



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，同比分别下降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

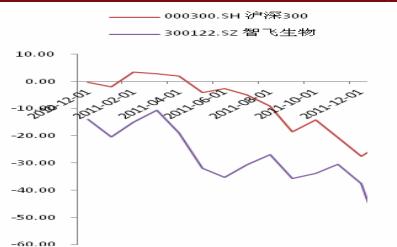
联系人

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
6个月	25
目标价	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
	增长率（%）	---	-15%	10.80%
ACWY135疫苗	销售收入（百万）	199.57	269.42	363.72
	增长率（%）	---	35%	35%
AC结合疫苗	销售收入（百万）	27.55	0	5
	增长率（%）	---	0%	---
微卡	销售收入（百万）	36.64	42.14	48.46
	增长率（%）	---	15%	15%
甲肝解毒活疫苗	销售收入（百万）	29.15	32.07	35.27
	增长率（%）	---	10%	10%
23价肺炎疫苗	销售收入（百万）	0	80	2300
	增长率（%）	---	---	15%

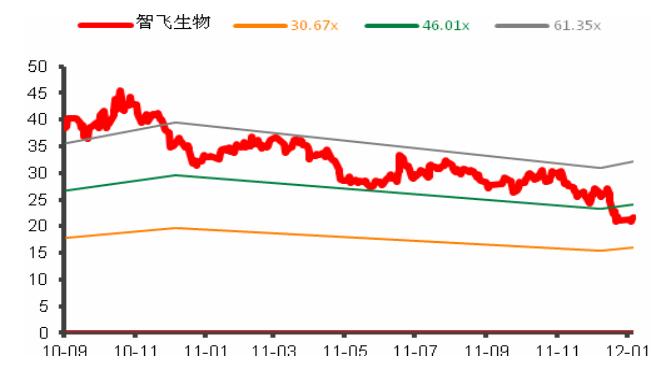
数据来源：重庆金融研究院

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

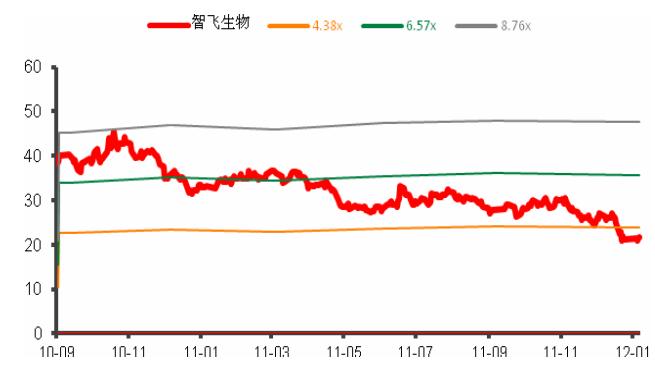
数据来源: 重庆金融研究院

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/>