

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

智飞生物
300122
强烈推荐
国际合作进一步深化，未来合作研发、生产是方向

公司公告与美国默沙东公司签署合作备忘录，扩大合作领域，就五价轮状病毒疫苗和呼吸道合胞病毒疫苗等项目合作达成初步意向，未来合作方向将包括但不限于合作推广、研发和生产等方式。

我们认为公司和默沙东的合作进一步深化，未来合作研发、生产是方向，维持前期观点，公司是国内“强销售、重研发”的疫苗企业，向上趋势明确：11年是业绩低点，自产 hib 和 23 价肺炎将促使公司 12 年业绩出现反转；AC-Hib 预计 13 年上市，将促使后续业绩的持续提升；未来和默沙东的合作研发和生产、自研新型疫苗的上市将促使公司成为疫苗的龙头企业，中长期看好，预计 11-13 年 EPS 分别为 0.48、0.75、1.15 元，对应 PE48、30、20 倍，维持强烈推荐评级。

6 - 12 个月目标价 : 32.20 元

当前股价: 21.96 元

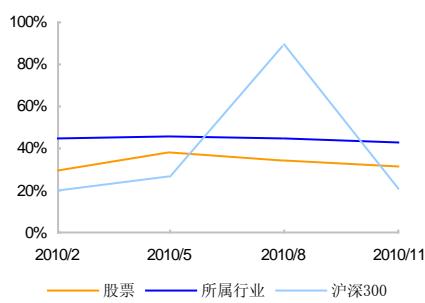
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2330.41
总股本(百万)	400
流通股本(百万)	67
流通市值(亿)	14
EPS	0.64
每股净资产(元)	5.35
资产负债率	3.06%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
智飞生物	-11.28	-17.07	-19.92
医药生物	-1.97	-18.33	-25.78
沪深 300 指数	6.84	-8.62	-15.23


相关报告

智飞生物 - 经历过风雨，即将见彩虹

2012-02-01

智飞生物 - 11 年业绩预期同比下滑，12 年向上趋势日益明确 2012-01-16

智飞生物-最坏的时刻即将过去，期待新产品的获批 2011-10-20

投资要点:

- 和默沙东的合作如期深化，未来合作研发、生产是方向：公司本次合作是继 2011 年 4 月和默沙东合作代理 23 价肺炎多糖疫苗和麻腮风三联疫苗后的又一次深入合作，本次合作意向是一个长期合作协议，未来将以在中国大陆本土研发生产为导向；
- 轮状病毒疫苗是未来有望超过 10 亿元规模的潜力产品：默沙东五价重配轮状病毒疫苗在国内已经做完二期临床。本次合作公司将于默沙东共同投资轮状病毒疫苗的三期临床试验，完成该产品的临床及生产注册，未来公司将负责该产品在大陆的推广和销售。轮状病毒疫苗国内仅有兰州所生产单价苗，产品较低端，预计未来默沙东产品开发后将定位高端，我们预计定价有望超过 200 元，销售超过 500 万剂，市场规模即可上 10 亿，是未来的一个潜力品种。
- 公司研发产品定位清晰——新型疫苗，未来市场潜力大，回报高：和默沙东合作的疫苗包括轮状病毒、合胞病毒疫苗等；自主研发包括 15 价肺炎结合、23 价肺炎、结核疫苗、ACYW135 四价结合、EV71 等品种，公司研发产品定位清晰均是新型疫苗，未来属于填补或者补充市场空白型，市场空间大、回报率高。

风险提示:

- 疫苗产品研发的进度受法规和监管部门进度影响，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	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	35.81	48.39	30.58	20.08
P/B	4.29	4.08	3.63	3.12
EV/EBITDA	25	34	22	14

资料来源: 中投证券研究所

轮状病毒疫苗，一个过 10 亿潜力品种的酝酿

1、轮状病毒在国外的是一个大品种，2010 年销售收入超过 50 亿人民币：轮状病毒疫苗国际上共有两种产品——默沙东的 5 价重配轮状病毒疫苗 RotaTeq2010 年收入 5.19 亿美元、葛兰素史克(GSK)的 2 价重配轮状病毒疫苗 Rotarix2010 年收入 2.35 亿英镑。

表 1 默沙东和 GSK 轮状病毒疫苗销售收入情况(折合人民币利用汇率 1 英镑=9.9 人民币；1 美元=6.3 人民币)

默沙东	2007	2008	2009	2010	2010 年折合人民币
RotaTeq(百万美元)	525	665	522	519	3275
葛兰素史克	2007	2008	2009	2010	2010 年折合人民币
Rotarix(百万英镑)	91	167	282	235	2327

资料来源：各公司年报、中投证券研究所

2、轮状病毒疫苗在国内是新型疫苗，未来市场潜力大，有望超 10 亿：目前国内仅有兰州所有一个老的单价轮状病毒疫苗，2011 年批签发量超过 500 万剂，预计出厂价约 90 元左右，年销售收入超过 5 亿元。未来新型疫苗上市，我们预计价格有望超过 200 元，销售 500 万剂，规模即可超过 10 亿元，市场潜力巨大。

表 2 兰州所轮状病毒疫苗批签发量

兰州所	2007	2008	2009	2010	2011
轮状病毒疫苗(万剂)	176	475	648	696	582

资料来源：中国生物制品检定所、中投证券研究所

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±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