医疗服务

署名人：余文心

S0960512080012

0755-82026922

yuwenxin@china-invs.cn

署名人：周锐

S0960511020007

0755-82026719

zhourui@china-invs.cn

6－12 个月目标价： 90.00 元

当前股价： 81.92 元

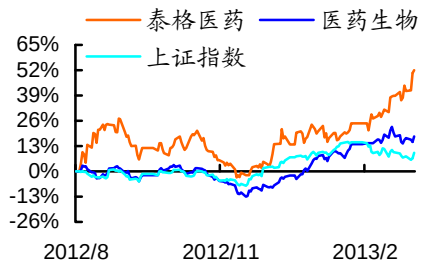
评级调整： 维持

基本资料

上证综合指数	2328.28
总股本(百万)	53
流通股本(百万)	13
流通市值(亿)	10
EPS	1.27
每股净资产（元）	12.92
资产负债率	5.3%

股价表现

（%）	1M	3M	6M
泰格医药	20.85%	39.58%	32.17%
医药生物	5.20%	29.93%	24.96%
上证指数	0.61%	8.13%	14.88%



相关报告

《泰格医药-13 年持续确定的高增长》2013-3-11

《泰格医药-业绩略超市场预期，2-3 年看订单，3-5 年看商业模式转变》2013-2-26

《业绩预增符合预期，订单推动未来快速增长》2012-12-27

泰格医药 300347 推荐

默沙东合同追加，有利于 2-3 年的发展

泰格医药公告：公司与杭州默沙东制药正式签署《Clinical Service Agreement 临床服务合同》，合同总金额为 1.73 亿元，主要服务内容是捷诺维®(磷酸西格列汀片)上市后二型糖尿病临床试验相关服务外包。

投资要点：

- **订单推动公司业绩快速增长。**
  - ✓ 本次合同实际为2012年8月与默沙东签订的1.49亿框架合同的补充。由于进程问题，当时公告的是订单金额2483万，预计合同总金额为1.49亿元。此次公告合同总金额1.73亿，实际上是在原来基础上追加了2400万左右金额。
  - ✓ 本次合同的执行期从2012年8月到2015年1月，**我们预计13、14年可结转收入约为6500-7000万左右**，有利地支撑了公司快速增长。
- **另外，我们近期对全球第一大和第二大临床试验CRO公司做了研究。截取了其中比较关键的要点。**
  - ✓ **全球第一大CRO昆泰公布了招股书重新上市：**
    ①12 年收入 37 亿美金，在手订单 87 亿美金，成长性好；
    ②人数 2.7 万人，人均产出 17.7 万美金/年；
    ③公司发展历程中，从单纯的 CRO 临床试验外包公司发展成药物开发和综合医疗服务提供商，商业模式的转变曾打开公司增长空间。
    对照泰格医药，
    ⑵ 12 年收入 2.54 亿，在手订单 12 年翻倍增长；
    ⑵人数 700 人，人均产出 36 万/年，人数增长和人均效率提升还有广阔的空间；
    ⑶商业模式转型升级正在进行，成长空间巨大。公司也在拓展医学市场、医学影像、专业物流、亚太地区中心实验室等业务，以上业务以目前的 CRO 主业为依托，边际效应将不断提升。
  - ✓ **全球第二大CRO科文斯美股表现良好。**自去年10月至今股价上涨50%，美股分析报告显示，主要原因是行业回暖，临床试验订单数量增长，公司业绩持续超预期。美股分析报告也对未来前景比较乐观。
- **我们的看法:**泰格目前处于优质行业小公司快速增长阶段，预测13-14年EPS1.93、2.72元，增长52%、40%。**公司2-3年内业绩增长确定，3-5年的商业模式创新有望打开新的成长空间，发展前景广阔。我们看好公司的长期发展，给予推荐评级。**详细请参考我们多篇报告和中投医药特色研究之CRO系列研究。
- 但是，泰格作为中投医药2月、3月月度组合、13年年度组合品种，自12月3日列入年度组合以来涨幅已接近70%，目前对应PE42、30倍。**需警惕短期涨幅过大、估值过高的风险。**
- **风险提示：高估值风险、人才流失风险。**

附表 1：主要财务指标

单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	254	386	564	822
收入同比(%)	32%	52%	46%	46%
归属母公司净利润	68	103	145	202
净利润同比(%)	42%	52%	41%	39%
毛利率(%)	48.8%	47.9%	47.8%	47.7%
ROE(%)	9.8%	13.0%	16.0%	19.0%
每股收益(元)	1.27	1.93	2.72	3.79
P/E	64.55	42.40	30.12	21.62
P/B	6.34	5.51	4.82	4.10
EV/EBITDA	54	37	23	16

资料来源：中投证券研究所

附表 2：中投报告

报告日期	报告标题
2013-3-11	《泰格医药-13 年持续确定的高增长》
2013-3-01	《中投医药 3 月月度报告》-列入 3 月月度组合
2013-2-26	《泰格医药-业绩略超市场预期，2-3 年看订单，3-5 年看商业模式转变》
2013-2-01	《中投医药 2 月月度报告》-列入 2 月月度组合
2012-12-27	《业绩预增符合预期，订单推动未来快速增长》
2012-12-03	《中投医药 13 年策略报告》-列入 13 年年度 5 支金股组合
2012-12-01	《中投医药 12 月月度报告》-列入 12 月月度组合
2012-6-21	《泰格医药－小荷才露尖尖角 临床试验 CRO 本土龙头，天时、地利、人和助超行业高增长》

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	660	700	750	863
现金	561	558	542	560
应收账款	87	131	192	280
其它应收款	2	3	5	7
预付账款	4	7	10	15
存货	0	0	1	1
其他	6	0	0	0
非流动资产	73	150	242	328
长期投资	0	0	0	0
固定资产	19	87	220	306
无形资产	9	9	9	9
其他	45	54	13	13
资产总计	733	850	992	1191
流动负债	39	49	68	95
短期借款	0	0	0	0
应付账款	12	18	26	39
其他	27	31	41	57
非流动负债	0	2	2	2
长期借款	0	0	0	0
其他	0	2	2	2
负债合计	39	51	70	97
少数股东权益	4	6	15	27
股本	53	53	53	53
资本公积	494	494	494	494
留存收益	143	246	360	519
归属母公司股东权益	690	793	907	1066
负债和股东权益	733	850	992	1191

现金流量表

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	15	59	103	148
净利润	68	105	154	215
折旧摊销	4	3	9	15
财务费用	-5	-14	-14	-14
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-57	-41	-50	-73
其它	5	5	4	5
投资活动现金流	-23	-75	-101	-101
资本支出	22	80	100	100
长期投资	-1	0	0	0
其他	-2	5	-1	-1
筹资活动现金流	483	14	-17	-30
短期借款	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	13	0	0	0
资本公积增加	468	0	0	0
其他	2	14	-17	-30
现金净增加额	475	-3	-16	17

利润表

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	254	386	564	822
营业成本	130	201	294	430
营业税金及附加	8	11	17	24
营业费用	6	10	14	21
管理费用	41	62	79	119
财务费用	-5	-14	-14	-14
资产减值损失	2	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	72	114	171	239
营业外收入	8	9	9	11
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	79	122	179	249
所得税	11	17	25	34
净利润	68	105	154	215
少数股东损益	0	2	9	12
归属母公司净利润	68	103	145	202
EBITDA	71	103	166	240
EPS（元）	1.27	1.93	2.72	3.79

主要财务比率

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
成长能力				
营业收入	31.6%	51.7%	46.1%	45.9%
营业利润	30.7%	58.4%	50.1%	39.9%
归属于母公司净利润	41.8%	52.3%	40.8%	39.3%
获利能力				
毛利率	48.8%	47.9%	47.8%	47.7%
净利率	26.6%	26.7%	25.8%	24.6%
ROE	9.8%	13.0%	16.0%	19.0%
ROIC	52.0%	40.9%	41.0%	42.0%
偿债能力				
资产负债率	5.3%	5.9%	7.0%	8.2%
净负债比率				
流动比率	17.14	14.43	11.11	9.06
速动比率	17.13	14.42	11.10	9.05
营运能力				
总资产周转率	0.55	0.49	0.61	0.75
应收账款周转率	4	3	3	3
应付账款周转率	19.68	13.56	13.28	13.28
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	1.27	1.93	2.72	3.79
每股经营现金流(最新摊薄)	0.28	1.10	1.92	2.77
每股净资产(最新摊薄)	12.92	14.85	16.99	19.97
估值比率				
P/E	64.55	42.40	30.12	21.62
P/B	6.34	5.51	4.82	4.10
EV/EBITDA	54	37	23	16

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6～12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐：预期未来 6～12 个月内股价升幅 10%～30％
中 性：预期未来 6～12 个月内股价变动在±10%以内
回 避：预期未来 6～12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好：预期未来 6～12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性：预期未来 6～12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡：预期未来 6～12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

中投医药团队荣誉： 2007——2012 年连续 6 年在新财富最佳分析师评选中入围和上榜，2008 年和 2011 在卖方分析师水晶球奖中获得第 2 名，2012 年获第 1 名。

中投医药团队成员：

周锐，医药行业首席分析师，理学博士，3 年医药行业从业经验，10 年证券行业从业经验，整体负责中投医药团队研究工作；

余方升，医药行业分析师，理学学士，经济学硕士，2009 年加入中投证券研究所，3 年证券行业从业经验，负责中药研究；

余文心，医药行业分析师，北京大学临床药学、澳门大学医药管理双硕士，北大药学、经济学学士。2010 年加入中投证券研究所，负责化学药、医疗服务及政策研究；

江琦，医药行业分析师，上海交大生物工程学士，金融学硕士，2010 年加入中投证券研究所，负责生物制药及医药流通研究；

王威，医药行业分析师，工学硕士，5 年医疗器械行业从业经验，2010 年加入中投证券研究所，负责医疗器械及境外上市中资医药股研究。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨为派发给本公司客户及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。该研究报告谢绝媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究所 公司网站：http://www.china-invs.cn

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编：518000	邮编：100032	邮编：200041
传真：（0755）82026711	传真：（010）63222939	传真：（021）62171434