

分析师：宋颖

执业证书编号：S0270511060002

电话：021-60883485

研究助理：李守峰

电话：021-60883481

邮箱：lisf@wlzq.com.cn

发布日期：2012年6月7日

签署经销协议，与默沙东合作逐步加深

——智飞生物（300122）公告点评

公司点评报告

增持（维持）

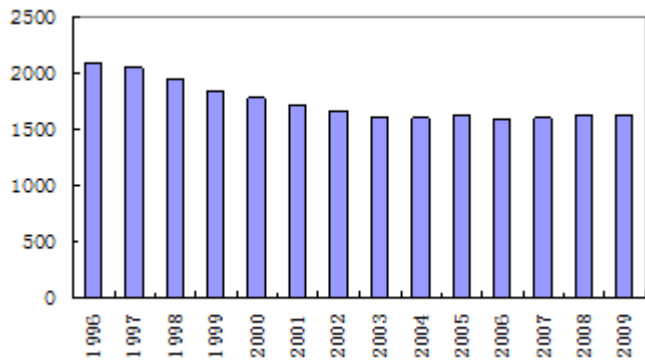
事件：

智飞生物与美国默沙东签署《开发、推广和经销协议》：根据公司与默沙东药厂股份有限公司之前签署的《全面合作备忘录》，2012年6月5日，公司与默沙东的关联公司——美国默沙东药厂有限公司就口服轮状病毒五价活疫苗（以下简称“五价轮状疫苗”或“协议产品”）签署了《开发、推广和经销协议》。协议约定由默沙东主导完成该疫苗的Ⅲ期（第三期）临床试验及注册工作，公司提供相关协助。产品上市后，公司负责该产品在中国大陆区域的市场推广及销售工作。我们认为该项协议的签订一方面可以扩大公司销售规模，另一方面有利于推进公司的国际化战略，维持“2011年是公司最坏的时期，12年将逐步业绩复苏，未来看好公司成为二类疫苗类的龙头”的前期观点，给予“增持”评级。

点评：

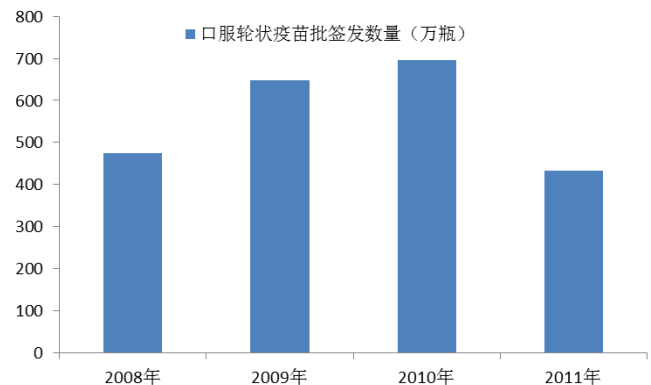
- **与默沙东合作逐步加深，对公司影响深远积极：**此次口服轮状病毒五价活疫苗合作协议是在4月25日签署的《全面合作备忘录》框架下，双方进行的进一步深度合作。协议的主要内容包括：由默沙东完成协议产品Ⅲ期临床试验及药品注册工作，智飞全力协助共同努力以默沙东的名义取得协议产品的上市许可；协议产品取得上市许可后，默沙东授权智飞在协议区域内以默沙东商标独家进口、推广、经销和销售协议产品，智飞在协议区域拥有该协议产品的专营权，默沙东不应在协议区域内直接或通过任何第三方推广、经销和销售协议产品（协议地区为中国大陆地区，不包括香港、澳门与台湾）。预期采购计划上市第一年度约3.5亿元，以后逐年增加，上市第六年预期达到约11.6亿元，前三个年度由默沙东支付销售额2%的推广费用。默沙东是世界制药企业的领先者，此次合作一方面是有利于扩大公司的销售规模，另一方面是有利于推进公司的国际化战略，对公司的影响积极而深远。
- **五价轮状疫苗国内市场前景广阔：**轮状病毒是引发婴幼儿严重急性肠胃炎的首要原因。在我国，每年大约有1000万婴幼儿患轮状病毒感染性胃肠炎，约占2岁以下婴幼儿的1/4，是引起婴幼儿严重腹泻的最主要病原。由于疾病的高发，轮状病毒疫苗市场空间巨大。根据我国人口出生率（每年新增1600万婴儿）及该类疫苗接种程序（口服三次，一次一瓶3ml）计算，预计市场容量约为4800万瓶/年。
- **轮状病毒疫苗国内竞争压力较小：**国内市场上供应的该类疫苗为单价疫苗（兰州生物制品研究所生产，现行零售价198元/剂），五价轮状病毒疫苗针对5种型别，保护更全面，因此未来具有逐步取代单价疫苗的能力。默沙东公司研制的五价轮状疫苗已获得世界卫生组织预认证，并已在全球87个国家核准上市。凭借公司独特的市场优势，该先进产品的引进将促进我国该疾病防制水平的提高。

图 1、我国每年新生儿数量（万人）



数据来源：卫生统计年鉴

图 2、兰州所口服轮状病毒批签发数量（万瓶）



数据来源：中检所；万联证券研究所

- **自主研发与对外合作并举，公司产品线日渐丰富：**公司是以代理业务起家，从2003年开始代理兰州所A群C群脑膜炎球菌多糖疫苗以及天坛生物的麻风二联疫苗、2005年代理兰州所的B型流感嗜血杆菌（Hib）疫苗以及浙江康普的甲肝疫苗，公司在2008年以前的收入主要来源于代理收入。公司2001年成立绿竹技术开始自主研发，逐步推出了ACYW135疫苗、AC结合疫苗等产品，12年AC多糖疫苗、预充式Hib疫苗有望上市，13年AC-Hib疫苗也有望上市。公司采取自主研发以及与默沙东等国际龙头公司合作并举的形式，未来几年产品线日渐丰富。

图 3、公司产品线日渐丰富



数据来源：万联证券研究所

- **盈利预测与投资建议：**我们预计12-13年的EPS为0.72、0.91元，对应11-13年的PE分别为37、30倍。

2011年是公司最坏的时期，12年将逐步业绩复苏，我们未来看好公司成为二类疫苗类的龙头，给予公司“增持”评级。

- **风险因素：**五价轮状病毒口服活疫苗注册慢于预期的风险。

盈利预测

	2010 年	2011 年	2012E	2013E
营业收入（亿元）	7.37	6.29	9.85	12.46
增长比率（%）	22.1	14.7	56.6	26.5
净利润（亿元）	2.57	1.96	2.90	3.64
增长比率（%）	10.9	-23.5	47.5	25.7
每股收益（元）	0.64	0.49	0.72	0.91
市盈率（倍）	-	-	37	30

相关研究：

《最坏的时期即将过去》—智飞生物调研简报（2011.09.11）

《销售能力获认可，与默沙东进一步合作》—与默沙东签署合作备忘录
 点评

《业绩拐点出现，竞争优势加强》—智飞生物 2011 年年报点评

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

基准指数：沪深300指数

证券分析师承诺

姓名：宋颖

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可登录www.wlzq.cn万联研究栏目查询静默期安排。对于本公司持有比例超过已发行数量1%（不超过3%）的投资标的，将会在涉及的研究报告中进行有关的信息披露。

免责声明

本报告仅供万联证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可情况下，本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、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

万联证券有限责任公司 研究所

上海 世纪大道1528号陆家嘴基金大厦603

电话：021-60883487 传真：021-60883484

广州 中山二路18号电信广场36层

电话：020-37865161 传真：020-22373718-1008