

生物制品

署名人: 周锐

S0960511020007

0755-82026719

zhourui@cjis.cn

参与人: 江琦

S0960110110023

021-62178410

jiangqi@cjis.cn

6-12 个月目标价: 32.20 元

当前股价: 27.00 元

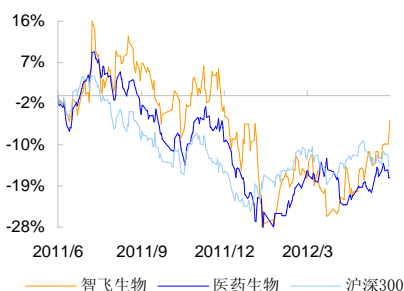
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2309.56
总股本(百万)	400
流通股本(百万)	67
流通市值(亿)	18
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	12.03	11.13	-0.45
医药生物	1.70	1.60	-8.88
沪深 300 指数	-5.78	-4.52	0.06



相关报告

智飞生物-近期跟踪纪要: 趋势持续向好

2012-05-01

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

300122

强烈推荐

轮状病毒疫苗合同签订, 和默沙东合作一步步深化

公司公告与默沙东签订五价轮状病毒疫苗开发、推广和经销合同。目前该产品已经完成二期临床试验, 合同约定智飞和默沙东共同完成该产品三期临床试验、注册批件申报, 产品上市后, 由智飞负责该产品中国大陆地区销售, 预计 4 年才能产生收益。采购计划: 产品上市第一年度 3.5 亿, 后逐年增加, 第六年预期达到 11.6 亿。

投资要点:

- **五价轮状病毒疫苗的商务合同签订, 代表了智飞和默沙东的合作全面展开:** 该合作是公司和默沙东 2 月签订的合作备忘录的具体深化之一, 表明公司和默沙东的合作一步一步踏踏实实深化, 是利好逐步兑现的过程;
- **轮状病毒疫苗在国际上是大品种, 在我国是稀缺品种, 未来市场潜力巨大, 该五价重配疫苗有望成为收入过 10 亿的大品种:** 轮状病毒疫苗国际上有默沙东五价重配疫苗, 11 年收入 6.51 亿美元、GSK 二价重配轮状疫苗 11 年收入 3 亿英镑; 国内仅有兰州所有单价重配疫苗 11 年终端收入约 7 亿人民币, 默沙东该产品将成为国内第二个轮状疫苗, 是兰州所产品的升级, 未来市场潜力很大, 收入有望超过 10 亿;
- **后续和默沙东的进一步合作可期:** 默沙东作为疫苗巨头, 最值得期待的宫颈癌疫苗在国内做三期临床, 预计 1-2 年内可做完, 我们认为后续智飞和其继续合作的可能性非常大;
- **公司研发产品定位清晰——新型疫苗, 未来市场潜力大, 回报高:** 在研包括 15 价肺炎结合、23 价肺炎、结核疫苗、ACYW135 四价结合、EV71 等品种, 公司产品定位清晰均是新型疫苗, 未来属于填补或者补充市场空白型, 市场空间大。
- **投资建议:** 公司获取优势疫苗品种能力强, 未来是可以长的好公司。我们坚持前期看法, 看好疫苗行业、看好公司成为二类疫苗领袖型企业的潜力, 预计 12-14 年 EPS 分别为 0.75、1.05、1.48 元, 对应 PE36、25、18 倍, 维持强烈推荐评级。

风险提示: 疫苗研发过程较长, 推出时间具有不确定性

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	54.99	36.17	25.78	18.30
P/B	4.78	4.40	3.87	3.34
EV/EBITDA	53	28	20	14

资料来源: 中投证券研究所

## 轮状病毒疫苗，一个过 10 亿潜力品种的酝酿

1、轮状病毒在国外的是一个大品种，2011 年销售收入超过 70 亿人民币：轮状病毒疫苗国际上共有两种产品——默沙东的 5 价重配轮状病毒疫苗 RotaTeq 2011 年收入 6.51 亿美元、葛兰素史克(GSK)的 2 价重配轮状病毒疫苗 Rotarix 2010 年收入 3 亿英镑。

表 1 默沙东和 GSK 轮状病毒疫苗销售收入情况(折合人民币利用汇率 1 英镑=9.85 人民币；1 美元=6.36 人民币)

默沙东	2007	2008	2009	2010	2011	2011 年折合人民币(百万)
RotaTeq(百万美元)	525	665	522	519	651	4140
葛兰素史克	2007	2008	2009	2010		2011 年折合人民币(百万)
Rotarix(百万英镑)	91	167	282	235	300	2955

资料来源：各公司年报、中投证券研究所

2、轮状病毒疫苗在国内是新型疫苗，未来市场潜力大，有望超 10 亿：目前国内仅有兰州所有一个老的单价轮状病毒疫苗，2011 年批签发量 582 万剂，预计出厂价约 90 元左右，零售价格 198 元/剂，年销售收入超过 5 亿元。未来新型疫苗上市，我们预计价格有望超过 200 元，销售 500 万剂，规模即可超过 10 亿元，市场潜力巨大。

表 2 兰州所轮状病毒疫苗批签发量

兰州所	2007	2008	2009	2010	2011
轮状病毒疫苗(万剂)	176	475	648	696	582

资料来源：中国生物制品检定所、中投证券研究所

## 附：财务预测表

## 资产负债表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	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
<b>非流动资产</b>	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
<b>资产总计</b>	2404	2650	3016	3479
<b>流动负债</b>	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
<b>非流动负债</b>	17	13	13	13
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	17	13	13	13
<b>负债合计</b>	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
<b>负债和股东权益</b>	2404	2650	3016	3479

## 现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>经营活动现金流</b>	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
<b>投资活动现金流</b>	-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
<b>筹资活动现金流</b>	-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
<b>现金净增加额</b>	-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
<b>营业收入</b>	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
<b>营业利润</b>	191	311	452	653
营业外收入	39	39	39	39
营业外支出	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	230	350	491	692
所得税	34	51	72	102
<b>净利润</b>	196	299	419	590
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	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
<b>成长能力</b>				
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%
<b>获利能力</b>				
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%
<b>偿债能力</b>				
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
<b>营运能力</b>				
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
<b>每股指标（元）</b>				
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
<b>估值比率</b>				
P/E	54.99	36.17	25.78	18.30
P/B	4.78	4.40	3.87	3.34
EV/EBITDA	53	28	20	14

## 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