博济医药(300404.SZ)

特色一站式研发服务，资源优势有望放大，维持“增持”

评级： 增持 前次： 增持

目标价（元）： 48—53

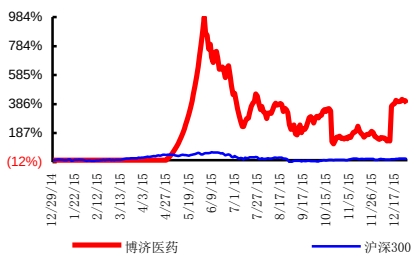
分析师
孙建 Ph.D
S0740515080002
021-20315160
sunjian@r.qlzq.com.cn

2015 年 12 月 28 日 中泰证券医药生物团队

基本状况

总股本(百万股)	133
流通股本(百万股)	133
市价(元)	45.51
市值(百万元)	6,068
流通市值(百万元)	6,068

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入（百万元）	136.41	143.87	170.66	208.30	257.84
营业收入增速	8.62%	5.47%	18.62%	22.05%	23.78%
净利润增长率	5.59%	7.96%	22.29%	21.92%	20.36%
摊薄每股收益（元）	0.70	0.76	0.40	0.49	0.58
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					
市盈率（倍）	0.00	0.00	120.65	98.96	82.22
PEG	0.00	0.00	5.41	4.52	4.04
每股净资产（元）	4.11	4.37	4.11	4.59	5.18
每股现金流量（元）	0.87	0.51	0.45	0.50	0.63
净资产收益率	17.11%	17.38%	9.68%	10.56%	11.28%
市净率	0.00	0.00	11.68	10.45	9.27
总股本（百万元）	50.00	50.00	116.67	116.67	116.67

投资要点

- **事件：**2015.12.28，公司公告全资子公司西藏博济投资管理有限公司发起成为的深圳市物明博济医疗健康产业投资合伙企业（有限公司）（即产业基金）与深圳明德惟馨陆号投资、深圳华先医药以及华先医药原有股东共同签署了投资协议，产业基金与明德惟馨陆号分别以现金 500 万元对华先医药进行增资，增资完成后，产业基金持有华先医药 10%的股权。

- **点评：我们认为参股华先医药是公司临床前业务的丰富和拓展，符合我们对公司的预期。**我们认为：在药审政策变革期，市场对 CRO 等新的产业、新模式前景看好。基于对行业前景的判断，我们 7 月份发布 CRO 行业专题《蓝海市场，强者恒强》，对临床前、临床 CRO 进行梳理，同时在市场上首次提出“人才优势+区域拓展+服务链延伸”打造了 CRO 行业竞争力，博济医药作为本土 CRO 的领先企业，在临床试验机构方面拥有扎实的基础，基于上市的契机，公司不断夯实自身人才储备、同时开展跨区域拓展尝试、平台搭建，我们认为 2015 年药审政策的变革给拥有一定先发优势的国内 CRO 带来新的机会，博济医药有望在行业规范化的过程中提升业务订单量、国际多中心业务进一步突破、外延并购向前推进助力业务升级。同时，**我们强调：博济医药不同于其他单纯临床 CRO 企业，其业务涉及临床前、临床、技术转让等业务，在政策波动期抗风险能力较强，并可能利用其丰富的临床医院资源、药品上市许可人制度（MAH），强化临床服务之外的业务，探索新模式、提升业务可持续增长能力，维持“增持”评级。**

  - **华先医药核心管理人员，研究经验丰富。**大股东叶伟平先生是国际生物医药行业知名专家，在新药研发、生物酶法及有机催化技术、项目管理及商务运营、国际药政注册等方面有较高造诣。2014 年 8 月，被评为惠州市“天鹅计划”领军人才，并作为“手性药物的有机催化工艺开发与产业化团队”带头人，入选惠州市“天鹅计划“创新团队。其全资子公司莱佛山管理团队来自新加坡国立大学、澳大利亚国立大学等化学博士，曾长期任职于 GSK、Pfizer 等公司。

- **已经具备丰富研发成果。**莱佛山目前已成功开发 API 包括抗肿瘤药物 5 个、抗病毒药物 2 个、抗呼吸道疾病药物 2 个、抗炎药物 2 个、以及种树神经药物 1 个，支持和配合客户开发 1 类新药 2 个。核心团队拥有 12 项发明专利和 4 项美国专利授权。
- **和博济医药的合作，有望和公司临床前业务协同互补。**此次合作可以弥补博济医药在手性中间体、原料药开发方面的不足，并有可能为博济医药带来创新药临床研究服务业务，提升公司各业务条线的盈利能力。

■ **三季度受临床试验自查影响，增速放缓，但我们认为不影响公司中长期订单的确认。**三季度单季度分析，营收、利润的增速分别为-11.6%和 3.37%，收入增速下滑，我们认为主要是受今年 7 月份以来国家推出的临床试验自查的影响，占公司收入 70%左右的临床试验服务业务出现下滑。公司为了配合客户自查工作，抽调了部分人力，影响了当季订单收入确认进度，但并不影响公司目前在在执行订单后续的确认，我们认为随着自查工作的结束，公司临床试验业务会集中在今年四季度及 2016 年上半年较大规模的确认，基于此，我们看好公司长期业务的快速增长。

■ **一站式、全周期服务打造博济医药核心竞争力。未来 3 年，临床（前）服务能力提升+外延式并购拓展驱动公司业绩保持 20%左右的快速增长。**公司服务业务覆盖包括临床前、临床到技术转化，经过近 15 年的发展，在临床试验机构、制药（器械）企业中具备一定的品牌影响力，在整个医药 CRO 行业整体多小散弱的背景下，是具备一定核心竞争力的。但是因为公司主要聚焦国内市场，而国内制药企业本身以仿制药为主，临床试验的投入总体规模相对较低，公司目前规模较小、各项业务处于初期，我们认为随着公司上市，借助新的融资平台，有望在完善自身统计分析等管理平台的基础上，在人力、新药项目、国际多中心临床试验方面进行丰富拓展。

■ **盈利预测及投资建议：**我们预计公司 2015-17 年收入分别为 1.71、2.08、2.58 亿元，增速分别为 18.6%、22.05%和 23.8%，归属母公司净利润分别为 4452、5475 和 6637 万元，同比增速 17.3%\23%\21.2%，对应 15-16 年摊薄后 EPS 0.40\0.48\0.58 元。我们认为 CRO 行业有望保持 25-30%的高增长，国内医药公司基于前期技术、人才积累，有望优先受益于该行业的增长。**我们认为博济医药作为 CRO 行业相对稀缺的一站式服务企业、中长期战略布局有望将公司迅速提升公司核心竞争力，业绩具备爆发的可能，基于此**给予公司 2016 年 100-110 倍 PE，公司的估值区间为 48-53 元。维持“增持”评级。

■ **风险提示：临床研究业务波动性、募投项目不达预期、并购不达预期**

图表 1：博济医药财务摘要

损益表（人民币百万元）

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业总收入	**126**	**136**	**144**	**171**	**208**	**258**
增长率	*27.27%*	*8.6%*	*5.5%*	*18.6%*	*22.1%*	*23.8%*
营业成本	-63	-73	-73	-87	-106	-130
% 销售收入	*50.0%*	*53.7%*	*50.6%*	*51.0%*	*50.7%*	*50.3%*
毛利	63	63	71	84	103	128
% 销售收入	*50.0%*	*46.3%*	*49.4%*	*49.0%*	*49.3%*	*49.7%*
营业税金及附加	-5	-1	-1	-1	-1	-1
% 销售收入	*3.9%*	*0.6%*	*0.5%*	*0.6%*	*0.5%*	*0.6%*
营业费用	-1	-2	-2	-3	-4	-6
% 销售收入	*1.2%*	*1.3%*	*1.5%*	*2.0%*	*2.1%*	*2.2%*
管理费用	-17	-19	-22	-29	-39	-49
% 销售收入	*13.4%*	*13.7%*	*15.3%*	*17.0%*	*18.5%*	*19.0%*
息税前利润（EBIT）	40	42	46	50	59	72
% 销售收入	*31.6%*	*30.8%*	*32.1%*	*29.5%*	*28.1%*	*27.9%*
财务费用	1	1	1	6	9	9
% 销售收入	*-0.5%*	*-0.9%*	*-0.7%*	*-3.4%*	*-4.2%*	*-3.5%*
资产减值损失	-2	-2	-3	-2	-1	-1
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	54	66	80
营业利润率	*30.5%*	*30.0%*	*30.6%*	*31.7%*	*31.7%*	*30.9%*
营业外收支	1	1	1	1	1	1
税前利润	**39**	**41**	**45**	**55**	**67**	**80**
利润率	*31.1%*	*30.4%*	*31.1%*	*32.1%*	*32.0%*	*31.1%*
所得税	-6	-6	-7	-8	-10	-12
所得税率	*14.7%*	*15.2%*	*15.1%*	*15.2%*	*15.1%*	*15.1%*
净利润	33	35	38	46	57	68
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	**33.3**	**35.2**	**38.0**	**46.43**	**56.60**	**68.13**
净利率	*26.5%*	*25.8%*	*26.4%*	*27.2%*	*27.2%*	*26.4%*
		5.6%	8.0%	22.3%	21.9%	20.4%

现金流量表（人民币百万元）

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	33	35	38	46	57	68
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	3	5	7	7	8	10
非经营收益	-1	-1	-1	-1	-1	-1
营运资金变动	6	4	-19	0	-5	-4
经营活动现金净流	**41**	**43**	**26**	**52**	**59**	**73**
资本开支	14	3	23	38	46	67
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**	**-38**	**-46**	**-67**
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**	**229**	**12**	**6**

资产负债表（人民币百万元）

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	98	138	118	346	359	365
应收款项	44	54	59	68	87	105
存货	20	24	36	36	43	53
其他流动资产	4	7	6	8	9	11
流动资产	166	223	219	458	498	534
% 总资产	*71.2%*	*75.8%*	*70.5%*	*78.5%*	*75.0%*	*70.3%*
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	59	62	63	80	103	146
% 总资产	*25.5%*	*21.2%*	*20.2%*	*13.6%*	*15.5%*	*19.2%*
无形资产	6	6	24	41	58	75
非流动资产	67	71	91	126	166	225
% 总资产	*28.8%*	*24.2%*	*29.5%*	*21.5%*	*25.0%*	*29.7%*
资产总计	**233**	**294**	**310**	**584**	**664**	**760**
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	54	74	77	89	110	135
其他流动负债	6	8	9	10	12	15
流动负债	60	82	86	99	123	150
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**	**104**	**128**	**155**
普通股股东权益	170	206	218	479	536	604
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	**233**	**294**	**310**	**584**	**664**	**760**

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	0.398	0.485	0.584
每股净资产(元)	3.407	4.110	4.370	4.109	4.595	5.179
每股经营现金净流(元)	0.828	0.870	0.514	0.448	0.502	0.625
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%	9.68%	10.56%	11.28%
总资产收益率	14.27%	11.98%	12.24%	7.95%	8.52%	8.97%
投入资本收益率	46.46%	52.79%	36.79%	30.80%	27.21%	24.93%
增长率						
营业总收入增长率	27.27%	8.62%	5.47%	18.62%	22.05%	23.78%
EBIT增长率	27.18%	5.92%	9.88%	9.07%	16.48%	22.83%
净利润增长率	25.95%	5.59%	7.96%	22.29%	21.92%	20.36%
总资产增长率	33.65%	25.81%	5.66%	88.13%	13.84%	14.32%
资产管理能力						
应收账款周转天数	103.5	130.7	142.5	140.0	145.0	142.5
存货周转天数	109.3	108.9	149.7	149.7	149.7	149.7
应付账款周转天数	86.3	116.6	140.0	128.3	134.2	131.3
固定资产周转天数	91.3	157.1	151.5	149.1	158.4	176.2
偿债能力						
净负债/股东权益	-57.27%	-67.20%	-53.83%	-72.26%	-66.94%	-60.37%
EBIT利息保障倍数	-58.4	-35.8	-45.9	-8.7	-6.6	-8.0
资产负债率	27.01%	30.01%	29.58%	17.86%	19.32%	20.46%

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：

本报告仅供中泰证券股份有限公司（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“中泰证券股份有限公司”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“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。