

新产品将获批，增长令人期待

增持首次评级

目标价格：60 元

投资要点：

- 📖 现有产品有望高速增长。
- 📖 新产品今年内获批为大概率事件。
- 📖 公司研发投入不断加大、后续储备品种研发按计划进行。

报告摘要：

- **现有产品有望高速增长。**去年 10 月新药典和今年新版 GMP 的实施，使得 Hib 疫苗的生产厂家需要按照新的要求更新产品，整体市场受到了一些影响。从批签发的数据来看，沃森 3 月通过一部分，4-5 月新进入的诺华和 GSK 通过一些。我们认为 Hib 今年的总体市场规模会低于去年，而沃森有望获得数量和份额上的提升，尤其高毛利的预灌封系列增速更快。冻干 AC 多糖结合疫苗今年前五个月已经批签发 163w 支，同比增长近 1 倍，预计全年销量将保持 60% 以上的增长。
- **新产品今年内获批为大概率事件。**公司目前已有 4 个品种在申请新药批件，其中 AC 多糖疫苗和 ACYW135 多糖结合疫苗 2009 年开始申报，去年 8 月递交补充资料后，目前在现场核查阶段，试生产的样品经检测合格后进入审评程序。预计今年年内能完成审批，明年起贡献利润，再加上明年有望上市的流感疫苗和百白破疫苗，新的增长点将到来。
- **募投的玉溪疫苗产业园二期基本完工。**目前设备均已经到位，等新产品获批后，可以很快申请通过 GMP 认证，并开始生产。明年能实际贡献利润。公司也着手开始兴建三期，为肺炎疫苗等品种做生产基地。
- **后续储备品种研发按计划实施。**最近，公司的几个合作项目先后被终止，但考虑到公司不断加大的研发投入和科研能力，我们认为后续品种的推出不会受到影响，公司现有 20 个疫苗在研，最被看好的 9 价肺炎疫苗，目前进入临床申请审评阶段，还有 CPG 佐剂的重组乙肝疫苗，刚获得临床批件。
- **综上，我们对公司 2011-2013 年盈利预测：1.55 元、1.99 元、2.64 元，目前估值为 11 年 35X，给予“增持”评级，目标价 60 元。**

主要经营指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	239	359	457	629	842
净利润(百万元)	76	154	233	299	396
EPS(元)	0.51	1.03	1.55	1.99	2.64
P/E	53.97	35.57	35.38	27.58	20.80
P/S	22.38	22.97	15.31	18.01	13.09
P/B		3.23	2.96	2.74	2.49

联系人：

吴 洋

电 话：01088085967

Email: wuyang@hysec.com

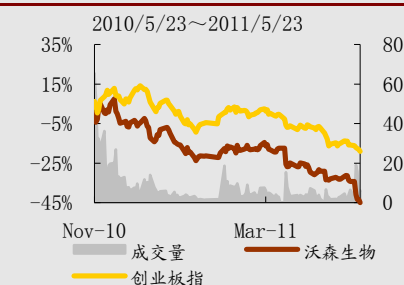
分析师：

孙伟娜 (S1180511010011)

电 话：01088085269

Email: suiweina@hysec.com

市场表现



股东户数

报告日期	户均持股数变化	筹码集中度
20110331	2173	
20101231	1706	
20101111	543	

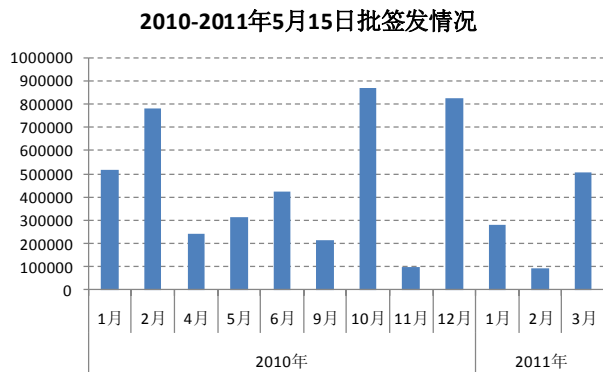
数据来源：港澳资讯

机构持股汇总

报告日期	20100331	20091231
基金持股		
占流通 A 股比		
持股家数及进出情况		

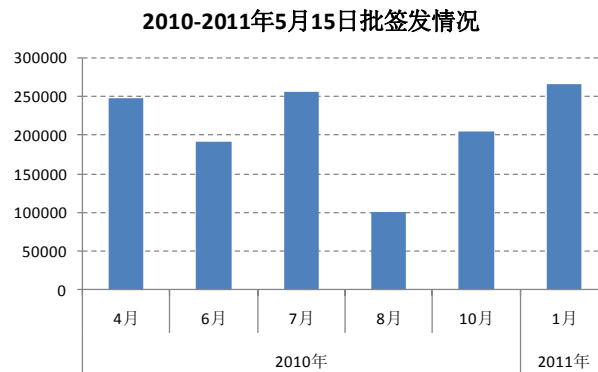
数据来源：港澳资讯

图 1: Hib 结合疫苗（西林瓶）批签发情况



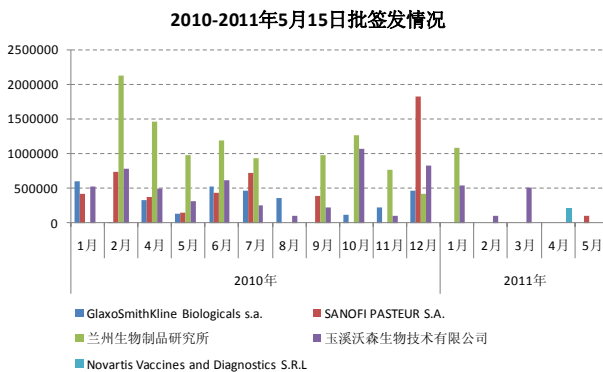
资料来源: 中国食品药品检定研究院、宏源证券

图 2: Hib 结合疫苗（预灌封）批签发情况



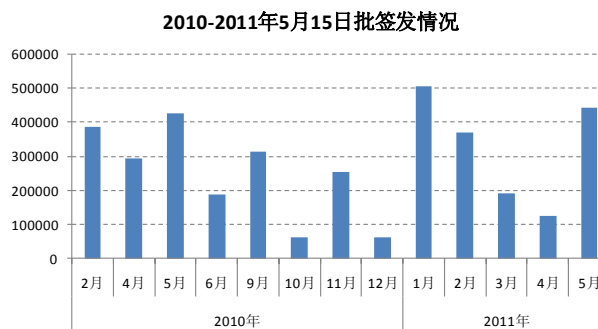
资料来源: 中国食品药品检定研究院、宏源证券

图 3: 全国 Hib 疫苗批签发情况



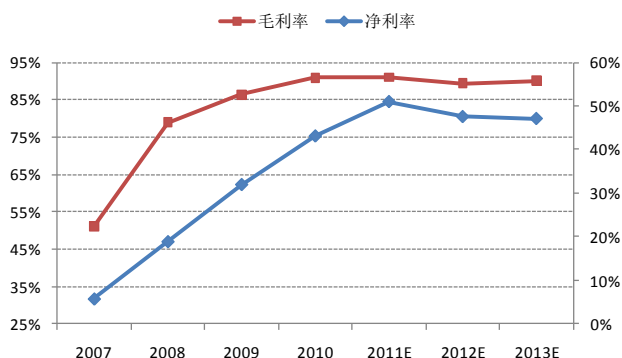
资料来源: 中国食品药品检定研究院、宏源证券

图 4: 冻干 AC 群多糖结合疫苗批签发情况



资料来源: 中国食品药品检定研究院、宏源证券

图 5: 公司盈利能力预测



资料来源: 宏源证券

表 1：财务预测

资产负债表						利润表（百万元）					
	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	80	80	2340	2452	2560	营业收入	239	359	457	629	842
应收票据	7	7	21	28	37	营业成本	33	33	41	67	84
应收账款	92	92	195	347	464	营业税金及附加	2	3	4	5	7
预付款项	31	31	7	10	13	销售费用	61	92	117	161	215
其他应收款	1	1	6	7	9	管理费用	32	53	67	89	115
存货	23	23	37	61	77	财务费用	3	4	-32	-33	-35
其他流动资产	0	0	2	3	4	资产减值损失	7	2	-3	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资收益	-12	0	0	0	0
固定资产	91	91	88	343	439	汇兑收益	0	0	0	0	0
在建工程	12	12	238	159	155	营业利润	89	173	264	342	456
工程物资	0	0	3	3	3	营业外收支净额	5	10	10	10	10
无形资产	35	35	34	66	84	税前利润	94	183	274	351	466
长期待摊费用	6	6	1	0	0	减：所得税	18	29	41	53	70
资产总计	386	386	2986	3498	3864	净利润	76	154	233	299	396
短期借款	20	20	110	100	100	减：少数股东损益	0	0	0	0	0
应付票据	0	0	0	0	0	归属于母公司的净利润	76	154	233	299	396
应付账款	13	13	61	74	93	基本每股收益	1.02	1.54	1.55	1.99	2.64
预收款项	2	2	0	-31	-54	稀释每股收益	1.02	1.54	1.55	1.99	2.64
应付职工薪酬	2	2	6	6	6	财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
应交税费	15	15	25	25	25	成长性					
其他应付款	19	19	24	29	32	营收增长率	29.9%	50.0%	27.5%	37.5%	33.8%
其他流动负债	27	27	62	140	202	EBIT增长率	160.4%	61.1%	27.6%	34.4%	36.8%
长期借款	87	87	78	78	78	净利润增长率	120.0%	102.3%	50.8%	28.3%	32.6%
负债合计	211	211	436	491	551	盈利性					
股东权益合计	175	175	2551	3007	3314	销售毛利率	78.9%	86.4%	90.9%	91.0%	89.4%
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	销售净利率	0.0%	31.9%	43.0%	50.9%	47.5%
净利润	76	154	233	299	396	ROE	0.0%	43.7%	6.1%	7.7%	9.0%
折旧与摊销	12	12	30	46	62	ROIC	#####	3.24%	5.43%	6.02%	7.39%
经营活动现金流	36	174	175	243	334	估值倍数					
投资活动现金流	-21	-85	-116	-171	-171	PE	26.9	54.0	35.6	35.4	27.6
融资活动现金流	30	2171	22	-42	-55	P/S	22.4	23.0	15.3	18.0	13.1
现金净变动	46	2260	82	31	108	P/B	23.58	2.15	2.96	2.74	2.49
期初现金余额	34	80	2340	2422	2452	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.9%
期末现金余额	80	2340	2422	2452	2560	EV/EBITDA	78.1	27.3	17.7	23.2	16.7

联系人简介:

吴洋: 宏源证券医药行业分析师, 中国人民银行研究生部金融学硕士, 2 年医药行业研究经验。主要研究覆盖公司: 上海凯宝、华润三九、云南白药、信立泰、华海药业、哈药股份、鱼跃医疗、智飞生物等。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaozen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告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、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。