

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: 24.12 元

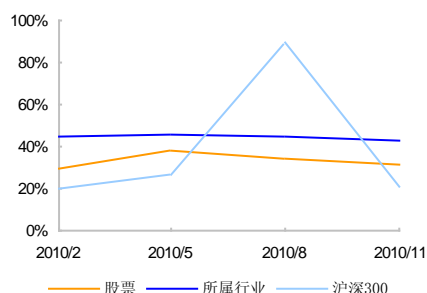
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2451.86
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

(%)	1M	3M	6M
智飞生物	14.42	-12.04	-17.61
医药生物	15.16	-9.39	-18.40
沪深 300 指数	6.09	3.37	-8.43



相关报告

智飞生物 - 国际合作进一步深化, 未来合作研发、生产是方向 2012-02-07

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

300122

强烈推荐

11 年业绩预料之中下滑, 期待走过平台期, 重新步入快速增长期

公司公告 2011 年业绩快报, 实现收入 6.29 亿, 同比下降 14.73%; 营业利润 1.91 亿, 同比下降 35%; 利润总额 2.3 亿, 同比下降 24%; 净利润 1.96 亿, 同比下降 23.52%; EPS0.49 元, 业绩基本符合我们之前 0.48 元的预期。

投资要点:

- 三大因素集结造成收入同比下滑: 收入同比下降 14.73%, 主要原因有三: 1、代理兰州所 HIB 批签发受影响; 2、代理甲肝疫苗批签发受影响; 3、自产 AC 流脑结合疫苗尚未复产。12 年收入有望重回快速增长通道: 导致收入下降的因素 12 年不存在, 上半年 23 价肺炎多糖有望放量, 下半年自产 hib 有望上市, 收入有望快速增长;
- 销售投入加大、研发费用增加导致营业利润同比下滑 35%: 2011 年 5 月和默沙东合作后, 公司加大销售投入, 人员从 350 扩张至 500 人, 同时加大了市场开发的投入; 同时公司加大研发投入, EV71、23 价肺炎多糖、ACYW135 四价流脑结合疫苗等新型疫苗陆续申报临床。两大费用投入增加导致营业利润下滑更多。12 年销售投入将逐步进入收获期, 研发投入还将继续: 11 年销售的投入将在 12 年开始收获, 23 价肺炎多糖和自产 hib、老品种四价流脑、微卡均受益; 公司在研新型疫苗梯队丰富, 预计后续还有 15 价肺炎结合、痢疾疫苗等, 研发投入还将继续;
- 净利润下滑幅度小于营业利润: 净利润同比下滑 23.52%, 我们估算营业外收入约 3900 万, 估计公司收到约 4000 万政府补助, 导致净利润下降幅度缩小。收到不小的政府补助, 表明公司的实力受到认可, 公司是疫苗行业中的优秀企业。
- 我们维持前期对公司的看法, 11 年是公司的平台期, 12 年随着新产品的上市, 公司将逐步进入快速增长期, 值得长期投资。其中 12 年代理 23 价肺炎多糖疫苗放量、自产 hib 上市将带动业绩增长; 13 年 AC-Hib 上市将是一个大品种的培育; 后续和默沙东合作研发的轮状病毒疫苗、呼吸道合胞病毒疫苗, 自主研发的 15 价肺炎结合疫苗等都有成为大品种的潜力。我们预计 11-13 年 EPS 分别为 0.49、0.75、1.15 元, 对应 PE50、32、21 倍, 维持强烈推荐评级。
- 风险提示: 疫苗研发进度不确定。

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	196	301	458
净利润同比(%)	11%	-24%	53%	52%
毛利率(%)	63.5%	61.4%	61.8%	64.7%
ROE(%)	12.0%	8.7%	11.8%	15.5%
每股收益(元)	0.64	0.49	0.75	1.15
P/E	37.57	49.24	32.08	21.06
P/B	4.50	4.27	3.80	3.27
EV/EBITDA	26	35	23	15

资料来源: 中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2010	2144	2408	2808
现金	1616	1769	1876	2112
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	2330	2613	3032
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	450	730	1146
归属母公司股东权益	2142	2258	2538	2954
负债和股东权益	2209	2330	2613	3032

现金流量表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	54	217	152	303
净利润	257	196	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	153	107	236

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	139	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	222	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	231	355	540
所得税	46	35	54	82
净利润	257	196	301	458
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	257	196	301	458
EBITDA	305	227	351	537
EPS (元)	0.64	0.49	0.75	1.15

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%	-24.4%	55.7%	53.7%
归属于母公司净利润	10.9%	-23.7%	53.5%	52.3%
获利能力				
毛利率	63.5%	61.4%	61.8%	64.7%
净利率	34.8%	28.3%	30.5%	34.9%
ROE	12.0%	8.7%	11.8%	15.5%
ROIC	44.5%	35.6%	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	35.88	38.74	43.41
速动比率	37.13	34.61	37.02	41.38
营运能力				
总资产周转率	0.54	0.31	0.40	0.46
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	0.49	0.75	1.15
每股经营现金流(最新摊薄)	0.14	0.54	0.38	0.76
每股净资产(最新摊薄)	5.35	5.64	6.34	7.39
估值比率				
P/E	37.57	49.24	32.08	21.06
P/B	4.50	4.27	3.80	3.27
EV/EBITDA	26	35	23	15

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±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 年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。

免责声明

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