

新产品将获批，增长令人期待

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。
- **新产品年内获批为大概率事件。**公司目前已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

增持首次评级

目标价格：60元

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

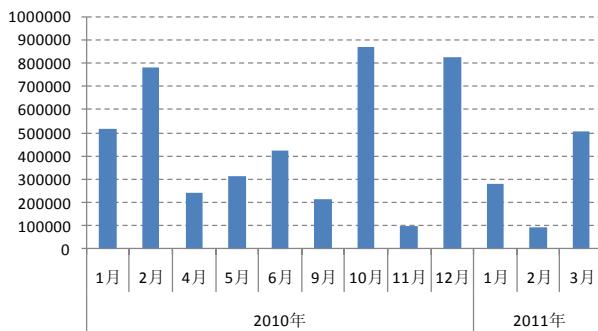
报告日期	户均持股数变化	筹码集中度
20110331	2173	
20101231	1706	
20101111	543	

数据来源：港澳资讯

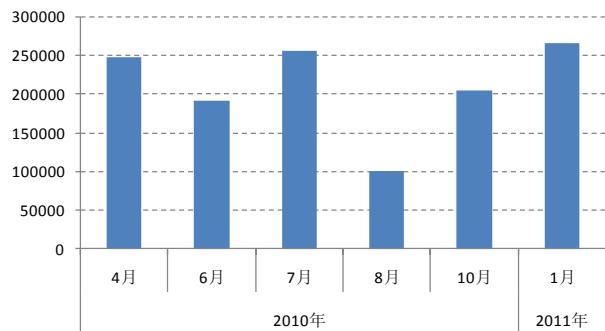
机构持股汇总

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		

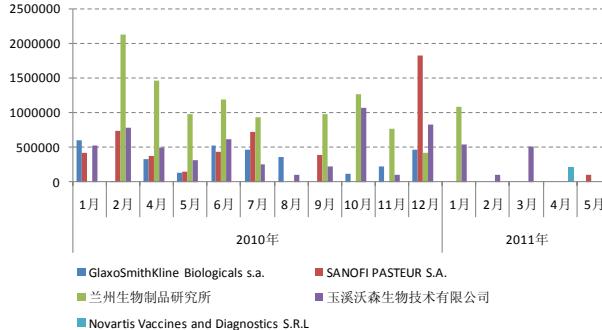
数据来源：港澳资讯

图 1: Hib 结合疫苗 (西林瓶) 批签发情况
2010-2011年5月15日批签发情况


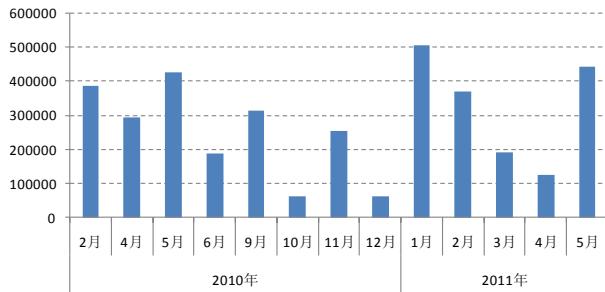
资料来源: 中国食品药品检定研究院、宏源证券

图 2: Hib 结合疫苗 (预灌封) 批签发情况
2010-2011年5月15日批签发情况


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
2010-2011年5月15日批签发情况


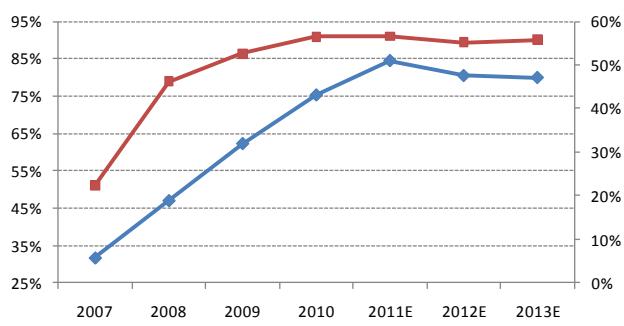
资料来源: 中国食品药品检定研究院、宏源证券

图 4: 冻干 AC 群多糖结合疫苗批签发情况
2010-2011年5月15日批签发情况


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

■ 毛利率 ▲ 净利率



资料来源: 宏源证券

表 1: 财务预测

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

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	郭振举	张璐	崔秀红
010-88085790	010-88085798	010-88085978	010-88085788
zenglijie@hysec.com	guozhenju@hysec.com	zhang jun3@hysec.com	cuixiuhong@hysec.com
贾浩森	牟晓凤	王俊伟	雷增明
010-88085279	010-88085111	021-51782236	010-88085989
jiahaosen@hysec.com	muxiaofeng@hysec.com	wang junwei@hysec.com	leizengming@hysec.com
	孙利群	赵佳	罗云
	010-88085756	010-88085291	010-88085760
	sunliqun@hysec.com	zhaojia@hysec.com	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个月内公司的股价(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。