

泰格医药(300347) 2013 年年报点评

CRO 行业前景广阔，加快培育 SMO 业务

投资要点

- **事件:** 2013 年全年公司营业收入、扣非后净利润分别为 3.37 亿元、0.89 亿元，同比增长 32.32%、42.22%；第四季度公司营业收入、扣非后净利润分别为 0.91 亿元、0.22 亿元，同比上升 32.35%、10.40%。13 年基本每股收益为 0.88 元，同比增长 15.79%。
- **财务状况:** 13 年营业收入出现较快增长，主要原因是由于临床试验技术服务和临床试验统计分析服务收入分别同比增长 30.81%、34.50%，而同期的 SMO 业务收入也出现同比增长 284.39%；扣非后净利润增速快于营业收入增速的原因是销售、管理费用率出现下降，而财务费用大幅下滑的原因是募集资金产生了利息收入；报告期内，毛利率同比下降 6.59%，主要是由于医院管理服务收入占比扩大，以及“营改增”后营业收入计算方式变化。我们认为：两大核心业务的快速成长主要受益于国内 CRO 行业的快速发展及公司的龙头地位。期间内的毛利率虽然有所下滑，但对期间费用的良好控制使得扣非后净利润仍出现 42.22% 的增长。目前已签订但未完成合同约有 5.65 亿，对 14 年业绩有积极影响。
- **CRO 行业前景广阔，公司逐渐布局亚太市场。1) 新药研发外包趋势明显，国内 CRO 行业快速发展。** 全球研发市场约为 900-1000 亿美元，占据了药企大量的成本，也带来了不可避免的研发风险，很多企业逐渐将研发业务或其中一部分外包。数据显示，全球外包临床研究 CRO 份额约为 200-300 亿美元，预计在 2013-2016 年期间年复合增长率达到 6%-8%。目前新兴市场国家特别是中国，由于其硬件设施、智力环境等逐渐成熟，有能力接受大型外资药企的研发外包业务，预计行业增速在 20%-25%；**2) 国内行业龙头，逐渐布局亚太市场。** 在国内创新药领域，公司估计占据 30% 的市场份额，目前虽有药明康德通过收购进入 CRO 行业，但是业务模式不一样，带来的竞争有限。目前提出要成为亚太地区的领先的 CRO 公司，已经在香港、澳大利亚、台湾、设立分公司。同时，积极拓展北美市场，目前已经在加拿大、美国设立分支机构。全部业务中利润率最高的是“全球多中心业务临床项目”，这也是公司积极布局亚太的重要原因，以便可以单独承接国际多中心临床试验。

指标年度	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	336.52	424.03	564.11	739.75
增长率(%)	32.32%	26.00%	33.04%	31.14%
扣非后归属母公司净利润	94.06	123.59	167.92	223.88
增长率(%)	38.83%	31.40%	35.87%	33.32%
每股收益(EPS)	0.88	1.16	1.57	2.10
销售毛利率	45.08%	46.66%	47.71%	48.49%
市盈率(P/E)	74.93	57.03	41.97	31.48

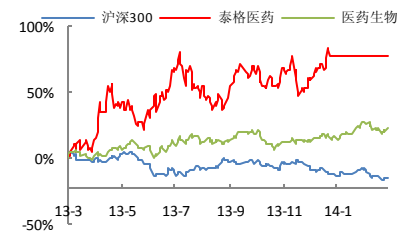
数据来源: 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
执业证号: S1250513070001
电话: 023-63812537
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

研究助理: 何治力
电话: 023-67898264
邮箱: hzl@swsc.com.cn

相对指数表现



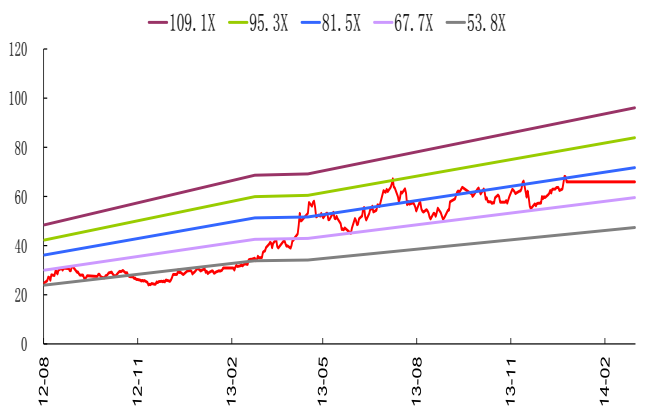
数据来源: 西南证券

基础数据

总股本(亿股)	1.07
流通 A 股(亿股)	0.56
52 周内股价区间(元)	44-70.19
总市值(亿元)	70.48
总资产(亿元)	8.08
每股净资产(元)	6.97

相关研究

- **公司未来主要看点。**1) **加强临床试验技术研发, 扩展 CRO 业务线。**报告期内公司对糖尿病临床试验技术、血友病临床试验技术、血脂异常临床试验技术、癫痫临床试验技术、多发性骨髓瘤临床试验技术、肾脏病临床试验技术进行研究开发。针对以上 6 类疾病的临床试验技术的研究开发计划为 3 年, 预计 2014 年 12 月完成时公司将获取这些适应症的临床试验经验和知识并将其集成和转化为企业的非专利技术, 为公司今后承接这些类别项目的临床试验提供技术支持和保证; 2) **培育 SMO 业务快速发展。**已经成全国 48 个重要城市服务网络的建设, 培养了 200 人的专业化 SMO 服务团队, 建立了国际标准的操作规程 (SOPs)。实行 SMO 不仅可以提高试验质量, 也可以督促试验进度, 市场前景较大。目前公司该块正处于快速扩张期, 预计未来的增速为 30% 以上。
- **估值分析与投资策略。**我们预测: 2014 年、2015 年、2016 年的 EPS 分别为 1.16 元、1.57 元、2.10 元 (不考虑摊薄), 对应 PE 分别为 57X、42X、31X。我们认为: 由于药企研发外包趋势明显, 且逐渐向新兴市场国家转移, 我国 CRO 行业迎来发展机遇。公司目前在手订单较多, 且逐渐扩展 CRO 业务线等也使得未来看点十足, 首次给予“增持”评级。
- **风险提示:** 1) 管理费用上升风险; 2) 业务拓展进度低于预期风险。

图 1: 公司 PE-Band 分布


数据来源: Wind, 西南证券

图 2: PB-Band 分布


数据来源: Wind, 西南证券

财务预测表 (单位: 百万元)

资产负债表	2013A	2014E	2015E	2016E	利润表	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	445.82	638.18	699.82	979.48	营业收入	336.52	424.03	564.11	739.75
应收和预付款项	144.51	90.05	221.45	186.49	减:营业成本	184.82	226.17	294.98	381.01
存货	0.36	0.14	0.50	0.32	营业税金及附加	1.49	1.88	2.50	3.28
其他流动资产	78.00	78.00	78.00	78.00	营业费用	7.40	10.30	13.82	17.83
长期股权投资	20.36	20.36	20.36	20.36	管理费用	50.85	71.24	96.58	128.86
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	-12.17	-10.06	-12.92	-16.76
固定资产和在建工程	75.00	69.36	63.71	58.06	资产减值损失	2.93	0.00	0.00	0.00
无形资产和开发支出	28.31	28.31	28.31	28.31	加:投资收益	0.87	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	1.07	0.54	0.00	0.00	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	793.43	924.92	1112.14	1351.01	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润	102.06	124.50	169.16	225.53
应付和预收款项	38.28	45.28	63.35	76.69	加:其他非经营损益	8.75	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	利润总额	110.81	124.50	169.16	225.53
其他负债	0.00	0.00	0.00	0.00	减:所得税	16.06	0.00	0.00	0.00
负债合计	38.28	45.28	63.35	76.69	净利润	94.75	124.50	169.16	225.53
股本	106.80	106.80	106.80	106.80	减:少数股东损益	0.69	0.91	1.23	1.64
资本公积	442.90	442.90	442.90	442.90	归属母公司股东净利润	94.06	123.59	167.92	223.88
留存收益	194.28	317.87	485.79	709.67	现金流量表	2013A	2014E	2015E	2016E
归属母公司股东权益	743.98	867.56	1035.49	1259.37	经营性现金净流量	79.23	180.16	46.59	260.77
少数股东权益	11.17	12.08	13.31	14.95	投资性现金净流量	-139.7	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	755.14	879.64	1048.80	1274.32	筹资性现金净流量	-40.88	12.19	15.05	18.89
负债和股东权益合计	793.43	924.92	1112.14	1351.01	现金流量净额	-103.5	192.36	61.64	279.66

数据来源: 西南证券

独立性与免责声明

本报告主要作者具有证券分析师资格，报告所采用的数据均来自合法、合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，研究过程及结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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。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。我公司或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。本报告版权归西南证券所有，仅限内部使用，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

西南证券研究发展中心

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼
邮编：400023
电话：(023) 63725713
网站：www.swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：(010) 57631234
邮箱：research@swsc.com.cn