制。

总体看，该公司搭建了较完善的管理体系框架，并制定了相应的管理制度和管理规章，有效保障了经营管理工作规范有序进行。

（四）公司经营状况

得益于下游行业日益增长的市场需求和国家对行业扶持力度的加大，该公司近年来业务扩张迅速，收入规模逐年大幅增长。经过多年的经营，公司已形成了稳定的上下游业务链，2015 年以来公司通过对外投资并购进一步延伸产业链，行业竞争力得到增强。但公司对单个供应商依赖程度较高，面临了一定的经营风险。

该公司原主要从事体外诊断产品代理业务，2003 年起开始进入第三方检测市场开展诊断服务外包业务。经过多年的经营，公司已成为国内诊断项目开展最齐全的医学诊断服务运营商之一，现阶段诊断服务外包

已超过诊断产品代理成为公司最主要的收入及盈利来源。

受益于下游市场需求的扩大及国家产业政策的支持，近年来该公司业务扩张速度较快，2015 年以来公司加大对外投资力度，进一步进行产业链延伸。2013-2015 年公司实现营业收入 10.15 亿元、13.35 亿元和 18.58 亿元，年收入增长率均超过 30%。

图表 6. 公司最近 3 年营业收入构成分析

业务类别/金额 (万元)	2013 年度	2014 年度	2015 年度
诊断服务	61926.00	82942.80	107961.26
诊断产品	39621.44	50231.71	76254.35
健康体检	--	335.50	1574.10
冷链物流	--	--	28.38
合计	101547.44	133510.01	185818.09
毛利率 (%)	2013 年度	2014 年度	2015 年度
诊断服务	48.42	48.04	46.40
诊断产品	19.43	18.58	16.38
健康体检	--	-132.90	-6.32
冷链物流	--	--	-46.56
综合毛利率	37.11	36.50	33.62

注：根据迪安诊断提供的数据整理

1. 业务模式

由于该公司的医学诊断服务外包业务和体外诊断产品代理业务的上游均为体外诊断产品生产厂商，下游均为各级医疗卫生机构。公司充分利用了自身的集中采购规模优势及上下游渠道优势搭建了医疗服务平台，将两大业务板块进行整合，目前已形成了“服务+产品”协调发展的格局。

图表 7. 公司主要业务情况

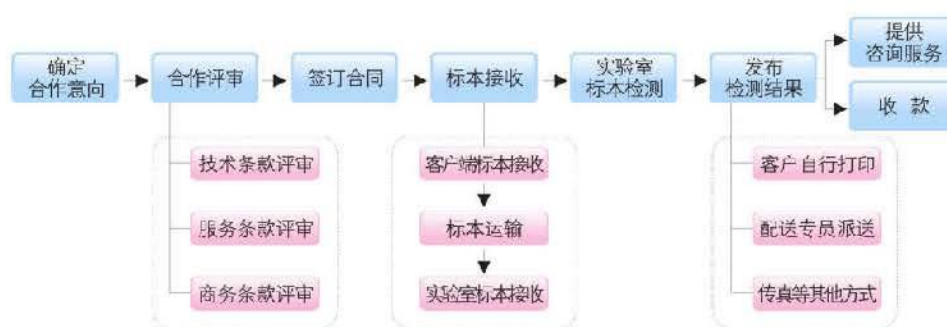
项目	项目	医学诊断服务外包	体外诊断产品代理
相同点	客户基础	医疗卫生机构	医疗卫生机构
	服务或产品用途	医疗诊断服务领域	医疗诊断服务领域
	采购和销售模式	上游均为体外诊断产品生产厂商、下游均为各级医疗卫生机构	上游均为体外诊断产品生产厂商、下游均为各级医疗卫生机构
不同点	服务或产品	由公司完成整个医学诊断服务工作	公司提供体外诊断产品及后续技术支持、维修、保养服务等，由客户完成整个医学诊断服务工作
	提供服务或产品的主体	由公司的独立医学实验室提供	由子公司迪安基因提供

数据来源：迪安诊断

1) 诊断服务外包

该公司诊断服务外包业务的经营主体为公司下属的各大独立实验室，包括杭州迪安医学检验中心有限公司（简称“杭州迪安”²）、南京迪安医学检验所有限公司（简称“南京迪安”）、上海迪安医学检验所有限公司（简称“上海迪安”）和北京迪安临床检验所有限公司（简称“北京迪安”）等。各独立实验室拥有专业设备及专业技术人员，可将相关医疗卫生机构的检验样本进行统一收集、整理、分析，最终得出检验结果，其盈利主要来源于向医疗卫生机构收取的医疗服务费。

图表 8. 公司诊断服务业务流程图



资料来源：迪安诊断

在业务推广上，该公司采取从长三角地区向外拓展的发展路径，目标城市为直辖市或省会城市，公司目前推行“4+4”的发展模式，按照业务规划，公司每年将新开 4 家独立实验室、在建 4 家独立实验室，单个实验室投资额在 2000 万元左右，建设周期为一年。截至 2015 年末公司已建成 21 家独立实验室，在建 5 家实验室。

该公司诊断服务外包业务可提供的主要检验科目包括生化检验、病理检验、免疫检验、PCR 检验等，主要检验设备均来自国外进口，设备利用率根据下游业务布局及市场需求的变化呈现出一定的波动性，但整体处于较高水平。现阶段诊断服务业务利润来源于收取的服务费，收费标准由独立实验室所在地的物价局核定。

图表 9. 2013 年-2016 年一季度公司主要检验设备利用率情况

主要检验科目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年第一季度
PCR	64.90%	67.96%	88.18%	76.08%
病理	75.09%	89.09%	77.17%	77.04%
免疫	59.91%	62.50%	70.58%	71.11%
生化发光	81.96%	81.07%	79.09%	78.87%

数据来源：迪安诊断

²杭州迪安承担了公司对下属各大独立实验室的管理职能，为公司一级子公司，其他独立实验室为二级子公司。

由于试验样本对物流运输的要求很高，为此该公司搭建起了较为完善的冷链物流系统，各子公司设立专门的物流配送服务部门，主要负责本公司所管辖区域内的物流配送服务；公司根据交通圈与城际间的距离分设多个物流服务区域，并以物流服务区域为单位，由专业的物流配送人员提供快速、高效的服务。公司物流配送服务半径基本可覆盖实验室所在城市为中心的四百公里范围以内，截至 2015 年末公司拥有物流人员 677 人，物流运输车 87 辆。

2015 年该公司基于冷链运输物流队伍的专业能力，以及打造专业第三方冷链物流一站式服务提供商的设想，组建了杭州深海冷链物流有限公司（简称“深海物流”），深海物流专注于临床标本、诊断试剂、医药、实验动物、疫苗、高致病菌株等领域的冷链运输，采用“绿色、环保、优质、集约”的保温蓄冷技术，实施多温共配、实时监测、全程封闭一体化的智能冷链物流运作模式。根据业务定位，冷链物流将成为公司一个独立的业务板块，从 2015 年的收入统计看，由于公司的诊断服务部门尚未开始向物流公司支付运输费用，物流板块业务暂时为亏损状态。

2) 诊断产品代理

诊断产品代理是该公司成立初期就已开展的业务，其经营主体为杭州迪安基因工程有限公司（简称“迪安基因”）。公司是国内最早从事基因诊断技术研发和服务的专业机构之一，具有药品经营许可证并通过《药品经营管理质量规范》(GSP)质量认证。

该公司已获得罗氏诊断产品（上海）有限公司（简称“罗氏诊断”³）、法国梅里埃、QIAGEN（凯杰生物）、德国科宝等全球知名企业产品代理资质。诊断产品代理业务目前分为直接销售和联动销售两种模式，其中以联动销售模式为主，经营的主要产品包括各类生化分析仪器、免疫分析仪器、标本前处理系统、生化分析试剂、免疫分析试剂等。

图表 10. 公司诊断产品业务模式

业务名称	盈利模式
直接销售	向客户销售所代理的体外诊断产品，其收入来源于体外诊断产品的销售收入，利润来源于体外诊断产品的进销差价
联动销售	免费向客户提供检验仪器（由罗氏诊断等设备供应商提供），盈利主要来源于后续的试剂销售收入及技术支持服务收入

数据来源：迪安诊断

³罗氏诊断为罗氏公司在上海设立的独资公司，罗氏公司始创于 1896 年 10 月，是一家在国际健康事业领域居世界领先地位，以科研开发为基础的跨国公司，总部位于瑞士巴塞尔，业务主要涉及药品、医疗诊断、维生素和精细化工、香精香料等四个领域。

2. 采购

该公司目前采购的原材料包括试剂、设备和耗材，由于耗用量大，近年来试剂采购占比在 80%以上。公司充分利用自身的集中采购优势，建立起采购平台，根据产品的特性确定采购模式，对产品的特性与材质受运输条件限制的或采购量较少的，如个性化耗材和实验室用易碎品等，公司允许下属各实验室自行采购，其他产品原则上均由公司统一采购。

图表 11. 2013 年以来公司成本构成情况（单位：%）

序号	项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年第一季度
1	试剂	79.83	80.69	84.04	85.99
2	实验室人工工资	5.54	6.82	5.60	4.32
3	设备	1.41	1.40	1.31	1.56
4	物流费	5.75	5.56	5.30	6.18
	合计	92.53	94.47	96.25	98.05

数据来源：迪安诊断

作为罗氏诊断的一级代理商⁴，该公司对其业务依赖度较高，2013-2015 年公司从罗氏诊断采购金额占采购总额的比重分别为 56.58%、49.23%和 58.21%。此外，公司与北京欧蒙生物技术有限公司（简称“欧蒙生物”）、西门子医学诊断产品（上海）有限公司（简称“西门子诊断”）建立了长期稳定的合作关系，从近三年的情况看，公司从欧蒙生物和西门子诊断的采购占比均在 7%左右。

该公司在维护与传统大供应商的关系的同时，还积极拓展新的采购渠道，目前公司已拥有超过 1000 家供应商。公司拥有较完善的供应商管理体系，对于新增供应商，公司会对其相关资质进行考评，包括对各种经营许可证进行验证、考核规模、产量、研发投入等具体指标，同时公司会对中等规模的供应商（年采购次数超过两次，采购金额达到 20 万元以上）进行半年度及年度两次评审，参与评审的部门包括质量部门、市场部门、财务部门、审计部门等，以保障公司所采购产品的质量。

图表 12. 2013 年以来前五大供应商采购金额及占比情况

年度	排序	单位名称	金额（万元）	占采购总额比重
2013 年	1	罗氏诊断产品(上海)有限公司	29090.66	56.58%
	2	北京欧蒙生物技术有限公司	2593.60	5.04%
	3	梅里埃诊断产品（上海）有限公司	1657.20	3.22%
	4	西门子医学诊断产品（上海）有限公司	1409.02	2.74%

⁴ 目前罗氏诊断在浙江区域拥有三家一级代理商，其中公司占了 75%以上的份额。

年度	排序	单位名称	金额(万元)	占采购总额比重
	5	孝感宏翔生物器械技术有限公司	734.09	1.43%
年度	排序	单位名称	金额(万元)	占采购总额比重
2014 年	1	罗氏诊断产品(上海)有限公司	37860.81	49.23%
	2	北京欧蒙生物技术有限公司	4363.26	5.67%
	3	上海浩瑩医疗器械有限公司	2615.06	3.40%
	4	西门子医学诊断产品(上海)有限公司	2230.77	2.90%
	5	天津瑞盛鑫医疗器械科技有限公司	1523.40	1.98%
年度	排序	单位名称	金额(万元)	占采购总额比重
2015 年	1	罗氏诊断产品(上海)有限公司	63486.93	58.21%
	2	北京欧蒙生物技术有限公司	4753.56	4.36%
	3	西门子医学诊断产品(上海)有限公司	2662.03	2.44%
	4	天津世通机械进出口有限公司	2072.64	1.9%
	5	希森美康医用电子(上海)有限公司	1892.12	1.73%

数据来源：迪安诊断

采购结算方面，该公司与罗氏诊断的采购账期为 60 天，其他供应商一般为三个月。由于供应商也会对公司的订单量提出要求，公司会结合实际需求及供应商要求留有 30 天到 45 天不等的库存，一定程度上增加了公司的成本控制压力。

3. 销售

在客户发展上，该公司通过高品质的服务与组合营销策略，逐渐被三级医院所认知与接受，向三级医院提供高、精、尖及有特殊资质需求的服务，使独立医学实验室成为其有益补充；同时基于分级诊疗推进对基层医疗机构检验技术快速提升的要求，公司下沉资源，通过检验外包、管理服务咨询、集中采购平台等多样化业务模式，有效成为该类医疗机构提升诊疗水平的有效手段与技术补充。2015 年二级（不含二级）以下医疗机构数增至公司总客户数的 65%以上，业务贡献占比 40%左右，随首诊人群就医行为下沉，未来增量空间将有望进一步放大。此外，公司作为罗氏诊断、欧蒙生物和西门子诊断等的区域代理商，通过全国连锁的 12000 家医疗机构服务客户以直销及与二级代理商合作的形式拓宽业务渠道。

从客户地域划分来看，该公司客户主要集中于华东地区，其中大部分在浙江省内，随着公司业务区域的拓展，华北、东北等地区市场的业务占比也在逐渐提高。考虑到华东地区是公司总部所在地，公司在业务

拓展上拥有一定的便利条件，而对于新进入的市场能否实现预期的经济效益则存在一定的不确定性。

图表 13. 公司分地区业务收入情况表 (单位：万元、%)

分地区	2013 年		2014 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
华东	83597.40	82.32	108992.57	81.64	132751.16	71.45
华北	7639.04	7.52	9759.06	7.31	29776.44	16.02
东北	2732.77	2.69	4972.44	3.72	7228.63	3.89
华南	960.18	0.95	1789.31	1.34	2903.60	1.56
华中	3761.58	3.70	3657.03	2.74	4983.58	2.68
西北	--	--	--	--	1921.36	1.03
西南	2856.48	2.81	4339.59	3.25	6253.33	3.37

数据来源：迪安诊断

结算方面，该公司目前与下游客户的结算账期一般为 2-4 个月，省级医院销售账期在 1 个月左右，上下游结算期整体较为匹配，公司营运资金压力可控。

4. 研发

研发方面，该公司在杭州挂牌成立了省高新技术企业技术中心、省级高新技术企业研究开发中心、省级企业研究院，并在北京设立转化医学研究院等相关机构。公司现阶段以生命科学研究院为平台基础，吸引国内外领域内的专家学者携研究成果前来合作转化。同时，公司通过技术引进、合作开发、自主创新，针对肿瘤、慢性病、感染等临床有迫切需求的微生物快速诊断、个体化治疗、肿瘤、高血压、心血管、糖尿病及遗传病等重点疾病领域，打通技术平台，进行创新性的整合融并，确立了一系列富有特色、创新性足的课题，开展了大量科学研究与转化医学研究。

近年来该公司不断加大研发投入力度，研发人员数量和研发投入资金逐年增长，截至 2015 年末，公司共拥有研发人员 439 人，占公司人员总数的 11.06%。

图表 14. 公司研发投入情况

	2013 年	2014 年	2015 年
研发人员数量 (人)	231	338	439
研发人员数量占比 (%)	9.09	10.77	11.06
研发投入金额 (万元)	3335.28	5703.87	7818.24
研发投入占营业收入比例 (%)	3.28	4.27	4.21

数据来源：迪安诊断

5. 质量控制

影响该公司诊断质量的主要环节包括分析前、分析中与分析后。其中，分析前阶段样本的质量控制是检验全过程中最容易出现问题及最难控制的环节，主要包括：（1）患者的准备，包括患者状态、饮食要求、用药情况、采样体位、时间及样本类型等，是保证送检样本质量的内在条件及前提要求；（2）客户端的质量控制能力，包括客户医护人员的专业素质、质量控制意识与采样程序的过程控制等；（3）样本传递过程的质量控制，包括样本信息的准确性、样本保存温度控制、保存时间要求、样本传输安全性，以及其他运输过程中的不可抗力因素（如自然灾害、交通事故等）等，样本质量出问题，都将直接影响诊断结果出现偏离。

该公司在经营过程中树立全面质量管理的意识，严抓过程控制，针对分析前、分析中、分析后各个过程，都建立了完善的质量管理体系，并将质量管理体系与连锁化企业运营模式相结合，以保障各子公司的诊断质量得到有效控制。

诊断事故和纠纷处理方面，根据该公司的规章制度，统一由客户服务小组的工作人员与客户医院沟通，并记录有关诊断服务的质量异议或投诉，并将有关事宜移交各下属公司的品质保证部处理。各下属公司的品质保证部将跟进、调查、研究诊断服务质量异议或投诉的事实和原因并提出解决方案，如有需要，将上报公司并寻求技术支持。随后，公司将安排专人与客户医院作出解释，或进一步沟通解决方案，以妥善解决有关诊断服务质量的异议或投诉。

从服务质量执行情况看，2013-2015 年该公司诊断服务的投诉率分别为 0.0076%、0.0067%和 0.0040%，呈逐年下降趋势。截至 2015 年末，公司未发生较大的诊断服务质量的诉讼或仲裁。

6. 对外投资

除在全国范围内设立独立实验室外，2015 年该公司通过投资并购手段向相关产业进行延伸。现阶段公司对外投资的主要方向分为直接投资医疗健康产业和投资设立医疗健康产业基金两部分。

产业投资方面，2015 年该公司出资 2.64 亿元收购北京联合执信医疗科技有限公司（简称“北京执信”）55%的股权，出资 0.53 亿元收购金华市福瑞达科技有限公司（简称“金华福瑞达”）55.79%的股权，并将两家公司纳入合并范围，同时公司出资 2.33 亿元参股杭州博圣生物技术有限公司（简称“博圣生物”），被投资企业涉及健康管理、功能医学、产前筛查、检验设备代理等领域。此外公司还投资了境内外多个产业基金，

与产业投资相比，这部分投资规模相对较小，对公司未来的业务运营影响有限。

2016 年以来该公司进一步加大对外投资规模，陆续投资了上海观合医药科技有限公司、云南盛时迪安生物科技有限公司（简称“云南盛时”）、新疆元鼎医疗器械有限公司（简称“元鼎医疗”），并继续对金华福瑞达增资（拟持股比例达 70%），合计投资规模超过 5 亿元。

整体看，2015 年以来该公司对外扩张步伐加快，大规模的投资并购在一定程度上增强了公司的行业竞争力，但同时也使公司面临了较大的资金压力和投资风险。

图表 15. 2015 年以来公司主要对外投资情况 (单位：万元)

被投资企业	被投资企业 主营业务或投资 方向	期末投资 余额（截 止 2016 年 3 月末）	2015 年投 资收益	核算科目	投资资金来源
SV Han-Joong Bio-Health care Fund	医疗健康产业基金，该基金主要投向干细胞治疗、POCT 产品及 CRO 临床检验等领域。	2688.37	--	可供出售金融资产	自有资金
杭州睿泓 投资合伙 企业	医疗健康产业基金，投资对象主要为业内优秀的化学发光免疫生产企业和拥有自主研发技术的基因测序公司。	5000.00	--	可供出售金融资产	自有资金
杭州博圣 生物技术 有限公司	产前筛查	26420.17	2415.74	长期股权投资	自有资金
Bio Core Co Ltd	功能医学	3287.64	64.01	长期股权投资	自有资金
杭州迪桂 股权投资 管理合伙 企业（有 限合伙）	遴选与培育优秀标的企业，为公司推荐与储备项目，有效利用资本平台实现公司产业发展的可持续性。	4100.00	--	长期股权投资	自有资金
北京联合 执信医疗 科技有限 公司	医疗检验试剂、设备代理	26400.00	--	合并范围内	自有资金
上海观合 医药科技 有限公司	CRO 中心实验室	2000.00	--		自有资金
新疆元鼎 医疗器械 有限公司	医学实验室	33150.00	--	合并范围内	自有资金
金华福瑞 达科技有	医疗检验试剂、设备代理	9800.00	--	合并范围内	自有资金

被投资企业	被投资企业 主营业务或投资 方向	期末投资 余额（截 止 2016 年 3 月末）	2015 年投 资收益	核算科目	投资资金来源
限公司					
浙江迪安 美生健康 管理有限 公司	健康体检	2021.66	--	合并范围内	自有资金
云南盛时 迪安生物 科技有限 公司	医疗检验试剂、 设备代理	15300.00	--	合并范围内	自有资金

数据来源：迪安诊断

图表 16. 2015 年（末）公司主要对外投资企业核心财务数据（单位：万元）

被投资企业	资产总额	净资产	总收入	净利润	经营活动净现 金流
北京执信	32816.19	18996.37	71342.72	4353.30	-1507.13
博圣生物	35074.28	31396.43	38033.40	10625.33	6505.54
新疆元鼎	24959.69	13486.96	31148.32	6761.16	1302.85
金华福瑞达	6108.50	1452.97	10000.37	1471.19	627.81

数据来源：迪安诊断

（五）公司财务质量

立信会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2013-2015 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则（2006 版）、企业会计制度及其补充规定。

截至 2015 年末，该公司经审计的合并口径资产总额为 22.92 亿元，所有者权益为 10.59 亿元（其中归属于母公司所有者权益合计 9.27 亿元）；2015 年度公司实现营业收入 18.58 亿元，实现净利润 1.79 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润为 1.75 亿元）；当年经营活动产生的现金流量净额为 1.31 亿元。

截至 2016 年 3 月末，该公司未经审计的合并口径资产总额为 32.05 亿元，所有者权益为 22.15 亿元（其中归属于母公司所有者权益合计 19.50 亿元）；2016 年第一季度公司实现营业收入 6.36 亿元，实现净利润 0.46 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润为 0.40 亿元）；当期经营活动产生的现金流量净额为-0.97 亿元。

该公司收入规模逐年扩大，主业盈利情况较好，同时投资收益及政府补助也能提供一定利润补充。未来随着公司独立实验室布局的扩大及投资规模的增加，仍需关注后续投融资安排及并购项目盈利产出情况对

公司盈利的影响。

六、公司财务分析

（一）公司盈利能力

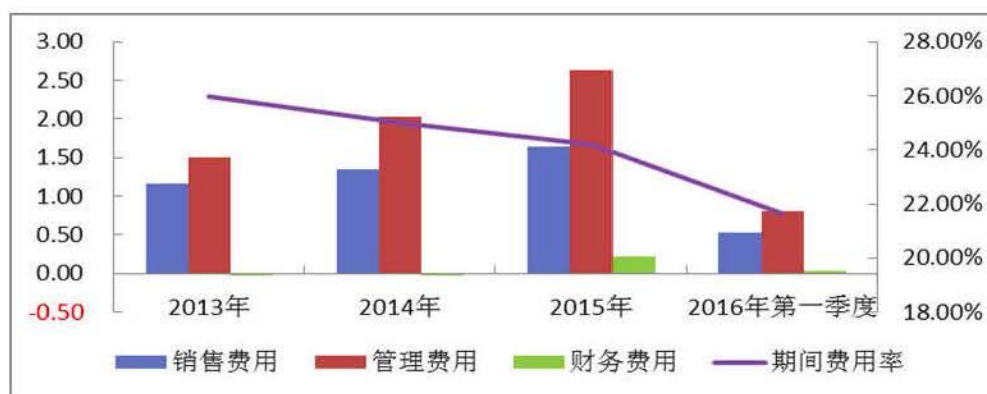
该公司收入规模逐年扩大，主业盈利情况较好，同时投资收益及政府补助也能提供一定利润补充。未来随着公司独立实验室布局的扩大及投资规模的增加，仍需关注非经常性损益对公司盈利的影响。

近年来该公司采取“4+4”模式在全国范围内推广设立独立实验室，随着独立实验室数量的增加，近三年公司营业收入持续快速增长，2013~2015 年公司营业收入分别为 10.15 亿元、13.35 亿元和 18.58 亿元，2016 年第一季度公司实现营业收入 6.36 亿元。从利润空间来看，2015 年公司整合收购北京执信、金华福瑞达后，对公司的业务结构产生了一定影响，2013-2015 年公司毛利率呈下降趋势，分别为 37.11%、36.50% 和 33.62%。

近年来独立实验室增加的同时也带来了该公司销售费用、管理费用的快速增长，导致期间费用规模逐年扩大，2013-2015 年分别为 2.64 亿元、3.34 亿元和 4.50 亿元，占营业收入的比例分别为 25.96%、25.01% 和 24.19%。未来随着公司各项业务的进一步拓展，预计期间费用仍将继续增长，费用控制情况将对其盈利产生较大影响。

图表 17. 公司期间费用及期间费用率变化情况

（单位：亿元）



注：根据迪安诊断提供的数据整理

该公司利润主要来源于主业盈利，2013-2015 年主业盈利占利润总额的比重分别为 97.99%、96.93%和 80.31%，同期公司投资收益分别为 -0.01 亿元、0.03 亿元和 0.26 亿元，公司 2015 年对外投资规模大幅增加，新增投资收益主要来源于对博圣生物的投资。2013-2015 年公司取得营

业外收入分别为 0.06 亿元、0.07 亿元和 0.21 亿元，主要为政府补助。公司现阶段整体盈利状况基本依靠主业经营，但未来随着公司业务链延伸及对外投资规模的增加，仍需关注投资收益等非经常性损益对公司盈利的影响。

得益于良好的主业盈利状况，该公司 2013~2015 年及 2016 年 1~3 月实现营业利润分别为 1.08 亿元、1.50 亿元、1.95 亿元和 0.53 亿元，净利润分别为 0.9 亿元、1.28 亿元、1.79 亿元和 0.46 亿元，呈现逐年增长态势。从资产获利情况来看，近三年公司总资产报酬率分别为 15.04%、15.96%和 13.60%，净资产收益率分别为 16.12%、19.80%和 20.31%，均处于较高水平，显示了公司较强的盈利能力。

图表 18. 公司 2013~2015 年及 2016 年 1~3 月主要盈利指标（单位：%）

指标名称	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月
营业利润率	10.66	11.25	10.47	8.28
净利润率	8.87	9.58	9.62	7.20
总资产报酬率	15.04	15.96	13.60	--
净资产收益率	16.12	19.80	20.31	--

注：根据迪安诊断提供的数据计算

（二）公司偿债能力

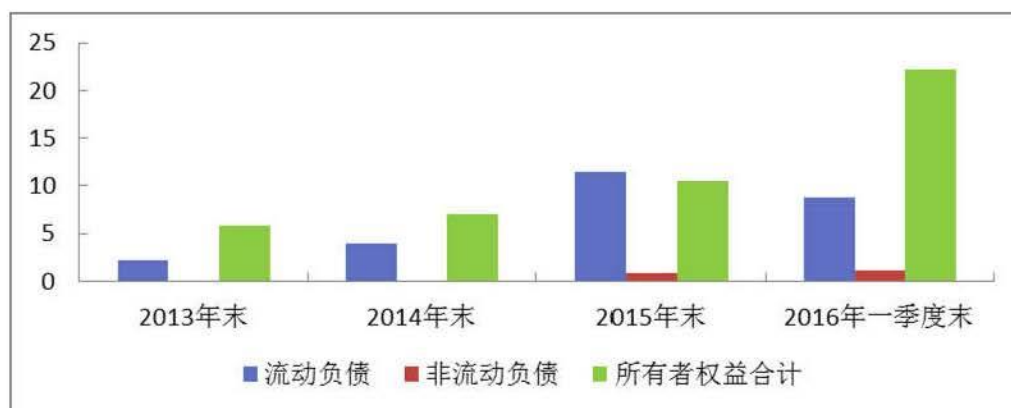
2015 年以来该公司对外投资规模扩大，债务规模有所扩张，公司通过资本市场增发筹集资金，使得财务杠杆仍维持在较低的水平。公司资产流动性较好，且融资渠道通畅，能够为债务偿付提供一定保障。

1. 债务分析

（1）债务结构

该公司上市后融资渠道得以拓宽，资金实力得到较大补充，上市初期资本市场筹集的资金及历年经营积累可满足业务发展资金需求，外部融资需求较小，其负债规模处于较低水平，2013 及 2014 年末，公司负债总额分别为 2.22 亿元和 4.07 亿元，2015 年公司加快扩张步伐，开始通过并购形式延伸产业链，资金需求量扩大，新纳入合并范围的公司增加也使得公司负债规模大幅增长，当年末负债总额上升至 12.33 亿元；2016 年第一季度，公司通过非公开发行股票筹集资金 9.87 亿元，并用募集资金偿还了部分银行借款，受益于资本实力的提升，公司资产负债率维持在较低水平，2013-2016 年一季度末分别为 27.32%、36.70%、53.81%和 30.90%。

图表 19. 公司 2013 年末以来的资金来源结构及变化趋势（单位：亿元）



注：根据迪安诊断提供的数据绘制

从债务构成情况来看，2013~2015 年末及 2016 年 3 月末，该公司长短期债务比分别为 2.51%、1.78%、8.06%和 13.06%，负债主要集中于短期。公司流动负债主要由短期借款、应付账款和其他应付款构成，主要随着业务规模的扩大而增长，2015 年末分别为 5.71 亿元、3.38 亿元和 0.82 亿元。应付账款为供应商给予的商业信用，其中账期在一年以内的款项占 98.82%；其他应付款为 0.82 亿元，主要为公司与少数股东的往来款和应付股权收购款，2016 年 3 月末其他应付款余额增至 2.54 亿元，系公司对外投资了新疆元鼎、云南盛时等公司，尚未支付的股权款项及新增控股子公司其他应付款余额合并增加所致。

近年来随着业务规模的扩大，该公司对外融资规模有所增加，公司现有刚性债务全部集中于银行借款，2013-2015 年末刚性债务余额分别为 0.3 亿元、1.31 亿元和 6.5 亿元；2016 年初公司非公开发行股票募集资金到位后，公司已偿还了部分短期借款，3 月末刚性债务余额下降至 3.21 亿元，即期偿付压力较小。

(2) 公司借款及应付债券情况

截至 2015 年末该银行借款包括短期借款 5.71 亿元和长期借款 0.80 亿元。公司主要借款方式是保证借款和抵押借款；借款主体主要为公司的下属子公司。2016 年 3 月末公司银行借款余额下降至 2.94 亿元，包括短期借款 1.89 亿元和长期借款 1.05 亿元，借款方式全部为保证借款。

图表 20. 公司 2015 年末银行借款情况

(单位：万元)

项目	短期借款	长期借款	合计
保证借款	36020.84	7970.00	43990.84
信用借款	19150.00	--	19150.00
质押借款	1900.00	--	1900.00

合计	57070.84	7970.00	65040.84
----	----------	---------	----------

资料来源：迪安诊断

图表 21. 公司 2016 年 3 月末银行借款情况 (单位：万元)

项目	短期借款	长期借款	合计
保证借款	18898.92	10470.00	29368.92
合计	18898.92	10470.00	29368.92

资料来源：迪安诊断

(3) 或有负债

截至 2015 年末该公司无对外担保及其他或有负债。

2. 现金流分析

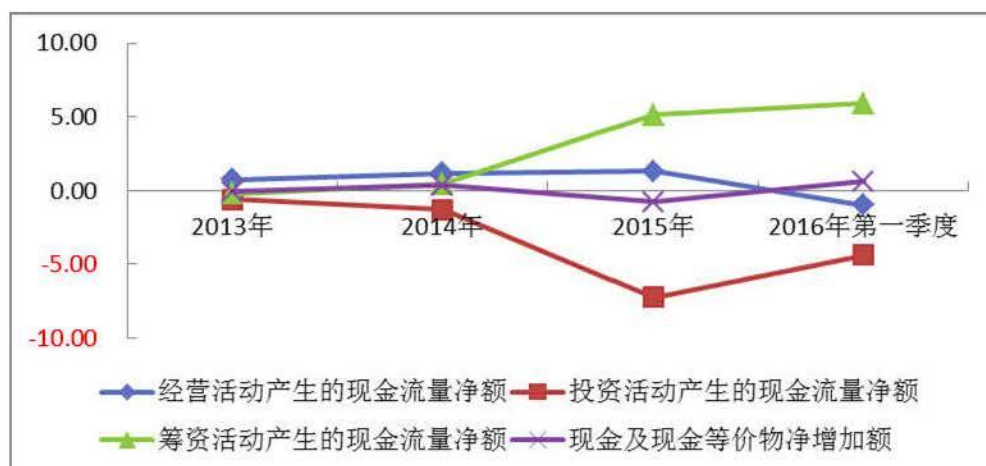
该公司销售账款结算较为及时，现金获取能力较强，2013~2016 年第一季度公司营业收入现金率分别为 97.64%、97.70%、103.53%和 97.88%。得益于主业销售规模的不断扩张及良好的盈利能力，公司经营环节现金流较为充足，2013~2015 年经营活动产生的现金流净额分别为 0.75 亿元、1.18 亿元和 1.31 亿元。2016 年 1~3 月受新增投资项目后各项经营性现金支出增加及季节性因素影响，当期经营活动产生的现金流净额为-0.97 亿元。

2015 年以来该公司加大了对市场上优质医疗诊断资源的收购力度，公司投资性现金流出量较以前年度显著增大，2013~2015 年公司投资活动产生的现金流量净额分别为-0.60 亿元、-1.29 亿元和-7.25 亿元。2016 年第一季度投资活动产生的现金流量净额为-4.36 亿元。

2015 年以来该公司对外投资规模增大使得相关融资需求同步增加。2013-2015 年公司筹资活动产生的现金流量净额分别为-0.21 亿元、0.46 亿元和 5.15 亿元。2016 年第一季度公司通过非公开发行股票募集资金净额 9.87 亿元，当期筹资活动产生的现金流量净额为 5.93 亿元。

图表 22. 公司现金流总体情况

(单位: 亿元)



资料来源: 迪安诊断

2013~2015 年度, 该公司 EBITDA 对利息支出的保障倍数分别为 57.22、211.05 和 13.63, 对刚性债务的保障倍数分别为 9.24、2.35 和 0.73, 有所波动, 但均处于较好水平, 同期公司经营性现金净流入对流动负债和负债总额的保障程度较高。其中 2015 年随着银行借款规模的大幅增加, 公司盈利及现金流对债务的保障程度较以前年度出现大幅下降。未来随着公司业务规模的增大, 公司相关债务负担或将会加重。

图表 23. 公司 2013~2015 年 EBITDA 及现金流对负债的覆盖情况

指标名称	2013 年度	2014 年度	2015 年度
EBITDA/利息支出[倍]	57.22	211.05	13.63
EBITDA/刚性债务[倍]	9.24	2.35	0.73
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	38.62	38.30	17.04
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	37.67	37.53	16.01

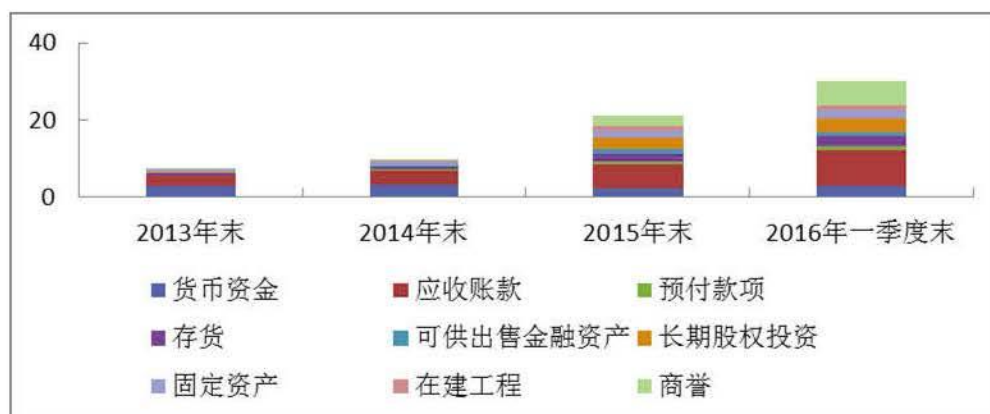
资料来源: 迪安诊断

3. 资产质量分析

2013~2015 年末, 该公司资产总额分别为 8.11 亿元、11.09 亿元和 22.92 亿元, 经营规模大幅增长。公司资产原以流动资产为主, 2015 年以来随着公司对外投资的增加, 年末公司流动资产占比由上年末的 72.25%下降至 49.94%。2013-2015 年末公司流动比率分别为 291.95%、200.37%和 100.28%, 速动比率分别为 251.49%、173.44%和 76.57%, 2016 年以来公司偿还部分银行借款后, 3 月末公司流动比率和速动比率上升至 182.64%和 141.89%, 资产流动性较好。

图表 24. 2013 年以来公司资产构成情况表

(单位: 亿元)



资料来源: 迪安诊断

从资产构成看, 2015 年末该公司流动资产为 11.45 亿元, 以货币资金、应收账款和存货为主。当年末公司货币资金存量 2.30 亿元, 全部为可动用货币资金, 可为即期债务的偿付提供一定的保障; 公司应收账款余额为 6.19 亿元, 同比增长 65.06%, 主要系公司业务规模扩大、合并范围增加所致; 公司存货余额为 2.02 亿元, 主要为库存商品。

2015 年末该公司非流动资产以可供出售金融资产、长期股权投资、固定资产、在建工程和商誉为主。其中, 可供出售金融资产余额为 1.12 亿元, 同比增长 668.46%, 主要为公司参股的医疗领域的投资基金; 长期股权投资余额为 3.23 亿元, 主要为公司投资的健康产业领域的公司; 公司现有办公楼和独立实验室均为租赁场地, 当年末公司固定资产余额为 1.68 亿元, 全部为机器设备、运输设备和电子设备等, 虽然公司绝大多数租赁房产的承租期均较长, 且部分协议具有优先续租权条款, 但依然存在一定不确定因素, 若部分经营场所租赁到期后不能续租, 可能会对公司的业务经营带来一定风险。当年末公司在建工程余额为 1.14 亿元, 为公司建设的三墩产业基地项目, 项目建成后公司总部将搬迁至该基地办公; 当年末公司商誉余额为 2.66 亿元, 主要系北京执信和金华福瑞达并入合并范围所致, 2016 年公司新增了对新疆元鼎、云南盛时等公司的投资, 第一季度末商誉余额增加至 6.38 亿元, 对外投资形成的商誉规模较大, 使得公司面临了一定的商誉减值风险。

七、公司抗风险能力/外部支持

（一）自身抗风险能力

该公司外部发展环境良好，近年来收入规模快速增长。公司融资渠道畅通，通过在资本市场筹集资金，使得负债规模维持在较低水平，财务结构稳健。

（1）良好的外部环境

在国内经济增速较快，同时人口老龄化趋势加剧的大环境下，体外诊断市场需求大幅增加；同时国家对医疗领域的投资和政策支持力度加大，该公司面临发展的外部环境良好。

（2）收入增幅较快

近三年该公司保持了 30% 以上的年度收入增幅，主业呈现良好的增长态势。

（3）财务杠杆合理，财务结构稳健

该公司通过定向增发股票降低了财务杠杆，同时公司主要对外投资均具有较强的变现能力，资产流动性好，财务结构稳健。

（4）融资渠道畅通

该公司银行授信充足，且作为上市公司，公司通过资本市场补充资金能力强，融资渠道畅通。2016 年公司通过非公开发行股票募集资金，财务结构得到进一步优化。

（二）外部支持

该公司自成立以来与多家银行保持了长期稳定的合作关系，截至 2016 年 3 月末公司共拥有银行授信额度 18.60 亿元，已使用授信额度 3.21 亿元，后续可用额度较多。此外公司作为上市公司，可从资本市场获得资本补充，整体融资渠道较为畅通。

八、本次债券偿付保障分析

（一）良好的发展势头和经营业绩可为本次债券按期偿付提供基本保障

该公司是我国领先的医学诊断服务运营商之一，市场竞争力突出。近年来公司业务扩张规模较快，收入逐年大幅增长。公司 2013-2015 年实现营业收入分别为 10.15 亿元、13.35 亿元和 18.58 亿元，净利润分别为 0.9 亿元、1.28 亿元和 1.79 亿元，良好的发展势头和经营业绩可为本次债券偿付提供基本保障。

（二）较强的融资能力及财务弹性为本次债券到期偿付提供有力支持

该公司资信情况良好，银行贷款融资渠道通畅，与各家商业银行保持着长期良好的合作关系。截至 2016 年 3 月末，公司共计拥有银行授信额度为 18.60 亿元，其中尚未使用额度为 15.39 亿元，可在一定程度上保障公司运营资金的正常周转。此外，公司财务结构总体稳健，2016 年公司通过非公开发行股票募集资金近 10 亿元，使得财务结构得到进一步优化，2013-2015 年末及 2016 年一季度末，公司资产负债率分别为 27.32%、36.70%、53.81%和 30.90%，目前仍拥有较大的再融资空间。较强的融资能力及财务弹性为本次债券到期偿付提供有力支持。

九、结论

该公司为民营上市公司，主要从事诊断服务外包和诊断产品代理业务。得益于下游行业日益增长的市场需求和国家对相关行业扶持力度的加大，公司近年来业务扩张迅速，收入规模逐年大幅增长。经过多年的经营，公司已形成了稳定的上下游业务链，2015 年以来公司通过对外投资并购进一步延伸产业链，行业竞争力得到进一步增强。但公司对单个供应商依赖程度较高，面临了一定的经营风险。

该公司收入规模逐年扩大，主业盈利情况较好，同时投资收益及政府补助也能提供一定利润补充。未来随着公司独立实验室布局的扩大及投资规模的增加，仍需关注非经常性损益对公司盈利的影响。2015 年以来公司对外投资规模扩大，债务规模有所扩张，但公司通过资本市场增发筹集资金，使得财务杠杆仍维持在较低的水平。

整体看，该公司收入规模增幅较大，财务结构合理，融资渠道畅通，

具有较强的行业竞争力及偿债能力。

跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本次公司债存续期（本次公司债发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于发行人年度报告披露后 2 个月内出具。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

在持续跟踪评级报告出具 5 个工作日内，本评级机构将把跟踪评级报告发送至发行人，并同时发送至交易所网站公告，且交易所网站公告披露时间将不晚于在其他交易场所，媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

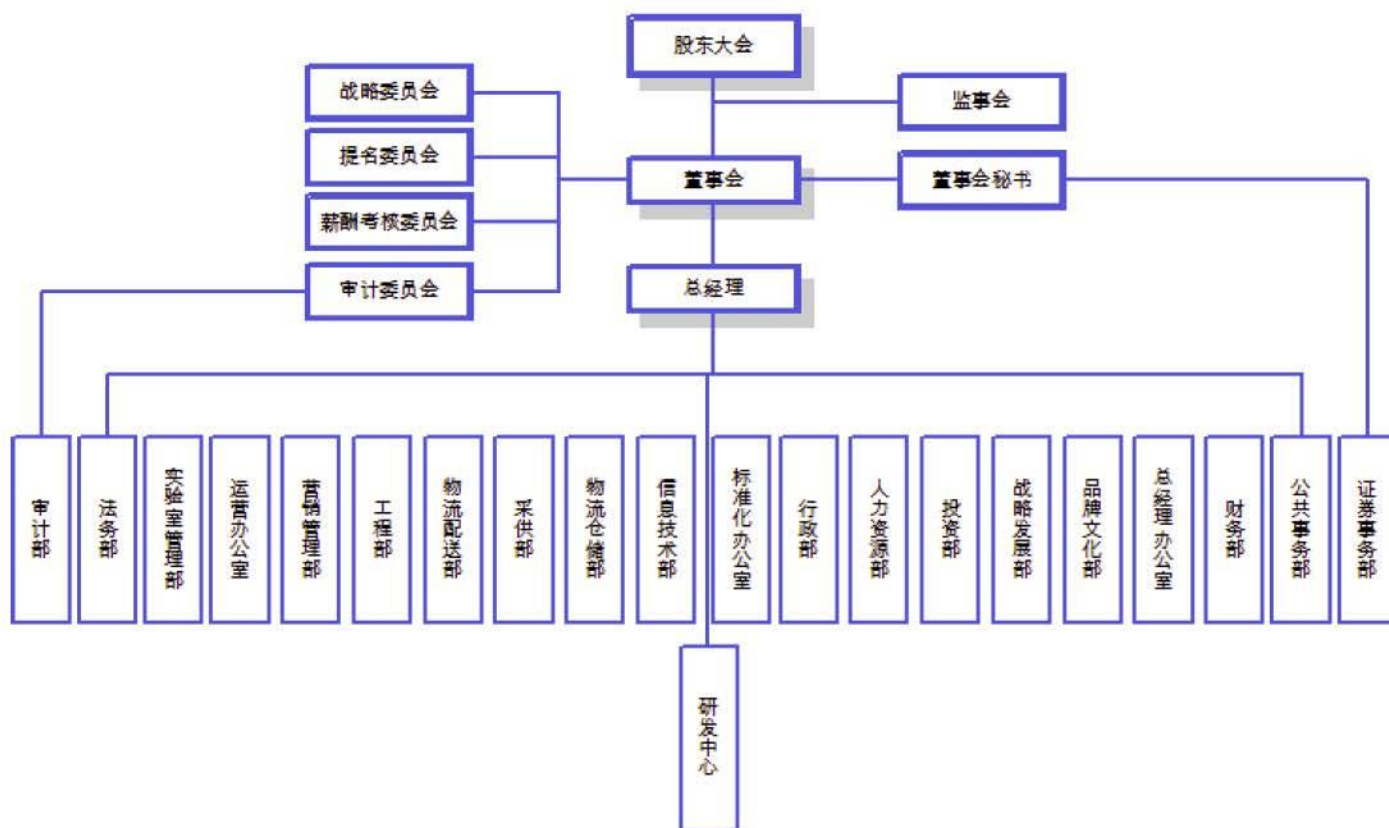
公司与实际控制人关系图



注：根据迪安诊断提供的资料绘制（截至 2016 年 3 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据迪安诊断提供的资料绘制（截至 2016 年 3 月末）

附录三：

公司主业涉及的经营主体及其概况

名称		母公司 持股比例 (%)	主营业务	2015 年（末）主要财务数据（亿元）				备注
全称	简称			刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金 净流入量
杭州迪安基因工程有限公司	迪安基因	100.00	诊断产品代理	1.58	1.51	5.30	0.45	0.10
杭州迪安医学检验中心有限公司	杭州迪安	100.00	诊断服务外包	1.60	4.35	10.28	0.95	1.14

注：根据迪安诊断 2015 年度审计报告附注整理

附录四：

主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 第一季度
资产总额 [亿元]	8.11	11.09	22.92	32.05
货币资金 [亿元]	2.72	3.09	2.30	2.91
刚性债务[亿元]	0.30	1.31	6.50	3.21
所有者权益 [亿元]	5.90	7.02	10.59	22.15
营业收入[亿元]	10.15	13.35	18.58	6.36
净利润 [亿元]	0.90	1.28	1.79	0.46
EBITDA[亿元]	1.43	1.89	2.84	—
经营性现金净流入量[亿元]	0.75	1.18	1.31	-0.97
投资性现金净流入量[亿元]	-0.60	-1.29	-7.25	-4.36
资产负债率[%]	27.32	36.70	53.81	30.90
长期资本固定化比率[%]	30.27	43.40	99.72	68.93
权益资本与刚性债务比率[%]	1,966.05	536.13	162.79	690.57
流动比率[%]	291.95	200.37	100.28	182.64
速动比率 [%]	251.49	173.44	76.57	141.89
现金比率[%]	125.83	77.17	20.18	33.27
利息保障倍数[倍]	45.77	171.03	11.09	—
有形净值债务率[%]	41.70	66.20	169.48	65.73
营运资金与非流动负债比率[%]	7,635.90	5,643.56	3.52	632.66
担保比率[%]	—	—	—	—
应收账款周转速度[次]	4.55	4.18	3.74	—
存货周转速度[次]	7.63	10.61	8.48	—
固定资产周转速度[次]	15.17	14.16	13.18	—
总资产周转速度[次]	1.34	1.39	1.09	—
毛利率[%]	37.11	36.50	33.62	29.25
营业利润率[%]	10.66	11.25	10.47	8.28
总资产报酬率[%]	15.04	15.96	13.60	—
净资产收益率[%]	16.12	19.80	20.31	—
净资产收益率*[%]	16.58	20.29	22.20	—
营业收入现金率[%]	97.64	97.70	103.53	97.88
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	38.62	38.30	17.04	—
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	37.67	37.53	16.01	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	7.66	-3.50	-77.04	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	7.47	-3.43	-72.38	—
EBITDA/利息支出[倍]	57.22	211.05	13.63	—
EBITDA/刚性债务[倍]	9.24	2.35	0.73	—

注：表中数据依据迪安诊断经审计的 2013~2015 年度及未经审计的 2016 年第一季度财务数据整理、计算。

附录五：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计 $\times 100\%$
长期资本固定化比率(%)	期末非流动资产合计/(期末负债及所有者权益总计-期末流动负债合计) $\times 100\%$
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额 $\times 100\%$
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计 $\times 100\%$
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计 $\times 100\%$
现金比率(%)	[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计 $\times 100\%$
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额) $\times 100\%$
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计-期末流动负债合计)/期末非流动负债合计 $\times 100\%$
担保比率(%)	期末未清偿保余额/期末所有者权益合计 $\times 100\%$
应收账款周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转速度(次)	报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
固定资产周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初固定资产余额+期末固定资产余额)/2]
总资产周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]
毛利率(%)	$1 - \text{报告期营业成本} / \text{报告期营业收入} \times 100\%$
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入 $\times 100\%$
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2] $\times 100\%$
净资产收益率(%)	报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2] $\times 100\%$
净资产收益率*(%)	报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2] $\times 100\%$
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入 $\times 100\%$
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2] $\times 100\%$
经营性现金净流入量与负债总额比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初负债总额+期末负债总额)/2] $\times 100\%$
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2] $\times 100\%$
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2] $\times 100\%$
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额) /2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录六：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级	含义
投资级	AAA 级 发行人偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
	AA 级 发行人偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
	A 级 发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级 发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB 级 发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级 发行人偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
	CCC 级 发行人偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
	CC 级 发行人在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
	C 级 发行人不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级	含义
投资级	AAA 级 债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级 债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级 债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级 债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB 级 债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级 债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级 债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级 在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级 不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。