

2017年12月22日

王睿哲
C0062@capital.com.tw
目标价(元)

38

公司基本信息

产业别	医药生物		
A 股价(2017/12/22)	33.44		
深证成指(2017/12/22)	11094.16		
股价 12 个月高/低	35/21.22		
总发行股数(百万)	500.18		
A 股数(百万)	303.56		
A 市值(亿元)	101.51		
主要股东	叶小平(26.82%)		
每股净值(元)	4.75		
股价/账面净值	7.03		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	5.4	19.1	29.0

近期评等

2017-10-27	31.56	买入
2017-08-23	27.02	买入

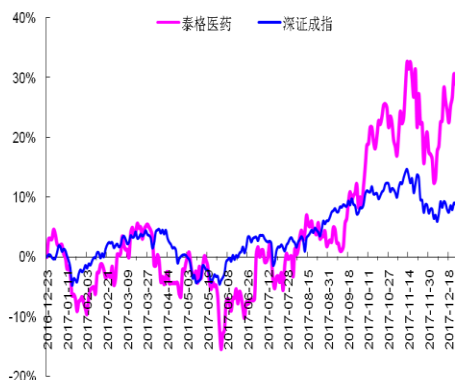
产品组合

临床研究相关咨询服务	62.9%
临床试验技术服务	37.1%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	12.6%
一般法人	2.3%
基金	

股价相对大盘走势



泰格医药(300347.SZ)

BUY 买入

短期业绩恢复, BE 带来弹性, 长期将受益于创新药 CRO 需求提升

结论与建议:

- **短期业绩不断恢复:** 自 2015 年 CFDA 临床试验自我核查事件后, 整个行业开始进行大规模的自查检查工作, 公司的临床试验技术服务项目进度也有所放缓, 业绩增长受到影响。但今年以来随着各项目的陆续恢复以及公司新签订单相应提价, 公司业绩实现了明显的恢复(2017 年 Q1/Q2/Q3 净利同比分别增长 7.9%/101.0%/275.2%)。目前来看, 公司剩余的老订单将在 2018 年上半年消化完成, 新订单提价、效率提升以及成本控制加强后已可覆盖上涨的人工成本, 我们预计公司 2018 年综合毛利率将可恢复至 45%以上(临床试验自我核查前的水平), 推动公司业绩继续恢复。
- **2018 年 BE 项目上量, 增加业绩弹性:** 随着仿制药一致性评价的推进, 2017 年前三季度公司 BE 项目实现营收 1.25 亿元, 我们预计全年将可达到 1.8 亿元左右。公司 BE 项目目前已有合作医院 20 家(平均每家 30 个床位), 叠加投资康柏医院后, 公司合计可做 BE 项目的床位数将可达到 700 张以上, 产能瓶颈无忧。随着 2018 年底仿制药一致性评价时间大限的到来, 我们预计 BE 项目将集中在 2018 年开展, 我们预计公司 2018 年 BE 项目营收将可超过 3 亿元, 贡献净利润 0.75 亿元以上, 将为公司业绩带来一定的弹性。
- **长期受益于创新药 CRO 需求的提升:** 从长远来看, 在我国医药产业升级的背景下, 国内企业创新药研发能力不断增强, 对高端 CRO 服务的需求相应提升。而公司作为国内 CRO 龙头企业, 通过在澳大利亚、台湾、韩国布点以及与日本 EPS 签署合作协议, 亚太区多临床中心已搭建完成, 近期公司还在瑞士成立子公司, 未来多临床中心网络将逐步拓展至全球。目前公司已在进行的创新药项目约有 40 多个, 多数处于临床 I 期, 我们认为随着这些项目的推进, 公司创新的药 CRO 服务能力将会逐步获得认可, 有望和国际 CRO 龙头企业同台竞争。
- **减持压力已大部分得到释放:** 自 11 月 2 日公司公告股东及董事曹晓春女士以及监事施笑利女士拟分别减持不超过 350 万股和 100 万股(分别占总股本的 0.7%和 0.2%)后, 公司股价略有承压。但 12 月 15 日公司公告曹总已减持完毕, 我们认为近期的减持压力已大部分得到释放。
- **盈利预计:** 我们预计公司 2017/2018/2019 年实现净利润 2.99/4.07/5.42 亿元, yoy 分别为+112.7%/+36.1%/+33.0%, EPS 分别为 0.60/0.81/1.08 元。目前股价对应的 2017/2018/2019 年 PE 为 57 倍/42 倍/31 倍。公司作为 CRO 龙头企业, 短期业绩加速恢复, 长期增长空间较大, 目前股价对应 2018 年估值相对合理, 我们维持买入的投资建议。

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2015	2016	2017E	2018E	2019E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	156	141	299	407	542
同比增减	%	24.53	-10.00	112.72	36.14	32.96
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.36	0.30	0.60	0.81	1.08
同比增减	%	-38.98	-16.67	99.39	36.14	32.96
市盈率(P/E)	X	94.03	112.83	56.59	41.57	31.26
股利 (DPS)	RMB 元	0.10	0.00	0.07	0.10	0.13
股息率 (Yield)	%	0.30	0.00	0.21	0.29	0.38

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER \geq 30%); 买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一: 合并损益表

人民币百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	957	1175	1696	2214	2813
经营成本	535	728	944	1208	1557
营业税金及附加	2	3	4	6	7
销售费用	32	36	32	42	56
管理费用	169	229	293	374	473
财务费用	-5	0	12	13	17
资产减值损失	10	19	14	15	15
投资收益	6	38	37	50	50
营业利润	214	198	435	605	738
营业外收入	7	16	16	10	10
营业外支出	0	1	2	3	3
利润总额	220	212	448	612	745
所得税	46	55	109	159	194
少数股东损益	18	16	40	46	9
归属母公司股东的净利润	156	141	299	407	542

附二: 合并资产负债表

人民币百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	227	364	419	482	554
应收账款	381	447	536	644	772
存货	0	0	0	0	0
流动资产合计	689	1095	1314	1577	1892
长期股权投资	16	33	42	55	72
固定资产	194	195	215	236	260
在建工程	0	5	6	7	9
非流动资产合计	921	1294	1488	1711	1967
资产总计	1610	2388	2801	3287	3859
流动负债合计	471	436	523	628	753
非流动负债合计	73	113	117	122	127
负债合计	544	549	640	749	880
少数股东权益	64	213	277	637	2101
股东权益合计	1002	1627	1884	1901	878
负债及股东权益合计	1610	2388	2801	3287	3859

附三: 合并现金流量表

(人民币百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
----------	------	------	-------	-------	-------

经营活动所得现金净额	44	186	192	211	232
投资活动所用现金净额	-219	-413	-530	-1400	-1400
融资活动所得现金净额	123	14	486	-2000	-2000
现金及现金等价物净增加额	-52	-202	162	-3189	-3168

1

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证, 或代表或作出任何书面保证, 而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证i @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证i @。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。