

2010年09月07日

公司研究

新股研究

建议询价区间：29.8 – 35.5 元

疫苗市场的民营企业龙头

——智飞生物(300122)新股研究

核心观点

询价结论：

我们预计公司 2010-12 年 EPS 分别为 0.71 元、0.96 元和 1.14 元。我们认为公司 10 年 PE 在 42-50 倍间较为合适，以公司 10 年 EPS 0.71 元计算，公司的合理股价应为 29.8-35.5 元，建议按合理价位申购。

主要依据：

公司是国内综合实力最强的民营生物疫苗企业。最近三年公司产品销售量分别占我国二类疫苗市场 10.99%、11.13%和 10.78%的份额，在民营疫苗企业中居首位。公司目前拥有行业内规模最大、覆盖最全、深入终端的疫苗营销网络体系。公司采用自主和买断代理业务相结合的营销模式，通过代理业务培育和发展市场，短时间内完成初始资本和市场积累，为发展提供了稳定的利润来源，提高了公司的抗风险能力；同时以自主产品提高盈利能力，增强企业长期发展的动力和可持续发展能力。

公司自主产品系列丰富，A 群 C 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗、ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗和注射用母牛分枝杆菌(微卡)3 个品种已上市；Hib 疫苗等 5 项新产品正在申请药品批准文号；AC 群脑膜炎球菌-b 型流感嗜血杆菌多糖结合疫苗已进入 III 期临床；ABC 群脑膜炎球菌疫苗等 15 项新产品处于实验室研发阶段。随着自主产品的陆续推出，自主产品对公司业绩的贡献将不断提高，并将增强公司的盈利能力，推动公司未来的业绩增长。

公司本次募集资金将主要投入绿竹制药产业化基地项目、安徽龙科马注射用母牛分枝杆菌生产车间技术改造项目、智飞生物疫苗研发中心建设项目和智飞生物仓储物流基地及营销网络建设项目 4 个项目，总投资额 6.25 亿元。募投项目的实施将进一步扩大公司的市场规模，提高公司的自主创新能力，增强公司的核心竞争实力，为公司未来发展奠定坚实的基础。

风险提示：

公司可能面临以下风险：1、市场竞争风险、2、新产品研发风险、3、募集资金投资项目市场开拓风险、4、产品替代风险、5、买断代理业务风险

财务数据与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	604	725	1,017	1,413
同比增速(%)	2.32%	20.01%	40.26%	38.93%
净利润(百万)	232	283	382	457
同比增速(%)	21.86%	22.03%	35.24%	19.54%
EPS(元)	0.64	0.71	0.96	1.14

基础数据

总股本(万股)	36000.00
流通A股(万股)	0.00
总市值(亿元)	0.00
总资产(亿元)	5.18
每股净资产(元)	1.25
建议询价区间(元)	29.8-35.5

研究员：徐昊

电话：010-84183293

Email：xuhao@guodu.com

执业证书编号：S0940210060003

联系人：潘蕾

电话：010-84183157

Email：panlei@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

表 1: 本次发行基本情况

公司名称	重庆智飞生物制品股份有限公司
公司简称	智飞生物
发行地	深圳
发行日期	2010-9-13
申购代码	300122
发行股数(万股)	4,000
发行方式	网下询价、上网定价
发行后总股本(万股)	40,000
每股盈利(2009年)	0.64
发行后全面摊薄每股收益(2009年)	0.58
发行前每股净资产(元)	1.25

资料来源: 上市公司招股说明书, 国都证券研究所

表 2: 公司本次发行前后股权结构

股东名称	发行前股本结构		发行后股本结构	
	持股(万股)	持股比例	持股(万股)	持股比例
蒋仁生	22320	62%	22320	55.8%
吴冠江	10440	29%	10440	26.1%
蒋凌峰	2160	6%	2160	5.4%
蒋喜生	360	1%	360	0.9%
余农	360	1%	360	0.9%
陈渝峰	360	1%	360	0.9%
社会公众股	-	-	4000	10%
合计	36000	100%	40000	100%

资料来源: 上市公司招股说明书, 国都证券研究所

表 3: 公司本次募集资金投向的项目

投资项目	投资总额(万元)
北京绿竹生物制药有限公司产业化基地项目	38,593.19
注射用母牛分枝杆菌生产车间技术改造项目	11,336.22
智飞生物疫苗研发中心建设项目	7,659.50
智飞生物仓储物流基地及营销网络建设项目	4,949.25
其它与主营业务相关的营运资金项目	-
合计	62538.16

资料来源: 上市公司招股说明书, 国都证券研究所

表 4: 公司主要产品收入预测表

单位: 万元		2009	2010E	2011E	2012E
A 群 C 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗	收入	45.03	58.54	76.10	102.73
	成本	2.66	3.80	4.95	6.68
ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗	收入	145.50	189.15	245.89	344.25
	成本	5.14	6.62	9.84	13.77
注射用母牛分支杆菌(微卡)	收入	33.01	39.61	59.42	101.01
	成本	2.39	4.75	7.13	12.12
Hib 疫苗	收入	270.22	337.78	439.11	570.85
	成本	140.49	172.27	223.95	291.13
甲型肝炎减毒活疫苗	收入	71.33	72.04	72.76	73.49
	成本	27.11	29.54	29.83	30.13

资料来源：上市公司招股说明书，国都证券研究所

表 5：盈利预测表

单位：万元	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入	60,405	72,489	101,671	141,254
营业收入	60,405	72,489	101,671	141,254
营业总成本	34,653	39,240	56,705	87,503
营业成本	18,850	22,256	32,742	54,209
营业税金及附加	991	1,203	1,688	2,345
销售费用	10,580	10,873	15,251	21,188
管理费用	4,203	4,784	6,710	9,323
财务费用	-36	7	10	14
资产减值损失	64	116	305	424
其他经营收益				
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	25,751	33,249	44,965	53,752
加：营业外收入	338	0	0	0
减：营业外支出	20	0	0	0
利润总额	26,069	33,249	44,965	53,752
减：所得税	2,910	4,987	6,745	8,063
净利润	23,159	28,262	38,220	45,689
减：少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	23,159	28,262	38,220	45,689
每股收益	0.64	0.71	0.96	1.14

资料来源：上市公司招股说明书，国都证券研究所

表 6：部分医药公司估值情况

公司名称	股价（元）	EPS（元）			PE		
	2010.9.6	2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E
天坛生物	23.78	0.41	0.52	0.65	58.00	45.73	36.58
华兰生物	48.25	1.69	1.37	1.62	28.55	35.22	29.78
长春高新	49.69	0.56	0.88	1.07	88.73	56.47	46.44
中牧股份	26.77	0.72	0.8	0.98	37.18	33.46	27.32
平均	-	-	-	-	53.12	42.72	35.03

资料来源：wind，国都证券研究所

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理、宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	吴煊	策略研究	wuxuan@guodu.com
邓婷	金融	dengting@guodu.com	邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com
徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com	潘蕾	医药	panlei@guodu.com
曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com	王招华	钢铁	wangzhaohua@guodu.com
刘芬	汽车及零部件	liufen@guodu.com	王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com
鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com	肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
魏静	机械	weijing@guodu.com	赵宪栋	商业贸易	zhaoxiandong@guodu.com
胡博新	医药行业	huboxin@guodu.com	姜瑛	IT	jiangying@guodu.com
刘斐	煤炭、基础化工	liufei@guodu.com	傅浩	建筑建材	fuhao@guodu.com
王双	石化	wangshuang@guodu.com	汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com
李韵	纺织服装	liyun@guodu.com	吕爱兵		lvaiying@guodu.com
姚小军	基金	yaoxiaojun@guodu.com	陈薇	衍生品	chenwei@guodu.com
苏昌景	数量研究	suchangjing@guodu.com	吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com
赵荣杰	衍生品	zhaorongjie@guodu.com	李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com