

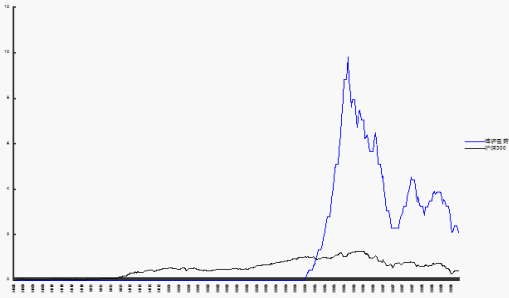
研究所

证券分析师：代鹏举 S0350512040001
021-68591581 daipj@ghzq.com.cn
联系人：盛丽华
021-68591551 shenglh@ghzq.com.cn

受益药审新政，业绩快速成长

——博济医药（300404）调研简报

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1m	3m	12m
博济医药	\	-63.1	184.9
沪深300	\	-16.6	33.3

市场数据

2015/9/8

当前价格（元）	52.80
52周价格区间（元）	16.98-200.78
总市值（百万）	3520.18
流通市值（百万）	880.18
总股本（万股）	6667.00
流通股（万股）	1667.00
日均成交额（百万）	161.97
近一月换手（%）	105.20

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%

近期，我们对博济医药公司进行了调研，与公司管理层就行业发展和公司运营等方面进行了交流。

调研要点：

- 受益于药审新政策，CRO行业有望实现高速发展。“加快消化药品注册批件存量、‘两报两批’制度调整为‘一报一批’制度和许可人制度试点”等一系列政策的实施，大大利好CRO（医药研发外包服务）行业。国内积压的药品2.1万临床批件申请将在三年内消化完毕，且未来三年新增报量将达到1.2万件，为目前每年审批量的2倍。“两报两批”制度调整为“一报一批”制度，将极大的缩短新药申报流程，提高药企研发新药的积极性，尤其是仿制药首仿注册的申请。上市许可人制度的执行对于科研人员和研究机构将是很大的利好，也将带动我国医药研发行业的发展。创新药和首仿药将最有可能成为试点，预计最快明年实行。

考虑药品注册件存量的加速审批，临床试验申请的简化，以及上市许可人制度的执行影响，预计2015-2017年CRO行业市场复合增速高于40%。
- 提供一站式CRO服务，加快人员储备，业绩提升弹性大。公司计划今年招募研发人员100多名，目前已完成招募人员的一半，为即将到来的业务量高峰做好人员的储备。公司在临床前研究、临床研究、成果转化和注册服务等领域均有布局，是国内一体化CRO企业。目前已与国内400家药物临床机构医院和药物临床机构合作，服务药企达300家。凭借业务完整性、项目经验的丰富性和上下游机构（医院和药物临床机构合作等）已建立起来的良好合作关系，公司将最先受益于CRO行业的景气，且业绩提升弹性大。
- 布局国际多中心药物临床试验服务，迈开国际化步伐。公司目前以承接国内药企业务为主，未来公司将逐步布局国际多中心药物临床试验服务领域。国际多中心临床试验处于CRO行业利润率产业链顶端，目前主要由跨国CRO公司如昆泰（Quintiles Transnational）、科文斯（Covance）以及百瑞精鼎（Parexel）占据。国内CRO领军企业较之跨国CRO企业更具有本土化优势，与国内医生、医院、监管层关系更为熟稔。随着国内CRO企业服务水平、管理水平、质量控制水平和技术标准的不断提高，国内CRO企业将在国际多中心临床试验业务实现突破。公司目前积极探寻与跨国企业合作模式，凭借着丰富的项目经验和优质的服务质量，公司将很有可能复制目前国内已与国际药企成功展开合作CRO企业的成功路径，掘金国际多中心药物临床试验服务业务。
- 在手订单充足，下半年业绩有望释放。目前公司在手订单金额充足，

且不断有新订单进入，全年订单高增长可期。临床试验的收费是按照阶段来进行的，每个阶段完成就收取一部分费用，确认收入。下半年在手订单将转化为业绩。公司上半年营收增 17.3%，净利润增 7.2%，主要为是临床前试验和人员扩充导致费用的增加，下半年新扩充人员有望产生效益。

- **首次覆盖，给予“买入”评级。**CRO 行业未来景气度高，公司提供综合新药研发服务，积极拓展业务领域，目前在手订单丰富，业绩快速增长确定性高。预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.75、0.95 和 1.15 元，给予“买入”评级。
- **风险提示。**行业增速不及预期；业务拓展不及预期。

博济医药盈利预测

财务指标	2014	2015E	2016E	2017E	每股指标与估值	2014	2015E	2016E	2017E
盈利能力					每股指标				
ROE	17%	15%	16%	17%	EPS	0.76	0.75	0.95	1.15
毛利率	49%	47%	46%	46%	BVPS	4.37	6.70	7.37	8.18
期间费率	17%	15%	15%	15%	估值				
销售净利率	26%	27%	27%	26%	P/E	69.5	70.4	55.6	45.7
成长能力					P/B	12.1	7.9	7.2	6.5
收入增长率	5%	30%	25%	25%	P/S	18.3	18.9	15.2	12.1
利润增长率	8%	33%	27%	22%					
营运能力					利润表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
总资产周转率	0.46	0.33	0.36	0.40	营业收入	144	187	234	293
应收账款周转率	2.44	2.43	2.43	2.43	营业成本	73	100	126	158
存货周转率	2.02	2.03	2.03	2.03	营业税金及附加	1	1	2	2
偿债能力					销售费用	2	4	5	6
资产负债率	30%	21%	23%	25%	管理费用	22	30	37	47
流动比	2.54	4.15	3.81	3.53	财务费用	(1)	(8)	(9)	(10)
速动比	2.12	3.72	3.38	3.10	其他费用/(-收入)	(3)	(2)	1	1
资产负债表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E	营业利润	44	58	74	90
现金及现金等价物	118	345	384	431	营业外净收支	1	1	1	1
应收款项	59	77	96	120	利润总额	45	59	75	91
存货净额	36	50	63	79	所得税费用	7	9	11	14
其他流动资产	6	8	11	13	净利润	38	50	64	78
流动资产合计	219	480	553	643	少数股东损益	0	0	0	0
固定资产	61	60	61	61	归属于母公司净利润	38	50	64	78
在建工程	1	2	2	4	现金流量表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
无形资产及其他	24	24	24	23	经营活动现金流	26	51	64	77
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	38	50	64	78
资产总计	310	571	645	736	少数股东权益	0	0	0	0
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	4	6	5	5
应付款项	27	39	49	62	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	50	64	80	100	营运资金变动	(16)	(5)	(5)	(6)
其他流动负债	9	13	16	20	投资活动现金流	(23)	(5)	(7)	(7)
流动负债合计	86	116	145	182	资本支出	(0)	(5)	(7)	(7)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	0	0	0	0
其他长期负债	6	6	6	6	其他	(22)	0	0	0
长期负债合计	6	6	6	6	筹资活动现金流	(25)	181	(19)	(23)
负债合计	92	121	150	188	债务融资	0	0	0	0
股本	50	67	67	67	权益融资	0	196	0	0
股东权益	218	450	495	549	其它	(25)	(15)	(19)	(23)
负债和股东权益总计	310	571	645	736	现金净增加额	(22)	227	38	47

资料来源：公司数据，国海证券研究所

【分析师承诺】

代鹏举，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

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公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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和征价。本公司及其本公司员工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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。