泰格医药(300347.SZ)

中报符合预期，高成长将持续

评级:	前次:
目标价（元）:	44.38-48.18

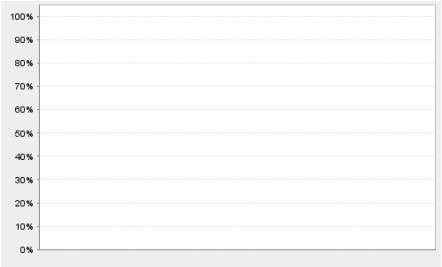
联系人
裘倩倩 CFA
生物医药小组
021-20315202
qiuqq@r.qlzq.com.cn
分析师
胡德军
S0740511070005
生物医药小组

2012 年 8 月 17 日

基本状况

总股本(百万股)	53.40
流通股本(百万股)	13.40
市价(元)	0.00
市值(百万元)	0.00
流通市值(百万元)	0.00

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入（百万元）	122.84	193.26	268.53	387.04	536.71
营业收入增速	95.63%	57.32%	38.94%	44.14%	38.67%
净利润增长率	306.48	50.72%	37.72%	39.20%	32.03%
摊薄每股收益（元）	0.79	1.19	1.23	1.72	2.27
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					
市盈率（倍）	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
PEG	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股净资产（元）	2.33	3.53	12.89	14.60	16.87
每股现金流量（元）	0.00	0.00	1.28	1.59	2.13
净资产收益率	33.96%	33.86%	9.56%	11.75%	13.43%
市净率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
总股本（百万元）	40.00	40.00	53.40	53.40	53.40

备注：市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 泰格医药 2012 年 8 月 16 日公告首次公开发行的 1340 万股将于 2012 年 8 月 17 日起上市交易。本次发行价格为 37.88 元/股，按发行后总股本计算，对应 2011 年 PE × 44.05，2012 年 PE × 31.18。
- 公司同时公布 2012 年上半年经营业绩：实现收入 1.22 亿元，同比增长 31.11%，实现净利润 32.21 百万元，同比增长 38.80%，其中扣非后净利润同比增长 26.94%。公告预估 2012 年 1-9 月收入将同比增长 30-40%，净利润将同比增长 33-46%。
- **我们的判断：泰格医药是国内临床试验 CRO 的领先企业，其在临床研究能力、客户资源、网络、团队方面的核心竞争力，将使其尽享我国临床试验 CRO 行业快速发展的机遇。**从新增合同金额上来看，2012 年一季度新增合同金额已经达到 9224 万元，去年全年新增合同金额为 21379 万元，考虑到每年 7-9 月才是新增合同的高峰期，我们预计公司的高成长将持续。
- **药品研发的成本效率压力推动全球 CRO 行业的快速发展：**研发周期长（创新药 10-15 年）、研发成本上升（约 12 亿美元），而且跨国制药企业面对管理更加严格、竞争更加激烈的产业环境。在此背景下，过去 5 年全球 CRO 行业的增速显著高于药品市场销售增长，帮助药企控制成本、缩短周期和减少研发风险。
- **我国临床试验 CRO 行业过去 5 年复合增速超过 30%：**中国具备临床试验 CRO 发展的先天优势，包括：巨大的国内市场、人力资源成本优势和病例资源丰富，2007 版的药品注册管理办法为我国的医药研发奠定了法规基础，这些条件共同催化了我国临床试验 CRO 行业的高增长。
- **泰格医药先发优势明显，形成核心竞争力：**

  一、临床研究能力和经验：公司管理层强大的专业背景，在肝炎、肿瘤、心脑血管、疫苗的临床试验研究面技术优势明显。截止去年底，泰格医药拥有 35 种一类新药的临床研究经验，共参与了 29 项国际多中心临床试验，是为数不多的能承担国际多中心临床试验的本土 CRO 企业之一。 公司及其子公司美斯达，在临床试验数据管理和统计分析业务领域，能够为欧美大型医药企业提供其医药临床研究的离岸外

此报告专供北京京富融源投资管理有限公司李为民阅读

包服务，属于国内少数有能力参与到全球医药研发产业链中的 CRO 企业之一。

二、客户资源优势：2010 年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。公司的客户结构转变由最初约 80%内资 20%外资转变为目前约 80%外资 20%内资，而且以创新药的临床试验服务为主，单笔合同金额从 98 万元提升到 134 万元。

三、网络优势：泰格医药的网络覆盖国内大部分临床研究机构（390 家）在全国 40 个城市建立了服务网点，能够满足国内外医药客户在全国开展临床研究的需要，特别是大型的多中心临床试验。

四、稳定的核心团队：公司总监及以上级别人员 28 人，经理及以上级别人员 70 人，过去 3 年管理团队仅有两名员工离职。稳定的管理团队保证了公司临床研究的服务质量，确保客户新药研发的进度，而且使公司在研究能力和经验、客户资源、网络资源方面的竞争力不断强化。

- 公司本次发行募集资金净额 4.81 亿元，超募 2.70 亿元。募集资金投资项目均为临床研究服务相关业务，包括：临床试验综合管理平台、数据管理中心、SMO 管理中心，将有助于提升公司的长期竞争力。
- 我们预计公司 2012-2014 年收入分别为 2.69、3.87、5.37 亿元，增速为 38.94%、44.14%、38.67%；净利润为 66、92、121 百万元，增速为 37.72%、39.20%、32.03%，2012-2014 年对应 EPS 为 1.23、1.72、2.27 元。**我们看好在巨大国内市场、强制性法规、人力/病例资源等优越条件下中国临床试验 CRO 的高成长，而且我们认为泰格医药的先发优势明显，公司的研究能力、客户资源、网络资源等核心竞争力通过稳定的管理团队不断强化，有望超越行业平均增长。综合相对估值和近期创业板新股首日涨幅，我们预计首日价格区间为：44.38-48.18 元。**
- **风险提示：**员工人数快速增加带来的管理风险；长期合同的执行风险。

图表 1：泰格医药的相对估值：48.18-49.30

证券代码	上市公司	市值(亿元)	2011EPS	2012EPS	2013EPS	2014EPS	2011PE	2012PE	2013PE	2014PE
300015.SZ	爱尔眼科	88.43	0.40	0.56	0.78	1.01	51.43	37.16	26.59	20.42
600763.SH	通策医疗	36.83	0.44	0.59	0.80	1.08	52.61	38.65	28.89	21.22
300244.SZ	迪安诊断	25.39	0.46	0.62	0.81	1.07	60.15	44.65	33.88	25.86
可比公司PE估值算术平均							**54.73**	**40.15**	**29.79**	**22.50**

来源：齐鲁证券研究所

图表 2：近期创业板上市公司首日涨跌幅

证券代码	上市公司	上市日期	发行价格（元）	首日涨跌幅(%)
300334.SZ	津膜科技	2012年7月5日	16.78	92.37
300335.SZ	迪森股份	2012年7月10日	13.95	17.85
300336.SZ	新文化	2012年7月10日	25.00	27.20
300337.SZ	银邦股份	2012年7月18日	20.00	-14.80
300339.SZ	润和软件	2012年7月18日	20.39	17.21
300338.SZ	开元仪器	2012年7月26日	27.00	-4.00
300340.SZ	科恒股份	2012年7月26日	48.00	52.40
300341.SZ	麦迪电气	2012年7月26日	13.00	10.77
300342.SZ	天银机电	2012年7月26日	17.00	-6.35
300343.SZ	联创节能	2012年8月1日	28.10	18.90
300344.SZ	太空板业	2012年8月1日	16.80	-8.87
300345.SZ	红宇新材	2012年8月1日	17.20	-3.43
300346.SZ	南大光电	2012年8月7日	66.00	23.96
平均				**17.17**

来源：齐鲁证券研究所

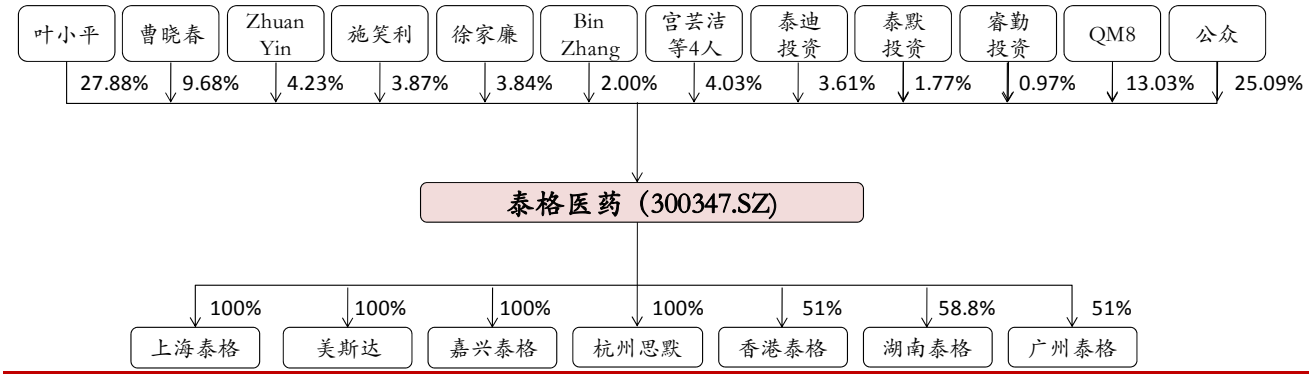
此报告专供北京京富融源投资管理有限公司李为民阅读

图表 3：泰格医药销售收入预测表（百万元）

项　目	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
临床试验技术服务						
销售收入	45.09	72.48	118.55	165.97	248.96	356.01
增长率（YOY）	—	*60.76%*	*63.55%*	*40.00%*	*50.00%*	*43.40%*
占总销售额比重	71.80%	59.01%	61.34%	61.81%	64.32%	66.33%
占主营业务利润比重	54.71%	50.03%	48.65%	50.96%	53.47%	55.63%
临床试验统计分析服务						
销售收入	2.87	24.22	33.39	45.08	59.51	78.55
增长率（YOY）	—	*742.90%*	*37.88%*	*35.00%*	*32.00%*	*32.00%*
占总销售额比重	4.58%	19.71%	17.28%	16.79%	15.37%	14.64%
占主营业务利润比重	5.90%	29.12%	25.49%	26.14%	24.48%	23.51%
临床试验现场服务						
销售收入	2.22	7.12	14.84	18.55	24.12	31.36
增长率（YOY）	—	*220.37%*	*108.58%*	*25.00%*	*30.00%*	*30.00%*
占总销售额比重	3.54%	5.79%	7.68%	6.91%	6.23%	5.84%
占主营业务利润比重	5.22%	6.73%	7.84%	7.12%	6.42%	6.07%
注册申报服务						
销售收入	7.78	9.58	14.12	19.77	26.69	34.70
增长率（YOY）	—	*23.08%*	*47.46%*	*40.00%*	*35.00%*	*30.00%*
占总销售额比重	12.39%	7.80%	7.31%	7.36%	6.90%	6.47%
占主营业务利润比重	19.41%	9.08%	9.11%	8.43%	8.07%	7.64%
其他（医学翻译、1期临床、SMO、其他业务）						
销售收入	4.83	9.45	12.35	19.15	27.77	36.09
增长率（YOY）	—	*95.67%*	*30.77%*	*55.00%*	*45.00%*	*30.00%*
占总销售额比重	7.69%	7.69%	6.39%	7.13%	7.17%	6.73%
占主营业务利润比重	14.77%	5.04%	8.91%	7.35%	7.56%	7.15%
销售收入小计	**62.79**	**122.84**	**193.26**	**268.53**	**387.04**	**536.71**
销售成本小计	**38.67**	**63.76**	**101.10**	**151.27**	**221.74**	**309.52**
毛利	**24.12**	**59.08**	**92.16**	**117.26**	**165.30**	**227.19**
平均毛利率	**38.42%**	**48.10%**	**47.69%**	**43.67%**	**42.71%**	**42.33%**

来源：齐鲁证券研究所

图表 4：泰格医药的股权结构

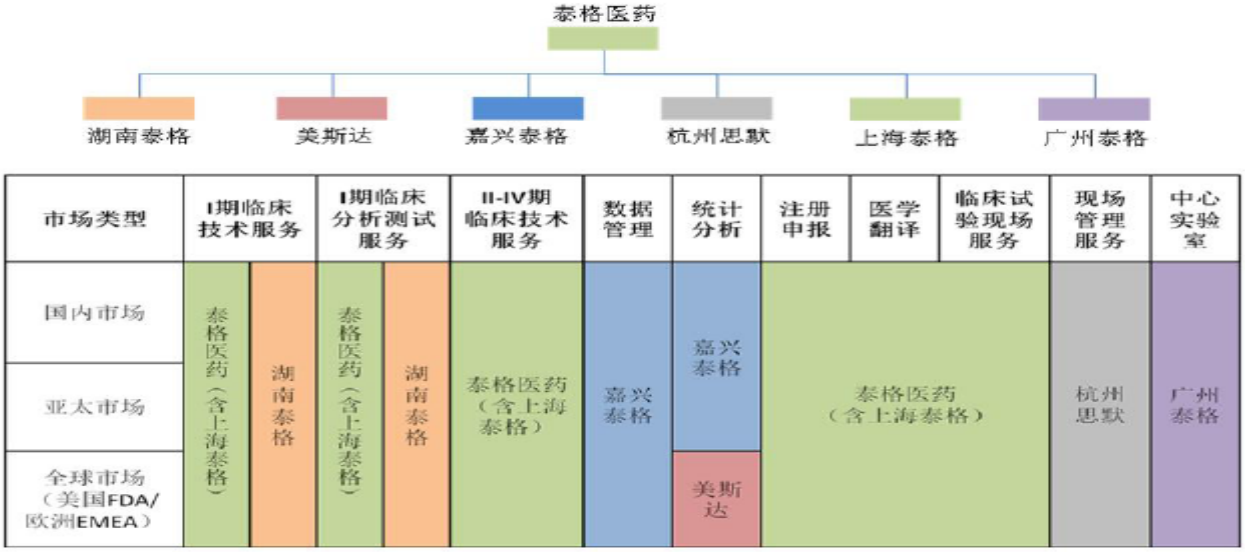


来源：招股书，齐鲁证券研究所

备注：除了 QM8(启明投资)是财务投资者，公司上市前的股东均为公司核心管理团队成员或骨干员工，其中泰迪的股东是 6 名泰格医药各部门总监级别的员工，泰默的股东是 39 名对泰格医药或其子公上海泰格有突出贡献员工，睿勤的股东是 25 名对美斯达有突出贡献的员工。

此报告专供北京京富融源投资管理有限公司李为民阅读

图表 5：泰格医药的业务结构



来源：招股书，齐鲁证券研究所

图表 6：财务报表摘要

损益表（人民币百万元）

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业总收入	**123**	**193**	**269**	**387**	**537**
增长率	95.6%	57.3%	38.9%	44.1%	38.7%
营业成本	-64	-101	-151	-222	-310
% 销售收入	51.9%	52.3%	56.3%	57.3%	57.7%
毛利	59	92	117	165	227
% 销售收入	48.1%	47.7%	43.7%	42.7%	42.3%
营业税金及附加	-3	-5	-7	-10	-14
% 销售收入	2.5%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%
营业费用	-5	-5	-7	-11	-15
% 销售收入	3.8%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%
管理费用	-16	-26	-37	-53	-73
% 销售收入	13.3%	13.6%	13.6%	13.6%	13.6%
息税前利润（EBIT）	35	56	66	92	126
% 销售收入	28.5%	28.8%	24.8%	23.8%	23.4%
财务费用	0	0	9	16	17
% 销售收入	0.0%	-0.1%	-3.4%	-4.0%	-3.2%
资产减值损失	0	-2	0	-1	-2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	1	0	0	0
% 税前利润	0.1%	1.5%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	35	55	76	106	141
营业利润率	28.1%	28.5%	28.1%	27.5%	26.3%
营业外收支	2	2	3	3	3
税前利润	**36**	**57**	**79**	**109**	**144**
利润率	29.5%	29.5%	29.2%	28.2%	26.9%
所得税	-4	-9	-12	-17	-22
所得税率	11.2%	15.5%	15.5%	15.5%	15.5%
净利润	32	48	66	92	122
少数股东损益	1	0	1	1	1
归属于母公司的净利润	**32**	**48**	**66**	**92**	**121**
净利率	25.8%	24.7%	24.5%	23.7%	22.5%

现金流量表（人民币百万元）

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	32	48	66	92	122
少数股东损益	0	0	1	1	1
非现金支出	0	0	2	4	6
非经营收益	-2	-2	-3	-3	-3
营运资金变动	-3	-7	3	-9	-11
经营活动现金净流	**27**	**39**	**69**	**86**	**115**
资本开支	7	16	104	104	-26
投资	-14	17	0	0	0
其他	0	4	0	0	0
投资活动现金净流	**-21**	**5**	**-104**	**-104**	**26**
股权募资	19	0	481	0	0
债权募资	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0
筹资活动现金净流	**19**	**0**	**481**	**0**	**0**
现金净流量	**25**	**44**	**446**	**-19**	**140**

资产负债表（人民币百万元）

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	42	86	531	512	651
应收款项	26	50	56	81	112
存货	0	0	0	0	0
其他流动资产	21	8	12	18	25
流动资产	90	144	599	610	788
% 总资产	75.0%	76.9%	80.1%	70.7%	77.7%
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	16	21	120	217	183
% 总资产	13.7%	11.5%	16.1%	25.2%	18.1%
无形资产	13	21	28	36	43
非流动资产	30	43	149	253	227
% 总资产	25.0%	23.1%	19.9%	29.3%	22.3%
资产总计	**120**	**187**	**748**	**864**	**1,015**
短期借款	0	0	0	0	0
应付款项	19	34	47	67	93
其他流动负债	4	4	6	8	11
流动负债	23	38	52	76	105
长期贷款	0	0	0	0	0
其他长期负债	1	3	3	3	3
负债	**24**	**41**	**55**	**78**	**107**
普通股股东权益	93	141	688	780	901
少数股东权益	2	5	5	6	7
负债股东权益合计	**120**	**187**	**748**	**864**	**1,015**

比率分析

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股指标					
每股收益(元)	0.793	1.195	1.233	1.716	2.265
每股净资产(元)	2.334	3.529	12.887	14.602	16.868
每股经营现金净流(元)	0.000	0.000	1.280	1.590	2.129
每股股利(元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率					
净资产收益率	33.96%	33.86%	9.56%	11.75%	13.43%
总资产收益率	26.44%	25.59%	8.79%	10.61%	11.92%
投入资本收益率	58.81%	77.88%	34.53%	28.36%	41.35%
增长率					
营业总收入增长率	95.63%	57.32%	38.94%	44.14%	38.67%
EBIT增长率	413.62%	58.92%	19.53%	38.55%	36.46%
净利润增长率	306.48%	50.72%	37.72%	39.20%	32.03%
总资产增长率	77.94%	55.75%	300.73%	15.44%	17.50%
资产管理能力					
应收账款周转天数	65.5	69.3	69.3	69.3	69.3
存货周转天数	0.1	0.3	0.3	0.3	0.3
应付账款周转天数	1.3	2.9	2.9	2.9	2.9
固定资产周转天数	48.8	34.2	60.0	86.8	84.1
偿债能力					
净负债/股东权益	-44.32%	-58.71%	-76.56%	-65.11%	-71.72%
EBIT利息保障倍数	1,325.9	-475.6	-7.2	-5.9	-7.2
资产负债率	20.12%	21.81%	7.33%	9.04%	10.58%

来源：齐鲁证券研究所

此报告专供北京京富融源投资管理有限公司李为民阅读

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

此报告专供北京京富融源投资管理有限公司李为民阅读

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。

此报告专供北京京富融源投资管理有限公司李为民阅读