

泰格医药 (300347): 国内临床试验 CRO 领域的领导者

行业分类: 医药

2012年08月03日

股票价格

合理价格区间	33.60-39.60 元
网下发行数量	670 万股
网上发行数量	670 万股

股本结构

发行前总股本 (万股)	4000
本次发行股本 (万股)	1340
发行后总股本 (万股)	5340

重要日期

网下申购日	2012年08月07日
网上申购日	2012年08月07日

主要财务数据及预测

	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入 (百万元)	193.26	268.43	381.41	530.97
营业收入增长率 (%)	57.32	38.90	42.09	39.21
净利润 (百万元)	47.79	64.09	89.95	117.62
净利润增长率 (%)	50.72	34.11	40.34	30.77
综合毛利率 (%)	47.69	46.65	46.06	44.90
摊薄每股收益 (元)	0.89	1.20	1.68	2.20

报告要点:

- **公司概况。**杭州泰格医药科技股份有限公司 (以下简称“泰格医药”) 主要从事临床试验 CRO 业务, 即我们通常所认识的医药外包行业, 包括临床试验技术服务、注册申报服务、临床试验统计分析服务、临床试验现场服务、医学资料翻译服务、SMO 等。
- **公司的竞争优势。**
 - 行业成长迅速。国内的医药行业 CRO 起步较晚, 受外资医药巨头研发外包需求的带动, 成长十分迅速。内资药企对 CRO 模式认知度的提高和药物研发投入的增加, 是行业成长的又一动力。
 - 人才优势。人才是 CRO 企业的核心竞争力。泰格医药的员工数量增长迅速, 本科及其本科学历以上的员工占比达 80% 以上, 并且公司员工均有着各项细分领域所必需的技能。
 - 客户资源优势。公司的管理层多数有着在外资医药企业从业的经历, 良好的业务沟通能力构成了公司在承揽外资药企的 CRO 业务上的竞争优势。目前, 全球前二十大制药企业中有十五家为公司客户, 前十大生物制药企业中也有八家为公司客户。
- **募集资金投向。**公司此次募集的资金主要用于临床试验综合服务平台的建设、数据管理中心的建设、SMO 管理中心的建设及其他与主营业务相关的项目的建设。
- **估值建议。**我们预计公司 12-14 年的 EPS (摊薄后) 分别为 1.20 元、1.68 元和 2.20 元, 当前行业处于快速发展阶段, 我们认为公司合理的价格区间为 33.60-39.60 元, 对应 2012、2013 和 2014 年的估值区间为 28.00-33.00 倍、20.00-23.57 倍和 15.27-18.00 倍。
- **主要不确定因素。**人员流动的风险; 汇率风险; 市场竞争风险。

联系人: 沈文文 联系人电话: 0755-83688575
 联系人邮箱: leechun6@gmail.com

中航证券金融研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

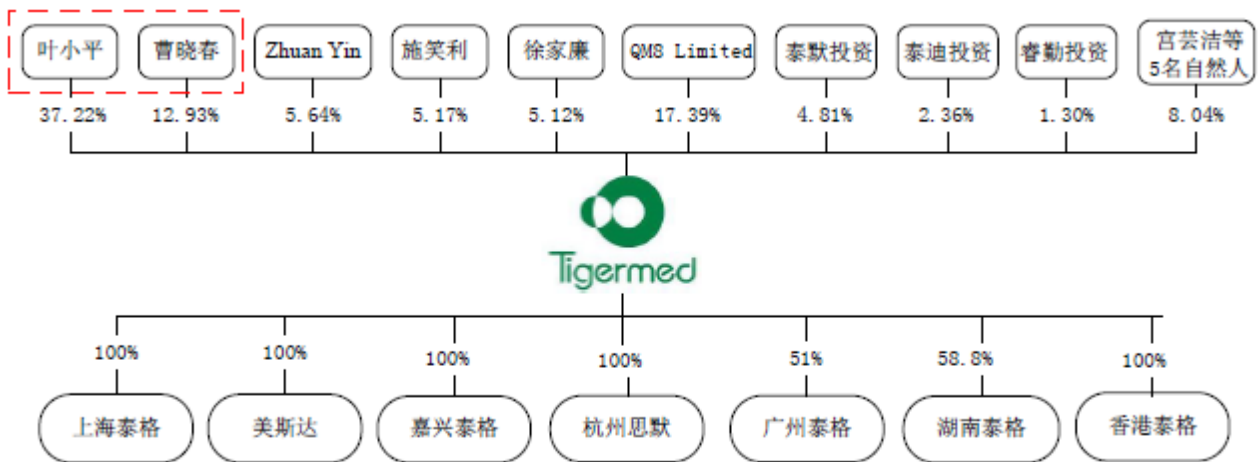
联系地址: 深圳市深南大道3024号航空大厦29楼
 公司网址: www.avicsec.com
 联系电话: 0755-83692635
 传真: 0755-83688539

一、公司概况

泰格医药的前身为杭州泰格医药科技有限公司，成立于 2004 年，实际控制人为叶小平先生和曹晓春女士，两人合计持有泰格医药 50.1476% 股权。

公司所属行业为临床试验 CRO (Contract Research Organization) 行业，即我们通常所认识的医药外包行业，包括临床试验技术服务、注册申报服务、临床试验统计分析服务、临床试验现场服务、医学资料翻译服务、SMO 等。

图表 1: 公司公开发行前的股权结构

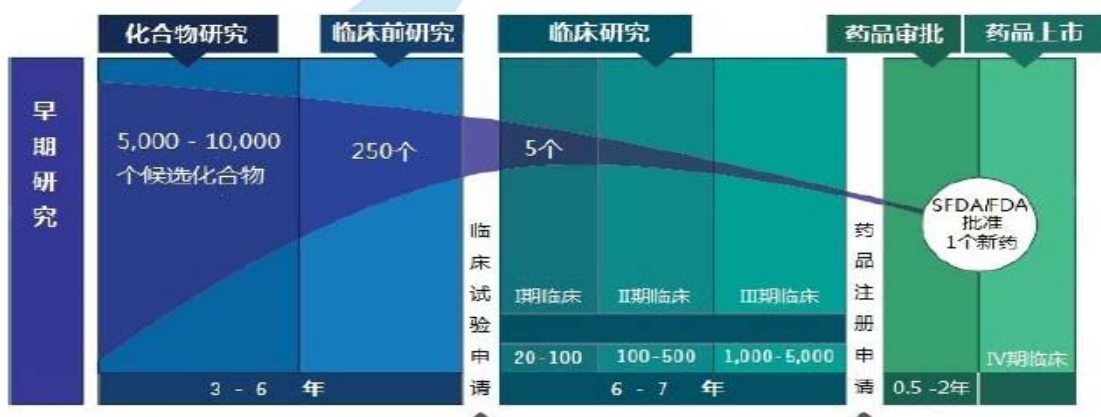


资料来源：招股说明书、中航证券金融研究所

二、公司的竞争优势

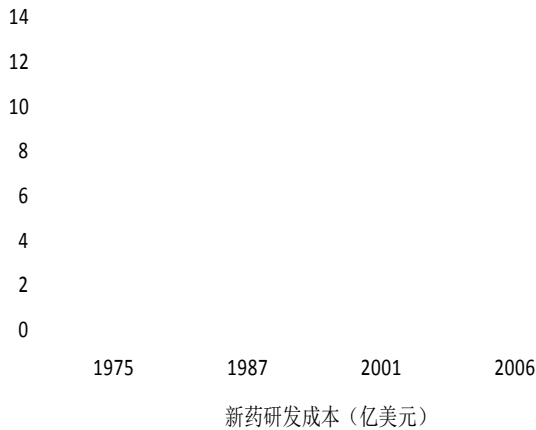
医药行业 CRO 起源于 20 世纪 70 年代的美国，最初只提供药物分析服务。根据所处研发阶段的不同，医药 CRO 又可以分为临床前 CRO 和临床 CRO。随着 FDA 新药研发法规的完善，新药研发的难度越来越大，包括研发成本升高、研发周期变长和研发成功率降低等，综合研发成本的抬升在一定程度上决定了药物研发走向专业化、集约化，行业的分工也变得更加细致，研发外包也就成了医药巨头的共识，这也构成了整个行业发展的原动力。

图表 2: 新药研发流程

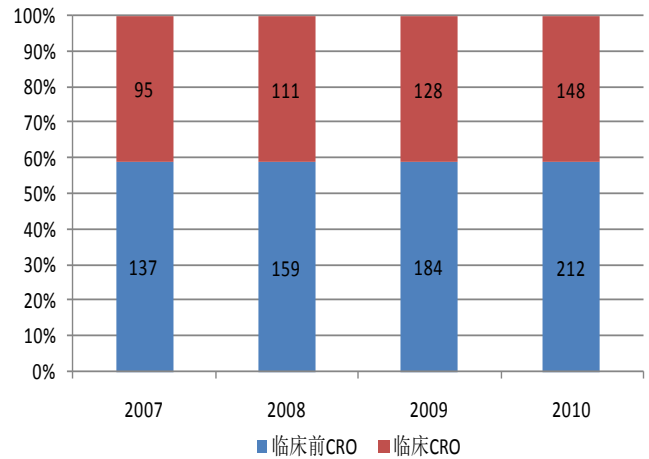


资料来源：招股说明书、中航证券金融研究所

图表 3: 新药研发成本的变化



图表 4: 全球医药 CRO 行业的结构 (单位: 亿美元)

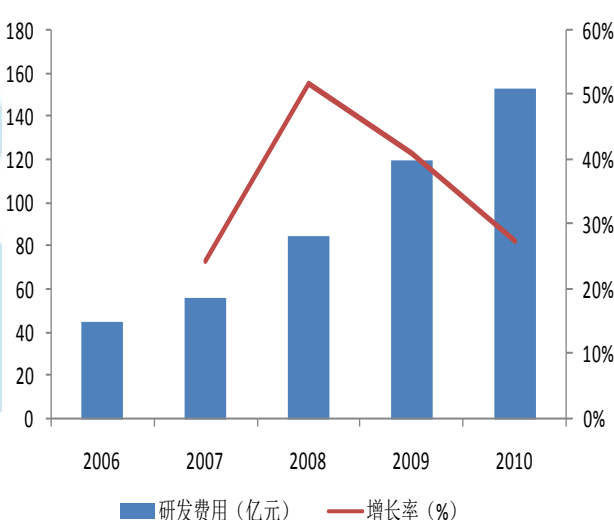


资料来源：招股说明书、中航证券金融研究所

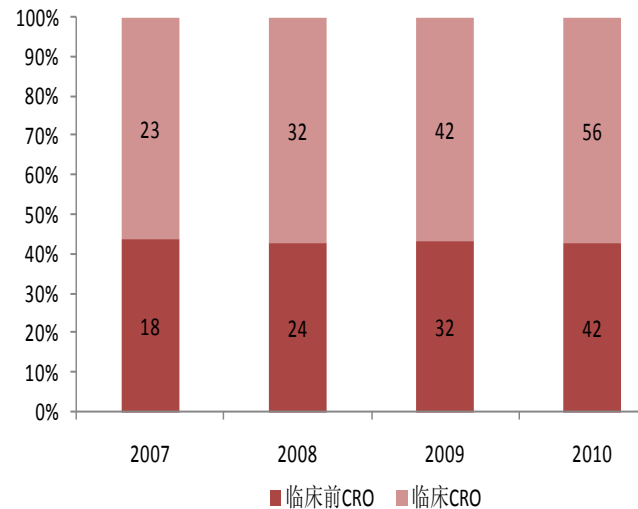
资料来源：招股说明书、中航证券金融研究所

行业成长迅速。国内的医药行业 CRO 起步较晚,受外部医药巨头研发外包需求的带动,成长十分迅速。相对于外资医药企业,国内医药企业的研发费用投入普遍偏低,对 CRO 模式的认知度也比较低。伴随着药物创新及仿制研发整体投入的增长,内资药企对研发投入重视程度及对 CRO 业务认知程度的逐步提高,是国内医药行业 CRO 快速成长的又一驱动力。同国际医药行业的 CRO 结构相比,国内 CRO 行业呈现出临床研究 CRO 市场规模高于临床前 CRO 市场规模的格局。泰格医药主要从事于临床 CRO 业务,目前的市场份额为 2.2%左右,且呈现出逐步提高的趋势,是国内临床研究 CRO 领域的龙头,由此可见,临床 CRO 行业的市场集中度较低。公司在国内主要的本土竞争对手为凯维斯、依格思(两者目前均已被外资收购)等、外资竞争对手有昆泰、科文斯、PPD 及百瑞精鼎等,而外资企业在该领域具备明显的优势。而国内临床前 CRO 行业的集中度相对较高,行业的龙头为药明康德,规模较大,此外还有尚华医药等,目前他们和泰格医药尚无直接的竞争关系。可以预见,公司此次公开发行完成后,募投项目的展开有助于公司在现有分散的行业状态下取得更进一步的领先。

图表 5: 国内医药行业的研发费用情况

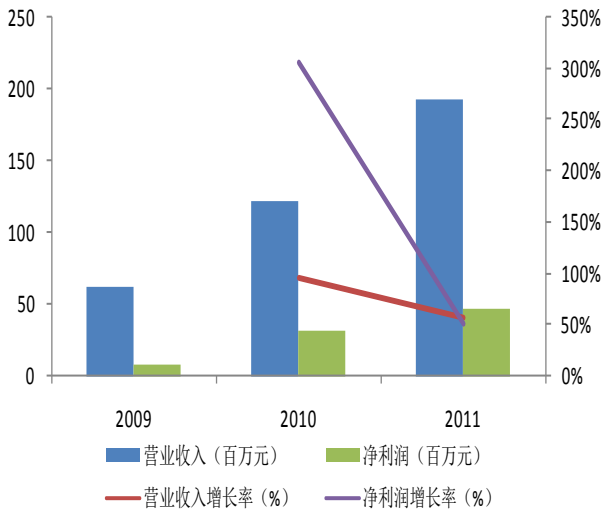
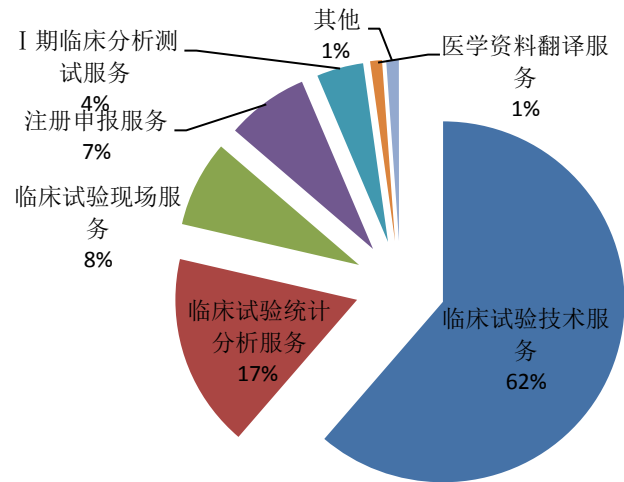


图表 6: 国内医药 CRO 行业的规模和结构 (单位: 亿元)



资料来源：招股说明书、中航证券金融研究所

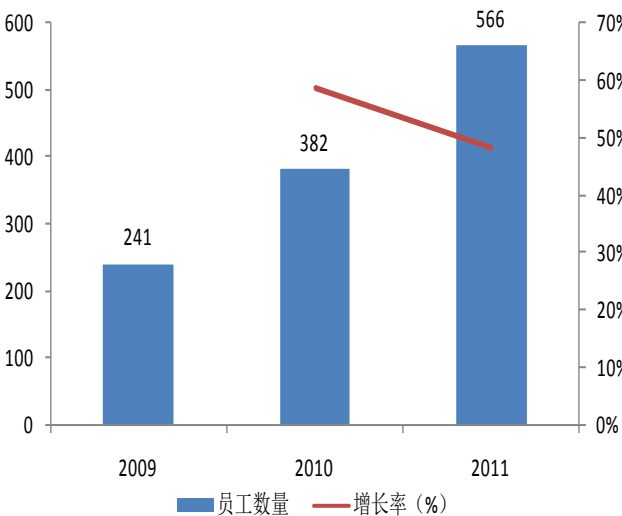
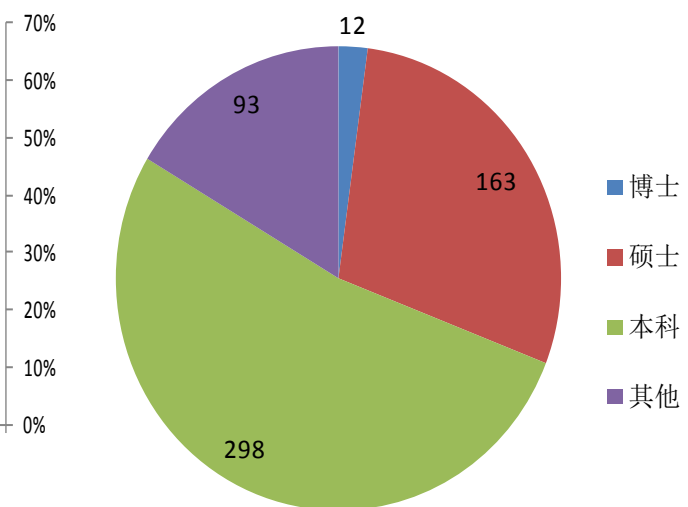
资料来源：招股说明书、中航证券金融研究所

图表 7: 公司的营业收入和净利润变化情况

图表 8: 公司 2011 年的营业收入结构


资料来源: wind、中航证券金融研究所

资料来源: wind、中航证券金融研究所

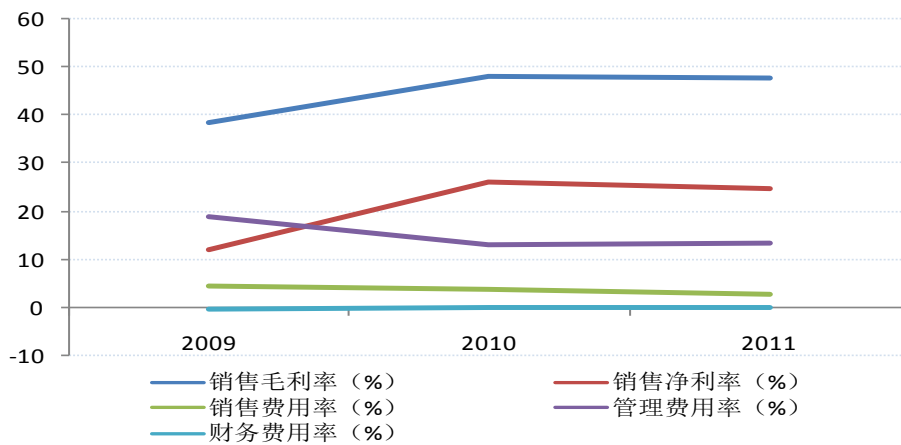
人才优势。人才是 CRO 企业的核心竞争力。泰格医药的员工数量增长迅速,本科及其本科学历以上的员工占比达 80%以上,并且公司员工均有着各项细分领域所必需的技能。公司的管理层成员多数来自强生、罗氏、诺华等外资药企,有着深厚的行业经验,能够高效的带动各个业务团队的快速成长。

图表 9: 公司员工数量的变化情况

图表 10: 公司人员构成


资料来源: 招股说明书、中航证券金融研究所

资料来源: 招股说明书、中航证券金融研究所

客户资源优势。公司的管理层多数有着在外资药企从业的经历,良好的业务沟通能力构成了公司在承揽外资药企 CRO 业务上的竞争优势。目前,全球前二十大制药企业中有十五家公司为客户,前十大生物制药企业中也有八家公司为客户。大客户数量的保有也奠定了公司的后续业务订单的承接。

图表 11: 公司的各项财务比率情况 (%)


资料来源: wind、中航证券金融研究所

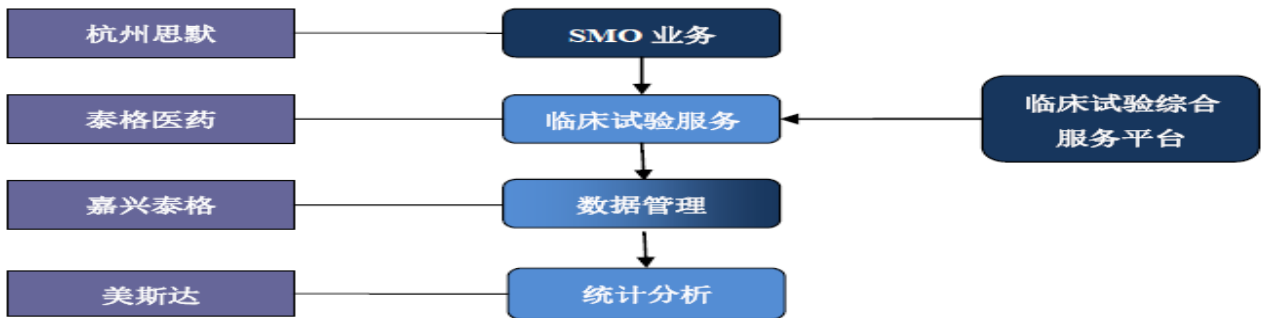
三、募集资金投向

公司本次拟向社会公开发行人民币普通股1,340万股,占发行后总股本的25.09%。募集的资金主要用于临床试验综合服务平台的建设、数据管理中心的建设、SMO管理中心的建设及其他与主营业务相关的项目的建设。

图表 12: 公司的募集资金投向

项目名称	项目总投资 (万元)	募集资金投入金额 (万元)	核准或备案情况	环保部门批文
临床试验综合服务平台	7,832.82	7,832.82	区发改[2011]函1号	杭高环表[2011]36
数据管理中心	11,608.36	11,608.36	南备发[2011]021号	南环函[2011]58号
SMO 管理中心	1,662.70	1,662.70	区发改[2011]函2号	杭高环表[2011]34
其他与主营业务相关的营运资金	--	--	--	--

资料来源: 招股说明书、中航证券金融研究所

图表 13: 募集项目的业务布局


资料来源: 招股说明书、中航证券金融研究所

图表 14: 公司分产品营业收入及主要财务预测

	09A	10A	11A	12E	13E	14E
临床试验技术服务						
营业收入 (百万元)	45.09	72.48	118.55	167.16	242.38	346.60
增加额 (百万元)		27.39	46.07	48.61	75.22	104.22
增长幅度 (%)		60.75	63.56	41.00	45.00	43.00
毛利率 (%)	31.55	36.82	39.36	39.00	39.00	38.00
临床试验统计分析服务						
营业收入 (百万元)	2.87	24.22	33.39	44.41	58.18	75.63
增加额 (百万元)		21.35	9.17	11.02	13.77	17.45
增长幅度 (%)		743.90	37.86	33.00	31.00	30.00
毛利率 (%)	49.50	71.05	70.35	70.00	69.00	68.00
临床试验现场服务						
营业收入 (百万元)	2.22	7.12	14.84	18.55	24.12	30.15
增加额 (百万元)		4.90	7.72	3.71	5.57	6.03
增长幅度 (%)		220.72	108.43	25.00	30.00	25.00
毛利率 (%)	56.67	55.86	48.67	47.00	46.00	46.00
注册申报服务						
营业收入 (百万元)	7.78	9.58	14.12	20.05	28.07	38.18
增加额 (百万元)		1.80	4.54	5.93	8.02	10.11
增长幅度 (%)		23.14	47.39	42.00	40.00	36.00
毛利率 (%)	56.49	59.35	59.96	57.00	57.00	57.00
I 期临床分析测试服务						
营业收入 (百万元)	2.06	4.71	8.12	12.18	17.66	22.96
增加额 (百万元)		2.65	3.41	4.06	5.48	5.30
增长幅度 (%)		128.64	72.40	50.00	45.00	30.00
毛利率 (%)	43.69	52.54	45.69	45.00	44.00	43.00
医学资料翻译服务						
营业收入 (百万元)	2.17	2.84	2.05	2.36	2.60	2.86
增加额 (百万元)		0.67	-0.79	0.31	0.24	0.26
增长幅度 (%)		30.88	-27.82	15.00	10.00	10.00

毛利率 (%)	68.27	68.12	58.54	58.00	58.00	57.00
SMO 服务						
营业收入 (百万元)			0.12	1.50	6.00	12.00
增加额 (百万元)			0.12	1.38	4.50	6.00
增长幅度 (%)				1150.00	300.00	100.00
毛利率 (%)			60.00	60.00	59.00	58.00
其他						
营业收入 (百万元)	0.60	1.90	2.06	2.22	2.40	2.59
增加额 (百万元)		130.52	15.39	16.45	17.77	19.19
增长幅度 (%)		218.41	8.09	8.00	8.00	8.00
毛利率 (%)	30.08	47.93	47.50	47.00	46.00	45.00
其他假设						
营业费用/营业收入 (%)	4.66	3.80	2.74	3.50	3.50	3.50
管理费用/营业收入 (%)	18.88	13.29	13.63	14.00	14.00	14.00
税率 (%)	7.32	11.18	15.54	15.00	15.00	15.00

资料来源: wind、中航证券金融研究所



AVIC

图表 15: 盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	144	639	719	836	营业收入	193	268	381	531
现金	86	577	607	706	营业成本	101	143	206	293
应收账款	45	45	86	96	营业税金及附加	5	7	10	14
其他应收款	4	4	9	9	营业费用	5	9	13	19
预付账款	8	13	17	25	管理费用	26	38	53	74
存货	0	0	0	0	财务费用	-0	-4	-7	-8
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	2	1	1	1
非流动资产	43	72	106	133	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	1	1	1	1
固定资产	20	34	57	81	营业利润	55	75	106	139
无形资产	8	8	8	8	营业外收入	3	3	3	3
其他非流动资产	16	31	41	44	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	187	711	825	969	利润总额	57	76	107	141
流动负债	38	49	72	96	所得税	9	11	16	21
短期借款	0	0	0	0	净利润	48	65	91	120
应付账款	2	-0	2	1	少数股东损益	1	1	1	1
其他流动负债	37	49	70	95	归属母公司净利润	48	64	90	117
非流动负债	3	2	2	2	EBITDA	55	72	101	135
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.19	1.20	1.68	2.20
其他非流动负债	3	2	2	2					
负债合计	41	51	74	98	主要财务比率				
少数股东权益	5	6	7	10	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
股本	40	53	53	53	成长能力				
资本公积	26	461	461	461	营业收入	57.3%	38.9%	42.1%	39.2%
留存收益	75	139	229	346	营业利润	59.5%	36.1%	41.0%	31.7%
归属母公司股东权益	141	654	744	861	归属于母公司净利润	50.7%	33.9%	40.2%	30.8%
负债和股东权益	187	711	825	969	获利能力				
					毛利率 (%)	47.7%	46.7%	46.1%	44.9%
					净利率 (%)	24.7%	23.8%	23.5%	22.1%
					ROE (%)	33.9%	9.8%	12.1%	13.6%
					ROIC (%)	72.2%	68.9%	56.2%	65.2%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	21.8%	7.2%	9.0%	10.2%
					净负债比率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	3.76	12.95	10.00	8.68
					速动比率	3.76	12.95	10.00	8.68
					营运能力				
					总资产周转率	1.26	0.60	0.50	0.59
					应收账款周转率	6	6	6	6
					应付账款周转率	125.11	191.69	185.98	177.74
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新摊薄)	0.89	1.20	1.68	2.20
					每股经营现金流 (最新摊薄)	0.72	1.26	1.08	2.25
					每股净资产 (最新摊薄)	2.64	12.25	13.93	16.13
					估值比率				
					P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
					P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
					EV/EBITDA	10.14	11.22	9.80	9.18

现金流量表				
单位: 百万元				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	39	67	58	120
净利润	48	65	91	120
折旧摊销	0	1	2	4
财务费用	-0	-4	-7	-8
投资损失	-1	-1	-1	-1
营运资金变动	0	6	-28	5
其他经营现金流	-8	-0	0	-0
投资活动现金流	5	-29	-34	-29
资本支出	16	30	35	30
长期投资	17	0	0	0
其他投资现金流	38	1	1	1
筹资活动现金流	-0	453	7	8
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	13	0	0
资本公积增加	0	435	0	0
其他筹资现金流	-0	4	7	8
现金净增加额	43	491	31	99

资料来源: 中航证券金融研究所、天软估值

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下:

- 买入 : 预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平, 股价绝对值将会上涨。
持有 : 预计未来六个月总回报与综合指数增长相若, 股价绝对值通常会上涨。
卖出 : 预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平, 股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下:

- 增持 : 预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性 : 预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持 : 预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数, 是指该股票所在交易市场的综合指数, 如果是在深圳挂牌上市的, 则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准, 如果是在上海挂牌上市的, 则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

张绍坤, SAC执业证书号: S0640511040001, 南开大学经济学硕士, 2007年8月加入中航证券金融研究所, 从事消费行业的研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明:

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性, 而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。