

智飞生物(300122)/生物制品
低点已过, 全球独家 AC-Hib 疫苗进入销售放量期
评级: 增持(首次)

市场价格: 17.62

目标价格: 19.5-21.45

分析师: 江琦

执业证书编号: S0740517010002

电话:

Email: jiangqi@r.qlzq.com.cn

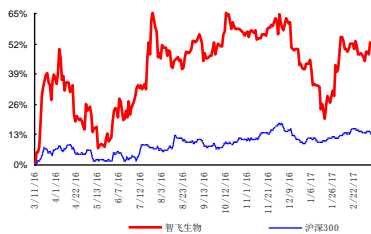
联系人: 赵磊

电话:

Email: zhaolei@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	1,600
流通股本(百万股)	863
市价(元)	17.62
市值(百万元)	28,192
流通市值(百万元)	15,214

股价与行业-市场走势对比

相关报告
公司盈利预测及估值

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	800.94	712.74	445.94	1,401.85	1,854.09
增长率 yoy%	2.66%	-11.01%	-37.43%	214.36%	32.26%
净利润	148.00	197.40	32.41	628.11	950.11
增长率 yoy%	13.55%	33.38%	-83.58%	1837.80%	51.27%
每股收益(元)	0.19	0.25	0.02	0.39	0.59
每股现金流量	0.20	0.28	0.15	0.09	0.51
净资产收益率	6.02%	7.99%	1.30%	20.07%	23.29%
P/E	107.67	147.44	869.77	44.88	29.67
PEG	7.95	4.42	—	0.02	0.58
P/B	6.48	11.79	11.27	9.01	6.91

备注: 不考虑 HPV 疫苗获批, 数据截止 2017.03.10

投资要点

- **核心观点:** 智飞生物代理的 4 价 HPV 疫苗有望在 2017 年获批上市销售, 全球独家产品 AC-Hib 疫苗进入放量销售期, 在研预防微卡和代理五价轮状病毒疫苗作为亿元以上销售规模产品均有望在 2 年内上市。
- 代理的默沙东 HPV 疫苗产品有望在 2017 年获批进口销售。默沙东 4 价和 9 价 HPV 疫苗 2016 年全球年销售额合计超过 21 亿美元, 是目前全球销售额排名第二的疫苗品种; 国内目前仅有 2 价 GSK 品种在售, 在国际上销售情况劣于默沙东产品。而 HPV 病毒的高感染率和高致癌率使得 HPV 疫苗成为刚需, 我们认为 GSK HPV 疫苗获批意味着国内 HPV 疫苗审批有望加快, 默沙东 4 价 HPV 疫苗有望在 2017 年国内获批, 代理商智飞生物最为受益, 分享国内百亿市场。
- **AC-Hib 进入放量增长期, 自营渠道+丰富产品线布局未来。**(1) 重磅品种 AC-Hib 疫苗优势明显, 2017 年进入放量增长期。AC-Hib 三联苗是智飞生物研发的全球独家产品, 可有效降低流脑和 Hib 疫苗接种次数, 降低不良反应概率。我们预计公司 AC-Hib 三联苗 2017-2019 年分别贡献 3.3、4.9、5.9 亿净利润。(2) 其他主要产品 Hib 疫苗和 ACYW₁₃₅ 疫苗竞争格局好, 批签发数目稳定。(3) 在研产品线丰富, 预防微卡和代理五价轮状病毒疫苗作为亿元以上销售规模产品均有望在 2 年内上市。
- **盈利预测与估值:** 不考虑 HPV 疫苗获批, 我们预计 2016-2018 年公司营业收入为 4.46、14.02、18.54 亿元, 同比增长-37.43%、214.36%、32.26%, 归母净利润为 0.32、6.28、9.50 亿元, 同比增长-83.58%、1837.80%、51.27%, 对应 EPS 为 0.02、0.39、0.59 元; 考虑 HPV 疫苗获批则 2018 年公司营业收入 35.64 亿元, 同比增长 154.24%, 归母净利润为 11.35 亿元, 同比增长 80.67%, 对应 EPS 为 0.71 元。目前公司股价对应 2017 年 45 倍 PE, 考虑到公司核心产品 AC-Hib 疫苗销售放量且 2017 年代理的默沙东 4 价 HPV 疫苗有望获批国内销售, 我们给予公司 2017 年 50-55 倍 PE, 目标价 19.5-21.45 元, 首次覆盖, 给予“增持”评级。
- **风险提示:** AC-Hib 疫苗等核心产品销售不及预期风险; 新产品获批不及预期的风险; 同业产品质量风险。

内容目录

代理的默沙东 HPV 疫苗产品有望在 2017 年获批进口销售	- 4 -
HPV 疫苗全球年销售额超过 21 亿美元，帮助默沙东奠定世界疫苗霸主地位	- 4 -
“三高”决定 HPV 疫苗刚需，国内审批有望加快	- 5 -
默沙东 4 价 HPV 疫苗 2017 年有望国内获批，代理商智飞生物受益	- 7 -
AC-Hib 疫苗进入放量增长期，自营渠道+丰富产品线布局未来	- 7 -
重磅品种 AC-Hib 疫苗优势明显，2017 年进入放量增长期	- 7 -
Hib 疫苗和 ACYW ₁₃₅ 疫苗竞争格局好，批签发数目稳定	- 9 -
在研产品线丰富，重磅联合疫苗有望再突破	- 10 -
盈利预测与估值	- 11 -
盈利预测	- 11 -
相对估值法：19.5-21.45 元	- 15 -
投资建议	- 15 -
风险提示	- 16 -
AC-Hib 疫苗等核心产品销售不及预期的风险	- 16 -
新产品获批不及预期的风险	- 16 -
同业产品质量风险	- 16 -

图表目录

图表 1：2016 年全球销量前 10 的疫苗品种概况	- 4 -
图表 2：默沙东近 10 年营业收入及增速	- 5 -
图表 3：默沙东疫苗业务及 Gardasil 收入增速情况（单位：百万美元）	- 5 -
图表 4：2015 年全球疫苗市场格局	- 5 -
图表 5：“三高”决定 HPV 疫苗成为刚需品	- 6 -
图表 6：HPV 疫苗国内市场空间预测	- 6 -
图表 7：国内申请预防性 HPV 疫苗企业及临床状态	- 6 -
图表 8：HPV 各亚型及对应疾病	- 7 -
图表 9：目前国际上获批的 3 种预防性 HPV 疫苗对比	- 7 -
图表 10：智飞生物 AC-Hib 三联苗与 AC 群结合疫苗、Hib 疫苗对比	- 8 -
图表 11：智飞生物 AC-Hib 三联苗批签发情况	- 9 -
图表 12：AC-Hib 三联苗销售预测	- 9 -
图表 13：Hib 疫苗历年批签发数量（单位：万支）	- 9 -
图表 14：2016 年 Hib 疫苗批签发格局	- 9 -
图表 15：ACYW ₁₃₅ 疫苗历年批签发数量（单位：万支）	- 10 -
图表 16：2016 年 ACYW ₁₃₅ 疫苗批签发格局	- 10 -
图表 17：2013-2016H1 公司自主产品收入和毛利情况（单位：百万元，%）	- 10 -
图表 18：2013-2016H1 公司自主产品毛利率情况	- 10 -
图表 19：智飞生物在研产品线情况	- 11 -

图表 20: 智飞生物分产品拆分 (包含 HPV 获批假设, 百万元)	- 13 -
图表 21: 智飞生物分产品拆分 (不包含 HPV 获批假设, 百万元)	- 14 -
图表 22: 智飞生物期间费用率和所得税率假设 (包含 HPV 获批假设, 百万元) -	15 -
图表 23: 智飞生物期间费用率和所得税率假设 (不包含 HPV 获批假设, 百万元) -	15 -
图表 24: 智飞生物可比公司估值 (百万元)	- 15 -
图表 25: 智飞生物财务模型预测.....	- 17 -

代理的默沙东 HPV 疫苗产品有望在 2017 年获批进口销售

HPV 疫苗全球年销售额超过 21 亿美元，帮助默沙东奠定世界疫苗霸主地位

- 默沙东 HPV 疫苗 2016 年国际销量超过 21 亿美元，国内仍未获批。参考医药魔方统计的全球疫苗行业 2016 年销售情况，我们发现全球前 10 大疫苗品种销量均超过 6 亿美元，且包括多价 HPV 疫苗、带状疱疹病毒疫苗、口服五价轮状病毒疫苗和肺炎球菌多糖结合疫苗等在内的 4 个重磅品种均没有进入中国市场；国产对应产品大部分处于临床 II/III 期状态。其中默沙东 HPV 疫苗是全球第二大疫苗品种，进口产品仍未在国内获批，国产对应 4 价产品处于临床 I 期的较早阶段。

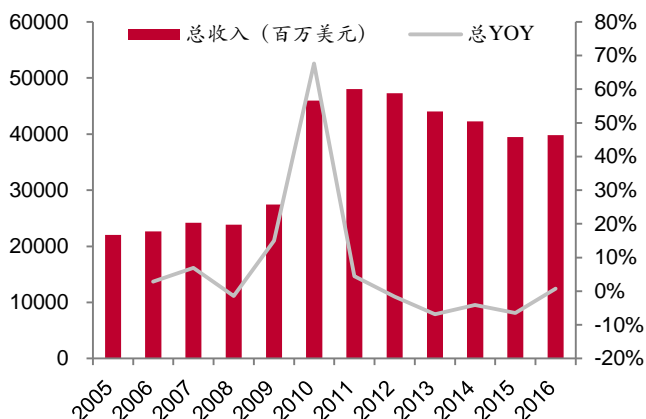
图表 1：2016 年全球销量前 10 的疫苗品种概况

排名	药品名称	公司	适应症	销售额 (亿美元)	中国区域情况
1	Prevnar	辉瑞	肺炎	57.18	Prevnar 13 2016 年 11 月 3 日国内获批；国产 III 期
2	Gardasil	默沙东	人乳头瘤病毒疫苗	21.73	未获批，Gardasil 4 正在临床数据核查 (2016.07 公示)；国产 4 价 I 期
3	Varivax	默沙东	水痘病毒活疫苗	16.4	国产 6 家，天坛生物、长春百克和长春祈健等
4	Vaxigrip、Fluzone	赛诺菲	流感疫苗	16.23	多家生产
5	Pentacel、Pentaxim、Imovax	赛诺菲	白喉、破伤风、百日咳、小儿麻疹和 B 型流感嗜血杆菌五联疫苗	15.95	北京民海 (国产)
6	Infanrix/Pediarix	GSK	白喉、破伤风类毒素，百日咳，乙型肝炎和脊髓灰质炎灭活疫苗五联疫苗	10.46	未进入中国
7	Hepatitis franchise	GSK	肝炎疫苗	8.19	多家生产
8	Zostavax	默沙东	带状疱疹病毒活疫苗	6.85	未进入中国；国产 II 期
9	Synflorix	GSK	肺炎球菌多糖结合疫苗 (10 价)	6.85	未进入中国
10	RotaTeg	默沙东	口服五价轮状病毒活疫苗	6.52	未进入中国，临床数据核查 (2017.01 公示)；国产兰州所

来源：医药魔方，医药经济报，Wind，CFDA，CDE，中泰证券研究所

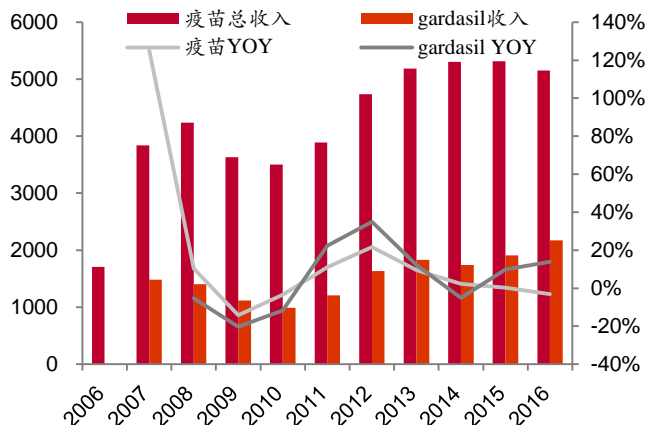
- 4 价和 9 价 HPV 疫苗作为默沙东重磅产品，提供业绩高速增长点。默沙东近 10 年来由于药品专利到期等问题导致收入增速并不乐观，除 2010 年并表先灵葆雅外基本处于负增长，而重磅产品 HPV 疫苗 Gardasil 和 PD-1 为默沙东提供了新增长极。PD-1 单抗 Keytruda 2016 年销售额 14.02 亿美元；Gardasil 系列 2016 年销售额 21.73 亿美元，2010-2016 年 CAGR 约为 14%。Gardasil 4&Gardasil 9 使得默沙东在疫苗市场市占率不断提升，从 2014 年的 22.24% 提升至 2015 年的 28.7%。

图表 2：默沙东近 10 年营业收入及增速



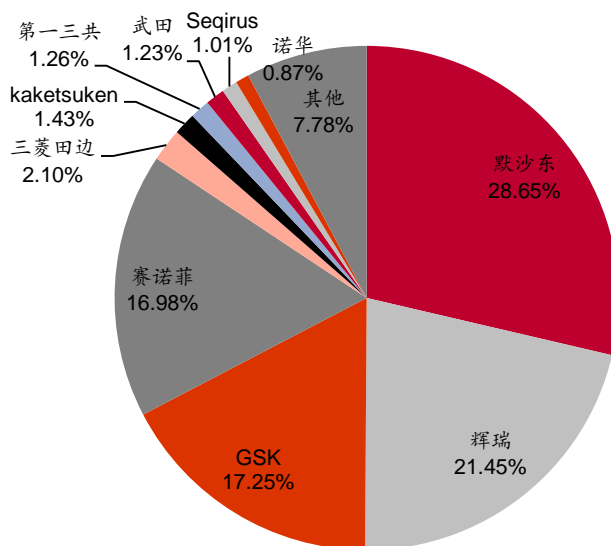
来源：Bloomberg, Wind, 中泰证券研究所

图表 3：默沙东疫苗业务及 Gardasil 收入增速情况 (单位：百万美元)



来源：Bloomberg, Wind, 中泰证券研究所

图表 4：2015 年全球疫苗市场格局



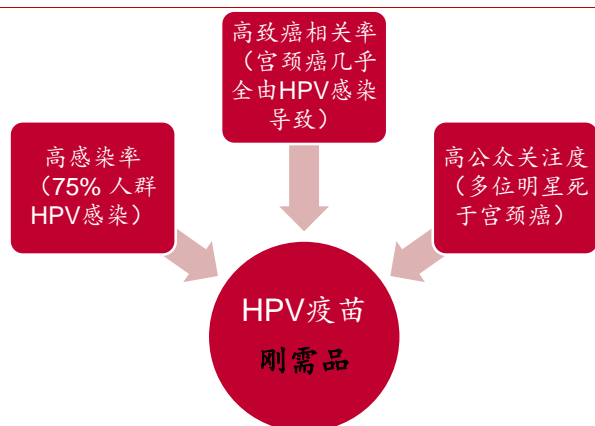
来源：公司年报, Bloomberg, 中泰证券研究所 (以最新财年为准)

“三高”决定 HPV 疫苗刚需，国内审批有望加快

- **GSK 的 HPV 2 价疫苗成为国内首个上市销售的 HPV 疫苗。**2016 年 7 月 18 日，GSK 的 2 价 HPV 疫苗希瑞适® (16 型和 18 型) 获得 CFDA 的上市许可，成为国内首个 HPV 上市疫苗。高感染率 (75%)、高致癌相关率、高公众关注度 (梅艳芳等明星死因) 这“三高”决定了 HPV 疫苗的高刚需，我们测算 2016 年国内 HPV 疫苗的市场空间可达 139 亿 (悲观 28 亿-乐观 278 亿)。
 - 人乳头状瘤病毒 (HPV) 是一种常见的性传播病毒，人群感染率高达 75% 以上，而感染 HPV 几乎是所有宫颈癌病例的致病原因。据 GLOBOCAN 数据显示，全球每年有超过 52.8 万新发宫颈癌病例，26.6 万死亡病例；2015 年国内宫颈癌新发病例估计 9.89 万例，死亡人数有 3.05 万例。著名艺人梅艳芳、李媛媛以及宋汶霏等都死于宫颈癌，使得公众对于宫颈癌的关注度极高。

- HPV 疫苗市场空间测算假设：(1) 考虑目前的疫苗主要针对女性；(2) 根据希瑞适[®]获批适应接种人群 9-25 岁为目标人群，中国 1.29 亿女性；(3) 以乐观估计、中性估计和悲观估计 HPV 疫苗的渗透率分别为 1%、5%和 10%；(4) 选择 4 价苗价格作为中位值，国内 HPV 疫苗价格和香港保持一致，为 2150 元人民币左右(2500 港币)。
- HPV 疫苗渗透率有望达到 1%以上：(1) 9-25 岁目标人群中基本上属于高知人群或监护人为高知人群，对 HPV 疫苗的接种认知度高；(2) 默沙东 HPV 4 价疫苗有望在 2017 上市，一定程度上加大 HPV 疫苗的患者教育力度。

图表 5：“三高”决定 HPV 疫苗成为刚需品



来源：中泰证券研究所

图表 6：HPV 疫苗国内市场空间预测

预测	乐观	中性	悲观
9-26 岁人数 (亿)	1.29		
渗透率	10%	5%	1%
价格 (元)	2150		
市场空间 (亿元)	277.35	138.68	27.74

来源：中泰证券研究所

- Gardasil 4 已进入现场核查状态，预计有望在 2017 年上市。CFDA 此前审评 HPV 疫苗采用“癌变或出现宫颈上皮内 2 级以上瘤变的数据”作为终点指标，不同于 WHO “病毒持续感染”标准，10 年以上的临床试验过程使得 HPV 疫苗一直无法在国内上市。而 GSK 的 HPV 疫苗在 2015 年 12 月完成第三轮补充材料后 7 个月时间获得批准，目前默沙东重组人乳头瘤病毒 (6 型/11 型/16 型/18 型) 疫苗也已经进入现场核查状态 (2016.07.11 公示)，预计有望在 2017 年上市。

图表 7：国内申请预防性 HPV 疫苗企业及临床状态

编号	公司	疫苗类型	临床状态
1	厦门万泰沧海生物技术有限公司 (原厦门养生堂生物技术有限公司)	16/18 型 2 价疫苗	III 期临床试验, 2015 年 5 月显示已完成 3 针接种
2		6/11 型 2 价疫苗	II 期临床试验
3		6/11/16/18/31/33/45/52/58 型 9 价疫苗 (大肠埃希菌)	在审评
4	上海泽润生物技术有限公司	16/18 型 2 价疫苗	III 期临床试验, 完成接种, 妇科随访阶段
5	默沙东	4 价 (6 型, 11 型, 16 型, 18 型) 疫苗 (酵母)	完成 III 期临床试验, 数据临床核查中
6		9 价 (6 型、11 型、16 型、18 型、31 型、33 型、45 型、52 型、58 型) 疫苗 (酵母)	在审评
7	GSK	16/18 型 双价疫苗	2016.07 上市
8	成都所	4 价 (6, 11, 16, 18 型) (汉逊酵母)	I 期临床试验
9		6 价 (6, 11, 16, 18, 52, 58 型) (汉逊酵母)	在审评
10	北京康乐卫士生物技术股份有限公司	3 价 (16/18/58 型) 疫苗 (大肠杆菌)	在审评
11	上海博唯生物科技有限公司	4 价 (6/11/16/18 型) 疫苗 (汉逊酵母)	I 期临床试验
12	上海所	4 价 (16/18/52/58 型) 病毒样颗粒疫苗 (毕赤酵母)	在审评
13	江苏瑞科生物技术有限公司	16/18 型 二价疫苗 (汉逊酵母)	在审评
14	珠海健康元生物医药有限公司	2 价 (16/18 型) 疫苗	在审评

来源：CDE，公司公告，中泰证券研究所 (桔色底纹为进口)

默沙东 4 价 HPV 疫苗 2017 年有望国内获批，代理商智飞生物受益

- 结合国内流行病学数据和上市进度，默沙东 4 价和 9 价 HPV 疫苗在国内最具优势。国内流行病学数据显示目前全球上市 HPV 疫苗中只有默沙东的 9 价疫苗涵盖了国人易感的 52、16 和 58 三种亚型，是最具产品优势的 HPV 疫苗。默沙东 4 价疫苗已经进入临床核查阶段，有望在 2017 年获批；而 9 价疫苗 2015 年 5 月开始在国内申请临床试验，目前仍在审核状态。我们认为默沙东的 HPV 疫苗与 GSK 疫苗相比在临床适用空间、价格和功效等方面更具优势，看好默沙东 4 价和 9 价 HPV 疫苗未来在国内的销售前景。根据上市进度和新版疫苗管理条例，代理默沙东 4 价 HPV 疫苗的智飞生物将最为受益。
- HPV 病毒亚型众多，不同亚型感染造成的疾病种类不同，以 6 型、11 型、16 型、18 型、51 型、52 型和 58 型为代表的高危亚型是相关癌症的罪魁祸首；而国内流行病学调研显示，中国人群感染 HPV 亚型最高三种依次为 52、16 和 58 亚型，高出其余亚型 5% 以上。

图表 8: HPV 各亚型及对应疾病

疾病	危险程度	HPV 亚型
扁平疣	低危	3/10/27/28/41
寻常疣	低危	1/2/4/7/27/29/40/54
疣状表皮发育不良	低危	5/8/12/14/15/17/19/25/38/46/47/49/50
尖锐湿疣	低危	6/11/16/18/31/33/34/35/39/51/64-68/70/73
鲍温样丘疹	低危	16/18/39/42
宫颈上皮内瘤	高危	6/11/16/18/31/33/35/43/44/51/56/58/61
浸润性宫颈癌	高危	16/18/31/33/35/39/45/51/52/56/58/59/68
阴茎癌	高危	16/18

来源: CNKI, 中泰证券研究所

图表 9: 目前国际上获批的 3 种预防性 HPV 疫苗对比

项目	Gardasil 9	Gardasil 4	Cervarix
中文名	9 价加卫苗	4 价加卫苗	2 价希瑞适
年龄段	9 岁及以上		
适合性别	男性、女性		女性
注射方法	0/2/6 月	0/2/6 月	0/1/6 月
价格 (香港, 港币)	4000	2500	2500
有效预防 HPV 亚型	6/11/16/18/31/33/34/35/52/58	6/11/16/18	16/18
预防作用	宫颈癌	90%	70%
	阴道癌	85%	0
	宫颈癌	80%	0
	尖锐湿疣	90%	90%
	肛门癌	95%	0
一般性宫颈病变	50%	0	0
生产厂家	默沙东		葛兰素史克
上市时间 (年)	2014	2006	2007
优缺点	加卫苗加强版, 预防亚型符合中国人群特点 (16/52/58 亚型)	目前销量最好的 HPV 疫苗, 可满足基本的预防癌症需求	预防作用较为单一

来源: CNKI, 公司主页, 中泰证券研究所

- 智飞生物与默沙东签订三年销售代理协议，分享国内 HPV 疫苗百亿市场。2012 年公司公告与默沙东签订 4 价人乳头状瘤病毒重组疫苗的《供应、经销与共同推广协议》，由智飞生物负责该产品在中国大陆区域的进口、推广及销售工作。协议包括：(1) 约定三个销售年度，从该疫苗获批上市开始计算；(2) 基础采购计划：第一年度约 11.4 亿元，第二年度约 14.83 亿元，第三年度约 18.53 亿元；(3) 可延续：协议届满无异议可延期 2 年。我们认为默沙东 4 价 HPV 疫苗 2017 年有望国内获批，代理商智飞生物受益，分享国内 HPV 疫苗百亿市场。

AC-Hib 疫苗进入放量增长期，自营渠道+丰富产品线布局未来

重磅品种 AC-Hib 疫苗优势明显，2017 年进入放量增长期

- **AC-Hib 三联苗与普通 AC 群流脑结合疫苗和 Hib 疫苗相比具备接种次数少、累积不良反应相对小的优势。**AC-Hib 三联苗是 AC 群流脑多糖结合疫苗和 b 型流感嗜血杆菌结合 (Hib) 疫苗的三联结合疫苗，是智飞生物于 2014 年 12 月获批上市的全球首创三联疫苗。AC-Hib 三联苗以 A 群、C 群脑膜炎球菌的荚膜多糖以及 Hib 多糖为目标抗原，通过化学偶联的方法，将其与载体蛋白质破伤风类毒素相连接，等量混合制备成三联苗。与普通 AC 群流脑结合疫苗和 Hib 疫苗相比，AC-Hib 三联苗具备接种次数少、累积不良反应相对小的优势，且在价格和分别单独接种两种疫苗差价在 18% 左右。
 - **流脑疫苗：**流行性脑脊髓膜炎根据其荚膜多糖的特异性可将脑膜炎奈瑟氏菌分成 A、B、C、D、29E、H、I、K、L、W₁₃₅、X、Y 和 Z 等 13 个血清群。所有血清群的细菌均可致病，但 A、B、C、Y 和 W₁₃₅ 毒力最强。目前流脑疫苗包括 A 群、AC 群和 ACYW₁₃₅ 群三种。
 - **b 型流感嗜血杆菌疫苗：**b 型流感嗜血杆菌 (Hib) 是流感嗜血杆菌的一种，严重感染中几乎 90% 是由 b 型引起，主要引起脑膜炎、肺炎、心包炎、关节炎、菌血症、会厌炎等疾病。

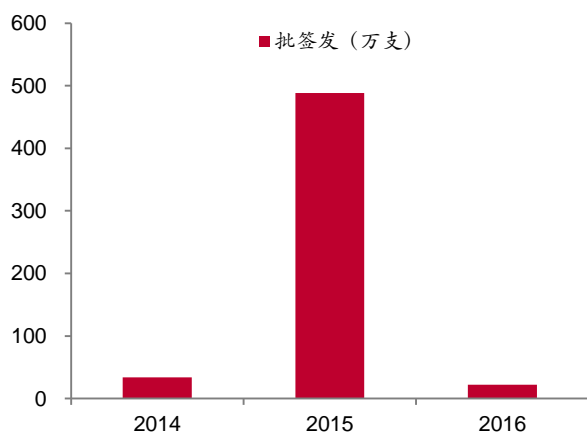
图表 10：智飞生物 AC-Hib 三联苗与 AC 群结合疫苗、Hib 疫苗对比

疫苗	AC-Hib 三联苗	AC 群多糖结合疫苗	Hib 疫苗
获批时间	2014.12	2015.05 重新恢复销售	2012.12
商品名	喜贝康	盟纳康	喜菲贝
种类	二类苗	二类苗	二类苗
适应症	预防 A 群、C 群脑膜炎球菌及 b 型流感嗜血杆菌引起的感染性疾病，如脑脊髓膜炎、肺炎、败血症、会厌炎等。	用于预防 A 群、C 群脑膜炎球菌引起的感染性疾病，如脑脊髓膜炎、肺炎等	预防由 b 型流感嗜血杆菌引起的侵袭性感染（包括脑膜炎、肺炎、败血症、蜂窝组织炎、关节炎、会厌炎等）
不良反应	常见发红、肿胀、硬结、疼痛，偶见水泡、瘙痒	偶有短暂的发热反应、皮疹等不良反应，注射局部有可能出现疼痛、红肿或硬结，可自行缓解	注射后一般反应轻微，接种部位可出现轻微红肿、硬结、压痛，偶有局部瘙痒感
接种对象	2 月龄至 71 月龄婴幼儿和儿童	3 月龄以上的婴幼儿和儿童	2 月龄-5 周岁儿童
接种方法	2-5 月龄接种 3 剂，6-11 月龄接种 2 剂，12-71 月龄接种 1 剂，间隔 1 个月	基础免疫 3 次，间隔 1 个月注射一次	从 2 或 3 月龄开始，每间隔 1 或 2 月接种 1 次，共 3 次。在 18 月龄时进行加强接种 1 次
基础接种次数	3	3	3
加强免疫	尚未明确	尚未明确	1
中标价（元）	219.5	77	79
费用（元）	658.5	231	316
总费用（元）	658.5	547	
是否独家	是	否	否

来源：公司主页，药智网，中泰证券研究所（中标价以最近吉林、江苏等几个省份计算均价）

- **智飞生物 AC-Hib 三联苗上市后批签发数目快速放量，预计未来三年分别贡献 3.3、4.9、5.9 亿净利润。**智飞生物的 AC-Hib 三联苗 2014 年年底获批，当年即批签发 33.82 万只，除 2016 年因为山东疫苗事件影响销售导致批签发申请减少以外，批签发增速相对较快。疫苗保质期一般为 2 年，从批签发可大致推断公司销售计划，我们认为公司 AC-Hib 三联苗销售情况良好，预计 2017-2019 年分别贡献 3.3、4.9、5.9 亿净利润。

图表 11: 智飞生物 AC-Hib 三联苗批签发情况



来源: 公司年报, 中泰证券研究所

图表 12: AC-Hib 三联苗销售预测

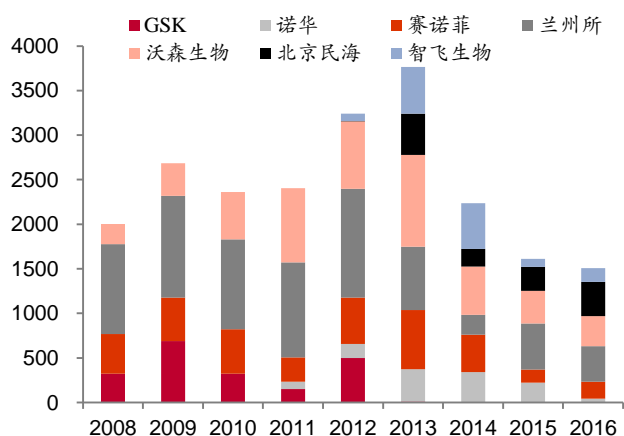
年份	2017E	2018E	2019E
销售量 (万支)	370	550	650
同比	-	48.65%	18.18%
出厂价 (元/支)	180		
销售额 (亿元)	6.66	9.9	11.7
毛利率	95%		
毛利 (亿元)	6.327	9.405	11.115
净利率	50%		
净利润 (亿元)	3.33	4.95	5.85

来源: 中泰证券研究所

Hib 疫苗和 ACYW₁₃₅ 疫苗竞争格局好, 批签发数目稳定

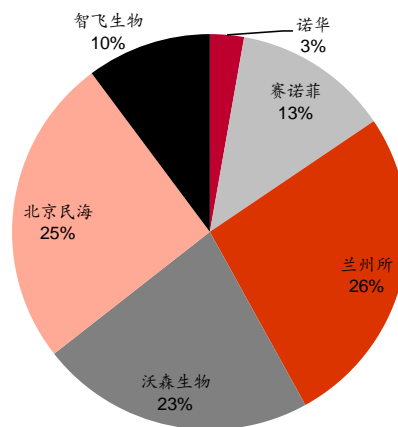
- 智飞 Hib 疫苗和 ACYW₁₃₅ 疫苗竞争格局良好, 批签发数目相对稳定。我们统计了 Hib 疫苗和 ACYW₁₃₅ 疫苗两个主要品种历年的批签发情况, 发现智飞生物的 Hib 疫苗和 ACYW₁₃₅ 疫苗竞争格局良好。Hib 疫苗 2016 年生产厂家仅 6 家, 其中进口 2 家, 国产包括北京民海、沃森生物、兰州所和智飞生物; ACYW₁₃₅ 疫苗 2016 年批签发仅华兰生物、智飞生物、沃森生物和浙江天元。除 2016 年疫苗事件影响外, 智飞生物 Hib 疫苗和 ACYW₁₃₅ 疫苗的批签发数目相对稳定, 每 2 年保持一个稳定数额。

图表 13: Hib 疫苗历年批签发数量 (单位: 万支)



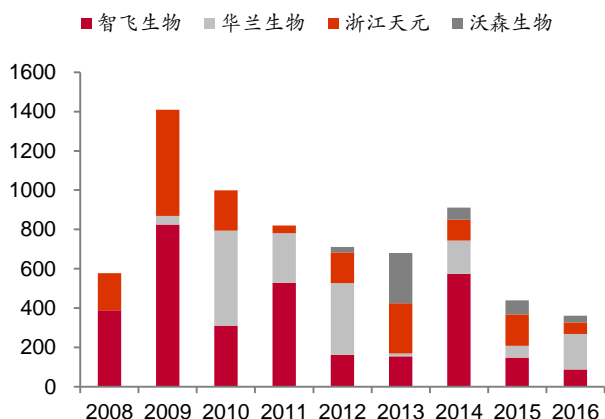
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 14: 2016 年 Hib 疫苗批签发格局



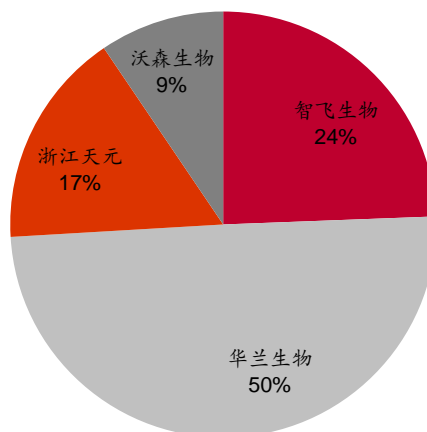
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 15: ACYW₁₃₅ 疫苗历年批签发数量 (单位: 万支)



来源: Wind, 中泰证券研究所

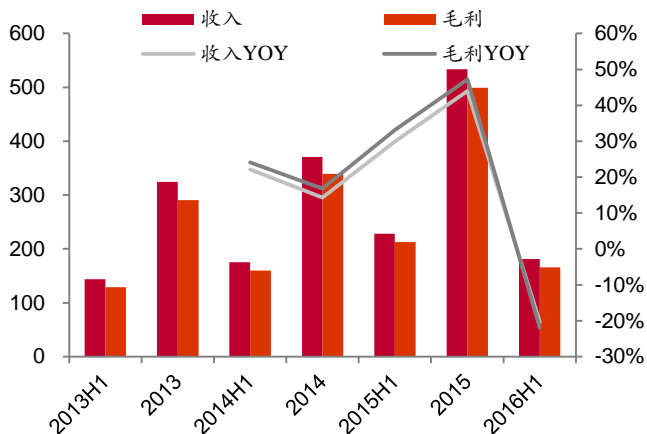
图表 16: 2016 年 ACYW₁₃₅ 疫苗批签发格局



来源: Wind, 中泰证券研究所

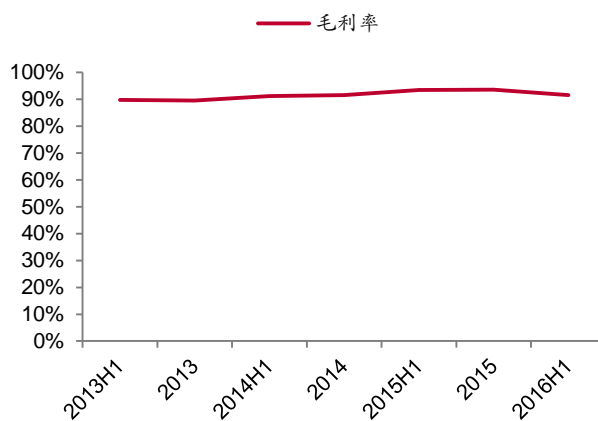
- 良好的品种带来智飞生物自产产品收入利润稳定增长, 毛利率保持稳定。公司自主产品主要是 Hib 疫苗和 ACYW₁₃₅ 疫苗, AC 群流脑多糖结合苗和 AC-Hib 三联苗 2015 年才开始贡献利润, 此外微卡贡献 6,000-8,000 万收入。我们统计了 2013-2016H1 公司自主产品的收入和毛利情况, 除 2016 年疫苗事件影响外公司自主产品销售保持稳定增长, 2013-2105 年收入复合增速达到 74% 左右, 良好的品种带来智飞生物自产产品收入和利润的稳定增长; 自主产品毛利率常年维持在 90% 以上。

图表 17: 2013-2016H1 公司自主产品收入和毛利情况 (单位: 百万元, %)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 18: 2013-2016H1 公司自主产品毛利率情况



来源: Wind, 中泰证券研究所

在研产品线丰富, 重磅联合疫苗有望再突破

- 智飞生物布局多种疫苗品类, 重磅联合疫苗有望再突破。公司在研产品线囊括 ACYW₁₃₅ 群流脑结合疫苗、Hib 疫苗、ACYW₁₃₅-Hib 联合疫苗、流感疫苗、肺炎疫苗等多个大品类, 其中延续 AC-Hib 联合苗思路设计的 ACYW₁₃₅-Hib 联合疫苗也同样在申请临床状态。值得关注的是已经处于临床 III 期阶段的预防性微卡和代理的默沙东五价轮状病毒疫苗 (上市申请阶段), 均有望成为亿元以上销售规模的大品种。

图表 19: 智飞生物在研产品线情况

所属类别	名称	功能主治	细胞系	临床前	IND	研发进度				
						临床 I 期	临床 II 期	临床 III 期	获批上市	上市后研究
预防性疫苗										
一类苗										
卡介苗及相关	皮内注射用卡介苗	用于预防结核病			在审评					
	卡介菌纯蛋白衍生物 (BCG-PPD)									
百白破疫苗	组分百白破疫苗	用于预防百日咳、白喉及破伤风								
二类苗										
流脑疫苗、嗜血杆菌疫苗	ACYW ₁₃₅ 群流脑结合疫苗 (补充申请)	预防脑膜炎球菌引起的感染性疾病								
	ACYW ₁₃₅ 群脑膜炎球菌 (结合) b 型流感嗜血杆菌 (结合) 联合疫苗	预防脑膜炎球菌和 Hib 引起的感染性疾病			暂不批准临床试验申请					
	冻干 b 型流感嗜血杆菌结合疫苗	预防 b 型流感嗜血杆菌引起的感染性疾病			2017.01.09 获得临床批件					
手足口病疫苗	肠道病毒 71 型灭活疫苗	预防 EV71 感染引起的疾病			已受理					
	双价手足口病疫苗	预防手足口病								
流感疫苗	流感裂解疫苗	预防流行性感冒								
	四价流感病毒裂解疫苗	预防季节性流感			在审评					
肺炎链球菌疫苗	23 价肺炎球菌多糖疫苗	预防肺炎链球菌引起的感染性疾病			临床准备中					
	15 价肺炎球菌结合疫苗		在审评							
狂犬病疫苗	冻干人用狂犬病疫苗 (Vero 细胞)	用于预防狂犬病								
	冻干人用狂犬病疫苗 (MRC-5 细胞)	用于预防狂犬病			在审评					
痢疾疫苗	福氏宋内氏痢疾双价结合疫苗	预防志贺氏菌引起的传染性疾病			临床准备中					
新型结核病疫苗	冻干重组结核疫苗	用于 BCG 初次免疫后加强免疫和结核菌潜伏感染高危人群结核病的预防			临床准备中					
戊肝疫苗	人戊型肝炎病毒的表达研究									
轮状病毒疫苗	灭活轮状病毒疫苗	用于预防轮状病毒导致的感染性腹泻								
诺如病毒疫苗	重组诺如病毒多价疫苗	用于预防感染性腹泻								
治疗性疫苗										
乙肝疫苗	治疗用乙肝疫苗基础实验研究									
双向免疫调节剂	注射用母牛分枝杆菌 (预防)	用于结核菌潜伏感染人群结核病的预防								
诊断试剂盒										
结核诊断试剂盒	结核体内诊断试剂	用于卡介苗接种与结核杆菌鉴别、结核病的临床辅助诊断						临床进行中		

来源: 公司公告, CDE, 中泰证券研究所

- 临床 III 期状态的预防性微卡有望在 2017 年底申报上市, 市场空间显著提升。注射用母牛分支杆菌 (微卡) 是子公司智飞龙科马的全球独家产品, 作为结核病辅助用药使用, 目前预防用试验已处于临床 III 期阶段, 一旦通过即可成为预防结核病的疫苗类产品, 市场空间显著提升。卫计委数据显示 2014 年我国结核病发病率为 65.63/10 万人, 世卫组织估算 2014 年中国发病数约为 93 万人 (世界第三)。按照 10% 的渗透率计算, 存量市场可达 10 亿以上。

盈利预测与估值

盈利预测

- 不考虑 HPV 疫苗获批, 我们预计 2016-2018 年公司营业收入为 4.46、14.02、18.54 亿元, 同比增长-37.43%、214.36%、32.26%, 归属母公司净利润为 0.32、6.28、9.50 亿元, 同比增长-83.58%、1837.80%、51.27%, 对应 EPS 为 0.02、0.39、0.59 元; 考虑 HPV 疫苗获批, 我们预计 2016-2018 年公司营业收入为 4.46、14.02、35.64 亿元, 同比增长-37.43%、214.36%、154.24%, 归属母公司净利润为 0.32、6.28、11.35 亿元, 同比增长-83.58%、1837.80%、80.67%, 对应 EPS 为 0.02、

0.39、0.71 元。

- 假设一：公司营业税金及附加占营业收入百分比不变；
- 假设二：公司整体毛利率未来三年逐步下滑。分产品来看，自产产品 AC-Hib 疫苗等销售逐步恢复，毛利率保持稳定；2017 年代理的默沙东 HPV 疫苗有望活泼上市销售，毛利率相对较低，收入占比大且逐年上升，因此使得整体毛利率下降。
- 假设三：公司代理 HPV 疫苗在 2017 年半年导入期之后 2018 年正式开始销售。
- 对期间费用和所得税的假设：2016 年由于疫苗事件期间费用占比失真。
 - 销售费用率方面，2017 年公司代理产品 HPV 疫苗处于市场导入期，2018 年正常销售，销售费用率先上升后下降。
 - 管理费用率方面，公司在研项目管线丰富且处于不同研发阶段，预计未来管理费用率保持平稳。
 - 财务费用率：公司作为疫苗企业现金流较好，有一定投资收益。
- 所得税：我们认为未来三年将保持在 15%左右。

图表 20: 智飞生物分产品拆分 (包含 HPV 获批假设, 百万元)

自主产品	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
二类苗								
AC-Hib三联苗								
收入					247.00	277.40	777.00	1,155.00
YOY						12.31%	180.10%	48.65%
成本					14.82	41.61	46.62	69.3
YOY							12.04%	48.65%
毛利率					94%	85%	94%	94%
ACYW135群流脑多糖苗								
收入	160.56	134.81			192.50	33.00	189.00	198.45
YOY							472.73%	5.00%
成本	12.39	11.54				5.28	15.12	15.88
YOY							186.36%	5.00%
毛利率	92.49%	91.44%				84.00%	92.00%	92.00%
AC群流脑多糖结合苗								
收入	-0.12					40.20	77.00	80.85
YOY							91.54%	5.00%
成本	-0.01					6.43	7.70	8.08
YOY							19.71%	5.00%
毛利率						84.00%	90.00%	90.00%
Hib疫苗								
收入		4.15	136.28		210.00	40.80	237.00	241.74
YOY							480.88%	2.00%
成本		1.85				6.12	14.22	14.50
YOY							132.35%	2.00%
毛利率		55.46%	94.02%			85%	94%	94%
自主二类苗合计								
收入	160.44	138.96				391.40	1,280.00	1,676.04
YOY		-13.39%					227.03%	30.94%
成本	12.38	13.39				59.44	83.66	107.77
YOY		8.16%					40.74%	28.81%
毛利率			90.46%	93.47%	94.30%	84.81%	93.46%	93.57%
注射用母牛分支杆菌(微卡)								
收入	46.20	60.26	60.48	80.77	68.52	44.54	111.35	167.02
YOY		30.43%	0.36%	33.55%	-15.16%	-35.00%	150.00%	50.00%
成本	4.86	4.43	6.58	12.37	7.97	22.27	16.70	21.71
YOY		-8.85%	48.53%	87.92%	-35.55%	179.45%	-25.00%	30.00%
毛利率	89.87%	92.65%	89.12%	84.69%	88.37%	50.00%	85.00%	87.00%
自主产品合计								
收入	206.64	199.22	324.52	370.84	533.86	435.94	1,391.35	1,843.06
YOY		-3.59%	62.90%	14.27%	43.96%	-18.34%	219.16%	32.47%
成本	17.24	17.82	33.95	31.57	34.49	81.71	100.36	129.48
YOY		3.36%	90.52%	-7.01%	9.25%	136.91%	22.82%	29.01%
毛利率			89.54%	91.49%	93.54%	81.26%	92.79%	92.97%
代理产品								
HPV疫苗(默沙东)								
收入								1710.00
YOY								
成本								1140.00
YOY								
毛利率								33%
代理产品合计								
收入	69.51	650.70	385.33	374.70	166.86			1,710.00
YOY		836.12%	-40.78%	-2.76%	-55.47%			
成本	53.00	431.78	260.46	268.50	104.80			1,140.00
YOY		714.68%	-39.68%	3.09%	-60.97%			
毛利率	23.75%	33.64%	32.41%	28.34%	37.19%			33.33%
其他								
收入					12.02	10.00	10.50	11.03
YOY							5.00%	5.00%
成本					2.47	2.00	2.10	2.21
YOY							5.00%	5.00%
毛利率					70.45%	80.00%	80.00%	80.00%
合计								
收入	628.74	760.33	780.18	800.94	712.74	445.94	1,401.85	3,564.09
YOY		20.93%	2.61%	2.66%	-11.01%	-37.43%	214.36%	154.24%
成本	250.59	337.39	308.05	310.79	141.76	83.71	102.46	1,271.68
YOY		34.64%	-8.70%	0.89%	-54.39%	-40.95%	22.40%	1141.12%
毛利率	60.14%	55.63%	60.52%	61.20%	80.11%	81.23%	92.69%	64.32%

来源: 公司历年年报, 中泰证券研究所

图表 21: 智飞生物分产品拆分 (不包含 HPV 获批假设, 百万元)

自主产品	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
二类苗								
AC-Hib三联苗								
收入					247.00	277.40	777.00	1,155.00
YOY						12.31%	180.10%	48.65%
成本					14.82	41.61	46.62	69.3
YOY							12.04%	48.65%
毛利率					94%	85%	94%	94%
ACYW135群流脑多糖苗								
收入	160.56	134.81			192.50	33.00	189.00	198.45
YOY							472.73%	5.00%
成本	12.39	11.54				5.28	15.12	15.88
YOY							186.36%	5.00%
毛利率	92.49%	91.44%				84.00%	92.00%	92.00%
AC群流脑多糖结合苗								
收入	-0.12					40.20	77.00	80.85
YOY							91.54%	5.00%
成本	-0.01					6.43	7.70	8.08
YOY							19.71%	5.00%
毛利率						84.00%	90.00%	90.00%
Hib疫苗								
收入		4.15	136.28		210.00	40.80	237.00	241.74
YOY							480.88%	2.00%
成本		1.85				6.12	14.22	14.50
YOY							132.35%	2.00%
毛利率		55.46%	94.02%			85%	94%	94%
自主二类苗合计								
收入	160.44	138.96				391.40	1,280.00	1,676.04
YOY		-13.39%					227.03%	30.94%
成本	12.38	13.39				59.44	83.66	107.77
YOY		8.16%					40.74%	28.81%
毛利率			90.46%	93.47%	94.30%	84.81%	93.46%	93.57%
注射用母牛分支杆菌(微卡)								
收入	46.20	60.26	60.48	80.77	68.52	44.54	111.35	167.02
YOY		30.43%	0.36%	33.55%	-15.16%	-35.00%	150.00%	50.00%
成本	4.86	4.43	6.58	12.37	7.97	22.27	16.70	21.71
YOY		-8.85%	48.53%	87.92%	-35.55%	179.45%	-25.00%	30.00%
毛利率	89.87%	92.65%	89.12%	84.69%	88.37%	50.00%	85.00%	87.00%
自主产品合计								
收入	206.64	199.22	324.52	370.84	533.86	435.94	1,391.35	1,843.06
YOY		-3.59%	62.90%	14.27%	43.96%	-18.34%	219.16%	32.47%
成本	17.24	17.82	33.95	31.57	34.49	81.71	100.36	129.48
YOY		3.36%	90.52%	-7.01%	9.25%	136.91%	22.82%	29.01%
毛利率			89.54%	91.49%	93.54%	81.26%	92.79%	92.97%
其他								
收入					12.02	10.00	10.50	11.03
YOY							5.00%	5.00%
成本					2.47	2.00	2.10	2.21
YOY							5.00%	5.00%
毛利率					79.45%	80.00%	80.00%	80.00%
合计								
收入	628.74	760.33	780.18	800.94	712.74	445.94	1,401.85	1,854.09
YOY		20.93%	2.61%	2.66%	-11.01%	-37.43%	214.36%	32.26%
成本	250.59	337.39	308.05	310.79	141.76	83.71	102.46	131.68
YOY		34.64%	-8.70%	0.89%	-54.39%	-40.95%	22.40%	28.52%
毛利率	60.14%	55.63%	60.52%	61.20%	80.11%	81.23%	92.69%	92.90%

来源: 公司历年年报, 中泰证券研究所

图表 22: 智飞生物期间费用率和所得税率假设 (包含 HPV 获批假设, 百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业费用	148.98	210.64	239.14	182.84	350.46	427.69
%销售收入	19.10%	26.30%	33.55%	41.00%	25.00%	12.00%
管理费用	152.36	111.58	125.87	138.24	210.28	427.69
%销售收入	19.53%	13.93%	17.66%	31.00%	15.00%	12.00%
财务费用	-25.01	-24.58	-27.60	-12.04	-14.54	-18.02
%销售收入	3.21%	3.07%	3.87%	2.70%	1.04%	0.51%
所得税	22.40	27.24	33.29	5.72	110.84	200.26
所得税率	14.66%	15.55%	14.43%	15.00%	15.00%	15.00%

来源: 中泰证券研究所

图表 23: 智飞生物期间费用率和所得税率假设 (不包含 HPV 获批假设, 百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业费用	148.98	210.64	239.14	182.84	350.46	370.82
%销售收入	19.10%	26.30%	33.55%	41.00%	25.00%	20.00%
管理费用	152.36	111.58	125.87	138.24	210.28	222.49
%销售收入	19.53%	13.93%	17.66%	31.00%	15.00%	12.00%
财务费用	-25.01	-24.58	-27.60	-12.04	-14.54	-14.49
%销售收入	3.21%	3.07%	3.87%	2.70%	1.04%	0.78%
所得税	22.40	27.24	33.29	5.72	110.84	167.67
所得税率	14.66%	15.55%	14.43%	15.00%	15.00%	15.00%

来源: 中泰证券研究所

相对估值法: 19.5-21.45 元

- 选取 A 股疫苗同业公司作为可比公司, 平均估值在 65X 2017PE、41X 2018PE, 考虑到公司是国内疫苗龙头企业, 独家产品 AC-Hib 进入放量销售期。目前公司股价对应 2017 年 45 倍 PE、2018 年 30 倍 PE, 公司核心产品 AC-Hib 疫苗、ACYW₁₃₅ 疫苗和 Hib 疫苗销售稳定增长且 2017 年代理的默沙东 4 价 HPV 疫苗有望获批国内销售, 我们给予公司 2017 年 50-55 倍 PE, 目标价 19.5-21.45 元, 首次覆盖, 给予“增持”评级。

图表 24: 智飞生物可比公司估值 (百万元)

股票代码	公司名称	营收 (2015)	近3年营收 CAGR(%)	净利润 (2015)	近3年净利润 CAGR(%)	净利率	PE(2016)	PE(2017)	PE(2018)	总市值
300142	沃森生物	1,006.03	31.35	-924.65	-253.43	-91.9%	71.4	111.9	60.0	192.18
002680	长生生物	795.52	99.27	293.08	62.10	36.8%	0.0	0.0	0.0	157.24
002581	未名医药	858.29	64.48	240.30	42.62	28.0%	0.0	29.7	25.5	154.71
600161	天坛生物	1,617.99	-6.14	115.58	-68.02	7.1%	92.0	52.4	36.7	203.09
	平均值						81.7	64.7	40.7	
300122	智飞生物	712.74	-4.42	197.40	23.06	27.7%	869.8	44.9	29.7	281.92

来源: Wind (截止 2017 年 3 月 10 日), 中泰证券研究所

投资建议

- 结合可比公司情况, 智飞生物的合理估值为 19.5-21.45 元。首次覆盖,

给予“增持”评级。

- 公司未来 3 年的业绩催化因素：
 - **AC-Hib 疫苗放量增长。**AC-Hib 疫苗作为公司自主研发的全球独家疫苗剂型，2015 年上市，2017 年进入放量销售期。
 - **代理默沙东 4 价 HPV 疫苗有望 2017 年获批上市。**默沙东 4 价 HPV 疫苗 2016 年 7 月进入临床数据核查公示，2017 年有望在国内获批销售，智飞生物作为独家代理商有望受益。
 - **疫苗事件后公司自营渠道逐步恢复销售。**公司疫苗产品大部分通过自营渠道销售，疫苗事件冲击相对较小，刚需品种+自营渠道帮助逐步从疫苗事件中恢复。

风险提示

AC-Hib 疫苗等核心产品销售不及预期的风险

- 2016 年经过山东疫苗事件后，疫苗流通渠道变革，生产企业选择配送商而非渠道代理商，二类苗通过省级平台招标。2017 年销售渠道、省招标进度都存在不及预期的风险。

新产品获批不及预期的风险

- 公司代理产品默沙东 4 价 HPV 疫苗目前仍在申请注册阶段，上市进度存在不及预期的风险。

同业产品质量风险

- 疫苗行业是一个受舆论关注的行业，历史上由于同业较差质量的疫苗的不良事故导致整体行业受到影响比比皆是，不排除未来出现第二个类似“乙肝疫苗事件”的公共卫生事故。

图表 25：智飞生物财务模型预测

损益表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	780	801	713	446	1,402	1,854
增长率	2.61%	2.7%	-11.0%	-37.4%	214.4%	32.3%
营业成本	-308	-311	-142	-84	-102	-132
% 销售收入	39.5%	38.8%	19.9%	18.8%	7.3%	7.1%
毛利	472	490	571	362	1,299	1,722
% 销售收入	60.5%	61.2%	80.1%	81.2%	92.7%	92.9%
营业税金及附加	-8	-7	-5	-4	-11	-14
% 销售收入	1.1%	0.9%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-149	-211	-239	-183	-350	-371
% 销售收入	19.1%	26.3%	33.6%	41.0%	25.0%	20.0%
管理费用	-152	-112	-126	-138	-210	-222
% 销售收入	19.5%	13.9%	17.7%	31.0%	15.0%	12.0%
息税前利润 (EBIT)	162	161	201	38	728	1,115
% 销售收入	20.8%	20.1%	28.2%	8.4%	51.9%	60.1%
财务费用	25	25	28	12	15	14
% 销售收入	-3.2%	-3.1%	-3.9%	-2.7%	-1.0%	-0.8%
资产减值损失	-41	-13	-10	-19	-12	-20
公允价值变动收益	0	0	1	0	0	0
投资收益	3	0	1	1	1	1
% 税前利润	2.1%	—	0.6%	2.9%	0.1%	0.1%
营业利润	150	172	221	32	732	1,110
营业利润率	19.2%	21.5%	31.0%	7.1%	52.2%	59.9%
营业外收支	3	3	10	7	7	7
税前利润	153	175	231	38	739	1,118
利润率	19.6%	21.9%	32.4%	8.6%	52.7%	60.3%
所得税	-22	-27	-33	-6	-111	-168
所得税率	14.7%	15.5%	14.4%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	130	148	197	32	628	950
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	130	148	197	32	628	950
净利率	16.7%	18.5%	27.7%	7.3%	44.8%	51.2%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	130	148	197	32	628	950
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	68	48	54	77	80	100
非经营收益	-17	-1	-9	-8	-8	-9
营运资金变动	40	-34	-19	133	-562	-228
经营活动现金净流	222	161	223	234	137	813
资本开支	201	277	226	198	209	203
投资	0	-10	4	0	0	0
其他	3	-50	-115	1	1	1
投资活动现金净流	-198	-337	-337	-197	-209	-202
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	0	54	-54	0	0	0
其他	-82	-68	-160	0	0	0
筹资活动现金净流	-82	-14	-214	0	0	0
现金净流量	-59	-189	-327	38	-71	611

资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	1,210	1,021	809	847	776	1,386
应收款项	375	433	434	261	838	1,116
存货	162	153	108	64	80	36
其他流动资产	4	13	9	4	5	7
流动资产	1,752	1,620	1,359	1,176	1,699	2,545
% 总资产	67.7%	59.7%	50.7%	44.5%	51.2%	59.3%
长期投资	1	11	8	8	8	8
固定资产	492	736	915	1,090	1,254	1,402
% 总资产	19.0%	27.1%	34.1%	41.2%	37.8%	32.7%
无形资产	300	310	314	286	270	253
非流动资产	836	1,095	1,322	1,469	1,617	1,749
% 总资产	32.3%	40.3%	49.3%	55.5%	48.8%	40.7%
资产总计	2,588	2,714	2,682	2,645	3,316	4,294
短期借款	0	0	0	0	0	0
应付款项	121	113	95	43	61	74
其他流动负债	17	17	30	13	39	52
流动负债	138	131	125	57	100	127
长期贷款	0	54	0	0	0	0
其他长期负债	60	72	87	87	87	87
负债	199	257	212	144	187	214
普通股股东权益	2,389	2,458	2,469	2,502	3,130	4,080
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	2,588	2,714	2,682	2,645	3,316	4,294

比率分析						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益 (元)	0.326	0.185	0.247	0.020	0.393	0.594
每股净资产 (元)	5.973	3.072	3.087	1.564	1.956	2.550
每股经营现金净流 (元)	0.554	0.202	0.279	0.147	0.086	0.508
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.100	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	5.46%	6.02%	7.99%	1.30%	20.07%	23.29%
总资产收益率	5.04%	5.45%	7.36%	1.23%	18.94%	22.13%
投入资本收益率	11.74%	9.15%	10.41%	1.94%	26.35%	35.26%
增长率						
营业总收入增长率	2.61%	2.66%	-11.01%	-37.43%	214.36%	32.26%
EBIT增长率	-10.88%	-1.02%	25.14%	-81.33%	1837.37%	53.18%
净利润增长率	-39.39%	13.55%	33.38%	-83.58%	1837.80%	51.27%
总资产增长率	3.37%	4.89%	-1.21%	-1.36%	25.37%	29.47%
资产管理能力						
应收账款周转天数	149.7	151.1	175.9	163.3	165.5	166.5
存货周转天数	246.5	202.6	340.1	278.7	286.5	100.0
应付账款周转天数	21.2	33.4	136.0	82.7	92.3	96.4
固定资产周转天数	65.8	124.3	250.7	582.0	232.0	210.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-50.66%	-39.33%	-32.80%	-33.89%	-24.81%	-34.00%
EBIT利息保障倍数	-6.5	-6.5	-7.3	-3.1	-50.1	-76.9
资产负债率	7.67%	9.46%	7.92%	5.43%	5.63%	4.98%

来源：中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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。