

分析师：李守峰

执业证书编号：S0270512090001

电话：021-60883481

邮箱：lisf@wlzq.com.cn

发布日期：2012年10月9日

代理HPV四价疫苗，与默沙东合作深化

——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宫颈癌疫苗《供应、经销与共同推广协议》：2012年9月27日，公司与默沙东药厂股份有限公司（注册地：美国；以下简称“默克”）的关联公司—美国默沙东药厂有限公司（注册地：香港；以下简称“默沙东”）就四价人乳头状瘤病毒重组疫苗（以下简称“宫颈癌疫苗”或“HPV疫苗”）签署了《供应、经销与共同推广协议》。约定协议产品上市后，公司负责该产品在中国大陆区域的进口、推广及销售工作。公司股票将于2012年10月9日上午开市起复牌。我们认为此次合作一是为公司带来新的利润增长点，二是强化了公司与默沙东的合作。我们坚持原有观点：2011年是公司最坏的时期，2012年是公司的复苏之年，公司拥有国内最完善的二类疫苗销售网络，通过内生性增长与外延式合作的路径公司有望成长为二类疫苗的龙头企业，维持“增持”评级。

点评：

- 协议的主要内容：本次协议的主要标的为供应、推广和经销宫颈癌疫苗（商品名：佳达修），该产品自2006年开始在中国的注册工作，已取得重要的阶段性成果，目前处于III期（第三期）临床实验阶段。默沙东负责协议产品的药品注册，取得协议区域的上市许可，公司全力提供协助与支持。默沙东在取得上市许可后，将向公司独家供应协议产品，并许可公司在协议区域内独家经销，联合推广本协议产品。本协议的期限为：2012年9月27日至三个销售年结束。期限届满前一年，双方无异议，且智飞取得默沙东书面确认书后，本协议续延二年。基础采购量为第一年度约11.4亿元，第二年度约14.83亿元，第三年度约18.53亿元。
- 四价人乳头状瘤病毒重组疫苗简介：人乳头状瘤病毒是引起人类上皮良性和恶性肿瘤的一类病毒，含不同亚型，人群感染非常普遍，引起寻常疣、跖疣、扁平疣，以及生殖器疣和宫颈癌等病变，其中以生殖器疣和宫颈癌最引人关注。在生殖道感染中最常见的HPV型别是16, 18, 6, 11型，其中6和11型常引起外生殖器湿疣等病变，16和18型与宫颈癌的发病相关。本协议产品为四价人乳头状瘤病毒重组疫苗，用于预防6、11、16、18四种型别人乳头状瘤病毒引起的感染或疾病，该疫苗的适用对象主要是年龄在9-45岁的女性人群，以注射方式接种3剂。本协议产品是全球第一个，也是唯一获准上市的用于预防由HPV 6、11、16和18型引起的宫颈癌和生殖器官癌前病变的癌症疫苗，目前已在全球124个国家和地区上市销售。目前，国内市场尚无同类疫苗产品上市销售，根据我国可能的适用对象及接种程序计算，预计市场容量约为数千万支/年。
- 与默沙东合作进一步深化，对公司影响深远：此次合作对公司的影响主要体现在两个方面，一是该疫苗产品进一步丰富了公司的疫苗品种，是公司未来业绩非常重要的增长点之一，同时将大幅增加公司的销售规模。合同约定的基础采购计划：第一年度约11.4亿元，第二年度约14.83亿元，第三年度约18.53亿元。公司目前代理销售的疫苗产品共有4个，涵盖国内疫苗厂家的产品2个，默沙东公司已上市产品2个，2011年采购金额分别为18694.29万元和11050.34万元，占疫苗产品采购额的比例分别为62.85%和37.15%，公司销售规模有望在默沙东四价人乳头状瘤病毒重组疫苗上市后达到20亿元以上。另一方面，与默沙东的合作关系进一步巩固。本合同的签署是双方落实2012年2月6日签订的《备忘录》的一项重要成果，公司与美国默沙东的合作关系更加紧密，双方将进一步积极推进合作关系深入发展。

表 1：智飞生物与默沙东历次合作协议主要内容

协议时间	协议内容
2011 年 4 月 25 日	双方签订《市场推广服务合同》，公司负责默沙东公司“默尔康”（麻疹风疹腮腺炎三联疫苗），“纽莫法”（23 价肺炎球菌多糖疫苗）在中国大陆区域的市场推广工作。
2012 年 2 月 6 日	公司与默沙东签署《备忘录》，建立战略合作伙伴关系，同意进一步扩大市场推广合作，并探讨合作研发、合作生产的可能性。
2012 年 6 月 5 日	双方就五价轮状病毒疫苗签署了《开发、推广和经销协议》
2012 年 7 月 3 日	双方续签《市场合作推广协议》，落实了 23 价肺炎多糖疫苗和甲肝灭活疫苗的年度推广合作。
2012 年 9 月 27 日	双方就四价人乳头状瘤病毒重组疫苗签署了《供应、经销与共同推广协议》。

数据来源：公司公告；万联证券研究所

- 盈利预测与投资建议：**由于默沙东宫颈癌疫苗在国内通过临床的期限尚不确定，不考虑该产品的影响，预计12-13年的EPS为0.72、0.91元，对应12-13年的PE分别为41、32倍。2011年是公司最坏的时期，12年将逐步业绩复苏，公司拥有国内最强的二类疫苗销售网络，通过内生性增长与外延式合作两条路径，我们未来看好公司成为二类疫苗类的龙头，维持公司“增持”评级。
- 风险因素：**合作产品临床实验慢于预期的风险。

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）	-	-	41	32

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：李守峰

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受到任何形式的补偿。

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。

免责条款

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