

署名人: 周锐

S0960207090141

0755-82026719

zhourei@cjis.cn

参与人: 江琦

S0960110110023

0755-82026817

jiangqi@cjis.cn

6-12个月目标价: 33.00元

当前股价: 27.43元

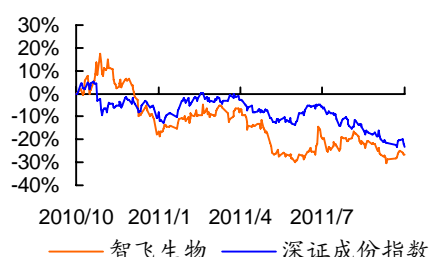
评级调整: 维持

基本资料

深证成份指数	9796.23
总股本(百万)	400
流通股本(百万)	68
流通市值(亿)	19
EPS (TTM)	0.56
每股净资产(元)	5.35
资产负债率	3.1%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
智飞生物	-6.06	-12.42	-24.02
深证成份指数	-8.27	-20.96	-23.19



相关报告

《智飞生物-和国际疫苗巨头默沙东合作, 迈入国际化战略第一步》2011-4-20

《智飞生物-二类疫苗行业的闪耀之星, 新产品将带来新增长》2010-11-21

智飞生物

300122

推荐

最坏的时刻即将过去, 期待新产品的获批

公司公布三季报, 2011年1-9月, 公司实现收入4.57亿, 同比减-3.3%, 净利润1.29亿, 同比减少25.5%, EPS0.32元。

投资要点:

■ 受上半年批签发影响及 AC 多糖结合疫苗暂停, 老产品平稳增长, 新产品尚未批出, 公司业务步入瓶颈期, 2011 年是公司最困难的时刻, 1-9 月收入基本持平, 净利润大幅下滑: 1-9 月公司实现收入 4.57 亿, 降 3.32%; 营业利润 1.47 亿, 降 25.3%; 净利润 1.29 亿, 降 25.5%;

11 年是公司的瓶颈期: 受原料替换的影响, AC 多糖结合疫苗停产; 上半年受批签发影响甲肝疫苗大幅下降; 全年预计 hib 销售基本持平; ACYW135 四价流脑疫苗受 AC 多糖疫苗竞争行业增速放缓, 新产品尚在审批中, 公司业务可谓四面楚歌, 11 年是最困难的一年。

■ 自产 Hib 疫苗进入审批的最后环节, 自产产品的获批有望促进公司走出灰暗时期: 公司目前 hib 为代理兰州所产品, 毛利率 40% 多, 自产 Hib 有望年底左右获批, 未来自产产品上市, 毛利率有望超过 90%, 自产产品的替换将带来业绩的大幅增长。

■ 和默沙东的国际合作顺利进行, 后续发展具有想象空间: 23 价肺炎多糖疫苗和麻腮风三联疫苗销售顺利进行中, 预计 4 季度及明年就将贡献较多的利润。远期来看, 默沙东作为全球 5 大疫苗生产企业之一, 后续可以合作的产品非常丰富, 包括麻腮风水痘四联疫苗、轮状病毒疫苗、宫颈癌疫苗等, 公司研发和销售实力都将进一步增加。

■ 公司强大的销售网络+多个在研品种, 突破瓶颈后, 公司业绩有望走上新的台阶: 继自产 Hib 后, 预计 13 年 hib+AC 多糖结合联合疫苗将上市, 在研品种丰富 15 价肺炎疫苗、23 价肺炎疫苗、ACYW135 多糖结合疫苗、HPV 疫苗等均在研发当中, 公司长期投资价值凸显。

■ 新产品的上市、和默沙东的国际合作将助公司走出瓶颈期, 重新上一个平台。我们预测公司 11-13 年 EPS 分别为 0.52、0.83、1.19 元, 继续给予推荐评级。

风险提示: 新产品获批的进度具有不确定性。

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	737	781	864	1146
同比(%)	22%	6%	11%	33%
归属母公司净利润(百万元)	257	209	332	476
同比(%)	11%	-19%	59%	43%
毛利率(%)	63.5%	59.8%	68.5%	72.3%
ROE(%)	12.0%	9.2%	12.9%	15.8%
每股收益(元)	0.64	0.52	0.83	1.19
P/E	42.73	52.48	33.02	23.07
P/B	5.12	4.83	4.25	3.64
EV/EBITDA	31	39	24	17

资料来源: 中投证券研究所

表 1: 智飞生物季度盈利性数据

财务指标(万)	09 年 4Q	10 年 1Q	10 年 2Q	10 年 3Q	10 年 4Q	11 年 1Q	11 年 2Q	11 年 3Q	3Q 环比	3Q 同比
营业总收入	18558	10634	22449	14150	26499	12876	18373	14417	-21.5%	1.9%
营业成本	5448	4371	5873	6053	10634	4818	6500	6554	0.8%	8.3%
营业费用	3365	2169	2633	2478	4244	3082	2359	3218	36.4%	29.9%
管理费用	1042	1043	1139	1033	1807	1815	1744	1951	11.9%	88.9%
财务费用	-25	-10	-55	-80	-391	-685	-865	-967	11.7%	1114.0%
营业利润	8465	2771	12492	4404	9724	3527	7592	3562	-53.1%	-19.1%
利润总额	8507	2805	12664	4896	9928	3545	7938	3595	-54.7%	-26.6%
所得税	700	435	1919	698	1561	523	1201	455	-62.1%	-34.7%
归属于母公司 净利润	7807.78	2369.57	10744.38	4198.15	8367	3021.61	6737	3139	-53.4%	-25.2%
EPS	0.20	0.06	0.27	0.10	0.21	0.08	0.17	0.08	-53.4%	-25.2%
毛利率	70.6%	58.9%	73.8%	57.2%	59.9%	62.6%	64.6%	54.5%	-10.1%	-2.7%
营业费用率	18.1%	20.4%	11.7%	17.5%	16.0%	23.9%	12.8%	22.3%	9.5%	4.8%
管理费用率	5.6%	9.8%	5.1%	7.3%	6.8%	14.1%	9.5%	13.5%	4.0%	6.2%
营业利润率	45.6%	26.1%	55.6%	31.1%	36.7%	27.4%	41.3%	24.7%	-16.6%	-6.4%
实际所得税率	8.2%	15.5%	15.2%	14.3%	15.7%	14.8%	15.1%	12.7%	-2.5%	-1.6%

资料来源: 公司历年报表, 中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2010	2158	2450	2863	营业收入	737	781	864	1146
现金	1616	1731	2003	2284	营业成本	269	314	272	317
应收账款	298	316	350	464	营业税金及附加	11	12	13	17
其它应收款	6	7	7	10	营业费用	115	156	138	183
预付账款	13	15	13	16	管理费用	50	62	59	78
存货	76	89	77	90	财务费用	-5	-4	-4	-5
其他	0	0	0	0	资产减值损失	3	3	3	3
非流动资产	199	186	205	224	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	72	82	94	106	营业利润	294	238	383	552
无形资产	69	73	77	81	营业外收入	9	9	9	9
其他	58	31	35	36	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	2209	2344	2655	3087	利润总额	303	247	392	561
流动负债	52	61	61	63	所得税	46	38	60	85
短期借款	0	8	8	8	净利润	257	209	332	476
应付账款	1	1	1	1	少数股东损益	0	0	0	0
其他	51	51	52	54	归属母公司净利润	257	209	332	476
非流动负债	16	13	13	13	EBITDA	305	243	389	558
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.64	0.52	0.83	1.19
其他	16	13	13	13					
负债合计	68	74	74	76	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	400	400	400	400	成长能力				
资本公积	1408	1408	1408	1408	营业收入	22.1%	6.0%	10.6%	32.7%
留存收益	334	463	773	1203	营业利润	14.1%	-19.1%	61.2%	44.1%
归属母公司股东权益	2142	2271	2581	3011	归属于母公司净利润	10.9%	-18.6%	58.9%	43.1%
负债和股东权益	2209	2344	2655	3087	获利能力				
					毛利率	63.5%	59.8%	68.5%	72.3%
					净利率	34.8%	26.8%	38.5%	41.5%
					ROE	12.0%	9.2%	12.9%	15.8%
					ROIC	44.5%	34.7%	52.6%	61.2%
					偿债能力				
					资产负债率	3.1%	3.1%	2.8%	2.5%
					净负债比率	0.00%	10.88%	10.82	10.53%
					流动比率	38.60	35.65	40.21	45.44
					速动比率	37.13	34.18	38.94	44.02
					营运能力				
					总资产周转率	0.54	0.34	0.35	0.40
					应收账款周转率	4	2	3	3
					应付账款周转率	255.95	270.41	233.21	270.55
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.64	0.52	0.83	1.19
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.14	0.45	0.80	0.88
					每股净资产(最新摊薄)	5.35	5.68	6.45	7.53
					估值比率				
					P/E	42.73	52.48	33.02	23.07
					P/B	5.12	4.83	4.25	3.64
					EV/EBITDA	31	39	24	17

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性：预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避：预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好：预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性：预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡：预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

中投医药团队荣誉：2007 年和 2009 年《新财富》最佳分析师评选中入围；“2008 年度卖方分析师水晶球奖”医药行业第 2 名，2008 年新财富最佳分析师医药行业第 3 名；2010 年新财富、水晶球、金牛奖均为第 5 名；2010 年财经风云榜最佳证券分析师（医药行业唯一一个）。

中投医药团队成员：

周锐，医药行业首席分析师，理学博士，3 年医药行业从业经验，8 年证券行业从业经验，整体负责中投医药团队研究工作；
余方升，医药行业研究助理，理学学士，经济学硕士，2009 年加入中投证券研究所，负责中药行业研究；
余文心，医药行业研究助理，北京大学药学、经济学双学士，北京大学药事管理、澳门大学医药管理双硕士。2010 年加入中投证券研究所，负责化学药、医疗服务及政策研究；
江琦，医药行业研究助理，上海交大生物工程学士，金融学硕士，2010 年加入中投证券研究所，负责生物制药行业及医药流通研究；
王威，医药行业研究助理，工学硕士，5 年医疗器械行业从业经验，2010 年加入中投证券研究所，负责医疗器械及境外上市中资医药股研究；

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站：<http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编：200041
传真：(021) 62171434