

2014年01月22日

证券研究报告·公司研究·医药生物

增持(维持)

当前价: 51 元



智飞生物(300122)公告点评

水痘疫苗上市或提前, 产品结构优化

投资要点

- **事件:** 签署《股权转让框架协议》, 拟收购上海荣盛生物药业有限公司涉及疫苗产品相关业务和资产的 85% 股权。
- **水痘疫苗为在儿童中高度传染, 其传播率高达 90%。** 水痘-带状疱疹病毒初次感染人体的表现为水痘, 并由此造成终生潜伏感染, 潜伏感染病毒再次活动导致产生带状疱疹。水痘具有高度传染性, 在儿童中的传播率可达 90% 以上, 1-12 岁为水痘高发年龄组。感染水痘-带状疱疹病毒后一般采取对症治疗, 无特效治疗药物, 疫苗是预防和控制该疾病的最佳手段。
- **水痘疫苗的市场空间较大, 估算公司将享有 200 万人份的市场份额。** 拟收购上海荣盛的水痘疫苗目前处于生产检查阶段, 预计通过 GMP 认证是将在 14 年, 比智飞目前自主研发的水痘疫苗(实验室阶段)进展要提前。中检所在 2012-2013 年两年累计批签发数量超过 3000 万剂, 市场规模约 8-12 亿元/年。目前国内水痘疫苗市场现有 4 个国产品牌, 分别为长春百克、长春长生、长春祈健、上海所生产; 1 个国外品牌, 即 GSK 生产, 目前市场占有率最高的为长春祈健。据统计每年大约有 1500 万新生儿出生, 且目前国家政策放宽“二胎政策”, 预计每年二胎新生儿数量为 160 万; 如果按照每个适龄儿童接种一剂次计算, 每年对水痘疫苗的需求应该在 1660 万人份以上, 新增长的市场空间约为 1.3 亿。以智飞生物优秀的销售能力做支撑, 估计公司该产品的峰值销售量为 200 万人份以上, 给公司每年带来新增收入 1.6 亿元。
- **首次获得病毒类疫苗产品的生产能力, 产品结构进一步优化。** 公司目前自产的产品如 Hib 疫苗、流脑疫苗及微卡等, 都不属于病毒类疫苗, 而是细菌类疫苗, 并且大都提取的致病菌单一抗原作为免疫原, 也未使用过病毒类疫苗生产惯用的减毒或者灭活技术。在销售的病毒疫苗都是代理其他厂商如默克的“维康特”。病毒疫苗的优势在于初免后的免疫反应可以直接消灭侵入人体的病毒, 而细菌类疫苗初免后的免疫反应是针对细菌的致病媒介而不是细菌本身。病毒类疫苗生产工艺暂为公司欠缺, 本次收购恰好可以弥补公司在该领域的空白, 增强竞争力, 为在研病毒类疫苗储备生产技术。

	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	764.62	864.94	1291.53	1697.71
增长率	21.61%	13.12%	49.32%	31.45%
归属母公司净利润(百万元)	217.94	165.34	339.71	446.04
增长率	10.98%	-24.14%	105.46%	31.30%
每股收益 EPS(元)	0.545	0.413	0.849	1.115
净资产收益率 ROE	9.17%	6.57%	12.12%	14.02%
PE	93.60	123.38	60.05	45.75
PB	8.59	8.11	7.28	6.41

数据来源: 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广

执业证号: S1250513070001

电话: 023-63812537

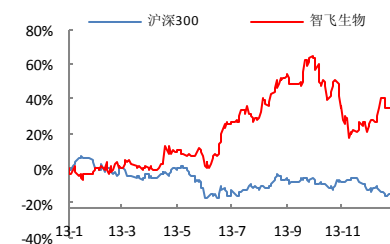
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

研究助理: 何治力

电话: 023-67898264

邮箱: hzl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

基础数据

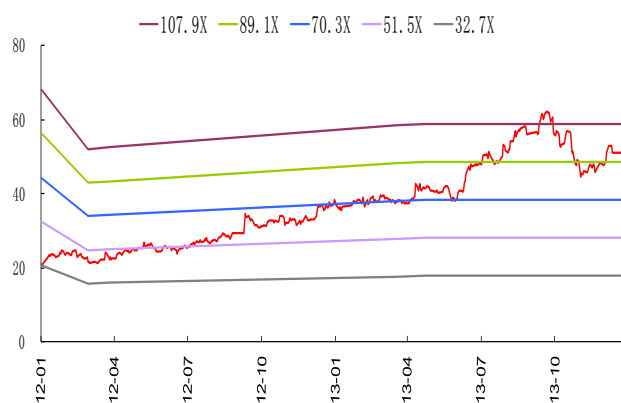
总股本(亿股)	4
流通 A 股(亿股)	1.45
52 周内股价区间(元)	34.5-64.89
总市值(亿元)	204.00
总资产(亿元)	25.33
每股净资产(元)	5.97

相关研究

1. 智飞生物(300122): 产品结构合理, 疫苗市场销售看好 (2013-10-30)
2. 智飞生物(300122): 自产、代理品种齐发力, 其业绩将加速增长 (2013-08-01)
3. 智飞生物(300122): 内外兼修, 产品梯队丰富 (2013-07-05)

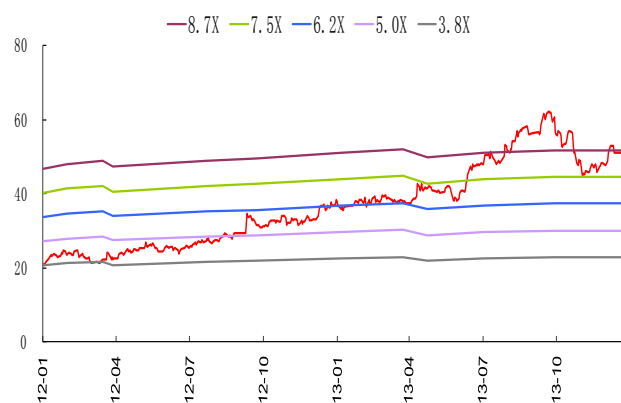
- **估值分析与投资策略。**由于受年度医药行业不良事件对疫苗销售的影响，我们下调 13 年、14 年、15 年 EPS 分别为 0.41 元、0.85 元、1.12 元（先前我们预测的每股收益分别为 0.65 元、0.89 元、1.37 元）。现对应的 PE 分别为 123.38 倍、60.05 倍、45.75 倍。我们认为：虽然目前的估值偏高，但是看好公司的销售能力、合理的产品梯队以及将要上市的 AC-Hib 三联疫苗和 HPV 疫苗等重磅产品的潜力，后期将消化高估值。随着本次收购的顺利进行，公司提前进入水痘疫苗领域，且将获得病毒类疫苗产的生产能力，产品结构将进一步优化，故而维持“增持”评级。
- **风险提示：**拟收购的水痘疫苗 GMP 认证或慢于预期、疫苗安全风险。

图 1：公司 PE-Band 分布



数据来源：Wind, 西南证券

图 2：PB-Band 分布



数据来源：Wind, 西南证券

附录：财务预测表（单位：百万元）

资产负债表	2012	2013E	2014E	2015E	利润表	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	1249.54	1544.14	1409.65	1923.02	营业收入	764.62	864.94	1291.53	1697.71
应收和预付款项	377.17	402.06	751.93	757.44	减:营业成本	338.25	379.53	509.38	624.25
存货	225.39	27.07	311.76	103.49	营业税金及附加	7.15	10.97	16.38	21.54
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	营业费用	148.84	185.53	292.92	435.12
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	管理费用	84.66	105.61	159.63	215.27
投资性房地产	1.25	1.06	0.87	0.68	财务费用	-31.24	-53.23	-86.44	-123.23
固定资产和在建工程	308.45	229.27	192.08	154.90	资产减值损失	1.44	42.00	0.00	0.00
无形资产和开发支出	287.63	257.11	226.60	196.08	加:投资收益	4.21	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	43.73	37.76	31.78	31.78	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	2493.16	2498.47	2924.67	3167.38	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润	219.72	194.52	399.65	524.76
应付和预收款项	97.42	-37.32	101.13	-33.98	加:其他非经营损益	36.48	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	利润总额	256.20	194.52	399.65	524.76
其他负债	19.73	19.73	19.73	19.73	减:所得税	38.26	29.18	59.95	78.71
负债合计	117.15	-17.59	120.86	-14.25	净利润	217.94	165.34	339.71	446.04
股本	400.00	400.00	400.00	400.00	减:少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积	1407.96	1407.96	1407.96	1407.96	归属母公司股东净利润	217.94	165.34	339.71	446.04
留存收益	568.04	708.10	995.85	1373.67	现金流量表	2012	2013E	2014E	2015E
归属母公司股东权益	2376.01	2516.06	2803.81	3181.64	经营性现金净流量	96.36	288.46	-115.77	544.10
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资性现金净流量	0.11	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	2376.01	2516.06	2803.81	3181.64	筹资性现金净流量	-90.02	6.14	-18.73	-30.73
1 负债和股东权益合计	2493.16	2498.47	2924.67	3167.38	现金流量净额	6.45	294.60	-134.49	513.37

数据来源: 西南证券

独立性与免责声明

本报告主要作者具有证券分析师资格，报告所采用的数据均来自合法、合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，研究过程及结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，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询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，仅限内部使用，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

西南证券研究发展中心

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼
邮编：400023
电话：（023）63725713
网站：www.swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：（010）57631234
邮箱：research@swsc.com.cn