

生物制品
署名人: 周锐

S0960511020007

0755-82026719

zhourui@cjis.cn

参与人: 江琦

S0960512080008

021-62178410

jiangqi@cjis.cn

6-12个月目标价: 32.00元

当前股价: 28.40元

评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2127.76
总股本(百万)	400
流通股本(百万)	68
流通市值(亿)	19
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	7.21	9.23	17.91
医药生物	0.04	5.86	8.86
沪深300指数	-2.87	-9.39	-11.59


相关报告

智飞生物 - 中报业绩低预期, 长期看点不变

2012-08-21

智飞生物 - 中期稳定增长, 和默沙东合作更加紧密 2012-07-06

智飞生物 - 轮状病毒疫苗合同签订, 和默沙东合作一步步深化 2012-06-08

智飞生物
300122
推荐
股权激励计划草案公布, 显示管理层对公司长期发展有信心

公司公布股权激励计划草案, 共 400 万分股票期权, 行权价 28.4 元, 行权条件以 2011 年为基准年, 2012 年净利润增长率不低于 33%, 13 年不低于 60%, 14 年不低于 120%, 15 年不低于 240%(其中净利润以净利润和扣非后净利润孰低为标准, 由于公司 11 年有政府补助作为营业外收入, 我们认为基数为 2011 年扣非后净利润 1.6 亿)。

投资要点:

- **公司股权激励计划草案, 覆盖面广, 实现对中高层员工共 122 人广泛激励。**公司首次公布股权激励草案, 其中激励对象共 122 人, 8 人为高管, 核心技术业务人员 114 人, 实现广泛的股权激励计划留住人才。
- **行权条件高, 扣非后净利润增速在 14、15 年加快, 显示管理层对公司长期发展的信心很足:** 行权条件中对净利润要求 12-15 年分别较 11 年增长 33%、60%、120%、240%, 计算扣非后净利润分别为 2.13 亿、2.56 亿、3.52 亿、5.44 亿。净利润要求 2014 年较 11 年翻一倍多, 2015 年在 14 年基础上再增长 55%。行权条件高。
- **度过底部, 公司的基本面正在向上, 12-13 年是业绩恢复增长年, 14-15 年是业绩加快增长年:** 11 年是公司经营最困难的时刻, 已经过去; 12 年面临和兰州所代理合同是否续签问题, 若不续签未来的产品切换问题, 公司经营仍有挑战, 但是自产 Hib 已经通过 GMP 认证, 自主产品增加, 公司基本面正在好转, 趋势向好; 13 年主要看自产 Hib 产品切换、代理 23 价肺炎的销售成效, AC-Hib 的获批; 14-15 年自产 Hib 完成产品切换后增长加快, AC-Hib 可以销售带来业绩贡献。
- **投资建议:** 我们看好公司是一个可以长期看好的标的。公司拥有一支疫苗销售能力很强的队伍, 拥有自主研发的能力, 在研产品丰富, 和默沙东合作看点很多。股权激励计划增强了我们看好的信心, 保守预计 12-14 年 EPS 分别为 0.62、0.66、0.9 元, 扣非后为 0.54、0.66、0.9 元, 未来业绩很有可能超预期, 虽然短期估值不低, 值得长期看好。

风险提示: 新产品获批进度具有不确定性

主要财务指标

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	629	726	896	1162
收入同比(%)	-15%	15%	24%	30%
归属母公司净利润	196	248	263	362
净利润同比(%)	-24%	26%	6%	37%
毛利率(%)	60.1%	60.9%	66.1%	65.0%
ROE(%)	8.7%	10.3%	10.1%	12.6%
每股收益(元)	0.49	0.62	0.66	0.90
P/E	58.60	46.43	43.74	31.82
P/B	5.10	4.78	4.42	4.01
EV/EBITDA	57	42	31	23

资料来源: 中投证券研究所

表1 智飞生物股权激励计划所达行权条件计算

项目(单位: 百万)	2011 年	2012E	2013E	2014E	2015E
扣非后净利润	160.00	212.80	256.00	352.00	544.00
增长率		33.00%	20.30%	37.50%	54.55%
扣非后 EPS	0.40	0.53	0.64	0.88	1.36

资料来源：中投证券研究总部

盈利预测假设条件:

- 1)**、假设明年轻代理 HIB 不再续签合同，明年有少量代理后全部自产逐步替换，故 2014 年代理 hib 为 0;
- 2)**、和默沙东合作继续进行，代理 23 价肺炎快速增长。

表2 智飞生物分类收入预测表

项目(单位: 百万)	2011 年	2012E	2013E	2014E
收入总计	591.47	725.79	896.48	1162.47
ACYW135 四价流脑疫苗	160.56	160.56	176.61	194.28
微卡	46.00	59.80	77.74	101.06
自产 Hib		40.00	160.00	220.00
代理 Hib	315.52	284.31	68.00	0.00
代理甲肝疫苗	19.83	25.78	39.66	39.66
23 价肺炎多糖疫苗	21.43	155.34	388.35	621.36
麻腮风三联疫苗	28.25	0.00	0.00	0.00

资料来源：中投证券研究总部

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

本报告由中投证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨为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