

12 年业绩盘整向上，13 年加速向上突破

——智飞生物（300122）研究报告——

增 持

主要内容：

- 根据公司 2011 年业绩快报：营业收入与净利润分别为 6.3 亿、1.9 亿，同比分布下降 14.7%、23.5%。我们认为：2011 年是公司转折期，业绩不甚理想的主要原因为：11 年上半年 HIB 疫苗批签发量受到新版 GMP 认证影响。尤其兰州所 HIB 疫苗批签发影响较大；AC 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗停产；销售费用与管理费用大幅增加使净利润增长率降幅快于营业收入增长率。
- 2012 年核心看点一：12 年 10 月份自产 HIB 疫苗上市开始贡献利润。自主 HIB 疫苗在 12 年 1 月获得新药证书与药品注册批件证明，估计 6 月份可通过 GMP 认证。我们估计：从通过 GMP 认证到终端销售需要约 4 个月（即 10 月份上市），主要是批签发环节需要较长时间。我们修正以前观点下调利润预测，具体计量如下表：

假设 1、公司自主产品 12 年 10 月份上市，且年度内保守估计销售 200 万支；

假设 2、现代理 HIB 疫苗出厂价为 42 元/支，自主 HIB 疫苗出厂价为 50 元/元（提价主要原因是兰州所的 HIB 疫苗出厂价 42 元/支是 8 年前的价格，考虑到人工与其它成本上升，提价是必然趋势）；

假设 3、自主 HIB 疫苗毛利率为 90%，净利率为 30%；

表 1：HIB 疫苗上市后对公司 12 年业绩的影响

2012 销售量（万只）	200
自产的 HIB 疫苗出厂价（元）	50
净利率	30%
销售收入（万元）	10000
利润总额	3000
所得税（15%）	450
下半年税后利润差	2550
增厚每股收益	0.06

数据来源：重庆金融研究院

我们认为：HIB 上市后明显增强公司盈利能力，尤其是 12 年公司报表的改善有莫大贡献。

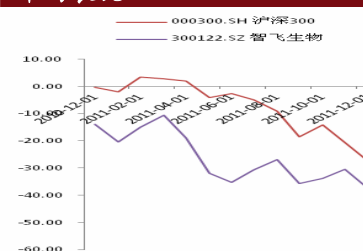
分析师

申明亮
执业证号：S1250511070001
电话：023-63786349
邮箱：shml@swsc.com.cn

联系人

朱国广
电话：023-63812537
邮箱：zhugg@swsc.com.cn

市场表现



基础数据 智飞生物（300122）

总股本(亿股)	4
流通 A 股(亿股)	0.679
52 周内股价区间(元)	20-37.49
总市值(亿元)	86.52
总资产(亿元)	23.26
每股净资产(元)	5.48
当前价（元）	23.25
目标价	6 个月 25
	12 个月 30

相关报告

《智飞相对沃森至少 30%的升值空间——智飞生物与沃森生物比较分析》2011 年 10 月 17 日

《挥去惨淡 2011，迎接 V 型反转于 2012》——智飞生物研究报告 2011 年 11 月 21 日

《逝去煎熬期 2011，迈入 2012 年 53%高增长》——智飞生物研究报告 2012 年 2 月 5 日

- **2012 年核心看点二：AC 群结合疫苗恢复生产；公司代理默沙东 4 价肺炎进入顺利期。**2011 年 AC 群结合疫苗停产是 2011 年业绩下降的主要原因之一，主要原因公司欲用本公司产原材料（破伤风类毒素）生产 AC 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗，现在属于原材料青黄不接时期，所以该产品停止生产。我们认为：12 年复产是大概率事件；2011 年 4 月，公司与默沙东签订 23 价肺炎球菌多糖疫苗的代理签订销售合同 2.3 亿。经过我们与公司的沟通：公司肯定会超额完成任务，12 年的续签肯定超 2.3 亿。按照公司经验测算：代理产品毛利率为 43%，净利率率为 20%，则代理 23 价肺炎疫苗带来的税后利润为 3900 万元。
- **重磅储备产品丰富，现初步形成研究体系。**AC-HIB 联合疫苗是全球首家重磅产品，进展顺利的话 14 年上半年有望获批；公司除了代理默沙东产品之外，现与其共同合作五价轮状病毒疫苗，现进入临床 III 期。其它储备产品丰富，基本上每年有 1-2 个新产品上市。
- **估值分析与风险提示。**根据我们对公司核心产品的预测，2011 年、2012 年、2013 年对应的 EPS 分别为 0.51 元、0.72 元，对应 PE 分别为 45.59X、32.29X、24.73X。我们认为 2012 年公司业绩向上拐是确定的，原因主要有以下几点：1) 2011 年上半年，新版 GMP 影响全国 HIB 疫苗批签发量过度消耗正常库存，2012 年必须有补足库存需求。所以 2012 年 HIB 疫苗增长率将大于 2011 年；2) 自有 HIB 疫苗代替代理 HIB 疫苗，增强公司盈利能力；3) AC 群结合疫苗复产；4) 由于 11 年业绩大幅下降，为 12 年业绩增长提供较小基数。**总体上，我们判断：原以为 12 年归母公司净利润增速将达到 53%，现下调至 40%，主要原因是自产 HIB 疫苗上市与 AC 群结合疫苗复产的不确定。**风险提示：1) AC 群结合疫苗本年度内不能复产风险；2) 自产 HIB 疫苗 GMP 通过速度低于预期；3) 疫苗政策变化，影响公司业绩。
- **投资策略。**我们建议：2011 年年报结果已经在市场预期之中，现股价风险得到释放。由于 12 年估值明显被低估，可以考虑积极关注；公司股票发行价约为 38 元，现为 24.77 元，所以现在股价处于相对比较安全区域；从市场认同度看，截止到 11 年 3 季度新进入一基金两个券商理财产品，前十大流通股中有六家机构，充分说明该公司受到市场积极关注。

表 2：HIB 疫苗上市后对公司 12 年业绩的影响

产品名称		2010	2011	2012	2013
HIB 疫苗	销售收入（百万）	415.24	352.75	390.4	436.82
	增长率（%）	---	-15%	10.80%	12%
ACWY135 疫苗	销售收入（百万）	199.57	269.42	363.72	480.11
	增长率（%）	---	35%	35%	32%
AC 结合疫苗	销售收入（百万）	27.55	0	5	30
	增长率（%）	---	0%	---	---
微卡	销售收入（百万）	36.64	42.14	48.46	55.72
	增长率（%）	---	15%	15%	15%
甲肝解毒活疫苗	销售收入（百万）	29.15	32.07	35.27	38.80
	增长率（%）	---	10%	10%	10%
23 价肺炎疫苗	销售收入（百万）	0	80	2300	2645
	增长率（%）	---	---	---	15%

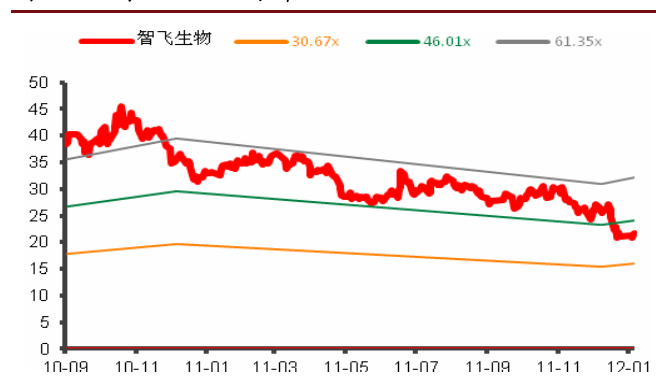
数据来源：重庆金融研究院

表 3: 公司盈利预测

	2009	2010	2011	2012	2013
营业收入 (百万)	604.05	737.31	589.05	719.31	848.79
增长率 (%)	2.35	22.02	-10	22	18
净利润 (百万)	231.59	256.79	204.31	288.55	374.66
增长率 (%)	21.57	10.82	-25	40	30
每股收益 (元)	0.58	0.64	0.51	0.72	0.94
市盈率	---	36.33	45.59	32.29	24.73

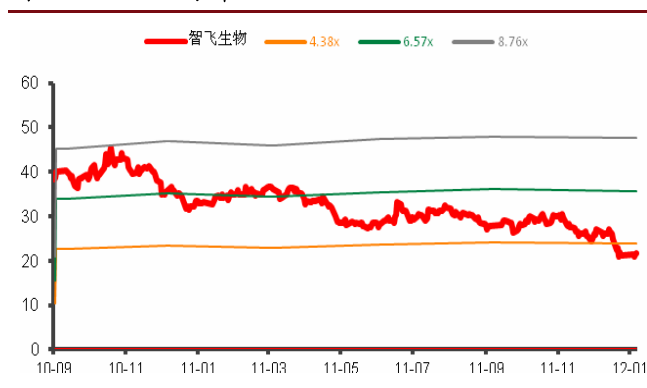
数据来源: 重庆金融研究院

图 1: 公司 PE-Band 分布



数据来源: 重庆金融研究院

图 2: PB-Band 分布



数据来源: 重庆金融研究院

西南证券投资评级说明

西南证券公司评级体系：买入、增持、中性、回避

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

西南证券行业评级体系：强于大市、跟随大市、弱于大市

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料,我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下,报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对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。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,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。本报告版权归西南证券所有,未经书面许可,任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券研究发展中心

北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: (010) 57631234 (总机)

邮箱: market@swsc.com.cn

网址: <http://www.swsc.com.cn/>