



医药行业研究小组 赵冰

021-53519888-1902

Zhaobing1704@hotmail.com

证券从业证书编号: S0870511030004

基本数据 (11H1)

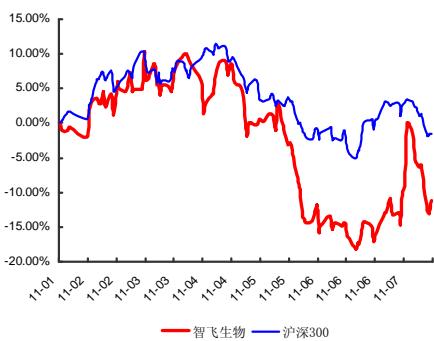
报告日股价 (元)	29.08
12mth A 股价格区间 (元)	27.08/46.11
总股本 (百万股)	400.00
无限售 A 股/总股本	10%
流通市值 (亿元)	11.63
每股净资产 (元)	5.40
PBR (X)	5.39
DPS (Y10, 元)	0.2

主要股东 (11H1)

蒋仁生	55.8%
吴冠江	26.1%
蒋凌峰	5.4%

收入结构 (11H1)

Hib 疫苗	67.5%
ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫	21.7%
微卡	5.6%
甲肝减毒活疫苗	4.6%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较

报告编号 HQC11-CT03

首次报告日期: 2011年8月1日

上半年盈利下滑，明年将恢复增长

■ 动态事项:

公司发布中报, 2011年1-6月, 公司实现主营业务收入3.12亿元, 同比下降5.54%; 实现归属于上市公司股东的净利润9758.91万元, 同比下降25.58%, 其中归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润9450.10万元, 同比减少26.96%。

■ 事项点评:**受新版药典和 GMP 实施的影响, 公司部分产品增长缓慢**

2011年上半年, 公司代理的B型流感嗜血杆菌疫苗和冻干甲型肝炎减毒活疫苗增速减缓, 分别比上年同期增加0.73%和7.28%, 主要原因是上半年2010年版的中国药典和药品GMP的实施, 疫苗生产企业标准更新后履行备案, 疫苗批签发停顿了3-5个月, 其中兰州所Hib疫苗2-5月批签发数为0, 6月为370万人份; 浙江普康甲肝疫苗2-5月批签发数也为0, 6月为46万人份。随着疫苗生产企业批签发的重启, 预计今年下半年公司代理产品将保持原有增长。而A群C群脑膜炎球菌多糖结合疫苗因原料供应商的变化暂缓生产, 公司目前正在积极解决原料供应商变化的问题, 预计年底AC群脑膜炎球菌多糖结合疫苗将复产。

与美国默克合作开展, 渠道建设正在铺设中

2011年4月25日公司与美国默克签署了市场推广服务合同, 负责默克的默尔康(麻腮风三联疫苗)和纽莫法(23价肺炎球菌多糖疫苗)在大陆的推广工作, 截止11年上半年, 默尔康的销售收入为145.6万元, 纽莫法的销售收入为63.90万元, 公司在6月向默克有一批采购, 目前仍处于市场推广初期阶段, 按照服务合同, 到明年年中完成2.2亿元的产品采购金额和4729万元的技术服务费用的目标, 预计明年上半年公司疫苗代理业务有一波新的增长。

上半年三费用波动较大

11年上半年, 公司管理费用为3559.3万元, 较上年同期增长63.14%, 原因是募投项目前期研究开发费用增加, 本期研究开发费用比上年同期增长42%; 财务费用为-1550.3万元, 较上年同期下降2316.73%, 原因是募集资金定期存款的利息收入增加。

投资建议:**未来六个月内, 维持“跑赢大市”评级**

预计公司11、12年实现每股收益为0.77元和1.26元, 以7月29日收盘价29.29元计算, 10年与11年市盈率分别为45.63倍和37.43倍。而同行业

可比上市公司10年、11年平均市盈率为46.14倍、34.74倍。公司目前的估值水平高于行业平均水平，考虑到二类疫苗行业长期看好，公司明年部分产品投产和代理业务的增长，我们维持公司“跑赢大市”评级。

■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日 (￥. 百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	737.31	986.10	1477.57	2016.02
年增长率 (%)	22.06%	33.74%	49.84%	36.44%
归属于母公司的净利润	256.79	306.65	504.10	717.09
年增长率 (%)	10.88%	19.42%	64.39%	42.25%
每股收益 (元)	0.64	0.77	1.26	1.79
PER (X)	46.42	38.87	23.65	16.62

注：有关指标按当年股本 400 百万股摊薄

附表

附表 1 智飞生物损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

指标名称	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	604.05	737.31	986.10	1,477.57	2,016.02
二、营业总成本	346.53	443.41	628.98	884.50	1,172.39
营业成本	188.50	269.31	385.91	518.80	671.41
营业税金及附加	9.91	10.78	14.79	22.16	30.24
销售费用	105.80	115.24	167.64	251.19	342.72
管理费用	42.03	50.22	64.10	96.04	131.04
财务费用	-0.36	-5.34	-3.45	-3.69	-3.02
三、其他经营收益					
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	257.51	293.91	357.12	593.06	843.63
加: 营业外收入	3.38	9.21	3.84	0.00	0.00
减: 营业外支出	0.20	0.19	0.20	0.00	0.00
五、利润总额	260.69	302.93	360.76	593.06	843.63
减: 所得税	29.10	46.14	54.11	88.96	126.54
加: 未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
六、净利润	231.59	256.79	306.65	504.10	717.09
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者					
的净利润	231.59	256.79	306.65	504.10	717.09
七、摊薄每股收益(元)	0.58	0.64	0.77	1.26	1.79

资料来源: Wind, 上海证券研究所

附表 2 公司未来三年分业务收入、成本、收入增速及毛利率预测

分业务主营收入测算 (万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
一) 自主产品				
AC 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗	26,375.81	36,030.21	68,580.50	101,934.34
ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗	2,755.31	1,928.72	3,085.95	4,166.03
微卡	19,956.55	27,939.17	39,114.84	54,760.77
AC 群流脑多糖疫苗		300.00	800.00	1,000.00
Hib 疫苗			16,200.00	27,000.00
二) 代理产品	44,516.75	59,175.35	74,409.24	93,947.12
Hib 疫苗	41,524.30	51,905.38	64,881.72	81,102.15
甲肝疫苗	2,915.21	3,060.97	3,214.02	3,374.72
AC 群脑膜炎球菌多糖疫	75.81	0.00	0.00	0.00

苗				
其他产品	1.43	4,209.00	6,313.50	9,470.25
三) 其他业务收入	2,837.37	3,404.84	4,766.78	5,720.14
收入合计	73,729.93	98,610.40	147,756.52	201,601.60
分业务主营成本测算	2010A	2011E	2012E	2013E
(万元)				
一) 自主产品				
A群C脑膜炎球菌多糖结合疫苗	182.29	148.51	206.76	279.12
ACYW135群脑膜炎球菌多糖疫苗	679.89	1,005.81	1,408.13	1,971.39
微卡	545.43	879.35	1,313.16	1,950.98
AC群流脑多糖疫苗		45.00	120.00	150.00
Hib疫苗			2,430.00	4,050.00
二) 代理产品				
Hib疫苗	23,742.77	30,105.12	37,631.40	47,039.25
甲肝疫苗	1,185.08	1,377.44	1,414.17	1,451.13
A群C脑膜炎球菌多糖疫苗	34.75	0.00	0.00	0.00
其他产品	1.12	3,156.75	4,735.13	7,102.69
三) 其他业务	1,560.55	1,872.66	2,621.73	3,146.07
合计	27,931.88	38,545.64	51,880.47	67,140.63
分业务增速	2010A	2011E	2012E	2013E
(一) 自主产品				
A群C脑膜炎球菌多糖结合疫苗	-38.81%	-30.00%	60.00%	35.00%
ACYW135群脑膜炎球菌多糖疫苗	37.16%	40.00%	40.00%	40.00%
微卡	10.99%	60.00%	60.00%	60.00%
Hib疫苗				66.67%
二) 代理产品				
Hib疫苗	53.67%	25.00%	25.00%	25.00%
甲肝疫苗	-59.13%	5.00%	5.00%	5.00%
A群C脑膜炎球菌多糖疫苗	7.73%	0.00%	0.00%	0.00%
其他产品	-96.03%	294235.66%	50.00%	50.00%
三) 其他业务	22.73%	20.00%	40.00%	20.00%
毛利率	2009A	2010E	2011E	2012E
(一) 自主产品				
A群C脑膜炎球菌多糖结合疫苗	93.38%	92.30%	93.30%	93.30%
ACYW135群脑膜炎球菌多糖疫苗	96.59%	96.40%	96.40%	96.40%
微卡	85.11%	85.00%	86.00%	87.00%

AC 群流脑多糖疫苗	85.00%	85.00%	85.00%
Hib 疫苗		85.00%	85.00%
二) 代理产品			
Hib 疫苗	42.82%	42.00%	42.00%
甲肝疫苗	59.35%	55.00%	56.00%
A 群 C 脑膜炎球菌多糖疫苗			
	54.16%	54.36%	54.36%
其他产品	21.68%	25.00%	25.00%
三) 其他业务			
	45.00%	45.00%	45.00%

资料来源: Wind, 上海证券研究所

附表 3 智飞生物历年财务指标

指标名称	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
销售毛利率(%)	57.89	63.60	68.79	63.47
EBIT/主营业务收入(%)	37.59	37.61	43.07	40.33
销售净利率(%)	30.87	32.19	38.34	34.83
净资产收益率(全面摊薄)(%)	80.84	83.52	64.44	19.80
流动比率	2.01	2.29	6.78	38.60
速动比率	1.96	2.01	6.20	37.13
资产负债率(%)	43.41	31.54	12.81	3.06
存货周转率	27.46	11.28	6.25	5.07
应收账款周转率	11.67	11.16	8.92	3.98
总资产周转率	1.48	1.63	1.33	0.54
净利润同比增长率(%)	0.00	25.03	21.86	10.88
每股收益(全面摊薄)	54.68	9.50	0.64	0.64
每股经营性现金流量	40.17	7.08	0.59	0.14
每股未分配利润	59.51	11.85	0.20	0.80
每股资本公积金	3.78	0.00	0.04	3.52

数据来源: Wind, 上海证券研究所

分析师承诺

分析师 赵冰

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。