

生物制品

署名人: 周锐

S0960511020007

0755-82026719

zhourei@cjis.cn

参与人: 江琦

S0960110110023

0755-82026817

jiangqi@cjis.cn

6-12 个月目标价: 31.44 元

当前股价: 22.75 元

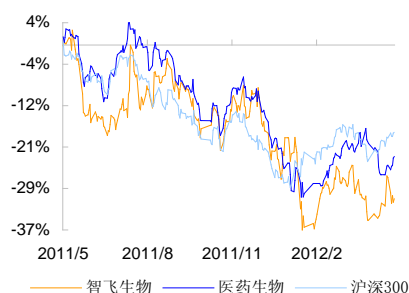
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2396.32
总股本(百万)	400
流通股本(百万)	67
流通市值(亿)	15
EPS	0.49
每股净资产(元)	5.65
资产负债率	6.08%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
智飞生物	3.33	8.38	-11.20
医药生物	-3.78	8.88	-11.29
沪深 300 指数	2.77	4.87	-0.96



相关报告

智飞生物-单季度增速同比逐步回升, 全年趋势向好 2012-04-13

智飞生物-销售、研发同时加强, 业绩拐点正在出现 2012-03-28

智飞生物-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

智飞生物

300122

强烈推荐

近期跟踪纪要: 趋势持续向好

我们对公司近期情况进行了跟踪, 维持前期判断, 继续强烈推荐。

投资要点:

- **1、疫苗行业是值得投资的生物医药子领域: 疫苗行业受政府政策支持、无降价政策影响、增长快。**近年来, 生物医药行业作为战略性新兴产业之一备受各界资金关注, 疫苗行业是生物医药中重要的子领域, 是疾病预防和控制的主要手段, 也是直接能体现节约医疗卫生费用的主要手段。疫苗行业是目前受国家政策支持多, 无降价政策影响的重要子领域。我国疫苗行业以每年 20% 的速度持续增长。随着新产品的推出, 未来行业的发展速度可能更快。
- **2、智飞生物是疫苗行业中的优秀企业, 尤其是在二类苗领域:** 公司作为我国二类疫苗行业的龙头公司, 11 年受诸多影响业绩下滑, 12 年影响因素不再, 公司有新产品自产 hib 即将推出, 代理默沙东的 23 价肺炎逐步放量, 未来还有进一步深化合作的空间, 未来业绩持续向上增长的趋势越来越明确。
- **3、关于盈利预测和估值:** 我们预计 12-14 年 EPS 分别为 0.75、1.05、1.48 元, 年复合增长率超过 40%。目前估值 2012 年动态 PE30 倍, 随着公司业绩成长确定性越来越强, 年 40% 的复合增速支撑 30 倍动态估值, 不算高。公司拥有全国疫苗领域最强大的专业化销售队伍, 其他公司短期想复制这样一个队伍很难。销售的实力对公司有两点好处: 1、随着自产产品上市、和默沙东的合作推进, 产品叠加销售的优势会逐步体现, 反应到业绩; 2、公司取得外部优势新品种资源能力强, 自主研发+外部合作, 公司的新品种会越来越多, 产品梯队越来越丰富。公司的成长空间会很大, 是一个长的大的公司。
- **风险提示:** 新产品的研发时间具有不确定性

主要财务指标

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	629	974	1281	1587
收入同比(%)	-15%	55%	31%	24%
归属母公司净利润	196	299	419	590
净利润同比(%)	-24%	52%	40%	41%
毛利率(%)	60.1%	61.8%	64.9%	67.2%
ROE(%)	8.7%	12.2%	15.0%	18.3%
每股收益(元)	0.49	0.75	1.05	1.48
P/E	46.34	30.48	21.72	15.42
P/B	4.03	3.70	3.26	2.82
EV/EBITDA	43	23	16	11

资料来源: 中投证券研究所

调研纪要:

1、公司情况介绍：“在路上”——创新发展疫苗产业：

1)、回顾 2011 年——春江水暖出现倒春寒，业绩出现下滑：

业绩出现下滑的原因：Hib 批签发受影响，甲肝疫苗批签发受影响 8 月份才批签发出，AC 结合苗没有恢复，新增代理产品(默沙东产品)没有进入导入期。

风险管控能力加强：应收账款下降，经营现金流增加

加大研发投入：研发投入占收入比重持续上升，研发支出增加 2500 万，研发费用增加。

新产品进展顺利：HIB、AC 多糖两个产品取得生产文号；

申报临床品种：23 价肺炎多糖、EV71、结核体内诊断试剂

现有产品的表现：四价流脑疫苗、Hib，市场占有率 50%。

销售继续加强——加大投入、终端下沉、培育市场：目前直销客户 1903 户，门中终端覆盖 2 万个。终端从区县疾控中心下沉到接种单位。销售团队增加到 502 人，业务经理服务 200-300 人。积极和专业机构开展合作：2011 年，公司和预防医学会等机构开展合作，组织学术推广会。

2)、展望 2012 年——业绩强劲恢复：

业绩——快速恢复、强劲增长：代理 23 价肺炎放量，hib、甲肝批签发因素已经消除，自主产品 hib 即将上市，AC 结合苗即将复产。

研发重要项目——主旨不断开发新产品上市：AC-HIB 预计年底拿到生产文号，23 价多糖疫苗、痢疾结合疫苗 6-7 月申报、EV71 预计年底拿到临床。积极申报 15 价肺炎疫苗、13 价肺炎结合疫苗。戊肝疫苗：创新疫苗。**销售——全覆盖市场网络：**区分一般市场、重点市场、优势市场，不留空白市场，为重点产品上市打基础，为确保竞争优势筑屏障。全天候服务：疫苗产业处于市场化的初级阶段，相对于市场潜在需求和行业未来发展空间

对外合作思路——市场合作-合作开发-合作生产：按照国际化战略，逐步落实和默沙东公司的《合作备忘录》，将合作由产品推广深入推进到合作开发、本土化生产等更多领域。未来可能会继续有合作。

2、疫苗行业解读：路径篇——市场和技术之辩。

1)、疫苗行业应该技术先导还是市场先导？应用技术的商业开发需要市场提供方向，需要成熟的配套，合理的做法是在市场应用的基础上不断革新。

技术先导，巨额投入，风险不可控：选择技术先导，投入巨大，等待期长，风险不可控，最终丧失了持续投资能力。

市场先导，附加值低：销售或分销的进入门槛低，所获得的收益低。贸易商，像搬运工。

2)、成长之路：

产业发展导入期——主要体现为市场能力的竞争，2009 年前我们奋力开导市场

成长期——市场能力和技术能力协调，协同作用，才能保障持续成长：2009 年起，我们充分重视研发工作，在自主研发为主导的基础上，寻求广泛的合作研发。

成熟期——市场能力已经不容易体现出竞争优势，超凡的技术能力和颠覆性创新才能确保竞争优势。

目前疫苗产业处于导入期向成长期过度的阶段，智飞过去和现在走走一条正确的路上。

3)、未来的机遇和挑战:

机遇: 消费升级、全民医保、国家战略转型

挑战: 决策者和消费者预防意识, 疾控机构服务质量低(不能充分、便捷的满足接种需求)、竞争态势(中生整合、国际巨头进入)

强化: 长期研发投入、市场体系优化、公共事务能力

愿景: 成为疫苗产业领袖企业

Q&A:

3、自产 Hib 出来后，会以怎样的速率来替代兰州所的 hib?

和兰州所预期的疫苗合同 1000 万支左右。价位，计划在兰州所的基础上调高，比国外公司略低一点点。在自产产品上市后，会主打新增市场。

兰州所合同 04-12 年，8 年合同到期了，是否还再签？今年兰州所的疫苗按照合同会全部销完的，后续时候还会再签，目前暂无定论。

4、AC-HIB 国际上是否有先例？

GSK 在美国申报 CY+HIB，现在已经上市的有百白破+Hib。AC 结合苗国外没有，国内先批。绿竹拿到的 AC 结合苗 2006 年 6 月份，是国际上第一个批的 AC 结合疫苗。也是国内第一家批的。当时英国只有一个 C 群结合疫苗。公司的 AC-HIB 预计明年可以上市。

5、和默沙东下一步合作的计划？

默沙东下一步合作的产品现在暂时还不方便说具体，但可以说默沙东有的品种，默沙东有的产品 hib 结合载体是 b 群流脑外膜蛋白，有别于现在所有疫苗的载体、灭活甲肝疫苗、麻腮风三联+水痘，五价轮状，进展比较顺利，四价宫颈癌疫苗，三期临床(预计 2-3 年上市)。

6、对中层干部激励的计划如何？用哪一种激励最好？

公司会考虑，而且会考虑一种切实可行的方法，推出来的时间应该不会很久。

7、2011 年 2.2 亿合同金额，麻腮风、肺炎量各占多少？年报披露毛利率都很低，可以支撑销售？

2011 年的细分收入年报有披露，11 年和默沙东的合作收入分两部分，价差一部分，一部分服务费，两部分提供收入，所以但看毛利率比较低。2012 年的中报计算就只有差价收入，改变了计算的方法，到时候的毛利率会比较准确。

8、从浙江省采购计划中，23 价肺炎提价了 20%，是不是一个普遍现象？

浙江省近期招标价格 158。以前默沙东产品 130 元是 96 年定的价格，很多省二类苗也要招标。各地普遍慢慢招标，提价，提到 160 元。

9、轮状病毒疫苗的合作进展如何？商务合作还在谈判当中，细节方面还在谈。不是单纯代理管理，联合推进 3 期临床，三期临床结束，代理关系是另一层关系。谈判接近尾声。

10、 疫苗市场渠道是不是已经成熟了？是不是县级为主，是不是有比例？

开拓市场，单纯开展哪一个方面都不行，必须层层开发。从省级到市级到县级，结算单位到县级，服务做到接种点。

11、 冷链配送怎么保证安全性？

渠道是相对成熟的，还不能说完全成熟。05年后现有流通条例。37号令强制要求省、市、县。现在流通条例可以厂家直接销售到县、接种点。以广东、浙江为例，广东基本全部供到省，然后省到市，市到县，配送。推广人员到接种点，开发需求，接种点有了需求，接种点到县疾控要苗，县到市要苗，市到省要。到终端推广销售很重要。未来配送的方向 1、省疾控；2、物流公司；3、当地的疫苗销售公司。

12、 Hib 和 AC 结合是否有可能变成一类疫苗？今年明年不会纳入，后面的 3 年后 15 年后有可能。AC 结合疫苗不会单独纳入。**13、 一季度的收入增长不快，是为什么？**

疫苗受几个方面影响，疫情流行、季节影响等。一季度占比一直比较低，对全年意义不大，但是是一个方向，向上增长的方向确立了。

14、 国内疫苗行业增速和容量怎么看待？和国外比较如何？

中国去年 20 亿美金不到。行业比国外小很多。大胆的猜测：2015 年后，整个疫苗行业产值 400-500 亿，11 年数据 110 亿。这和新产品的出现影响关系很大。比如说 HPV 供给疾控的价格 3000 元/人份(3 支)，100 万人，30 亿，400 万人 120 亿。四价和两价同时上市，卖到 600 人，2000/人份，100 多亿。新的品种的出现对行业的容量增长影响很大，未来行业还有很大的空间。

15、 疫苗销售未来的趋势？

可能会更加深度的推广，往村医推广。在乡镇卫生院疫苗收入已经超过药品的收入，未来会更加加大力度。目前几年，终端为主，未来还会下沉。

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	1962	2105	2314	2624
现金	1453	1329	1324	1425
应收账款	258	400	525	651
其他应收款	54	83	109	136
预付账款	34	51	61	71
存货	155	230	278	321
其他流动资产	8	13	17	21
非流动资产	443	545	702	855
长期投资	0	0	0	0
固定资产	76	101	111	113
无形资产	231	386	542	697
其他非流动资产	136	58	49	44
资产总计	2404	2650	3016	3479
流动负债	129	181	210	236
短期借款	0	8	8	8
应付账款	7	11	13	15
其他流动负债	122	163	189	213
非流动负债	17	13	13	13
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	17	13	13	13
负债合计	146	194	222	248
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	450	649	986	1423
归属母公司股东权益	2258	2457	2794	3231
负债和股东权益	2404	2650	3016	3479

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	221	85	252	430
净利润	196	299	419	590
折旧摊销	19	20	25	29
财务费用	-33	-3	-3	-3
投资损失	-3	-3	-3	-3
营运资金变动	4	-233	-193	-189
其他经营现金流	39	5	7	7
投资活动现金流	-306	-119	-179	-179
资本支出	310	20	20	20
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	3	-99	-159	-159
筹资活动现金流	-80	-89	-79	-150
短期借款	0	8	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他筹资现金流	-80	-97	-79	-150
现金净增加额	-165	-124	-6	102

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	629	974	1281	1587
营业成本	251	372	450	520
营业税金及附加	9	15	19	24
营业费用	130	195	256	262
管理费用	77	81	102	127
财务费用	-33	-3	-3	-3
资产减值损失	8	8	8	8
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	3	3	3	3
营业利润	191	311	452	653
营业外收入	39	39	39	39
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	230	350	491	692
所得税	34	51	72	102
净利润	196	299	419	590
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	196	299	419	590
EBITDA	177	328	474	679
EPS (元)	0.49	0.75	1.05	1.48

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	-14.7%	55.0%	31.5%	23.8%
营业利润	-35.0%	62.7%	45.4%	44.4%
归属于母公司净利润	-23.5%	52.0%	40.3%	40.9%
获利能力				
毛利率	60.1%	61.8%	64.9%	67.2%
净利率	31.2%	30.6%	32.7%	37.2%
ROE	8.7%	12.2%	15.0%	18.3%
ROIC	16.3%	22.7%	25.6%	30.2%
偿债能力				
资产负债率	6.1%	7.3%	7.4%	7.1%
净负债比率	0.00%	4.13%	3.60%	3.22%
流动比率	15.22	11.61	11.03	11.14
速动比率	14.02	10.35	9.71	9.78
营运能力				
总资产周转率	0.27	0.39	0.45	0.49
应收账款周转率	2	3	3	3
应付账款周转率	61.20	42.07	38.53	37.76
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.49	0.75	1.05	1.48
每股经营现金流(最新摊薄)	0.55	0.21	0.63	1.08
每股净资产(最新摊薄)	5.65	6.14	6.98	8.08
估值比率				
P/E	46.34	30.48	21.72	15.42
P/B	4.03	3.70	3.26	2.82
EV/EBITDA	43	23	16	11

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。

免责条款

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