

生物制品
署名人: 周锐

S0960511020007

0755-82026719

zhourui@cjis.cn

参与人: 江琦

S0960110110023

0755-82026817

jiangqi@cjis.cn

6-12个月目标价: 34.50元

当前股价: 24.80元

评级调整: 调高

基本资料

上证综合指数	2244.58
总股本(百万)	400
流通股本(百万)	67
流通市值(亿)	16
EPS	0.64
每股净资产(元)	5.35
资产负债率	3.06%

股价表现

相关报告

智飞生物-最坏的时刻即将过去,期待新产品的获批 2011-10-20

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 2011-04-20

智飞生物
300122
强烈推荐
11年业绩预期同比下滑,12年向上趋势日益明确

公司公告 2011 年业绩预告, 预期同比下滑 20-30%, 1.8-2.05 亿, 合 EPS0.45-0.51 元, 符合预期。

我们认为 2011 年是公司最困难的一年: 自产 AC 结合尚未复产、代理 Hib 和甲肝受批签发影响一段时间、销售费用和管理费用投入加大, 公司经营业绩下滑。

2012 年开始, 公司向上预期逐步明确: 近期, 药监局网站显示公司自产 Hib 已获生产批件国药准字(S20110024), 等待通过 GMP 认证后即可投产; 预计代理默沙东的 23 价肺炎多糖疫苗也将在 2012 年放量, AC-Hib 也在申报生产批件中, 后续在研发品种很丰富, 公司向上的好转和预期逐步明确。

投资建议-建议中线配置: 我们看好公司的长期投资价值, 疫苗研发和销售一体化, “强销售、重研发”的模式。预计 11-13 年 EPS 分别为 0.48、0.75、1.15 元, 对应 PE52、33、22 倍, 维持强烈推荐评级。

投资要点:

- **2011 年业绩下滑是预期之中:** 产品批签发受影响和费用的加大带来 11 年业绩下滑;
- **2012 年业绩将好转, 利好正在逐步兑现:** 自产 Hib 疫苗和代理默沙东 23 价肺炎多糖疫苗放量将促使公司 12 年业绩出现反转。自产 Hib 获批是一个催化剂, 增加业绩反转的确定性。由于 11 年业绩下滑, 市场质疑声较多, 自产 Hib 疫苗获批将是公司第一个利好兑现;
- **公司强销售、重研发, 后续储备产品丰富, 且梯队明显:** 自产 Hib 即将获批; AC-HIB 联合疫苗已经申报生产批件, 预计 13 年获批; 23 价肺炎多糖、EV71 已经申报临床批件; 后续还有 15 价肺炎多糖结合等陆续申报临床批件; 产品梯队非常丰富;
- **公司和默沙东的合作未来还有进一步的深化空间:** 公司目前和默沙东合作主要代理 23 价肺炎多糖和麻腮风三联疫苗。默沙东作为全球五大疫苗巨头之一, 旗下重磅产品很多, 比如宫颈癌疫苗 HPV、轮状病毒疫苗、水痘麻腮风四联疫苗等, 中国市场将是外资重点拓展的市场, 我们认为未来公司和默沙东的合作还很有进一步深化的空间

风险提示:

- 疫苗研发进度有不确定性

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	737	693	985	1312
收入同比(%)	22%	-6%	42%	33%
归属母公司净利润	257	190	301	458
净利润同比(%)	11%	-26%	58%	52%
毛利率(%)	63.5%	61.4%	61.8%	64.7%
ROE(%)	12.0%	8.4%	11.9%	15.5%
每股收益(元)	0.64	0.48	0.75	1.15
P/E	38.63	52.20	32.99	21.66
P/B	4.63	4.41	3.92	3.36
EV/EBITDA	27	38	24	15

资料来源: 中投证券研究所

市场问题总结：

1. **10年EPS0.65元，11年预计EPS0.48元，为什么预期11年业绩下滑？** 疫苗公司的产品线并不一定很丰富，当主流品种达到高峰，而后续品种还未出现时，会陷入一个瓶颈期；然而当一个重要新品种获批时，企业又会进入新一轮的高速增长期。公司主要品种共5个：1) 自产品种两个ACYW135四价流脑多糖疫苗、AC流脑多糖结合疫苗；2) 代理品种两个兰州所HIB、浙江普康的甲肝疫苗；3) 子公司安徽龙科马的微卡。11年是一个内忧外患的时候，公司自产AC结合疫苗因为原料问题停产、浙江普康上半年因为新版药典问题没有批签发、兰州所HIB批签发也慢于预期；ACYW135四价流脑成为一个较为成熟的品种，增速减慢，微卡目前还是一个4000万左右收入的小品种。因此11年是公司的瓶颈期，业绩下滑。
2. **公司自产AC多糖结合疫苗为何停产，后续产品会否有类似问题？** 公司自产AC结合疫苗由于以前申报时候重要的原料破伤风类毒素蛋白是外购，现在改为自产，由于涉及重大原料药替换，需要药监局的审批，因此停产。目前公司申报的自产结合疫苗HIB使用自产的破伤风类毒素蛋白，后续的结合疫苗该原料也会自产，不会有类似的问题出现。
3. **12年的业绩增长点在哪里？** 公司自产HIB上市和代理默沙东的23价肺炎多糖疫苗会成为12年的业绩增长点。自产HIB上市，毛利率提升是重要看点：公司目前代理兰州所的HIB10年销售约1260万剂，收入4.15亿，毛利率42.8%，市场占有率超过50%，自产HIB上市后，毛利率有望超过90%，我们预计自产HIB通过GMP认证、批签发，实现销售将在二季度末，下半年业绩会得以体现；代理23价肺炎多糖疫苗通过今年的销售布局，12年将进入一个成长期，
4. **自产hib上市后，下一个重磅品种会在何时出来，能否衔接？** 公司下一个重磅产品AC-HIB已经申报生产批件，我们预计将在13年上半年获批，13年底开始实现生产销售，会是一个很好的衔接。AC-HIB是一个升级产品，将定位高端，有公司现有的销售基础，推广难度不大，销售达到500万人份，收入即可过10亿，将是未来的一个重磅品种。(公司11年3月的产业化项目公告书中公告AC-HIB预计达产后年均收入18.18亿，利润总额11.096亿)
5. **公司销售能力为何强？研发能力如何？** 公司现有销售团队从上市时的300多人，拓展到500人，销售团队的特点在于：布局广、深入终端、售后服务到位、管理和培训严格。安全是疾控中心的第一要求，终端由省级疾控中心下沉到各个接种点是近几年的趋势。公司的销售队伍人数多，覆盖到市县疾控中心和接种点，顺应了疾控终端下沉的趋势；同时由于覆盖面广，售后服务到位，及时处理应对可能出现的问题，和疾控建立良好的信任关系。销售能力强是公司的大特点和优势。
公司研发能力也并不弱，目前的两个品种ACYW135四价流脑多糖疫苗和AC多糖结合疫苗都是公司自己研发出来的品种，即将获批的HIB、处于申报生产批件阶段的AC-HIB联合疫苗、刚刚申报临床的23价肺炎多糖、EV71疫苗，以及后续储备的15价肺炎结合疫苗、ACYW135多糖结合疫苗，公司的产品储备很丰富，而且梯队很明显。
因此，我们认为公司是一个“强销售、重研发”的公司。

6. 和默沙东的合作还可能有哪些深化？默沙东是全球 5 大疫苗厂商之一，名副其实的全球疫苗龙头公司。旗下的主要品种，除了已经合作的两个品种，还有大品种宫颈癌疫苗 HPV、轮状病毒疫苗、水痘麻腮风四联疫苗，其中宫颈癌疫苗已经在国内做三期临床试验。中国人口基数大，疫苗市场空间非常大，外资巨头一直觊觎，但是没有成功，我们认为后续外资企业肯定会更加重视这个市场，新品种的引进也会很积极。公司和默沙东的合作还是很有可能进一步深化的。
7. 后续可能的催化剂总结：1)、hib 拿到生产批件和新药证书；2)、AC-HIB 审批进展；3)、后续新产品如 15 价肺炎结合等申报临床；4)、和默沙东的合作进一步深化；5)、公司代理的 23 价肺炎多糖、自产 HIB 体现到业绩上。

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2010	2139	2403	2803
现金	1616	1763	1871	2107
应收账款	298	281	399	531
其他应收款	6	6	8	11
预付账款	13	13	19	23
存货	76	76	107	131
其他流动资产	0	0	0	0
非流动资产	199	186	205	224
长期投资	0	0	0	0
固定资产	72	82	94	106
无形资产	69	73	77	81
其他非流动资产	58	31	35	36
资产总计	2209	2324	2608	3027
流动负债	52	60	62	65
短期借款	0	8	8	8
应付账款	1	1	1	2
其他流动负债	51	51	53	55
非流动负债	16	13	13	13
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	16	13	13	13
负债合计	68	73	75	78
少数股东权益	0	0	0	0
股本	400	400	400	400
资本公积	1408	1408	1408	1408
留存收益	334	444	725	1141
归属母公司股东权益	2142	2252	2533	2949
负债和股东权益	2209	2324	2608	3027

现金流量表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	54	211	152	303
净利润	257	190	301	458
折旧摊销	17	9	10	11
财务费用	-5	-4	-4	-4
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-222	17	-157	-164
其他经营现金流	8	-1	3	3
投资活动现金流	-39	4	-29	-29
资本支出	52	20	20	20
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	12	24	-9	-9
筹资活动现金流	1419	-68	-16	-37
短期借款	-8	8	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	40	0	0	0
资本公积增加	1393	0	0	0
其他筹资现金流	-6	-76	-16	-37
现金净增加额	1434	147	107	236

 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**
利润表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	737	693	985	1312
营业成本	269	267	376	463
营业税金及附加	11	10	15	20
营业费用	115	146	182	210
管理费用	50	55	67	89
财务费用	-5	-4	-4	-4
资产减值损失	3	3	3	3
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	294	215	346	531
营业外收入	9	9	9	9
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	303	224	355	540
所得税	46	34	54	82
净利润	257	190	301	458
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	257	190	301	458
EBITDA	305	220	351	537
EPS (元)	0.64	0.48	0.75	1.15

58.23 52.31%

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	22.1%	-6.0%	42.1%	33.2%
营业利润	14.1%	-26.8%	60.7%	53.7%
归属于母公司净利润	10.9%	-26.0%	58.2%	52.3%
获利能力				
毛利率	63.5%	61.4%	61.8%	64.7%
净利率	34.8%	27.4%	30.5%	34.9%
ROE	12.0%	8.4%	11.9%	15.5%
ROIC	44.5%	34.4%	41.8%	51.1%
偿债能力				
资产负债率	3.1%	3.1%	2.9%	2.6%
净负债比率	0.00%	11.00%	10.65	10.30%
流动比率	38.60	35.78	38.65	43.33
速动比率	37.13	34.51	36.94	41.30
营运能力				
总资产周转率	0.54	0.31	0.40	0.47
应收账款周转率	4	2	3	3
应付账款周转率	255.95	250.26	293.65	277.32
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.64	0.48	0.75	1.15
每股经营现金流(最新摊薄)	0.14	0.53	0.38	0.76
每股净资产(最新摊薄)	5.35	5.63	6.33	7.37
估值比率				
P/E	38.63	52.20	32.99	21.66
P/B	4.63	4.41	3.92	3.36
EV/EBITDA	27	38	24	15

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±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—2011年连续5年在新财富最佳分析师评选中入围和上榜，2008年和2011在卖方分析师水晶球奖中获得第2名；2010年和2011年财经风云榜最佳证券分析师；团队成员余文心获得2011年度医药信息达人称号（证券行业唯一一个）；

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，医药行业分析师，理学学士，经济学硕士，2009年加入中投证券研究所，2年证券行业从业经验，负责中药研究；
余文心，医药行业分析师，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，医药行业分析师，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，负责生物制药及医药流通研究；
王威，医药行业分析师，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

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨为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。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

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