

泰格医药（300347）调研简报

当前价格：57.5元

目标价格：-元

目标期限：6个月

评级：增持

研究员：何筱微

执业证书编号：S0910510120001

电话：021-62448067

Email: hexiaowei@casstock.com

研究支持：吴琳

电话：021-62442039

Email: wulin@casstock.com

事件：

近日，我们来到泰格医药进行实地调研，就我们关注的公司运营、员工、订单和募投项目等一些问题，与公司相关人员进行了交流。

分析和评论：

1、CRO 行业正值快速发展时期

CRO 分为临床前 CRO 和临床试验 CRO，临床前 CRO 主要从事化合物研究服务和临床前研究服务；临床试验 CRO 提供包括 I 至IV期临床试验服务技术、临床试验数据管理和统计分析、注册申报及上市后药物安全监测等。目前国内 CRO 企业数量众多，规模及质量均参差不齐，其中更多是从事技术门槛较低的临床前服务。由于新药国内外上市，只要双方所在国家的药监局所指定的药品制度不同，均需重新做临床试验然后才能批准上市。因此，理论上临床试验需求较临床前应该更大。国外因大型 CRO 公司，如昆泰、科文斯等均有临床前 CRO 业务，导致临床前市场规模大于临床试验。国内正好相反，全国医药技术市场协会的数据显示，2010 年临床试验销售收入达 56 亿元，而临床前销售收入为 42 亿元。国内 CRO 行业增速在 30%以上。

受制于目前宏观经济环境影响，国外部分药企为降低开支缩减成本，将逐渐撤销临床监察部门，这部分企业的临床试验只能通过外包途径，无疑是利好 CRO 行业。而国内方面，虽然国内新药研发力度向来不足，但国家政策鼓励新药研发，也将为国内 CRO 带来新的发展契机。

2、公司立志于做大做精临床试验领域

公司近年来逐渐放弃临床前 CRO，向前发展专做临床试验研究服务。因此，公司除了将享受行业高增长以外，还将分享较大的市场。公司未来发展主要针对临床试验这块领域，逐渐丰富临床试验产业链。公司今年的募投项目临床实验综合管理平台、数据管理中心以及 SMO 管理中心也是对现有业务的扩展。目前嘉兴的数据管理中心在建，年底有望完工。SMO 管理中心项目进展顺利，CRC 开始在部分医院进行推广。临床试验综合管理平台项目因需要进行人员扩张，进展较为缓慢。

3、竞争优势：网点覆盖+价格

公司目前覆盖全国约 40 个城市 300 多家医院，在约 40 个城市里都设有常驻 CRA（监察员）。目前国内本土 CRO 公司很难有能力达到这种规模，而跨国公司虽然在国内设有办事处，但基本在北京、上海、广州等一线城市，二三线城市常驻机构及人员较少，可能会引发 CRA 监管力度不够，问题处理不够及时，成本较高。网点覆盖范围大，合作的医院多，可以迅速召集病人，项目进度就能够有所保障。这点是申办方也就是客户非常看重的一大优势。价格上，跨国公司的价格是全球统一，普遍较高，公司的价格往往低于国外竞争对手 30-40%左右，但又会高出本土其他公司相近比例，这就为公司在争取国外客户上有价格优势，而毛利率又会高出本土竞争对手。

公司以往代替申办方支付给医院费用时，会提取少量费用，公司计划未来将取消这笔费用，直接发放给医院。这将激励医院合作意愿，利于项目开展，同时，也将进一步巩固与院方的合作关系，为公司将来的产业链拓展打下坚实的人脉基础。

4、子公司美斯达的数据统计为细分行业一流

子公司美斯达的主营业务数据统计和分析是目前国内甚至亚太地区同行业中的佼佼者，毛利率近年来保持在 70%以上。由于技术一流，甚至有国外 CRO 同行也成为美斯达的客户。2011 年泰格 4.24%的收入就是来自于国外 CRO 公司百瑞精鼎。美斯达对人员专业性要求较高，因此其扩张规模较为平缓。公司会选择利润较高的、较容易操作的项目来做，争取在人员规模稳定的条件下，提高人均产值。美斯达员工薪资水平远远高出母公司，人才流失问题不大。

5、选择优质客户，订单侧重大项目

公司从去年开始在销售定位上侧重优质客户的大项目，这就造成了去年新增合同金额同比略降。国内多以仿制药为主，新药较少，因此，公司的客户约 70%来自国外企业。公司现在是默沙东的优先供应商，是阿斯利康在中国唯一的供应商。今年公司拿到了默沙东糖尿病临床试验约 1.49 亿元的合作，该合同结束日预计在 2015 年第一季度，第一期订单金额为 2127.44 万元，其余金额将根据项目完成进度进行支付。这是公司目前为止最大的订单。该订单必定是利好公司在未来 2-3 年内的业绩。国内方面由于国家政策鼓励新药研发，公司同样也在争取国内优质订单。据悉，目前公司尚有正在竞标的大额订单，如果竞标顺利将利好业绩。

6、引入 CRC 新概念，进一步拓展产业链

公司管理层在考察了香港、台湾后，去年引入发展 CRC 新项目，即杭州思默 SMO 项目。公司目前有 50-60 个 CRC，主要是帮助医生做填表、档案管理等技术含量低的工作，可以减少错误率。目前 CRC 国内鲜有，该业务类似人员外包，医生可租用 CRC 做个人助理，帮助处理泰格项目或非泰格项目的相关事务，按小时付费，这笔费用医生可向申办方申请。CRC 由医生进行管理，公司统一发放工资。公司表示，该项目在浙江省部分医药进行了试用，医生反映效果不错。该项目成本仅为员工工资，关键看市场接受程度。

7、管理层人员流动低，加强普通员工的管理及培训是当务之急

母公司人员扩张较为严重，2010-2011 年增幅分别为 51%和 34%，导致管理及培训跟不上。短期内公司不希望大规模扩招人员，尽量抓紧做好培训工作，能够较好的提高员工的工作效率，减少出错率。关于人员流动性，CRA 和 CRC 确实流动性较大，但这基本属于行业特性。重要的人才资源在于项目经理、总监等管理层人员。公司对高管人员薪资涨幅要高出普通员工，尤其在 2010 年时，增长幅度接近 240%。2009-2011 年管理层和总监级及以上管理人员的离职率为 0%。

8、本土行业内龙头，业绩增长较好

公司作为目前本土行业龙头企业，市场占有率约在 10%以上，不管从行业还是企业本身，发展态势均较好。企业自身的专业和经验可协助申办方新药尽快上市，据悉，公司此前

帮助浙江贝达完成了埃克替尼临床试验，使其较同期恒瑞医药的产品提前上市，及早抢占市场并盈利。由于业务较为新颖，国内市场尚未完全打开，公司需要加大宣传推广力度。我们预测公司 2012-2014 年 EPS 分别为 1.2 元、1.61 元和 2.13 元，增长率分别为 34%、34% 和 32%；对应 9 月 20 日收盘价，PE 为 48 倍。目前公司在医药行业中虽然属于医疗服务子版块内，但由于业务特殊性，没有可进行准确比对的公司。目前医药股整体 PE 正在回调中，公司 PE 可能会有震荡，但考虑到公司业绩高增长性，可给予增持评级。

9、风险提示

人员扩张带来的管理问题；CRA 监管项目较多，引发高出错率，造成客户流失；公司大客户日本武田不再继续合作，可能会影响收入；重视大订单，可能会造成过度依赖大客户。

财务报表预测

利润表 (百万元)

	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	193	276	389	546
营业成本	101	145	208	307
毛利	92	131	181	239
% 营业收入	47.7%	47.6%	46.5%	43.8%
营业税金及附加	5	7	10	14
% 营业收入	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%
销售费用	5	7	10	15
% 营业收入	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%
管理费用	26	41	58	74
% 营业收入	13.6%	15.0%	15.0%	13.6%
财务费用	0	0	0	0
% 营业收入	-0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
资产减值损失	2	1	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	1	0	0	0
营业利润	55	74	100	133
% 营业收入	28.5%	26.9%	25.8%	24.4%
营业外收支	2	2	2	2
利润总额	57	76	102	135
% 营业收入	29.5%	27.6%	26.3%	24.8%
所得税费用	9	12	16	21
净利润	48	64	86	114
归属于母公司所有者的净利润	48	64	86	114
少数股东损益	0	0	1	1
EPS (元/股)	0.89	1.20	1.61	2.13

现金流量表 (百万元)

	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流净额	39	59	80	99
取得投资收益收回现金	1	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
无形资产投资	0	0	0	0
固定资产投资	-16	-25	-25	-5
其他	21	0	0	0
投资活动现金流净额	5	-25	-25	-5
债券融资	0	0	0	0
股权融资	0	400	0	0
银行贷款增加(减少)	0	0	0	0
筹资成本	0	-19	-26	-33

资产负债表 (百万元)

	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	86	501	529	590
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	50	70	99	135
存货	0	0	0	0
预付账款	8	12	17	24
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	144	582	645	750
可供出售金融资产	0	0	0	0
持有至到期投资	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	21	31	53	54
无形资产	8	8	8	8
商誉	12	12	12	12
递延所得税资产	1	0	0	0
其他非流动资产	2	4	6	8
资产总计	187	636	723	831
短期贷款	0	0	0	0
应付款项	2	2	3	5
预收账款	31	44	62	85
应付职工薪酬	1	2	3	4
应交税费	3	3	5	6
其他流动负债	1	2	3	4
流动负债合计	38	54	76	104
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	0	0	0	0
其他非流动负债	3	5	8	10
负债合计	41	59	84	115
归属于母公司所有者权益	141	572	633	710
少数股东权益	5	5	6	6
股东权益	146	577	639	716
负债及股东权益	187	636	723	831

基本指标

EPS	0.895	1.187	1.635	2.049
BVPS	3.53	17.33	14.12	15.56
PE	22.56	17.01	12.35	9.86
PEG	0.71	0.54	0.39	0.31

其他	-1	0	0	0	PB	5.72	1.17	1.43	1.30
筹资活动现金流净额	0	381	-26	-33	EV/EBITDA	17.25	7.62	5.22	3.69
现金净流量	43	415	29	61	ROE	33.9%	9.1%	11.6%	13.2%

具备证券投资咨询业务资格的说明:

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，航天证券有限责任公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

投资评级说明:

—报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准

—股票投资评级标准:

买入: 相对强于基准表现 20%以上

增持: 相对强于基准表现 10~20%

中性: 相对基准表现在-10%~+10%之间波动

减持: 相对弱于基准表现 10%以下

—行业投资评级标准:

看好: 行业超越基准整体表现

中性: 行业与基准整体表现持平

看淡: 行业弱于基准整体表现

免责声明:

本报告版权归“航天证券”所有，未经事先书面授权，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“航天证券”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及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。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何形式的担保。

风险提示:

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

航天证券有限责任公司

地址: 上海市曹杨路 430 号

电话: 021-62446688

网址: www.casstock.com