

医药行业

泰格医药 (300347)

公司点评报告

评级: 增持

收盘价 97.50

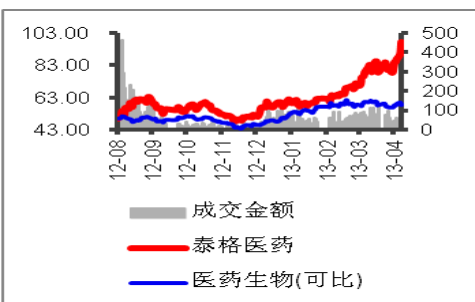
目标价 107

基本数据

52周内最高价(元)	99.23
52周内最低价(元)	47.01
市净率	7
总股本(亿股)	0.53
流通A股(亿股)	0.1340
流通B股或H股(亿股)	0
总市值(亿元)	51.67
流通A股市值(亿元)	13.065
流通B股或H股市值	00

相对股价表现

	3个月	6个月	12个月
泰格医药	66.07%	65.28%	95%
医药指数	12.35%	15.39%	27.12%



快速增长的 CRO 行业龙头企业

事件:

2013年4月20日,泰格公布一季报,主营业务保持良好的增长态势,报告期内的主营业务收入7497万元,比去年同期增长32.93%,完成2013年预计营业收入的19.52%;归属于母公司所有者的净利润2192万元,比去年同期增长47.64%,对应EPS 0.41元。

点评:

- **泰格目前有大量订单,保证未来的增长。**公司2012年较2011年新增订单3.2亿元,目前累计待执行合同金额为3.4亿元。今年一季度,公司与默沙东正式签订了1.73亿元的服务合同。公司未来会继续扩展大客户,力争再增加1-2家大的订单。这些为2013年公司计划实现营业收入3.84亿元,净利润10,348.25万元,计划同比增长51.14%和52.44%奠定了基础。
- **稳定的管理团队,不断强化公司的核心竞争优势:**人才资源是CRO行业的核心竞争力。公司70多个管理人员,过去3年管理团队仅有3-4个离职。而这个行业其它竞争对手中高层每年都要流动一次,基本上100%的流动。由于一个临床试验通常要做2-3年,这就影响了临床试验的质量和效果,使得客户极不满意。团队的稳定不断强化公司的研究能力、客户资源和网络资源。
- **亚太地区扩张是为了更多争取国际多中心临床的订单。**公司在亚太地区扩张的计划,三年内将成为亚太的龙头企业。公司业务的80%是外企的注册临床,还有20%是国内的创新药。亚太地区扩张主要是扩大中国的业务,希望以后多接国际多中心临床。3个国家以上才称为国际多中心临床,客户不愿意每个国家找一个CRO,既费事,成本也会增加。公司现已完成台湾的一个CRO收购,香港,澳大利亚,韩国,日本CRO处于前期注册,下半年将完成。马来西亚,美国的收购或注册正在考虑中。这些为今后承接国际多中心临床打下坚实的基础。
- **SMO是新的快速增长点。**SMO就是医生的临床助理。亚太地区的临床医生都很忙,基本上都没有配助理。临床试验需要大量的护士对病人进行管理,做病历的填写等工作。SMO通过研究护士将促进临床医生更快,质量更好地完成临床试验。SMO单独核算净利润是很高的,毛利率低是因为公司把母公司的成本分摊上去了。今年达到200人单独核算时,其费用远远低于CRO的费用。尽管竞争激烈,仍然能保持20%的利润率。
- **公司应收账款增加:**主要是两个因素,一是信用政策变化,国外客户和国内外资客户,占比80%,这部分客户信用期增加到90天;二是与医院的管理费结算方式的变化有关,以前是包含在整个的合同里,客户按整个合同的进度来支付款项,现在一些大的客户要求这一部分由泰格来垫资。
- **盈利预测:**预计公司2013-2015年每股收益分别为1.95元、2.72元、3.87元。
- **风险提示:**人员流失的风险,长期合同提前终止及因临床试验服务面临诉讼的风险。

主要财务指标

单位:百万元

单位:百万元	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	122.84	193.26	254.32	347.09	481.52	665.60
收入增幅	95.63%	57.32%	31.59%	36.48%	38.73%	38.23%
净利润	31.71	47.79	67.75	104.15	145.70	206.54
净利增幅	306.48%	50.72%	41.76%	53.73%	39.89%	41.76%
销售毛利率	48.09%	47.69%	48.82%	50.86%	50.37%	50.71%
ROE	33.96%	33.86%	9.82%	13.11%	15.50%	18.02%
EPS	0.594	0.895	1.269	1.950	2.728	3.868

郑一宁
医药行业研究小组
S0120512050001

联系人
傅涛
8621-68761616-8682
futao@tebon.com.cn
杨莹
8621-68761616-8565
yangying@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司
上海市福山路500号城建国际中心26楼
<http://www.tebon.com.cn>

财务和估值数据摘要

单位:百万元	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	122.84	193.26	254.32	347.09	481.52	665.60
增长率(%)	95.63%	57.32%	31.59%	36.48%	38.73%	38.23%
归属母公司股东净利润	31.71	47.79	67.75	104.15	145.70	206.54
增长率(%)	306.48%	50.72%	41.76%	53.73%	39.89%	41.76%
每股收益(EPS)	0.594	0.895	1.269	1.950	2.728	3.868
每股股利(DPS)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
每股经营现金流	0.502	0.734	0.300	2.834	0.959	4.419
销售毛利率	48.09%	47.69%	48.82%	50.86%	50.37%	50.71%
销售净利率	26.24%	24.89%	26.67%	30.04%	30.29%	31.07%
净资产收益率(ROE)	33.96%	33.86%	9.82%	13.11%	15.50%	18.02%
投入资本回报率(ROIC)	110.45%	79.02%	86.59%	66.34%	168.16%	120.43%
市盈率(P/E)	151.92	100.80	71.10	46.25	33.06	23.32
市净率(P/B)	51.59	34.13	6.98	6.07	5.13	4.20
股息率(分红/股价)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

报表预测

利润表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	122.84	193.26	254.32	347.09	481.52	665.60
减: 营业成本	63.76	101.10	130.17	170.56	238.98	328.07
营业税金及附加	3.10	4.93	7.56	10.32	14.32	19.79
营业费用	4.67	5.29	6.42	9.37	11.07	15.31
管理费用	16.32	26.34	41.21	48.59	62.60	79.87
财务费用	0.03	-0.12	-5.23	-14.42	-17.06	-20.71
资产减值损失	0.47	1.53	2.23	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	0.03	0.88	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	34.53	55.06	71.95	122.67	171.61	243.27
加: 其他非经营损益	1.77	1.89	6.74	0.00	0.00	0.00
利润总额	36.30	56.95	78.70	122.67	171.61	243.27
减: 所得税	4.06	8.85	10.87	18.40	25.74	36.49
净利润	32.24	48.10	67.83	104.27	145.87	206.78
减: 少数股东损益	0.53	0.31	0.08	0.12	0.17	0.24
归属母公司股东净利润	31.71	47.79	67.75	104.15	145.70	206.54
资产负债表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	38.83	82.37	558.17	723.94	792.19	1048.86
应收和预付款项	33.43	57.76	93.41	71.72	157.66	159.14
存货	0.04	0.10	0.27	-0.07	0.35	0.04
其他流动资产	14.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.50	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	16.47	21.47	50.41	44.56	38.71	32.86
无形资产和开发支出	11.87	19.12	20.12	19.14	18.15	17.17

其他非流动资产	0.95	1.97	1.26	0.63	0.00	0.00
资产总计	116.09	182.79	723.64	859.92	1007.05	1258.07
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	19.43	34.19	29.32	61.33	62.60	106.84
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	0.88	2.57	0.00	0.00	0.00	0.00
负债合计	20.30	36.76	29.32	61.33	62.60	106.84
股本	40.00	40.00	53.40	53.40	53.40	53.40
资本公积	25.83	25.83	493.60	493.60	493.60	493.60
留存收益	27.54	75.33	143.06	247.21	392.91	599.45
归属母公司股东权益	93.37	141.16	690.06	794.21	939.91	1146.45
少数股东权益	2.42	4.87	4.26	4.38	4.55	4.78
股东权益合计	95.79	146.03	694.32	798.59	944.46	1151.23
负债和股东权益合计	116.09	182.79	723.64	859.92	1007.05	1258.07
现金流量表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
经营性现金净流量	26.83	39.18	16.00	151.35	51.19	235.96
投资性现金净流量	-20.76	4.64	-22.69	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	19.29	-0.06	482.80	14.42	17.06	20.71
现金流量净额	25.27	43.77	476.10	165.77	68.25	256.68

财务分析和估值指标汇总

	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
收益率						
毛利率	48.09%	47.69%	48.82%	50.86%	50.37%	50.71%
三费/销售收入	17.11%	16.30%	16.67%	12.54%	11.76%	11.19%
EBIT/销售收入	29.37%	29.15%	28.49%	31.19%	32.10%	33.44%
EBITDA/销售收入	31.15%	31.00%	30.18%	33.34%	33.65%	34.46%
销售净利率	26.24%	24.89%	26.67%	30.04%	30.29%	31.07%
资产获利率						
ROE	33.96%	33.86%	9.82%	13.11%	15.50%	18.02%
ROA	31.08%	30.82%	10.01%	12.59%	15.35%	17.69%
ROIC	110.45%	79.02%	86.59%	66.34%	168.16%	120.43%
增长率						
销售收入增长率	95.63%	57.32%	31.59%	36.48%	38.73%	38.23%
EBIT 增长率	349.05%	56.16%	28.60%	49.40%	42.78%	44.00%
EBITDA 增长率	324.17%	56.61%	28.09%	50.76%	40.02%	41.59%
净利润增长率	323.99%	49.20%	41.02%	53.73%	39.89%	41.76%
总资产增长率	73.44%	57.45%	295.89%	18.83%	17.11%	24.93%
股东权益增长率	120.36%	51.18%	388.85%	15.09%	18.35%	21.97%
经营营运资本增长率	1652.31%	-12.54%	161.37%	-79.38%	626.41%	-41.13%
资本结构						
资产负债率	17.49%	20.11%	4.05%	7.13%	6.22%	8.49%
投资资本/总资产	50.12%	35.88%	19.17%	9.08%	15.60%	8.67%
带息债务/总负债	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	4.44	4.10	22.23	12.97	15.18	11.31
速动比率	3.72	4.10	22.22	12.97	15.17	11.31

股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
收益留存率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
资产管理效率						
总资产周转率	1.06	1.06	0.35	0.40	0.48	0.53
固定资产周转率	7.53	9.74	13.39	7.79	12.44	20.26
应收账款周转率	5.16	4.29	2.94	7.12	3.46	5.52
存货周转率	1463.12	1061.24	484.39	-2509.11	684.26	8893.08
业绩和估值指标	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
EBIT	36.08	56.34	72.46	108.25	154.55	222.56
EBITDA	38.26	59.92	76.75	115.71	162.01	229.39
NOPLAT	30.55	45.98	56.79	92.01	131.37	189.17
净利润	31.71	47.79	67.75	104.15	145.70	206.54
EPS	0.594	0.895	1.269	1.950	2.728	3.868
BPS	1.749	2.643	12.922	14.873	17.601	21.469
PE	151.92	100.80	71.10	46.25	33.06	23.32
PEG	3.12	2.24	1.58	N/A	N/A	N/A
PB	51.59	34.13	6.98	6.07	5.13	4.20
PS	39.21	24.93	18.94	13.88	10.00	7.24
PCF	179.57	122.94	301.12	31.83	94.10	20.42
EV/EBIT	99.04	62.70	58.88	37.89	26.10	16.98
EV/EBITDA	93.39	58.96	55.58	35.44	24.90	16.48
EV/NOPLAT	116.96	76.84	75.12	44.57	30.71	19.98
EV/IC	61.41	53.86	30.76	52.50	25.68	34.67
ROIC-WACC	110.45%	79.02%	86.59%	66.34%	168.16%	120.43%
股息率	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

资料来源：WIND 资讯

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级

一、行业评级

推荐-Attractive：预期未来6个月行业指数将跑赢沪深300指数

中性-In-Line：预期未来6个月行业指数与沪深300指数持平

回避-Cautious：预期未来6个月行业指数将跑输沪深300指数

二、股票评级

买入-Buy：预期未来6个月股价涨幅 $\geq 20\%$

增持-Outperform：预期未来6个月股价涨幅为 $10\%-20\%$

中性-Neutral：预期未来6个月股价涨幅为 $-10\%+10\%$

减持-Sell：预期未来6个月股价跌幅 $>10\%$

特别声明

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，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“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。