

博济医药 (300404 .SZ)
综合型医药临床 CRO 企业

评级:

前次:

目标价 (元):

分析师

联系人

谢刚

S0740510120005

医药生物小组

021-20315178

021-20315230

xiegang@r.qlzq.com.cn

wanglw@r.qlzq.com.cn

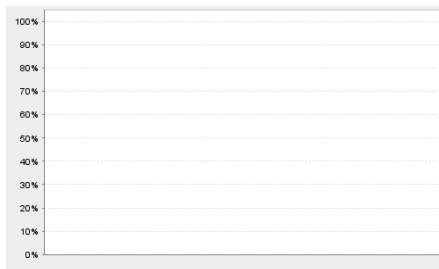
2015 年 4 月 13 日

基本状况

总股本(百万股)	66.67
流通股本(百万股)	
市价(元)	
市值(百万元)	
流通市值(百万元)	

业绩预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入 (百万元)	136.41	143.87	175.63	213.65	259.61
营业收入增速	8.62%	5.47%	22.07%	21.65%	21.51%
净利润增长率	5.59%	7.96%	28.87%	22.22%	19.60%
摊薄每股收益 (元)	0.70	0.76	0.73	0.90	1.07
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/市场)					
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)	4.11	4.37	7.23	8.13	9.20
每股现金流量	0.87	0.51	1.03	0.99	1.18
净资产收益率	17.11%	17.38%	10.15%	11.04%	11.66%
市净率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
总股本 (百万股)	50.00	50.00	66.67	66.67	66.67

股价与行业-市场走势对比

投资要点

- 国内能够提供一站式全流程服务的医药 CRO 民营企业。**公司主营业务涵盖新药研发各个阶段,包括临床研究服务、临床前研究服务、技术成果转化服务、其他咨询服务及临床前自主研发等。2011-2014 营业收入及净利润年复合增长率均保持在 13%左右,其中临床研究服务营业收入占比约 70%,毛利占比 66.4%,是公司业绩的主要贡献项目。
- 双重因素驱动,全球 CRO 业务 GAGR > 10%,行业集中度高,国际化趋势明显。**受到新药研发成本转换压力和研发投入持续增长的双重驱动,2016 年全球 CRO 市场容量有望达到 426 亿美元。目前美欧占据 71.25%的市场份额。以中国为代表的亚洲国家发展迅速,年增长率可达 15.60%至 20%,远高于美欧平均 9.50%的增长率,行业整体呈现以美欧为主导新兴国家加速上赶的市场格局。基于新兴国家良好的发展土壤,以昆泰为代表的跨国 CRO 企业正加速向新兴国家扩张。从全球竞争格局来看,国际三大巨头企业合计占据近 30%的市场份额,行业集中度高,国际化趋势明显。
- 国内 CRO 市场规模 220 亿元,实现 8 年 8 倍增长,国际巨头占据行业顶尖位置,本土企业竞争力加速提升。**我国 CRO 业务起步较晚,但由于人才、患者基数、完善的法规的独特优势,CRO 行业在我国得到了长足的发展,市场规模逐年扩大。2006 年至 2013 年,我国 CRO 行业市场规模从 30 亿元增长到 220 亿元,年复合增长率超过 30%。整体来看,与欧美发达国家相比,我国的 CRO 行业在市场规模、业务范围、行业认知度等方面有一定的差距,国际巨头在国内占据行业顶尖位置。不过本土企业已经涌现出以药明康德、尚华医药、泰格医药和**博济医药**等为代表的大型 CRO 公司,正加速向国际巨头靠拢,长期必将参与国际主流市场竞争。

- **公司研发强、客户资源优质、盈利能力稳定。**截至目前，公司已为客户提供临床研究服务 400 余项，临床前研究服务 200 余项，共完成 1 类创新药项目共 34 个，累计协助客户获得证书批件共 132 项，在技术成果转化服务领域，公司累计为多个知名企业提供转化服务 40 余项，研发实力强成果转化率高。公司上下游客户资源量多质优，根据工业和信息化部消费品工业司 2014 年 4 月发布的 2013 年我国按主营业务收入排名前十的医药企业中，有 9 家是公司服务过的客户。同时，公司与医院及药物临床机构合作关系紧密。公司已与 300 余家药物临床试验机构展开了良好合作，《2013 年度中国最佳医院排行榜》排名前十位的医院中的 9 家是公司的合作医院，服务网络遍布全国。公司 2014 年毛利率 49.36%，高于本土 CRO 企业平均的 44.67%，三项费用率总体稳定，具有良好的盈利能力。
- **募投情况：**公司本次拟公开发行不超过 1667 万股，全部为公开发行新股，预计募集资金净额为 2.15 亿元，用于现有业务的扩张和服务能力的提升，包括临床研究服务网络扩建项目、药学研究中心扩建项目、药物评价中心建设项目。
- **盈利预测：**我们预计公司 2015-2017 年营业收入分别为 1.76 亿元、2.14 亿元和 2.60 亿元，同比分别增长 22.1%、21.7%和 21.5%；归属于母公司净利润分别为 0.49 亿元、0.60 亿元和 0.72 亿元，同比分别增长 28.9%、22.2%和 19.60%。以新股发行上限计算，对应摊薄后 EPS 为 0.73 元、0.90 元和 1.07 元。公司为 A 股市场第二家上市的 CRO 公司，目前唯有泰格医药一家同行业可比公司，为充分考虑市场的平均估值水平，我们额外选择了医疗服务板块的热点企业，平均 PE 水平为 87×15PE。综合考虑公司的业务能力，市场地位及行业目前的竞争情况，我们认为公司 2015 年的合理估值区间在 55-60 倍，对应合理市值在 26.95-29.4 亿元左右。
- **发行价测算：**以新股发行上限 1667 万新股计算，发行后股本 6667 万股；根据预计募集项目投入和发行费用考虑，我们预计此次募集资金总额 18839.57（募投项目）+2614.72（发行费用）=21454.29 万元，预计发行价格为 12.87 元。
- **风险提示：**药品研发不及预期、国内外的双重竞争压力、核心技术人才流失的风险

内容目录

公司是国内民营的全方位、一站式 CRO 服务商	- 5 -
公司为国内较早一批进入行业的企业之一，业务覆盖面广	- 5 -
股权及组织架构	- 6 -
业绩不断提升，临床+临床前研究业务收入贡献 85%左右，毛利率稳定	- 7 -
全球 CRO 市场容量可达 430 亿美元，GAGR>10%.....	- 8 -
内在促进因素：新药研发成本转换压力	- 8 -
外部推动力：医药企业不断加大的新药研发投入	- 9 -
全球 CRO 市场行业稳健增长，国际化趋势明显，行业集中度高	- 10 -
国内 CRO 市场规模 220 亿元，实现 8 年 8 倍增长，国际巨头占据行业顶尖位置，本土企业竞争力加速提升	- 12 -
公司研发强、客户资源优质、盈利能力稳定.....	- 14 -
博济波特五力分析	- 14 -
公司研发辐射面广，技术强，经验丰富	- 16 -
公司上下游客户资源量多质优，服务网络遍布全国	- 17 -
公司综合毛利率约 50%>行业可比公司，三项费用率总体稳定.....	- 19 -
募投项目：强研发+扩产能+提份额	- 20 -
盈利预测	- 20 -
风险提示	- 21 -

图表目录

图表 1: 公司自成立以来业务覆盖面不断拓展.....	- 5 -
图表 2: 公司属国内较早一批进入行业，较同期企业经营模式综合性更加突出	- 6 -
图表 3: 公司发行后股权结构图	- 6 -
图表 4: 公司营业收入不断提升，CRO 业务占比大.....	- 7 -
图表 5: 公司近 4 年净利润 GAGR=12.8%	- 7 -
图表 6: 公司近四年毛利 GAGR=12.4%	- 7 -
图表 7: 各项业务整体毛利率稳定.....	- 7 -
图表 8: 新药研发周期长，成功率低.....	- 8 -
图表 9: 新药临床批件申请流程环节多，耗时长	- 8 -
图表 10: 国际制药巨头新药研发成本巨大（1997-2011）	- 8 -
图表 11: CRO 可为药企缩短 30%左右的申报时间	- 9 -
图表 12: CRO 可有效缩短研发时间	- 9 -
图表 13: Phrma 成员研发投入不断攀升	- 9 -
图表 14: 2014-2016 到期及将要到期的专利药.....	- 10 -

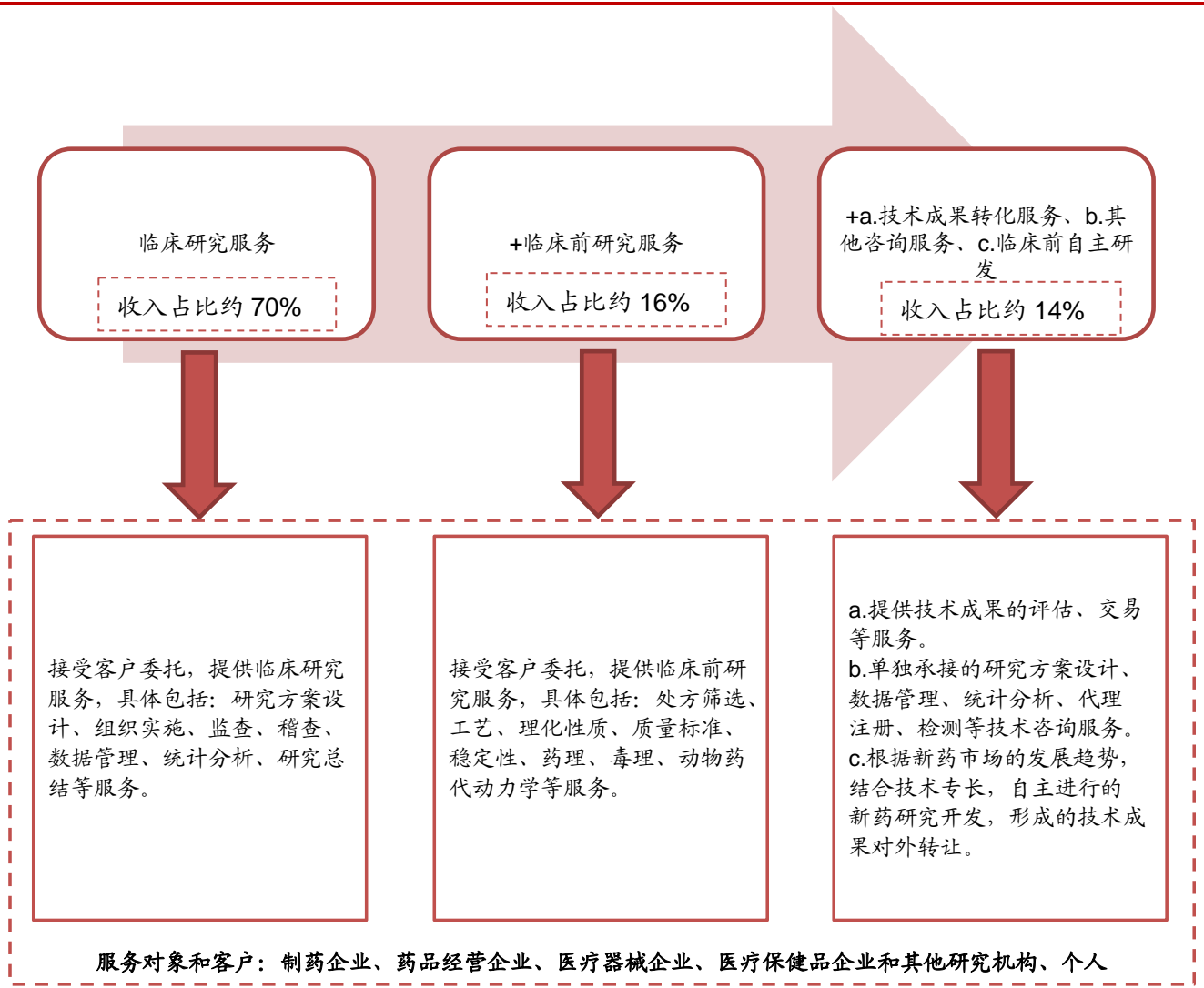
图表 15: 全球 CRO 市场稳健增长, GAGR > 10%.....	- 10 -
图表 16: 美欧合计占全球 CRO 市场份额的 71.25%	- 10 -
图表 17: 新兴国家 CRO 业务增长迅速	- 11 -
图表 18: 亚洲新增临床研究中心项目数量居首.....	- 11 -
图表 19: 2013 年国际前三大 CRO 企业市场份额占比近 30%.....	- 11 -
图表 20: 人才、患者基数、完善的法规促进中国 CRO 高速发展.....	- 12 -
图表 21: 中国药品终端市场规模增长.....	- 12 -
图表 22: 中国 CRO 市场规模实现 8 年 8 倍增长.....	- 12 -
图表 23: 跨过药企研究部门及 CRO 企业进入中国案例	- 13 -
图表 24: 目前国内 CRO 行业的层次结构.....	- 13 -
图表 25: 国内其他领军企业概况及市场地位	- 14 -
图表 26: 2006 年-2014 年我国药物临床试验机构总数不断上升.....	- 14 -
图表 27: 2006 年-2014 年我国药物临床试验机构获批专业总数不断增加	- 14 -
图表 28: 博济医药核心竞争力分析.....	- 15 -
图表 29: 公司完成 1 类创新药项目共 34 个	- 16 -
图表 30: 公司累计协助客户获得证书批件共 132 项.....	- 16 -
图表 31: 公司高管职务及资历情况.....	- 17 -
图表 32: 2013 年我国排名前十的医药企业或其下属企业与公司合作情况... - 17 -	- 17 -
图表 33: 公司与我国著名医院合作情况	- 18 -
图表 34: 公司服务网络遍布全国	- 18 -
图表 35: 公司毛利率相较于行业可比公司偏高.....	- 19 -
图表 36: 公司销售费用率明显低于可比上市公司	- 19 -
图表 37: 公司财务费用率稳定.....	- 19 -
图表 38: 公司募投项目(单位: 万元)	- 20 -
图表 39: 可比公司估值指标	- 21 -
图表 40: 公司产品销售预测(单位: 百万元)	- 22 -
图表 41: 公司财务报表预测	- 23 -

公司是国内民营的全方位、一站式 CRO 服务商

公司为国内较早一批进入行业的企业之一，业务覆盖面广

- 公司是一家专业的 CRO 服务提供商，为医药企业和其他新药研发机构提供全方位的新药研发外包服务，主营业务涵盖新药研发各个阶段，包括临床研究服务、临床前研究服务、技术成果转化服务、其他咨询服务及临床前自主研发等。

图表 1: 公司自成立以来业务覆盖面不断拓展



来源：公司招股说明书，齐鲁证券研究所

- 公司是国内能够提供一站式全流程服务的医药 CRO 企业。跨国 CRO 公司提供的服务比较全面，我国多数 CRO 公司则以单一种类的服务为主。作为国内较早进入医药研发外包服务领域的企业之一，公司凭借丰富的行业经验、突出的技术实力和人才优势，逐渐成为成为我国规模领先、具有较大市场影响力的中大型本土民营 CRO 公司之一。

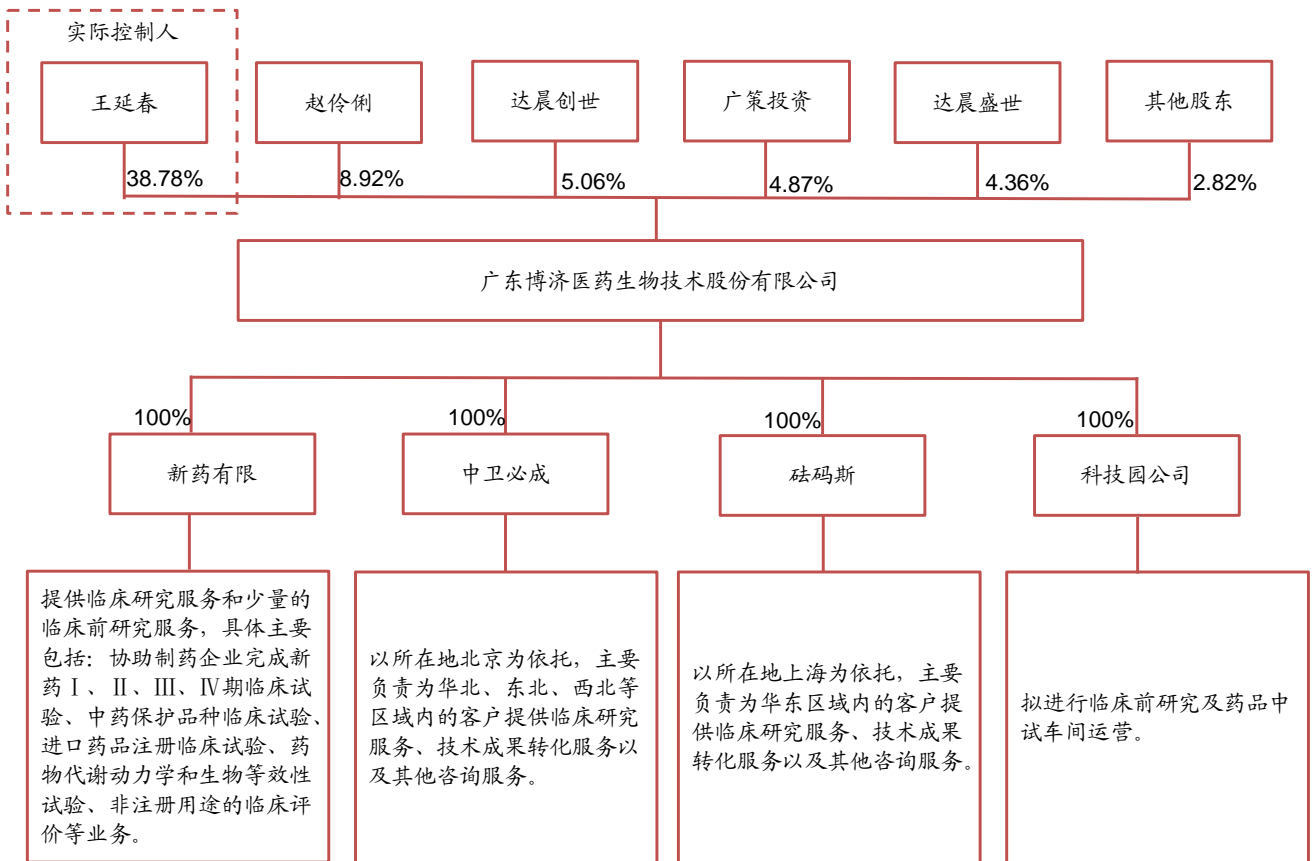
图表 2: 公司属国内较早一批进入行业, 较同期企业经营模式综合性更加突出

公司	成立时间	经营模式
药明康德	2000	以临床前研究为核心业务的CRO公司
尚华医药	2002	
泰格医药	2004	以临床试验及临床研究相关咨询服务为核心
博济药业	2002	综合型CRO公司

来源: 公司招股说明书, 齐鲁证券研究所

股权及组织架构

- **发行前后公司实际控制人未变更。**此次发行前, 王廷春先生是公司的控股股东和实际控制人, 持有公司 2,585.50 万股, 占本次发行前总股本的 **51.71%**。公司本次拟公开发行不超过 1,667 万股, 全部为公开发行新股, 不安排公司股东公开发售股份, 不超过发行后总股本的 25%。发行后, 王廷春先生持有股份占公司总股本 **38.78%**。
- **成立公司员工持股平台, 充分激励有利于公司长期发展。**公司于 2010 年 12 月制定了股权激励方案, 核心管理技术等人员作为激励对象以货币出资设立 2 家持股公司广策投资和高广投资, 并于 2011 年 2 月通过增资方式入股发行人。截至 2015 年 4 月, 广策投资 (24 名员工入股) 占本公司本次发行前总股本的 6.50%, 高广投资 (27 名员工入股) 占 1.50%。牢固的核心团队使得公司临床研究项目的操作延续性和服务稳定性得以保障, 新药研发进展顺利。

图表 3: 公司发行后股权结构图


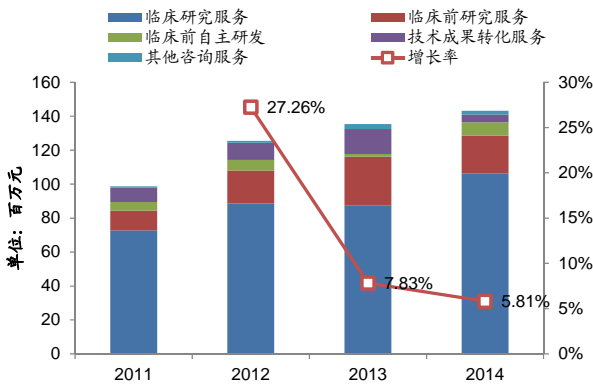
注: 赵伶俐女士为本公司控股股东、实际控制人王廷春先生的配偶 来源: 公司招股说明书, 齐鲁证券研究所

■ 公司与各子公司的业务分工明确，为有机结合的整体。其中，公司的业务线全面，覆盖了临床研究服务、临床前研究服务、技术成果转化服务、其他咨询服务和临床前自主研发等，而新药有限的业务以临床研究服务为主，兼有少量的临床前研究服务；中卫必成以北京为基地，辐射华北地区，业务以临床研究服务为主；砒玛斯以上海为基地，辐射华东地区，业务以临床研究服务为主；科技园公司拟进行临床前研究及药品中试车间运营。公司与各子公司不仅有着相同的采购和销售流程，而且还共同以临床试验项目立项 SOP（标准操作规程）、临床试验方案制定 SOP、临床试验监查 SOP 和临床试验稽查 SOP 等涵盖临床试验全过程的标准操作规程作为业务的准绳。

业绩不断提升，临床+临床前研究业务收入贡献 85%左右，毛利率稳定

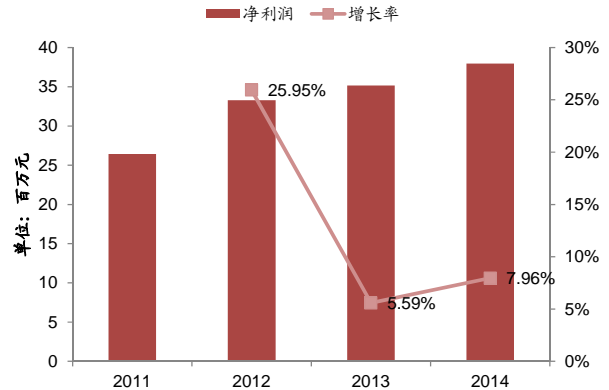
- **2011-2014 公司营业收入及净利润年复合增长率保持在 13%左右。**公司 2011-2014 年营业收入和净利润增速虽然有所波动，但 4 年 GAGR 分别保持在 13.2%和 12.8%，增长较为稳定。
- **临床实验技术服务是公司业绩的主要来源。**公司的临床实验技术服务分为临床研究和临床前研究，其中临床研究为主要收入贡献项目，过去 4 年平均收入占比 70.79%，临床前研究近 4 年收入端平均占比约 16%，两项综合占比 **85%**，收入贡献比最大。

图表 4: 公司营业收入不断提升, CRO 业务占比大



来源：公司招股说明书，齐鲁证券研究所

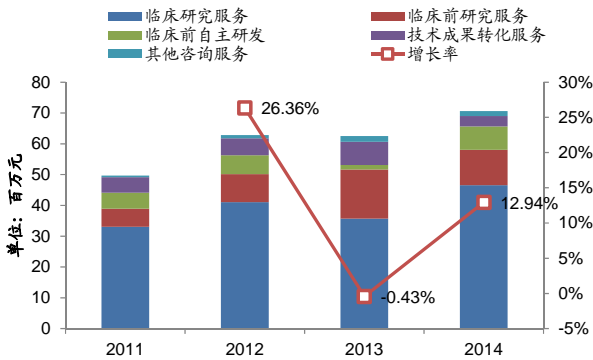
图表 5: 公司近 4 年净利润 GAGR=12.8%



来源：公司招股说明书，齐鲁证券研究所

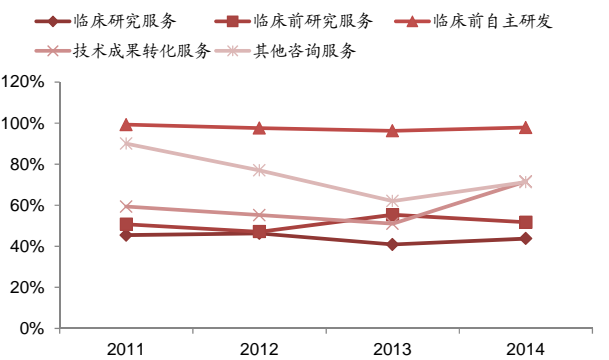
■ CRO 业务毛利率稳定，其他业务毛利率有所波动但整体维持较高水平。

图表 6: 公司近四年毛利 GAGR=12.4%



来源：公司招股说明书，齐鲁证券研究所

图表 7: 各项业务整体毛利率稳定



来源：公司招股说明书，齐鲁证券研究所

全球 CRO 市场容量可达 430 亿美元，GAGR>10%

内在促进因素：新药研发成本转换压力

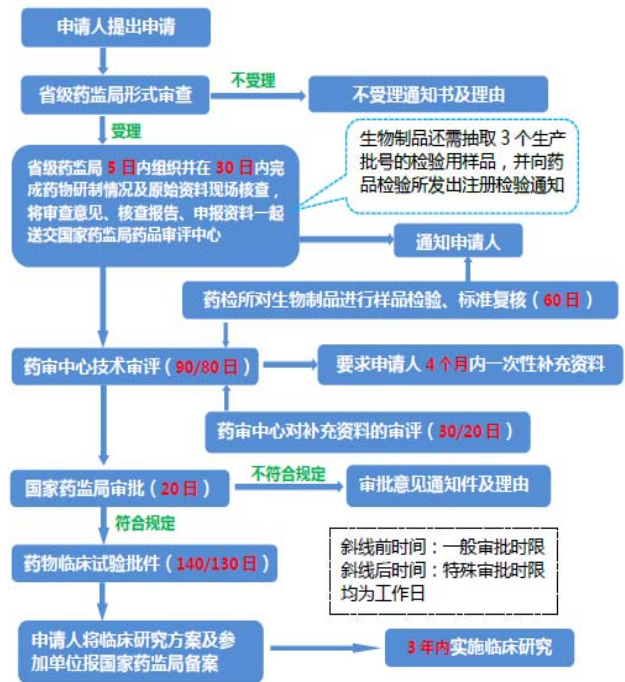
- **新药研发成本投入高，但转化率低。**从全球范围来看，最近十年，新药的平均研发成本不断上涨，平均成本从 1975 年的约 1.4 亿美元，上涨到 2014 年的约 26 亿美元。统计数据显示，一种药物进入 I 期临床通常需要经过 10 年以上的筛选和评估，尽管花费巨大，但仍只有约 8% 的新药能最后进入药品市场。同时，监管的日益严格和疾病复杂度越来越高使得新药研发成功率降低。

图表 8：新药研发周期长，成功率低



来源：中国新药杂志，齐鲁证券研究所

图表 9：新药临床批件申请流程环节多，耗时长



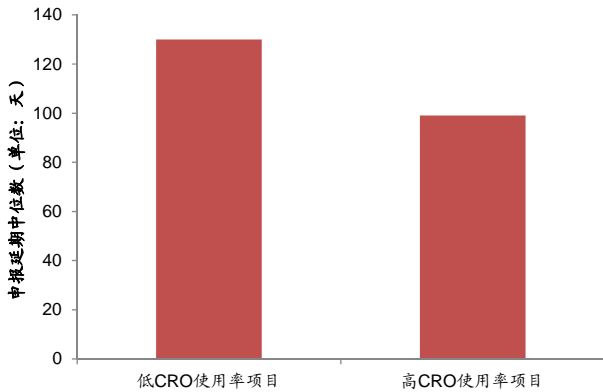
来源：中国新药杂志，齐鲁证券研究所

图表 10：国际制药巨头新药研发成本巨大 (1997-2011)

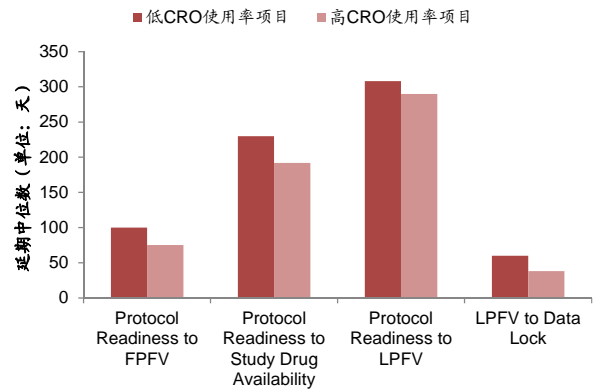
公司	批准新药数量	平均花费 (亿美元)	总计 (亿美元)
辉瑞	14	77	1082
强生	15	59	883
罗氏	11	78	858
诺华	21	40	936
葛兰素史克	10	82	817
默克	16	42	674
阿斯利康	5	118	590
百时美施贵宝	11	42	457
合计	103	538	6297

来源：公开资料，齐鲁证券研究所

- **CRO 可有效分散新药研发的高成本低转换带来的潜在风险。** 新药研发所面临的巨大投入和研发风险，促使医药企业选择专业的合同研究组织来完成新药研发流程中的部分环节，从而使新药研发的资金投入和潜在风险在 CRO 行业的整条产业链上得到分散。数据显示，CRO 可为药企缩短 30%左右的申报时间，并且将药企研发的成本结构从固定成本转为变动成本，为药企节约 30%-70%的研发投入。**CRO 行业在不到 40 年的时间内快速成长为医药研发产业链上不可或缺的重要一环。**

图表 11: CRO 可为药企缩短 30%左右的申报时间


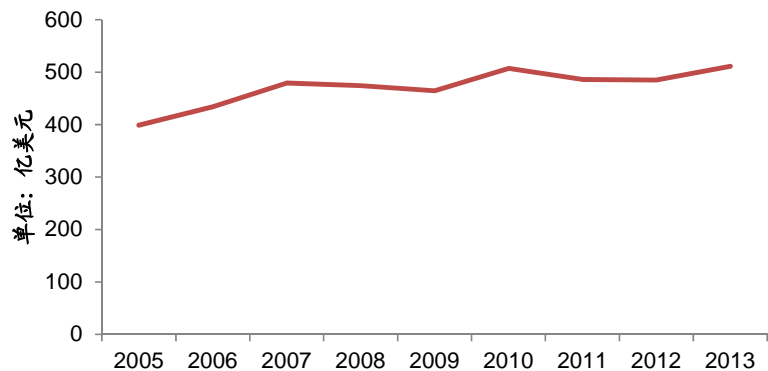
来源: Tufts Center for the Study of Drug Development, 齐鲁证券研究所

图表 12: CRO 可有效缩短研发时间


来源: Tufts Center for the Study of Drug Development, 齐鲁证券研究所

外部推动力: 医药企业不断加大的新药研发投入

- **由于药品专利到期以及研发产品线的后期成果稀缺，制药公司一直在药品研发中投入大量的资金。** 2001 年到 2010 年，是世界制药史上商标名药物专利到期的高峰时段，一些大型跨国制药公司陆续有一半以上的药品专利到期，一大批单品种销售额超过 10 亿美元的药品专利保护期也已届满。预计从 2011 年至 2015 年，又将有年销售额 770 亿美元的药品专利过期。对大型制药公司来说，在重量级药物专利保护期到期后，大量仿制药的上市将使制药公司的市场地位受到严峻的挑战。因此，不断加大对新药的研发投入，早日完成在研药物的各期临床试验，是制药企业增强自身竞争实力的重要手段。

图表 13: Phrma 成员研发投入不断攀升


来源: Phrma Industry Profile(2013), 齐鲁证券研究所

图表 14: 2014-2016 到期及将要到期的专利药

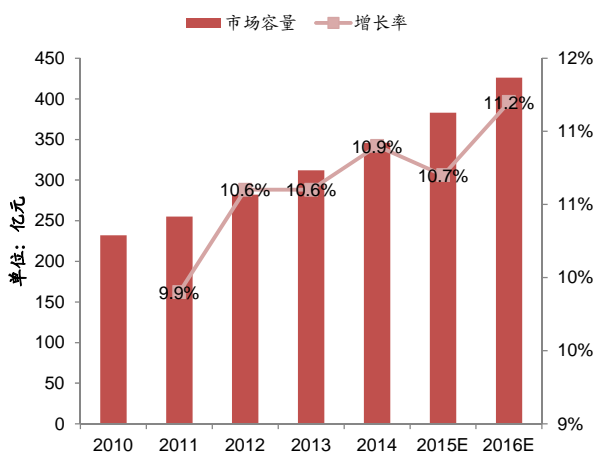
国家	2014	2015	2016
美国	Nexium®, Symbicort® Cymbalta®, Lunesta® Celebrex®, Restasis® Evista®, Sandostatin® LAR, Actonel®	Abilify®, Copaxone® Gleevec®, Namenda® Provigil®, Combivent® Zyvox®, Prezista®, Avodart®	Crestor®, Benicar HCT® Benicar®, Cubicin®
日本	Prograf®, Glivec®, Abilify®	Zyprexa®, Adoair®, Alimta® Spiriva®, Symbicort®	Blopress, Baraclude®
英国	Abilify®, Cipralex®, Risperdal® Consta®	Spiriva®, Cymbalta®, Alimta®	Glivec®, Vfend®
法国	Seroplex®, Abilify®, Ebixa®, Risperdal® Consta® LP	Alimta®, Spiriva®, Copaxone®, Protelos®, Cymbalta®	Glivec®, Cancidas®, Vfend®
德国	Axura®, Risperdal®, Consta®, Blopress Plus®	Spiriva®, Copaxone®, Alimta® Cymbalta®	Glivec®, Zyvoxid, Vfend®

来源: IMS Health、齐鲁证券研究所

全球 CRO 市场行业稳健增长，国际化趋势明显，行业集中度高

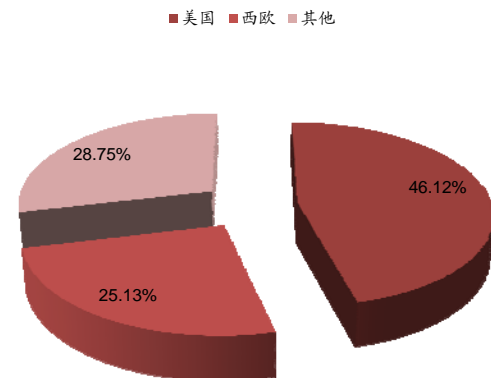
- **全球 CRO 市场稳健增长，CAGR > 10%。**根据 Business Insights 2011 年发布的数据，2010 年全球 CRO 行业的市场容量为 232 亿美元，预计 2011 年至 2016 年，全球 CRO 行业市场将保持 10% 左右的年均增长速度，至 2016 年，全球 CRO 行业的市场容量将有望达到 426 亿美元。
- **美欧占据全球 71.25% 市场份额。**在全球范围内，美国与西欧占据了 CRO 行业绝大部分的市场份额，其 CRO 行业的市场规模在 2010 年分别达到了 107 亿美元和 59 亿美元，占全球 CRO 行业市场规模的 46.12% 和 25.43%。

图表 15: 全球 CRO 市场稳健增长，GAGR > 10%



来源: 公司招股说明书，齐鲁证券研究所

图表 16: 美欧合计占全球 CRO 市场份额的 71.25%

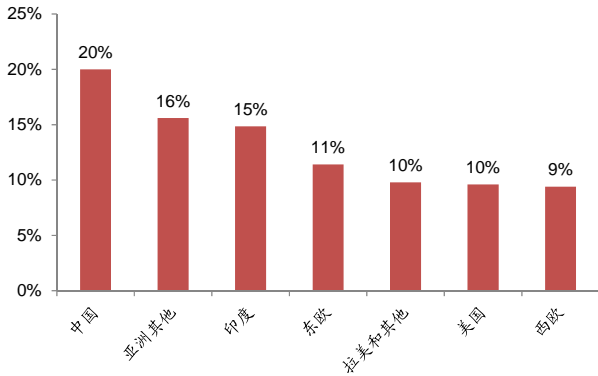


来源: 公司招股说明书，齐鲁证券研究所

- **行业整体呈现美欧为主导新兴国家加速上赶的市场格局。**从 2011 年到 2016 年，美国、西欧的 CRO 市场规模的年均增长率相对于其余国家和地区来说相对较小，分别为 9.60% 和 9.40%，而东欧、中国、印度、亚洲其余国家、拉丁美洲和其他地区的年均增长率将可分别达到 11.40%、20.00%、14.85%、15.60% 和 9.80%，高于欧美地区的增长率。

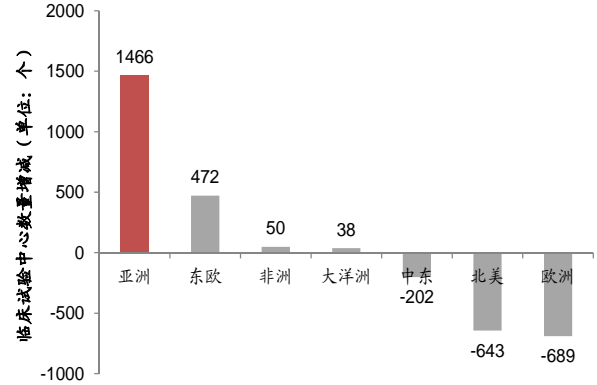
- **全球 CRO 行业的国际化趋势明显。**CRO 企业集中分布的地区也逐步从北美、西欧等国家向新兴市场国家转移。以美国的 CRO 公司为例，2002 年至 2010 年，美国最大的 5 家 CRO 公司在新兴市场的业务量迅猛发展。2010 年，这 5 家 CRO 公司在美国本土以外的收入占比均已超过 50%，而这一比例在未来还有望继续增长。

图表 17: 新兴国家 CRO 业务增长迅速



来源：公司招股说明书，齐鲁证券研究所

图表 18: 亚洲新增临床研究中心项目数量居首



注：06-10 年合计 来源：Johan PE Karlberg, 齐鲁证券研究所

- **全球 CRO 市场集中度高，三巨头合计占比近 30%。**从企业来看，美国昆泰 (Quintiles Transnational) 公司是全球最大的 CRO，业务遍及 30 多个国家，可提供从临床前到临床后期的广泛服务，占有 11.6% 的市场份额；美国科文斯 (Covance) 以其综合服务能力著称；PPD 公司为全球第三大 CRO，专注于临床研究。

图表 19: 2013 年国际前三大 CRO 企业市场份额占比近 30%

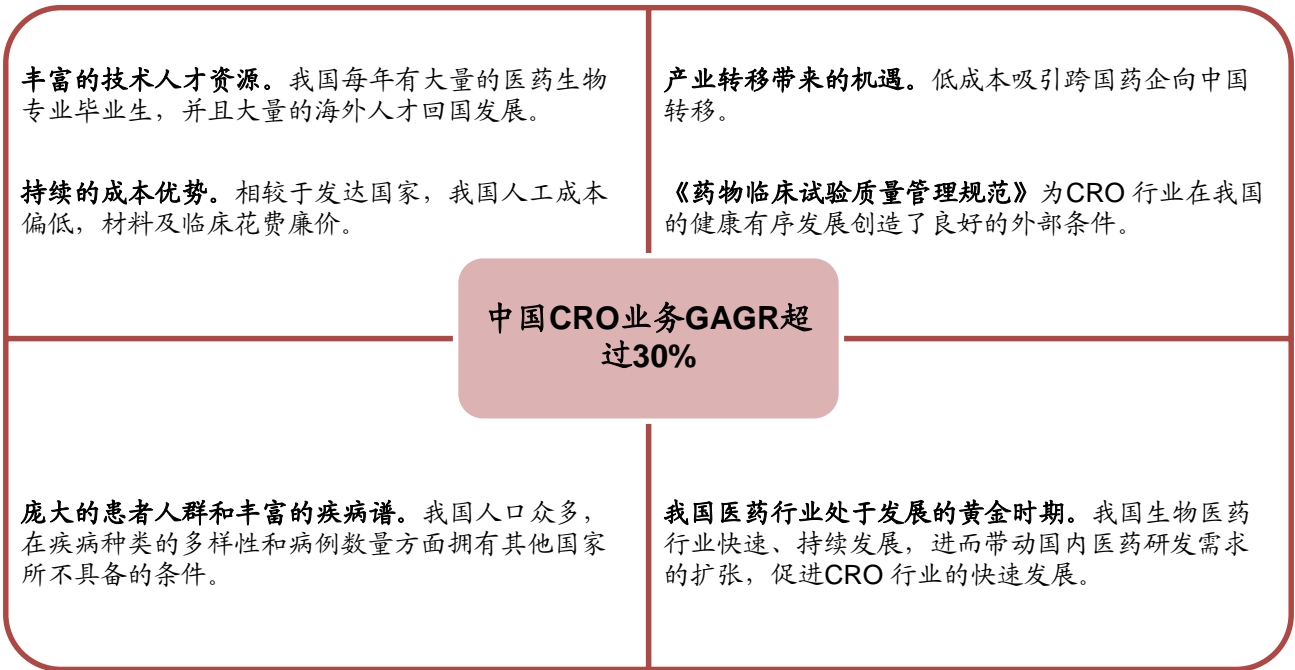
序号	公司名称	公司概况	市场份额
1	昆泰	创立于1982年，员工超过28,000人，业务覆盖100个国家。该公司主要业务包括临床业务（数据分析、中心实验室等）、药物营销业务、产品及品牌经营策划、数据支撑的营销策略咨询业务、寻找融资与营销合作战略伙伴业务等。该公司于1997年在美国上市并于2003年退市，故此无公开的营业收入数据。	11.6%
2	科文斯	美国上市公司 (NYSE: CVD)，创立于1997年，员工超过12,000名，业务覆盖了60多个国家。主要业务有临床前研究服务（毒理学分析，药理学分析、药物有效成分分析等）、临床研究服务（临床试验、中心实验室）、药物上市后再评价服务、营养测试与分析服务、人体抗药性分析服务等。2013年该公司实现的营业收入为24.02亿美元，2014年1-9月实现的营业收入为20.24亿美元。	9.7%
3	PPD	1985年成立，员工人数约13,000名，业务覆盖46个国家。业务涵盖了药物发现、药物临床前研究服务、临床研究服务、药品上市后监控业务，以及自主研发、化合物合成业务等。2010年该公司实现营业收入14.71亿美元，该公司2011年实施私有化后从纳斯达克交易所退市，故此无公开的营业收入数据。	6.9%

来源：公司招股说明书，前瞻产业研究院，齐鲁证券研究所

国内 CRO 市场规模 220 亿元，实现 8 年 8 倍增长，国际巨头占据行业顶尖位置，本土企业竞争力加速提升

- 基于我国 CRO 行业的独特优势，我国 CRO 面临巨大的发展潜力。具体的优势主要体现在人才、成本、庞大的患者人群、医疗行业处于发展的黄金时期以及产业转移带来的机遇。同时，2003 年国家药监局颁布实施的《药物临床试验质量管理规范》起到了我国 CRO 产业发展中起到里程碑作用。

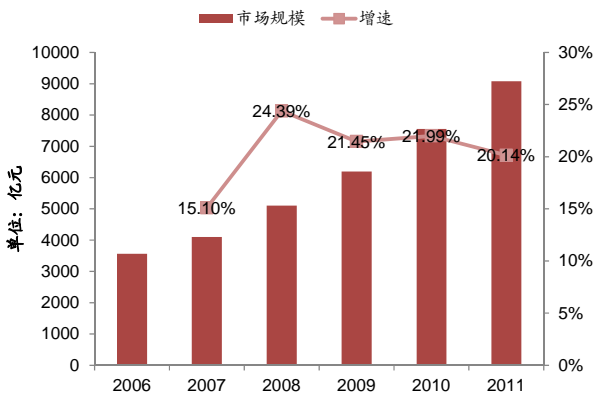
图表 20：人才、患者基数、完善的法规促进中国 CRO 高速发展



来源：公司招股说明书，齐鲁证券研究所

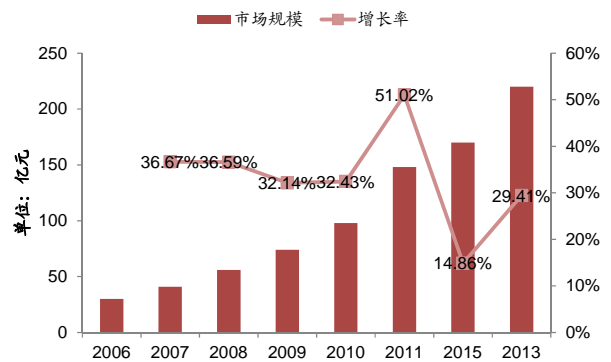
- 中国 CRO 市场规模 8 年近 8 倍增长。正是由于我国发展医药研发外包服务业的独特优势，CRO 行业在我国得到了长足的发展，我国 CRO 行业的市场规模逐年扩大。2006 年至 2013 年，我国 CRO 行业市场规模从 30 亿元增长到 220 亿元，年复合增长率超过 30%。

图表 21：中国药品终端市场规模增长



来源：南方医药经济研究所，齐鲁证券研究所

图表 22：中国 CRO 市场规模实现 8 年 8 倍增长



来源：公司招股说明书，齐鲁证券研究所

- **跨国药企及 CRO 企业在中国市场占领行业顶尖位置。**得益于中国巨大的药品市场，以及显著的成本优势，跨国药企及 CRO 企业纷纷在中国设立研发机构，加大在中国进行临床试验的规模，从而加快在中国上市新药的推进速度。目前全球前十大的 CRO 公司均以开设分支机构、并购国内 CRO 公司或成立合资公司。

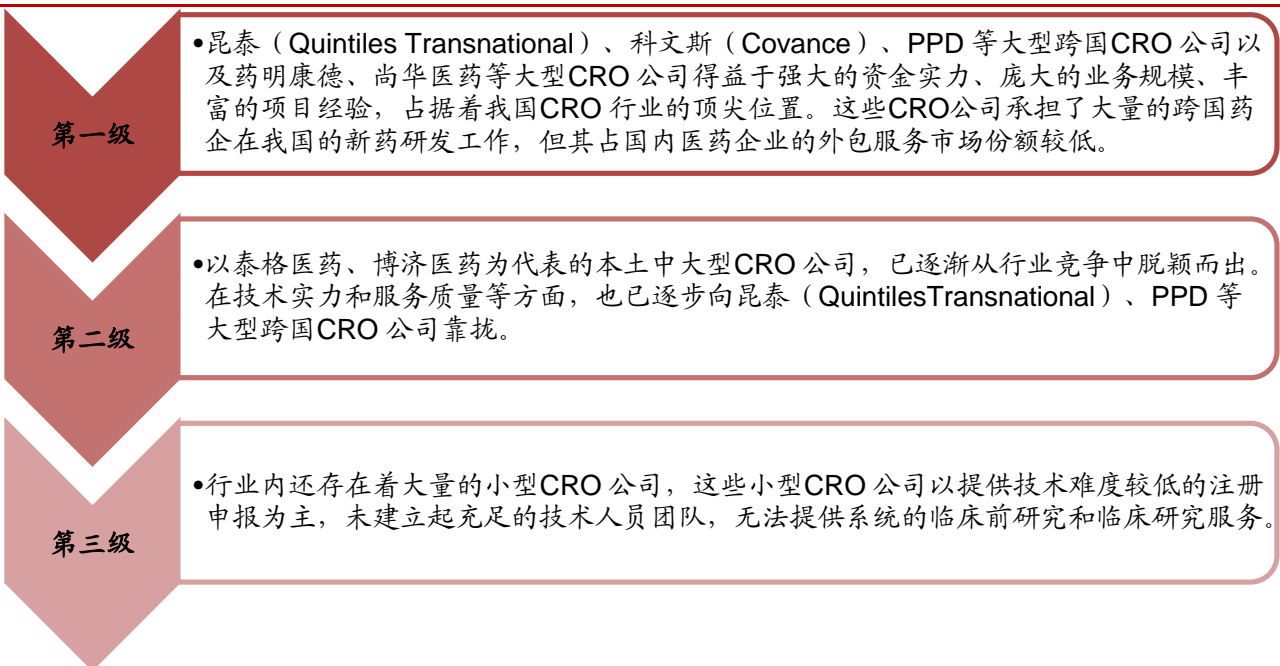
图表 23: 跨国药企研究部门及 CRO 企业进入中国案例

时间	案例
1996	MDS在中国投资建立了中国真正意义上的第一家CRO公司
1997	昆泰于1997年进入中国市场
2003	美国礼来公司上海创建研发中心
2005	法国赛诺菲-安万特公司和美国辉瑞公司分别在上海创建研发中心
2007	科文斯进入中国，在上海张江建成它的中心实验室
2007	英国阿斯利康和葛兰素史克分别在上海创建研发中心
2009	美国强生在上海建立亚洲研发总部
2010	诺和诺德宣布将投资1亿美元建设北京研发中心
2011	美国美敦力公司在上海设立大中华区总部，并计划年内建立在沪研发中心
2011	昆泰在华建立全资子公司昆拓

来源：公司招股说明书，齐鲁证券研究所

- **本土企业发展历程短，竞争力较弱，但领军企业向国际巨头逐步靠拢。**CRO 行业在我国发展的历史较短，与欧美发达国家相比，我国的 CRO 行业在市场规模、业务范围、行业认知度等方面均存在一定的差距。行业内虽然已经涌现出以药明康德、尚华医药、泰格医药和博济医药等为代表的大型 CRO 公司，但大多数的 CRO 公司服务内容单一，未能形成规模和核心竞争力。

图表 24: 目前国内 CRO 行业的层次结构



来源：公司招股说明书，齐鲁证券研究所

图表 25: 国内其他领军企业概况及市场地位

序号	公司名称	公司概况	市场地位
1	药明康德	药明康德成立于2000年,已于2007年在美国上市(NYSE:WX)。核心业务包括从药物发现到开发的制药服务,生物制品、医疗器械开发和测试服务,以及全面的毒理服务;药物中间体、高效能原料药(APIs)的生产服务,细胞银行服务,细胞疗法和基于化合物和组织产品的cGMP生产。药明康德在2014年未经审计的营业收入为6.74亿美元,净利润1.12亿美元。	药明康德是我国最早进入CRO行业的公司之一,也是目前国内乃至亚洲领先的CRO公司之一,其优势领域为药物发现研究和临床前研究服务
2	尚华医药	尚华医药成立于2002年,于2010年在美国上市(NYSE:SHP)。核心业务包括为国内外客户提供组合化学、药物化学、合成化学等领域的科研服务;化工医药产品质量测试;医药生物技术引进、孵化以及成果产业化等业务。尚华医药的主要客户集中在北美地区。尚华医药2011年经审计的营业收入为1.12亿美元,净利润1,111.49万美元。该公司2013年初完成私有化交易,现已退市,故此未获得其营业收入公开数据。	尚华医药是我国领先的CRO公司,其优势领域为药物发现研究和临床前研究服务
3	泰格医药	泰格医药(300347)成立于2004年,总部位于杭州,专注于为医药产品研发提供I-IV期临床试验、数据管理与生物统计、注册申报等服务。泰格医药2014年未经审计的营业收入为62,998.30万元,实现归属于母公司的净利润12,158.78万元。	泰格医药是国内领先的CRO公司之一,其优势领域为临床研究服务业务

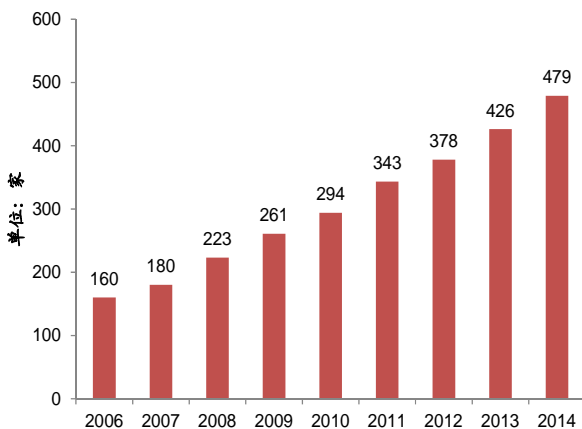
来源: 公司招股说明书, 齐鲁证券研究所

公司研发强、客户资源优质、盈利能力稳定

博济波特五力分析

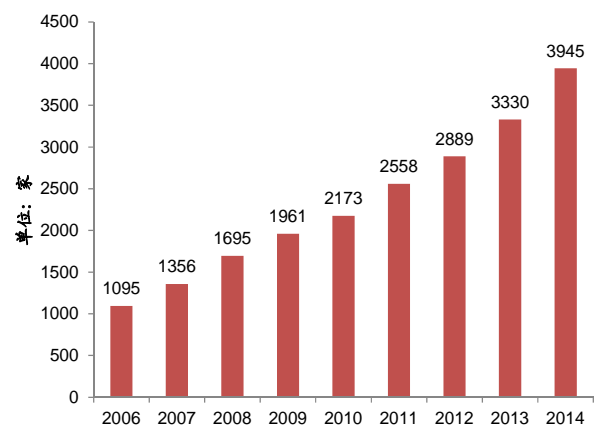
- 上游临床试验机构数量不断增长, 存量好增量多, 将有效提高公司向上游的议价能力。2004年3月《药物临床试验机构资格认定办法(试行)》, 实施药物临床试验机构的资格认定以来, 我国的药物临床试验机构的数量已迅速增加, 与此同时, 药物临床试验机构获得认定的临床专业种类和临床专业总数也大幅增加。同时, 公司已与300余家药物临床试验机构展开了良好合作, 积累了大量行业经验, 在业内取得了良好的口碑。

图表 26: 2006年-2014年我国药物临床试验机构总数不断上升



来源: 公司招股说明书, 齐鲁证券研究所

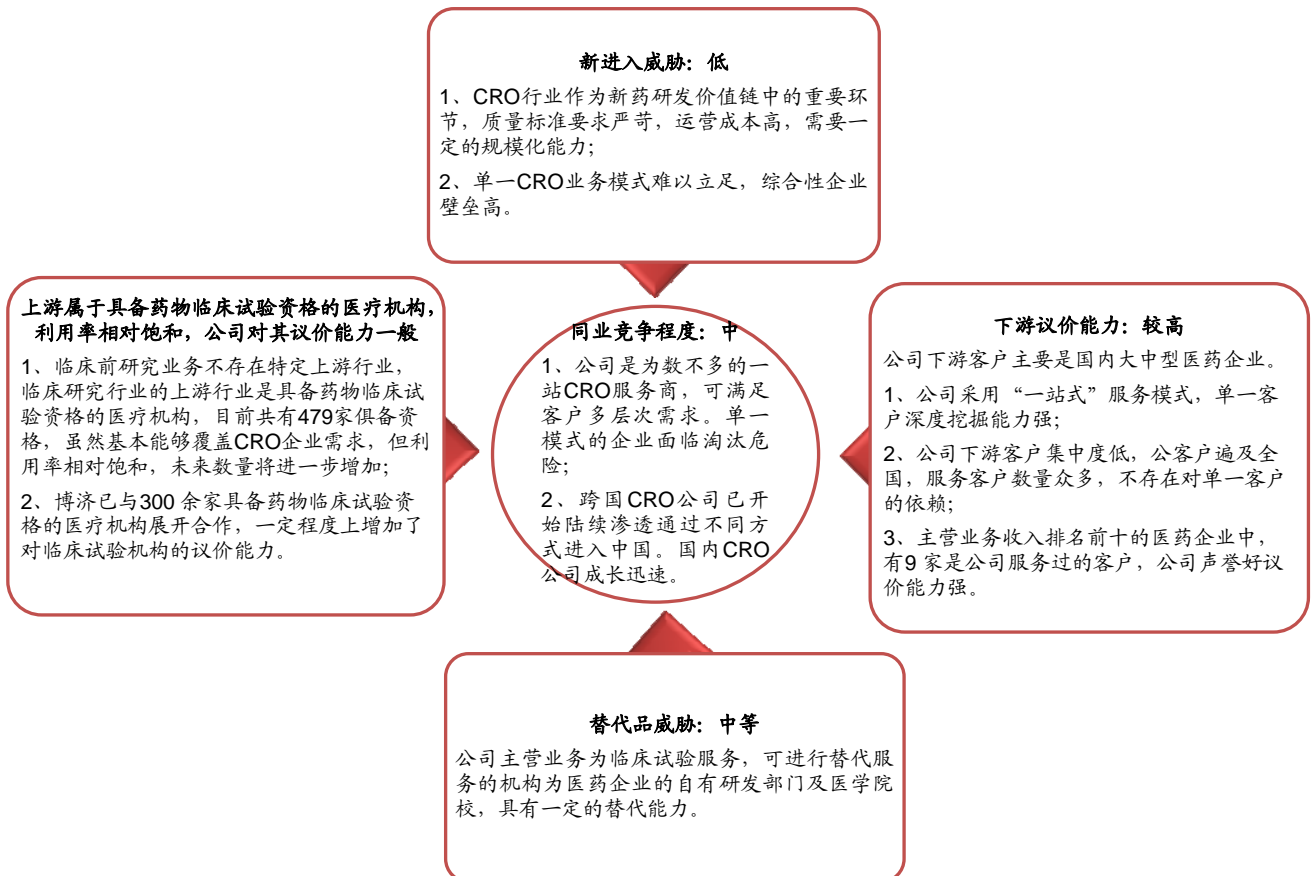
图表 27: 2006年-2014年我国药物临床试验机构获批专业总数不断增加



来源: 公司招股说明书, 齐鲁证券研究所

- 从同业竞争角度看，公司一站式服务客户黏度高，单一挖掘性强，面对内外企业带来的竞争压力。公司是国内为数不多的能够提供一站式全流程服务的 CRO 企业。可以充分利用业务的协同效应和全流程服务的优势，满足客户多层次的业务需求。但同时，国外巨头的跨国扩张与国内 CRO 企业的高速成长使得依旧面临一定的竞争压力。
- 行业运营门槛将高，公司综合型服务模式难复制。近年来，我国对药物研发过程的质量管理标准日益提高，逐渐向西方发达国家的质量标准体系靠拢。愈发严苛的质量标准将会增加 CRO 公司的运营成本。我们认为，CRO 行业是一个具有马太效应的行业，发展集中度越来越高，新进入壁垒高，公司综合型业务模式难复制，新进入威胁较低。
- 其他研究机构具备一定的替代能力，但合作有望实现双赢局面。从替代角度来讲，CRO 业务的主要替代方来自于医药企业的自有研发部门及医学院校，具备一定的替代性。但是我们认为，双方合作有望实现双赢。目前公司已与奥斯东国际研究公司签订战略合作协议，与阿拉伯联合酋长国 EMEACR 公司 (Europe, Middle East & Africa Clinical Research)、印度 Trianz Holdings Pvt. Ltd 也签署了合作意向协议。

图表 28: 博济医药核心竞争力分析



来源: 公司招股说明书, 齐鲁证券研究所

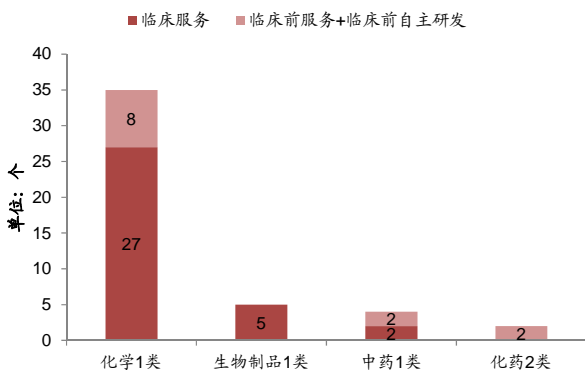
- 公司下游客户面广，大额订单量充足，对客户议价能力较高。2013 年按主营业务收入排名前十的医药企业或其下属企业中，有 9 家是公司服务过的客户，并且公司 2012-2014 年合同金额超过 200 万的大型项

目占比较大，占比分别为 45.28%、44.00%与 44.44%，说明公司承接大客户业务的能力较强，总体来看对客户的议价能力较高。

公司研发辐射面广，技术强，经验丰富

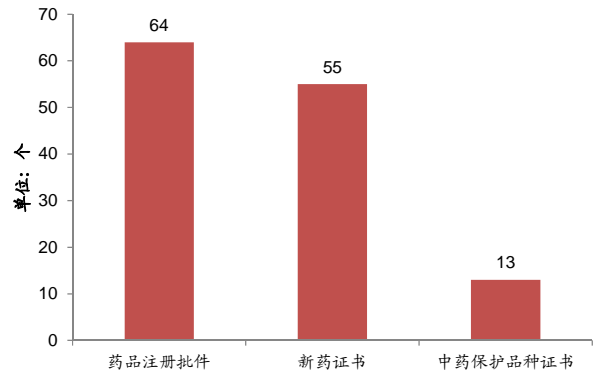
- 临床试验服务介入新药开发产业链的意义在于帮助药企降低研发成本及缩短临床试验周期，CRO 企业研发实力为核心竞争力。
 - 公司临床研究服务涉及专业领域广，累计为客户提供临床研究服务 400 多项。完成的临床研究服务项目涵盖了心血管、呼吸、消化、内分泌、泌尿、肿瘤、神经内科、妇科、皮肤科、耳鼻喉科、眼科、儿科、外科、麻醉科等多个药物治疗的专业领域。
 - 公司临床前研究技术经验积累丰富，累计为客户提供临床前研究服务 200 余项。公司搭建了中药有效成分和有效组分研究、注射剂研究和外用制剂研究三大平台，建立了化学成分与药效学相结合的提取工艺确证模式，积累了丰富的萃取、柱分离、重结晶等中药提取纯化技术经验。
 - 在技术成果转化服务领域，公司累计为多个知名企业提供转化服务 40 余项。
- 高素质的员工队伍也为公司的技术水平和服务质量提供了有力保证。截至 2014 年 12 月 31 日，公司各类专业技术人员占员工总数的 84.75%，具有专科或以上学历的员工占员工总数的 97.28%。
- 科学可行的临床研究方案。公司以国家药监局相关法规、指南为指导，充分重视试验药物的立题依据及作用特点，借鉴美国 FDA 的相关要求及国内外同类药物先进设计模式，进行临床研究方案设计。
- 公司研发实力获得业界认可。2009 年，新药中心获中国生物经济大会授予“中国生命科学大奖 (LSAC) 最佳临床研究 CRO”称号；2010 年，博济医药获广东省社会科学院企业管理与决策科学研究所等机构及媒体联合授予“2009 年度最具竞争力高新技术企业”称号，并作为唯一的 CRO 公司入选清科集团“2010 年中国最具投资价值企业 50 强”。

图表 29: 公司完成 1 类创新药项目共 34 个



来源：公司招股说明书，齐鲁证券研究所

图表 30: 公司累计协助客户获得证书批件共 132 项



来源：公司招股说明书，齐鲁证券研究所

- 公司管理层有相当丰富的药物临床研究相关经验。

图表 31: 公司高管职务及资历情况

姓名	职务	资历
王廷春先生	董事长兼总经理	王廷春先生为暨南大学中药专业硕士研究生导师、广东省药学会临床试验专业委员会副主任委员、中华全国工商业联合会医药业商会理事、广东省优秀企业家、世界中医药学会联合会中药上市后再评价专业委员会第一届理事会常务理事、中国中药协会企业与医院药事管理专业委员会常务委员。
马仁强先生	董事、副总经理兼药物评价中心主任	中国药科大学中药药理学学士、中山大学药理学硕士。马仁强先生从事新药研究行业十余年，具有丰富的新药研究经验。
丁克先生	独立董事	丁克先生2011年12月至今担任公司独立董事；2012年，获“第六届药明康德生命化学研究奖”、国务院政府特殊津贴；2013年担任杂志J.Med.Chem顾问编委，2014年入选“百名南粤杰出人才培养工程”，并获得fi2014年度国家杰出青年科学基金，2015年入选科技部“中青年科技创新领军人才”。
赖小平先生	独立董事	赖小平先生所获荣誉包括中华中医药学会科学技术奖二等奖（通络生骨胶囊的研究与开发）、广东省科学技术奖三等奖（通络壮骨胶囊新药的研制）、中华中医药学会科学技术奖二等奖（中医方剂组分配伍模式研究）、广东省科学技术奖励二等奖（岭南15种中药材规范化种植（养殖）关键技术及其应用）。

来源：公司招股说明书，齐鲁证券研究所

公司上下游客户资源量多质优，服务网络遍布全国

- **公司有优秀的项目承接能力。**公司目前服务的客户遍及全国，服务客户数量众多。在提供服务的同时，公司赢得了卓著的声誉。经过十多年的行业积累，公司已经具备了优秀的项目承接能力。根据工业和信息化部消费品工业司2014年4月发布的2013年我国按主营业务收入排名前十的医药企业中，有9家公司是公司服务过的客户。
- **公司与医院合作关系紧密。**根据复旦大学医院管理研究所2014年2月发布的《2013年度中国最佳医院排行榜》，公司与排名前十位的医院中的9家公司是公司服务过的客户。

图表 32: 2013 年我国排名前十的医药企业或其下属企业与公司合作情况

序号	客户名称	是否是客户
1	广州医药集团有限公司	是
2	修正药业集团股份有限公司	是
3	扬子江药业集团有限公司	是
4	华北制药集团有限责任公司	是
5	华润医药控股有限公司	是
6	威高集团有限公司	否
7	哈药集团有限公司	是
8	石药集团有限公司	是
9	天津市医药集团有限公司	是
10	中国医药集团总公司	是

来源：公司招股说明书，齐鲁证券研究所

图表 33: 公司与我国著名医院合作情况

序号	公司与我国著名医院合作情况	是否是公司客户
1	北京协和医院	是
2	四川大学华西医院	是
3	中国人民解放军总医院（301 医院）	是
4	上海交通大学医学院附属瑞金医院	是
5	第四军医大学西京医院	是
6	复旦大学附属华山医院	是
7	复旦大学附属中山医院	否
8	中山大学附属第一医院	是
9	北京大学第一医院	是
10	华中科技大学同济医学院附属同济医院	是

来源：公司招股说明书，齐鲁证券研究所

- 公司服务网络遍布全国。**公司的 4 个全资子公司，分布在我国医药工业最发达的三个地区，有利于承接各类新药研发外包服务业务。在临床研究方面，公司还建立了二十余个监查服务网点，服务网络遍及药物临床试验机构所在的主要省、市、自治区，已实现驻地监查的服务模式，未来还将实现驻院监查的服务模式。服务网络的建立，使得监查人员能够及时到达临床研究现场，实时监查研究进程，快速解决临床研究中发生的各种问题，有利于公司多中心临床试验的顺利开展。

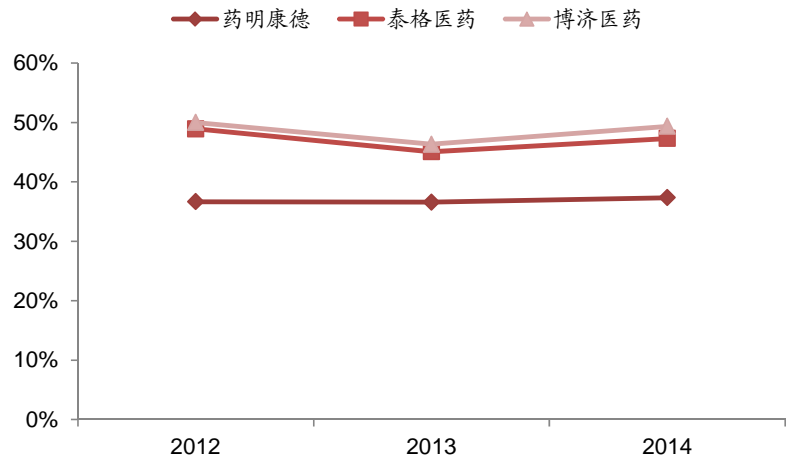
图表 34: 公司服务网络遍布全国


来源：公司招股说明书，齐鲁证券研究所

公司综合毛利率约 50% > 行业可比公司，三项费用率总体稳定

- 公司毛利率高于药明康德，与泰格医药接近。与药明康德相比，公司的毛利率较高，主要是因为药明康德的销售收入来源中，占比最大的是药物发现阶段的化学合成服务与临床前研究阶段的各类服务，这些服务均需要大量的场地与实验设备，每年的折旧产生的营业成本与管理费用较大。与泰格医药相比，二者收入均主要来源于临床试验服务，收入结构较为相似，故二者的毛利率较为接近。

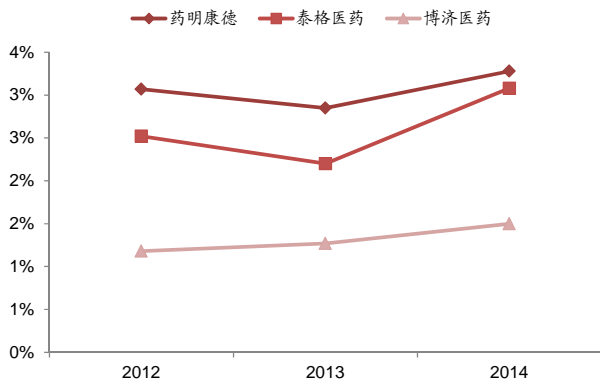
图表 35: 公司毛利率相较于行业可比公司偏高



来源: Wind, 公司招股说明书, 齐鲁证券研究所

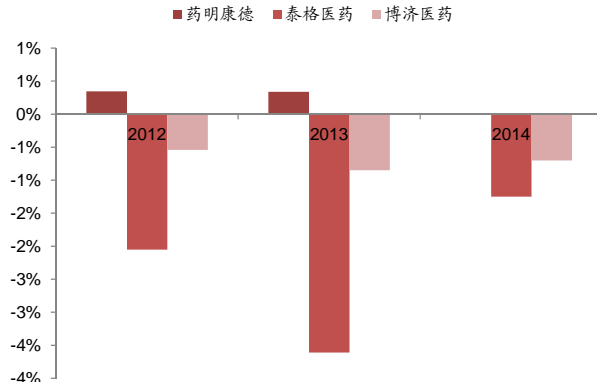
- 公司三项费用率总体稳定，2014 年随着管理费用的增长期间费用率有小幅度增长。公司 2012 年到 2014 年度销售费用率分别为 1.18%、1.27% 和 1.50%，明显低于行业可比公司。2012-2014 年管理费用率分别为 13.38%、13.68%、15.29%，2014 年上升是因为公司为了保持自身的技术优势，增强市场竞争力，加大了项目研发的经费投入，同时由于公司筹备上市所需，审计费及咨询费用涨幅较高。公司 2012-2014 年财务费用分别为 -67.90 万元、-117.26 万元与 -100.47 万元，对应的财务费用率分别是 -0.54%、-0.86% 与 -0.70%。

图表 36: 公司销售费用率明显低于可比上市公司



来源: Wind, 公司招股说明书, 齐鲁证券研究所

图表 37: 公司财务费用率稳定



来源: Wind, 公司招股说明书, 齐鲁证券研究所

募投项目：强研发+扩产能+提份额

- 公司本次拟公开发行不超过 1667 万股，全部为公开发行新股，不安排公司股东公开发售股份，不超过发行后总股本的 25%。
- 公司本次募集资金投资项目均符合公司主营业务的发展方向。

图表 38：公司募投项目（单位：万元）

序号	项目名称	预计投资金额	预计使用募集资金金额	预计投入时间进度
1	临床研究服务网络扩建项目	9,125.11	9,125.11	2 年
2	药学研究中心扩建项目	5,636.83	5,636.83	1 年
3	药物评价中心建设项目	4,688.11	4,077.63	1 年
	合计	19,450.05	18,839.57	-

来源：齐鲁证券研究所

- **公司目前的药物临床研究服务能力大大提升。**临床研究服务网络扩建项目拟投资 9,125.11 万元，项目建设的目的是进一步完善公司的药物临床研究服务网点，提升公司的服务能力，推进业务本地化以及多中心药物临床试验的开展。
- **公司对成药性研究、药物工艺研究、质量标准及稳定性研究的服务能力大大提高。**药学研究中心扩建项目拟投资 5,636.83 万元，项目建设的目的是进一步提升公司的剂型选择、处方筛选、制备工艺、检验方法、质量控制、稳定性考察、中药提取等药学研究服务能力，改善公司药物临床前研究的实验环境和硬件条件，强化公司现有中药研究部、化药研究部、分析研究室的研究能力，为客户提供更加全面的临床前研究服务。
- **公司的药物有效性评价、动物安全性试验和药代动力学试验水平将进一步提高。**药物评价中心建设项目拟投资 4,688.11 万元，建设药物评价中心，包括屏障动物房及实验室，普通动物房及实验室，提升公司药物非临床有效性评价、安全性评价和药代动力学试验水平，为客户提供更加全面的临床前研究服务。

盈利预测

- **核心假设：**
 - 公司的临床研究外包服务有一定的执行周期，故此公司目前的订单量情况能够较好的预测公司未来的盈利水平。
 - 公司 2012-2014 年度新签订临床研究服务业务合同签订金额分别为 12,889.40 万元、12,583.77 万元与 13,187.01 万元。其中，合同金额超过 200 万的大型项目占比较大，占比分别为 45.28%、44.00%与 44.44%。

- 由于 CRO 行业是基于人力的服务业，随着人力成本支出的不断上涨，我们给各项业务的毛利率比较保守的估算。（公司其他费用及成本保持稳定）
- 详细预测请参考后续附图。
- **盈利情况：**我们预计公司 2015-2017 年营业收入分别为 1.76 亿元，2.14 亿元和 2.60 亿元，同比分别增长 22.1%、21.7%和 21.5%；归属于母公司净利润分别为 0.49 亿元、0.60 亿元和 0.72 亿元，同比分别增长 27.9%、27.8%和 27.4%。以新股发行上限计算，对应摊薄后 EPS 为 0.73 元、0.89 元和 1.07 元。
- **估值水平：**公司为 A 股市场第二家上市的 CRO 公司，目前唯有泰格医药一家同行业可比公司，为充分考虑市场的平均估值水平，我们额外选择了医疗服务板块的热点企业，平均 PE 水平为 87×15PE。综合考虑公司的业务能力，市场地位及行业目前的竞争情况，我们认为公司 2015 年的合理估值区间在 55-60 倍，对应合理市值在 26.95-29.4 亿元左右。
- **发行价测算：**以新股发行上限 1667 万新股计算，发行后股本 6667 万股；根据预计募集项目投入和发行费用考虑，我们预计此次募集资金总额 18839.57（募投项目）+2614.72（发行费用）=21454.29 万元，预计发行价格为 **12.87 元**。

图表 39：可比公司估值指标

公司名称	证券代码	当前股价 (元)	EPS (元)			PE		
			2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E
泰格医药	300347.SZ	74.59	0.57	0.84	1.12	127.79	91.66	66.44
爱尔眼科	300015.SZ	38.26	0.47	0.62	0.82	80.97	61.28	46.79
通策医疗	600763.SH	71.33	0.69	0.93	1.20	103.84	77.03	59.42
迪安诊断	300244.SZ	109.19	0.61	0.90	1.25	180.18	120.91	87.67
平均值						123.20	87.72	65.08

来源：Wind，齐鲁证券研究所

风险提示

- **药品研究不及预期。**本公司主要在新药的临床前研究和临床研究阶段为客户提供研发外包服务。在较长的新药研发过程中，存在药物研究未能达到预期效果、临床研究失败、客户研究方向改变等因素在发生上述不确定因素后，可能导致应收账款账龄较长甚至部分应收账款无法收回。
- **国内外的双重竞争压力。**公司从事的 CRO 业务面临来自国内外 CRO 企业的竞争。从国外竞争对手来看，跨国 CRO 公司如昆泰（Quintiles Transnational）、科文斯（Covance）以及百瑞精鼎（Parexel）等已开始陆续在中国设立分支机构；从国内竞争对手看，近年来，国内医药研发外包服务的企业逐步成长起来。此外，除与其他 CRO 公司的竞争外，公司还须和医药企业内部的自有临床研究部门以及医学院校等展开竞争。
- **核心技术人才流失的风险。**CRO 作为知识密集型行业，人才是企业的核心竞争力，随着行业竞争的不断加剧，龙头企业会进一步加大对人才的挖掘力度，核心人才的流失会对公司的经营产生一定的影响。

图表 40: 公司产品销售预测 (单位: 百万元)

项 目	2011	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
临床研究服务							
收入	72.79	88.71	87.34	106.39	130.86	158.34	190.01
增长率(YOY)	-	21.9%	-1.5%	21.8%	23.0%	21.0%	20.0%
成本	39.73	47.63	51.63	59.82	73.28	87.09	104.50
毛利	33.06	41.08	35.71	46.57	57.58	71.25	85.50
毛利占比	66.5%	65.4%	57.1%	66.0%	66.9%	67.0%	65.6%
增长率(YOY)	-	24.3%	-13.1%	30.4%	23.6%	23.8%	20.0%
毛利率(YOY)	45.4%	46.3%	40.9%	43.8%	44.0%	45.0%	45.0%
临床前研究服务							
收入	11.55	19.30	28.73	22.17	27.27	32.72	39.27
增长率(YOY)	-	67.1%	48.9%	-22.8%	23.0%	20.0%	20.0%
成本	5.69	10.21	12.83	10.71	13.09	15.71	18.85
毛利	5.86	9.09	15.90	11.46	14.18	17.02	20.42
毛利占比	11.8%	14.5%	25.4%	16.2%	16.5%	16.0%	15.7%
增长率(YOY)	-	55.1%	74.9%	-27.9%	23.7%	20.0%	20.0%
毛利率(YOY)	50.7%	47.1%	55.3%	51.7%	52.0%	52.0%	52.0%
临床前自主研发							
收入	5.20	6.24	1.60	7.81	8.98	11.23	15.16
增长率(YOY)	-	20.0%	-74.4%	388.1%	15.0%	25.0%	35.0%
成本	0.04	0.15	0.06	0.17	0.22	0.29	0.41
毛利	5.16	6.09	1.54	7.64	8.76	10.93	14.75
毛利占比	10.4%	9.7%	2.5%	10.8%	10.2%	10.3%	11.3%
增长率(YOY)	-	18.0%	-74.7%	396.1%	14.6%	24.9%	34.9%
毛利率(YOY)	99.2%	97.6%	96.3%	97.8%	97.5%	97.4%	97.3%
技术成果转化服务							
收入	8.54	10.07	14.79	4.68	5.62	7.30	9.49
增长率(YOY)	-	17.9%	46.9%	-68.4%	20.0%	30.0%	30.0%
成本	3.47	4.51	7.25	1.33	2.29	2.97	3.77
毛利	5.07	5.56	7.54	3.35	3.33	4.33	5.72
毛利占比	10.2%	8.9%	12.1%	4.7%	3.9%	4.1%	4.4%
增长率(YOY)	-	9.7%	35.6%	-55.6%	-0.6%	30.0%	32.2%
毛利率(YOY)	59.4%	55.2%	51.0%	71.6%	59.3%	59.3%	60.3%
其他咨询服务							
收入	0.60	1.26	2.95	2.23	2.90	4.06	5.68
增长率(YOY)	-	110.0%	134.1%	-24.4%	30.0%	40.0%	40.0%
成本	0.06	0.29	1.12	0.64	0.72	1.16	1.71
毛利	0.54	0.97	1.83	1.59	2.18	2.90	3.97
毛利占比	1.1%	1.5%	2.9%	2.3%	2.5%	2.7%	3.0%
增长率(YOY)	-	79.6%	88.7%	-13.1%	36.9%	33.0%	37.2%
毛利率(YOY)	90.0%	77.0%	62.0%	71.3%	75.08%	71.35%	69.94%
合计							
收入	98.68	125.58	135.41	143.28	175.63	213.65	259.61
增速 (YOY)	-	27.3%	7.8%	5.8%	22.6%	21.7%	21.5%
毛利	49.69	62.79	62.52	70.61	86.02	106.43	130.36
毛利率	50.4%	50.0%	46.2%	49.3%	49.0%	49.8%	50.2%

来源: 齐鲁证券研究所

图表 41: 公司财务报表预测

损益表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业总收入	126	136	144	176	214	260
增长率	27.27%	8.6%	5.5%	22.1%	21.7%	21.5%
营业成本	-63	-73	-73	-87	-104	-126
%销售收入	50.0%	53.7%	50.6%	49.8%	48.9%	48.4%
毛利	63	63	71	88	109	134
%销售收入	50.0%	46.3%	49.4%	50.2%	51.1%	51.6%
营业税金及附加	-5	-1	-1	-1	-1	-1
%销售收入	3.9%	0.6%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-1	-2	-2	-3	-4	-5
%销售收入	1.2%	1.3%	1.5%	1.6%	1.7%	1.8%
管理费用	-17	-19	-22	-28	-36	-46
%销售收入	13.4%	13.7%	15.3%	16.0%	16.8%	17.6%
息税前利润 (EBIT)	40	42	46	56	69	82
%销售收入	31.6%	30.8%	32.1%	32.1%	32.1%	31.7%
财务费用	1	1	1	1	1	2
%销售收入	-0.5%	-0.9%	-0.7%	-0.5%	-0.7%	-0.6%
资产减值损失	-2	-2	-3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
%税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	38	41	44	57	70	84
营业利润率	30.5%	30.0%	30.6%	32.6%	32.8%	32.3%
营业外收支	1	1	1	1	1	1
税前利润	39	41	45	58	71	85
利润率	31.1%	30.4%	31.1%	33.0%	33.1%	32.6%
所得税	-6	-6	-7	-9	-11	-13
所得税率	14.7%	15.2%	15.1%	15.1%	15.1%	15.1%
净利润	33	35	38	49	60	72
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	33	35	38	49	60	72
净利率	26.5%	25.8%	26.4%	28.0%	28.1%	27.7%
现金流量表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	33	35	38	49	60	72
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	3	5	7	4	5	6
非经营收益	-1	-1	-1	-1	-1	-1
营运资金变动	6	4	-19	16	2	2
经营活动现金净流	41	43	26	69	66	79
资本开支	14	3	23	12	12	13
投资	0	0	0	0	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-14	-3	-23	-12	-12	-13
股权募资	0	0	0	215	0	0
债权募资	0	0	0	0	0	0
其他	0	0	-25	0	0	0
筹资活动现金净流	0	0	-25	215	0	0
现金净流量	27	41	-22	272	54	66
资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	98	138	118	389	443	509
应收账款	44	54	59	69	87	110
存货	20	24	36	36	43	52
其他流动资产	4	7	6	8	9	11
流动资产	166	223	219	502	582	681
%总资产	71.2%	75.8%	70.5%	83.4%	84.4%	85.5%
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	59	62	63	61	59	56
%总资产	25.5%	21.2%	20.2%	10.2%	8.6%	7.1%
无形资产	6	6	24	34	44	54
非流动资产	67	71	91	100	107	115
%总资产	28.8%	24.2%	29.5%	16.6%	15.6%	14.5%
资产总计	233	294	310	602	690	797
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付账款	54	74	77	102	128	159
其他流动负债	6	8	9	11	14	18
流动负债	60	82	86	114	142	177
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	3	7	6	6	6	6
负债	63	88	92	119	147	183
普通股股东权益	170	206	218	482	542	614
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	233	294	310	602	690	797
比率分析						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益(元)	0.666	0.703	0.759	0.739	0.902	1.077
每股净资产(元)	3.407	4.110	4.370	7.234	8.135	9.213
每股经营现金净流(元)	0.828	0.870	0.514	1.031	0.990	1.185
每股股利(元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	19.55%	17.11%	17.38%	10.21%	11.08%	11.70%
总资产收益率	14.27%	11.98%	12.24%	8.18%	8.71%	9.01%
投入资本收益率	46.46%	52.79%	38.82%	51.42%	58.72%	66.52%
增长率						
营业总收入增长率	27.27%	8.62%	5.47%	22.07%	21.65%	21.51%
EBIT增长率	27.18%	5.92%	9.88%	22.20%	21.71%	19.82%
净利润增长率	25.95%	5.59%	7.96%	29.71%	22.08%	19.50%
总资产增长率	33.65%	25.81%	5.66%	93.91%	14.66%	15.52%
资产管理能力						
应收账款周转天数	100.5	125.1	135.7	140.0	145.0	150.0
存货周转天数	109.3	108.9	149.7	150.0	150.0	150.0
应付账款周转天数	86.3	116.6	140.0	170.0	180.0	190.0
固定资产周转天数	91.3	157.1	151.5	135.1	118.9	101.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-57.27%	-67.20%	-53.83%	-80.71%	-81.71%	-82.92%
EBIT利息保障倍数	-58.4	-35.8	-45.9	-63.5	-47.1	-49.3
资产负债率	27.01%	30.01%	29.58%	19.84%	21.37%	22.92%

来源: 齐鲁证券研究所

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

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。