

生物制品**署名人：江琦**

S0960512080008

021-62178410

jiangqi@cjis.cn

署名人：周锐

S0960511020007

0755-82026719

zhourui@cjis.cn

6-12个月目标价：45.00元

当前股价：39.74元

评级调整：维持

基本资料

上证综合指数	2234.40
总股本(百万)	400
流通股本(百万)	68
流通市值(亿)	27
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	2.63	20.17	34.35
医药生物	2.68	25.86	15.35
沪深300指数	-6.74	-1.18	8.73

**相关报告**

- 智飞生物 - 和默沙东签订宫颈癌疫苗合作协议，又取得一优势品种 2012-10-09
- 智飞生物 - 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 2012-09-11
- 智飞生物 - 中报业绩低预期，长期看点不变 2012-08-21

智飞生物**300122****推荐****AC-Hib 获得现场检查通知，一季度业绩符合预期**

公司公告收到 AC-Hib 三联疫苗申请药品生产现场检查通知，注册受理号为 CXSS1100014；一季报业绩预告同比增长 10-20%，符合预期。

投资要点：

- AC-Hib 获得现场检查通知，后续还需经过三批样品抽样检定、三合一审，通过后，该产品可取得药品注册批件，补充公司产品线，为业绩上升奠定基础。AC-Hib 是同时可以预防 A 群 C 群流脑、B 型流感嗜血杆菌的三联疫苗，适用于 2 月龄至 71 月龄婴幼儿和儿童。可以替代现有 A 群、C 群、Hib 品种。按照正常免疫程序 3 针基础免疫+1 针加强免疫，可以减少婴儿接种次数 4 次，减轻痛苦，同时达到预防效果，是很好的联合疫苗升级替代品种。预计达到生产还需 6-9 个月时间。
- **业绩弹性预测**，目前公司代理 Hib 市场占有率为 50%，预计该品种上市后，可以带来较好的弹性：参考目前百白破+Hib 联合疫苗、百白破灭活脊灰 Hib 联合疫苗终端价格，我们假设 AC+Hib 出厂价 180 元，分别假设销售 200 万、300 万、500 万、800 万，净利润率 50% 业绩弹性如下：

项目	情景 1	情景 2	情景 3	情景 4
销售数量(百万支)	200	300	500	800
收入(万)	36000	54000	90000	144000
净利润(万)	18000	27000	45000	72000
EPS	0.45	0.675	1.125	1.8

- 公司和默沙东全面合作，拥有未来默沙东 HPV 疫苗、轮状病毒疫苗等产品中国大陆全面销售权，分享新产品带来的收益。HPV 疫苗已经完成三期临床、轮状病毒正在三期临床。未来全面合作将提升收益。
- **投资建议**：公司代理和自研品种同步进行，和默沙东全面合作，同时积极申报新品种肺炎疫苗、结核疫苗等等，取得新品种能力强，业绩回升趋势明确。暂不考虑新品种取得收益，预计 12-14 年 EPS 分别为 0.54、0.65、0.95 元，业绩有向上弹性，维持推荐评级。

风险提示：新产品获批时间不确定性；业绩提升需要时间。

2014E

1216

35%

380

47%

65.2%

13.3%

0.95

40.86

5.43

31

一、自主产品 AC+Hib：自产品种的产品线补充

联合疫苗是疫苗行业发展的大趋势之一，公司的 AC+Hib 联合疫苗处于申报生产批件阶段，目前取得现场检查通知，后续还需经过三批样品抽样检定、三合一审，通过后，该产品可取得药品注册批件，有望是国内第一个 AC+Hib 产品：公司于 2011 年 3 月 9 日公告使用部分超募资金投入 AC-Hib 联合疫苗产业化项目，投资 3.6 亿，产能 3000 万剂/年，达产后年均收入 18.18 亿，利润总额 11.1 亿。

AC-Hib 联合疫苗简介：可以适用于 2 月龄-71 月龄婴幼儿，同时预防 A 群、C 群脑膜炎球菌引起的各种疾病、b 型流感嗜血杆菌引起的疾病。免疫接种程序类似，3 针基础免疫针，1 针加强免疫针，共 4 针。

AC-Hib 联合疫苗优势：可有效减少 2 月龄-71 月龄的婴幼儿接种疫苗的次数，相对于 AC 结合疫苗和 Hib 疫苗，联合疫苗可以减少接种次数 4 次，减少一半，在 2 月龄-71 月龄的儿童需要接种的疫苗非常多，减少接种次数，既减轻婴幼儿的痛苦，也减少家长的麻烦。

理论市场空间：替代 Hib 和 AC 结合疫苗，每人 4 剂，1600 万新生儿，理论空间 6400 万剂，但替代率不会达到 100%，下面我们会进行一个测算。

我们的观点——看好该品种将是一个大品种：

- 1、 联合疫苗是发展趋势，AC-Hib 联合疫苗将会成为 Hib 成熟后的高端替代品种，公司作为第一个生产厂家，又有非常强的销售能力和 Hib 50% 的市场占有率，AC-Hib 的市场推广不用担心；
- 2、 AC-Hib 可以带来较大弹性：作为独家品种，AC-Hib 疫苗定位高端，参考目前百白破+hib 联合疫苗(终端价 460)、百白破灭活脊灰 hib 联合疫苗(终端价格 798)，假设出厂价格为终端价格 50%，我们假设未来 AC-Hib 出厂价 180 元/支，以下做一个测算：该产品销售 300 万支，净利润可超过智飞目前的规模。

表 1 AC-Hib 效益测算表

项目	情景 1	情景 2	情景 3	情景 4
销售数量(百万支)	200	300	500	800
收入(万)	36000	54000	90000	144000
净利润(万)	18000	27000	45000	72000
EPS	0.45	0.675	1.125	1.8

资料来源：中投证券研究所

二、代理和自主研发同时进行，未来新品种丰富

1、公司 11 年-12 年和默沙东签订多个协议，包括代理合作协议以及全面战略合作协议，目前取得 HPV 宫颈癌疫苗、轮状病毒疫苗等产品未来中国大陆市场市场推广权，未来还有呼吸道合胞病毒疫苗等新产品的合作。

默沙东作为全球五大疫苗龙头企业之一，拥有非常多新型疫苗，智飞通过合作的模式，有望分享新品种进中国的收益。

2、公司通过自主研发，不断申报新品种，未来将补充公司自产品种的产品线：

2012 年公司取得 Hib 疫苗批文，补充自主产品线；不断申报新的品种：

- 1、已经申报的有 23 价肺炎多糖、EV71 疫苗，即将要申报的有 ACYW135 四价结合疫苗、15 价肺炎结合、细菌性痢疾结合疫苗等，后续在研发的还有 HPV 等疫苗，数量多；
- 2、在研产品选择上以市场为导向，都是新型疫苗，市场竞争少，潜力大：基于公司在终端的影响力，对于市场的敏感度很高，选择的疫苗都是新型疫苗和市场空间大的疫苗，品种好。比如肺炎疫苗系列的 15 价结合和 23 价多糖，肺炎疫苗是发展的一个方向；EV71 手足口疫苗是国家疫苗产业支持的重点品种，目前尚没有产品等。

表 2 公司已有和在研产品一览表

疫苗种类	状态	申请时间	预计/上市时间
ACYW135 四价流脑疫苗	已获批文，在生产	/	2008 年 5 月
AC 多糖结合疫苗	已获批文，暂停生产	/	/
Hib(b 型流感嗜血杆菌疫苗)	已获批文，在生产	/	2012 年 1 月
AC 脑膜炎球菌多糖疫苗	已获批文	/	2012 年
AC 群脑膜炎球菌-Hib 多糖结合疫苗	申报生产批件，获现场检查通知	/	预计 2013 年底
注射用母牛分枝杆菌	三期临床试验批件	2013 年 1 月	2015 年后
23 价肺炎多糖疫苗	申报临床批件	2012 年 4 月	2015 年后
手足口病疫苗(EV71)	申报临床批件	2012 年 4 月	2015 年后
ACYW135 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗	申报临床批件	2012 年 6 月	2015 年后
流感病毒裂解疫苗	申报临床批件	2012 年 3 月	2015 年后
冻干重组结核疫苗 (AEC/BC02)	申报临床批件	2013 年 3 月	2015 年后
ABC 群脑膜炎球菌疫苗	实验室阶段	/	2015 年后
15 价肺炎结合疫苗	实验室阶段	/	2015 年后
细菌性痢疾结合疫苗	实验室阶段	/	2015 年后
伤寒-副伤寒外膜蛋白疫苗	实验室阶段	/	2015 年后
水痘疫苗	实验室阶段	/	2015 年后

资料来源：公司公告、国家食品药品监督局、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
流动资产	1962	2008	2045	2218
现金	1453	1452	1430	1389
应收账款	258	289	343	462
其他应收款	54	65	77	104
预付账款	34	45	43	58
存货	155	147	141	190
其他流动资产	8	10	12	16
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	2554	2747	3073
流动负债	129	165	160	200
短期借款	0	8	8	8
应付账款	7	9	9	12
其他流动负债	122	148	143	180
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	178	172	213
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	568	767	1053
归属母公司股东权益	2258	2376	2575	2861
负债和股东权益	2404	2554	2747	3073

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	221	182	203	218
净利润	196	218	259	380
折旧摊销	19	20	25	29
财务费用	-33	-29	-14	-13
投资损失	-3	-3	-3	-3
营运资金变动	4	-23	-67	-181
其他经营现金流	39	-1	3	6
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	-63	-46	-81
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	-71	-46	-81
现金净增加额	-165	-1	-22	-42

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	761	902	1216
营业成本	251	327	312	423
营业税金及附加	9	11	14	18
营业费用	130	152	180	201
管理费用	77	84	102	137
财务费用	-33	-29	-14	-13
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	211	304	446
营业外收入	39	45	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	230	255	303	445
所得税	34	38	45	65
净利润	196	218	259	380
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	196	218	259	380
EBITDA	177	202	315	461
EPS (元)	0.49	0.54	0.65	0.95

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	-14.7%	21.1%	18.5%	34.7%
营业利润	-35.0%	10.3%	44.0%	46.8%
归属于母公司净利润	-23.5%	11.0%	18.7%	46.9%
获利能力				
毛利率	60.1%	57.0%	65.4%	65.2%
净利率	31.2%	28.6%	28.7%	31.2%
ROE	8.7%	9.2%	10.0%	13.3%
ROIC	16.3%	16.3%	21.1%	24.6%
偿债能力				
资产负债率	6.1%	7.0%	6.3%	6.9%
净负债比率	0.00%	4.51%	4.65%	3.76%
流动比率	15.22	12.17	12.82	11.09
速动比率	14.02	11.28	11.94	10.14
营运能力				
总资产周转率	0.27	0.31	0.34	0.42
应收账款周转率	2	3	3	3
应付账款周转率	61.20	39.89	34.37	40.51
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.49	0.54	0.65	0.95
每股经营现金流(最新摊薄)	0.55	0.45	0.51	0.54
每股净资产(最新摊薄)	5.65	5.94	6.44	7.15
估值比率				
P/E	79.05	71.23	60.01	40.86
P/B	6.87	6.53	6.03	5.43
EV/EBITDA	80	70	45	31

请务必阅读正文之后的免责条款部分

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——2012年连续6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，2012年获第1名。

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，10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，负责中药研究；

余文心，医药行业分析师，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，负责医疗器械及部分中药股研究。

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，旨为派发给本公司客户及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。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，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，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，但我们将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，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。该研究报告谢绝媒体转载。

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

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

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

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