

二类疫苗品种丰富 自产代理比翼双飞

智飞生物 (300122)

建议询价区间: 28.33 元-31.87 元

新股定价报告

2010 年 9 月 8 日

星期三

东海证券新医药研究小组

袁舰波

执业证书编号: S0630208010052

医药生物行业 高级分析师

021-50586660-8628

屈旻

执业证书编号: S0630208010053

医药生物行业 分析师

021-50586660-8643

联系人: 李惜浣

010-59707110

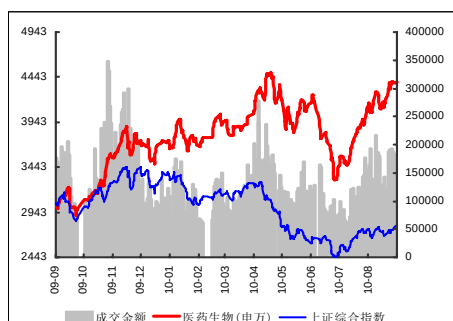
发行数据

发行前总股本(万股)	3,6000
本次发行股数(万股)	4000
发行后总股本(万股)	4,0000

发行后股权结构

蒋仁生	55.80%
吴冠江	26.10%
社会公众股	10.00%
其他股东	8.10%

医药行业相对上证综指走势图



投资要点

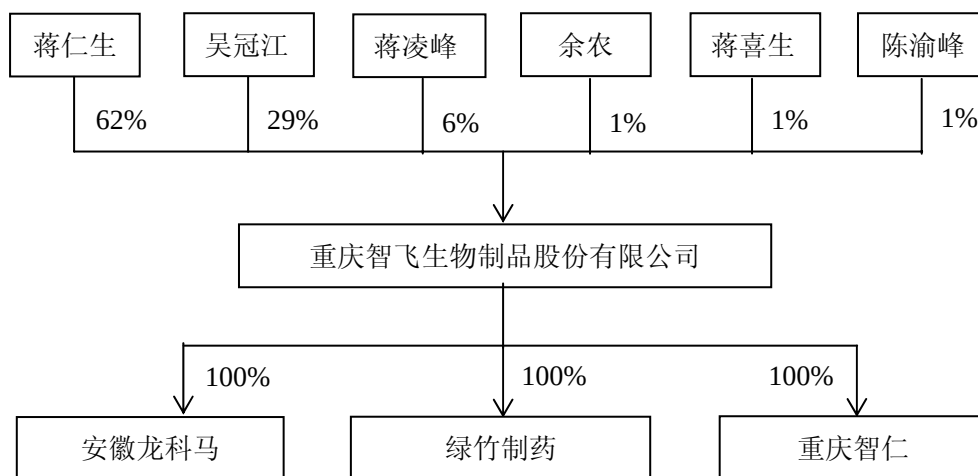
- 公司本次 IPO 计划公开发行人民币普通股 (A 股) 不超过 4000 万股。集资金到位后, 将主要用于绿竹制药产业化基地项目、注射用母牛分枝杆菌生产车间技术改造项目、智飞生物疫苗研发中心建设项目以及智飞生物仓储物流基地及营销网络建设项目。
- 公司主营二类疫苗, 产品品种丰富, 毛利率高。主要产品在细分市场竞争力强, 自主产品 ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗 2009 年市场占有率排名第一; A 群 C 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗上市后连续两年市场占有率排名第二; 注射用母牛分枝杆菌 (微卡) 为国内外独家产品, 是 WHO 在结核病免疫治疗方案中唯一推荐的品种, 市场前景巨大; 独家买断代理产品 Hib 疫苗连续三年市场占有率排名第一。最近三年公司二类疫苗产品销售量占我国二类疫苗市场 10.99%、11.13% 和 10.78% 的份额, 在国内民营疫苗企业中排名第一。
- 公司通过自主业务和买断代理相结合, 具有明显的营销优势。公司建立之初通过买断代理业务短时间内做大了规模, 也为企业发展提供了稳定的利润来源。同时公司以自主产品谋发展, 创效益, 增强企业长期发展的后劲和可持续发展能力。
- 近年来, 我国政府加大了对疾病预防和控制系统的投入, 以扶持我国生物产业的发展。疫苗属国家重点支持产业之一, 并且二类疫苗企业在经营资格范围上逐步放开, 生物医药十二五规划也将对疫苗企业起到极大推动作用。
- 我们预测公司 2010-2012 年 EPS (摊薄) 分别为 0.71 元、0.87 元和 1.18 元。考虑到公司未来良好的成长性, 综合创业板新股上市的平均估值水平, 我们认为公司的合理价位在 28.33 元-31.87 元, 对应公司 2010 年的 EPS 市盈率分别为 40-45 倍。

1、公司基本情况

1.1 公司股权结构

重庆智飞生物制品股份有限公司是由重庆智飞生物制品有限公司整体变更设立的股份公司。本次发行前，控股股东、实际控制人蒋仁生及其关联股东蒋凌峰、蒋喜生合计持有本公司 24,840 万股股份，占股本总额的 69%，蒋仁生为本公司控股股东、实际控制人。

图 1：IPO 前智飞生物股权结构图



资料来源：公司招股说明书，东海证券研究所

1.2 公司主营业务

公司主营业务为疫苗、生物制品的研发、生产和销售，包括自主和买断代理两类产品。目前自主产品包括：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、微卡（注射用母牛分枝杆菌）等；独家买断代理产品包括：Hib 疫苗、甲肝减毒活疫苗等。最近三年公司二类疫苗产品销售量占我国二类疫苗市场 10.99%、11.13%和 10.78%的份额，在国内民营疫苗企业中排名第一。

表 1：公司主要产品列表

产品类别	疫苗品种	用途
自主产品	A 群C 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗	用于同时预防3 月龄以上人群 A 群C 群脑膜炎球菌感染
	ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗	用于同时预防 2 岁以上人群 A 群C 群 Y 群 W135 群脑膜炎球菌感染
	微卡（注射用母牛分枝杆	用于肺结核的辅助治疗，公司正在积极

	菌)	拓宽注射用母牛分枝杆菌的适应症，如支气管哮喘、过敏性鼻炎等
代理产品	Hib 疫苗	用于预防 3 月龄以上人群 b 型流感嗜血杆菌感染
	甲肝减毒活疫苗	用于预防 1 岁半以上人群的甲型肝炎病毒感染

资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

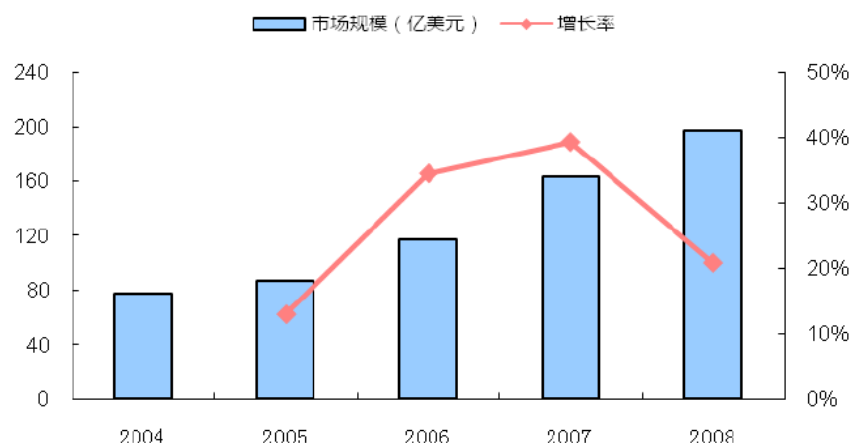
2、疫苗行业分析

疫苗是针对疾病的致病原或其蛋白（多肽、肽）、多糖或核酸，以单一实体或通过载体经免疫接种进入机体后，能诱导产生特异的体液和细胞免疫，从而使机体获得预防该病的自动免疫制剂。

2.1 全球疫苗市场现状

作为目前人类预防疾病最经济、最有效的武器，随着人们防疫意识的日益增强，疫苗行业将保持较快的增长速度。根据美国专业市场调查公司 Kalorama Information 研究报告显示，2004 年至 2008 年，全球疫苗行业的年复合增长率约为 28.40%，随着新品种的开发和现有品种扩展使用范围，预计 2008 年至 2013 年，全球疫苗市场的复合增长率达 13.1%，2013 年全球疫苗市场规模将超过 340 亿美元。虽然全球疫苗市场增长迅速，发展速度超过医药行业总体增长速度的两倍，但 2008 年全球药品销售额为 7,731 亿美元，疫苗市场仅占医药市场的 2.5% 左右，疫苗行业仍有巨大的发展空间。

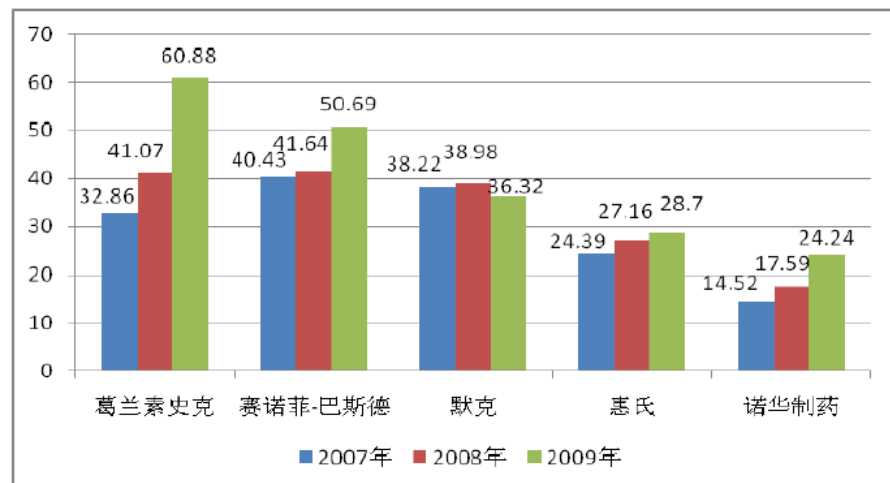
图 2：2004 年-2008 年全球疫苗市场规模



资料来源：《Vaccines: The World Market》(Kalorama Information)、东海证券研究所

目前，全球疫苗市场主要由葛兰素史克、赛诺菲—巴斯德、默克、惠氏和诺华制药所占据。

图 3: 全球五大疫苗巨头 2007-2009 年疫苗销售额对比 (单位: 亿美元)



资料来源: 公司招股说明书, 东海证券研究所

2.2 国内疫苗市场现状

我国现有疫苗生产企业 30 多家, 是世界上疫苗产品生产企业最多的国家, 年产疫苗超过 8 亿人份, 是世界第三大疫苗市场。我国疫苗市场由一类疫苗 (免疫规划) 市场和二类疫苗 (自费) 市场两部分构成, 一类疫苗由政府采购, 价格低廉, 利润不高, 主要针对儿童, 由国家免费提供, 市场规模稳定; 二类疫苗是指未列入国家免疫范畴的、由消费者自愿选择, 自费接种的疫苗, 该类疫苗价格相对较高, 利润也较高。尽管目前自愿接种二类疫苗的需求量还远少于免疫规划用的一类疫苗, 但随着公众对预防的关注度提升, 二类疫苗的市场将快速发展。

从市场份额看, 我国一类疫苗市场主要被国有企业垄断, 而发展中的民营企业正在快速崛起, 尤其是 2009 年的甲型 H1N1 疫苗主要被民营企业所占据; 在二类疫苗市场, 民营企业的市场份额已经超过国有企业。

表2: 最近三年国内市场主要企业市场份额 (按批签发数量)

疫苗类别	主要企业	2009 年	2008 年	2007 年	市场化程度
一类疫苗	国有企业 (六大所+昆明所)	83%	95%	95%	基本为中生集团垄断
	民营企业	16%	4%	5%	
	外资企业	1%	1%	0%	
	一类疫苗批签发数量占批签发总量的百分比	80%	75%	54%	
二类疫苗	国有企业 (六大所+昆明所)	35%	39%	71%	充分竞争
	民营企业	49%	41%	17%	
	外资企业	17%	20%	11%	

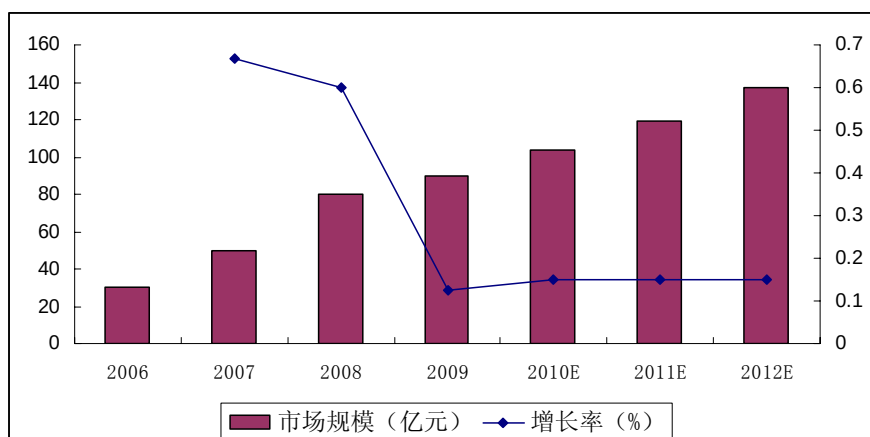
	二类疫苗批签发数量占批签发总量的百分比	20%	25%	46%	
--	---------------------	-----	-----	-----	--

2.3 行业未来发展趋势

2003 年 SARS 之后，我国政府认识到建立公共卫生防御体系的重要性，因此也加大了对疾控系统的投入，相应出台了一系列产业政策，如《国家重点鼓励发展的产业、产品和技术目录》、《促进生物产业加快发展的若干政策》、《中国生物产业发展战略》等，以扶持我国生物产业的发展。

我国人口的二类疫苗接种率低，以流感疫苗为例，我国易感人群的接种率不到 2%，处于很低水平，而欧美发达国家接种率普遍达到了 20%—30%，随着我国居民收入的不断提高和预防保健意识的普遍增强，居民健康投资支出的增加，接种率会逐步接近发达国家水平。此外，庞大的人口基数、每年约 1600 万的新生儿、人口老龄化以及新型农村合作医疗制度，都给未来的疫苗产业带来巨大的增长空间。

图 4: 2006 年-2012 年国内疫苗市场及发展趋势



资料来源：中国医药报，东海证券研究所

3、公司核心竞争能力分析

3.1 主营二类疫苗，产品品种丰富

公司目前上市的产品包括 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微卡（注射用母牛分枝杆菌）、Hib 疫苗、甲肝减毒活疫苗等。最近三年公司二类疫苗的市场占有率比较稳定，在国内民营疫苗企业稳居市场排名第一，2007 年、2008 年和 2009 年公司疫苗销售量分别占我国二类疫苗市场份额的 10.99%、11.13%和 10.78%。此外，Hib 疫苗（自

主生产)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经进入III期临床;ABC群脑膜炎球菌疫苗等15项新产品正处于实验室研发阶段。上述产品的陆续推出将极大增强公司可持续发展能力,为企业创造更大经济效益。

3.2 主要产品市场竞争力强

在细分产品市场上,公司自主产品ACYW135群脑膜炎球菌多糖疫苗于2008年5月上市,2008年占37.38%的份额,市场占有率排名第二,2009年上升到53.11%,市场占有率排名第一;A群C群脑膜炎球菌多糖结合疫苗于2008年3月上市,2008年占12.46%的份额,市场占有率排名第二,2009年上升到28.87%,市场占有率排名第二;注射用母牛分枝杆菌(微卡)为国内外独家产品,是WHO在结核病免疫治疗方案中唯一推荐的品种,为国家“十五”重大科研攻关课题用药,市场前景巨大;独家买断代理产品Hib疫苗最近三年分别占50.13%、56.68%和51.22%的市场份额,连续三年市场占有率排名第一;独家买断代理产品甲肝减毒活疫苗最近三年分别占22.59%、23.63%和26.85%的市场份额,市场占有率排名居于前列。

表 3: 2007-2009 年公司产品细分市场占有率

产品	项目	2009 年	2008 年	2007 年
ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗	本公司销售量	380.88	114	/
	细分市场销售总量	717.2	305	/
	占比	53.11%	37.38%	/
A 群 C 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗	本公司销售量	197.05	78.5	/
	细分市场销售总量	682.5	630	/
	占比	28.87%	12.46%	/
Hib 疫苗	本公司销售量	799.79	869.85	513.76
	细分市场销售总量	1560.9	1,534.60	1,024.80
	占比	51.22%	56.68%	50.13%
甲肝减毒活疫苗	本公司销售量	389.45	366.87	340.44
	细分市场销售总量	1450.23	1,552.80	1,507.30
	占比	26.85%	23.63%	22.59%

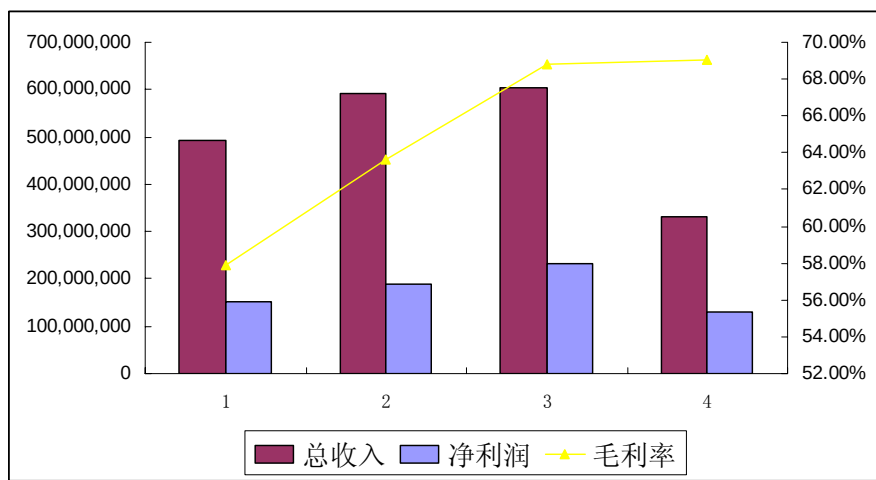
3.3 自主买断代理相结合 营销优势明显

公司建立之初依托我国庞大的人口和市场需求,通过买断代理业务培育了客户,发展了市场,短时间内做大了规模,掌握了营销渠道和下游终端,同时代理业务为企业发展提供了稳定的利润来源,增强了企业抗风险能力。同时公司以自主产品谋发展,创效益,增强企业长期发展的后劲和可持续发展能力。

4、公司财务分析

最近三年，公司净利润复合增长率为 23.43%。公司净利润持续增长的主要原因是在中国宏观经济形势和国家产业政策持续向好的大形势下，公司推行自主创新的发展战略，依靠自主研发求成长，不断推出技术水平高、适销对路的自主研发产品，由于自主研发产品毛利率较高，且公司严格控制各项费用的支出，因此公司净利润增长较快。

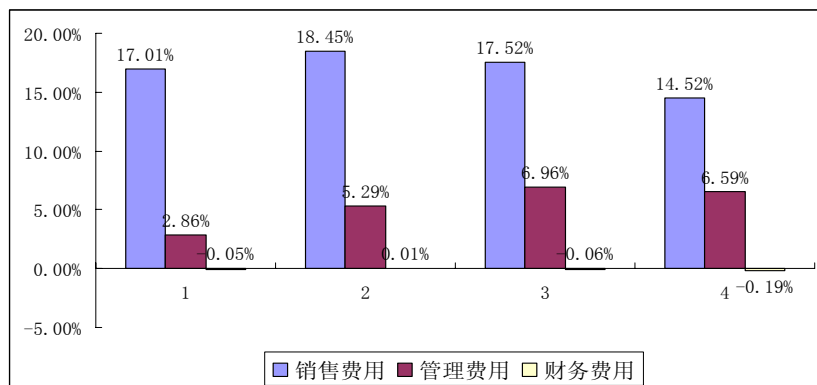
图 5：近三年公司营业收入、净利润、毛利率情况



资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所；单位：元

2007-2010 年上半年，公司期间费用占营业收入的比重分别为 19.82%、24.07%、24.42%和 20.92%，期间费用控制情况良好。2008 年期间费用占营业收入的比重较上年提高 4.25 个百分点，主要原因是 2008 年公司收购安徽龙科马、绿竹制药和重庆智仁，公司管理费用由此有所增加；另外，公司自主产品在 2008 年陆续上市，随着营销力度的加大，公司销售费用相应增加所致。

图 6：公司期间费用率情况



资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

表 4: 公司其他财务指标

主要财务指标	2007	2008	2009	2010 上半年
流动比率	2.01	2.29	6.78	11.22
速动比率	1.96	2.01	6.20	10.54
应收账款周转率	11.67	11.16	8.92	3.06
存货周转率	27.46	11.28	6.25	3.51
每股经营活动产生的现金流量(元)	40.17	7.08	0.59	0.22
母公司资产负债率	42.27%	28.40%	6.54%	3.81%
每股净资产(元)	67.64	13.35	1.25	1.62

资料来源: 公司招股说明书, 东海证券研究所

5、公司主要风险

5.1 产品质量事故风险

接种疫苗是预防疾病最有效、最经济的手段, 但疫苗产品具有特殊性, 主要用于健康人群, 疫苗的接种也存在给接种者带来不良反应等风险, 在国内近几年曾出现过疫苗产品质量事故, 因疫苗接种不良反应而引起的医疗纠纷也时有发生, 但国内目前尚未建立成熟的预防接种不良反应的补偿救济机制。虽然截至目前公司从未发生任何产品质量事故, 但未来随着公司经营规模的不断扩大, 存在因产品出现质量事故而影响公司声誉和正常生产经营的风险。

5.2 买断代理业务风险

强大的营销力量是二类疫苗生产厂家赢得市场的必备条件。公司依托我国庞大的人口和市场需求, 通过代理业务培育和发展了客户和市场, 短时间内做大了规模, 掌握了渠道和市场。但近年来随着自主产品的不断推出, 未来公司将以自主产品为主, 自主产品对公司营业收入和毛利的贡献将不断提高, 买断代理业务收入存在波动风险。

5.3 产品替代风险

单一疫苗均具有一定的生命周期, 疫苗市场增长的动力来自于疫苗改良和新型疫苗上市, 特别是对人类有重大意义的新型疫苗上市将极大地推动疫苗市场发展。虽然公司在技术创新和产品研发方面有着较大优势, 但如果公司不能持续进行技术创新, 持续开发出符合市场需求、技术领先的产品, 则势必影响公司的未来发展。

6、募集资金投向

公司本次 IPO 计划公开发行人民币普通股（A 股）不超过 4000 万股。本次发行后，募集资金将按照轻重缓急投入以下项目：

表 5：募集资金投向

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

资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所；单位：万元

本次募集资金投资项目建成达产后，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、Hib 疫苗、A 群 C 群脑膜炎球菌多糖疫苗将各形成 1,200 万剂/年的生产能力，总产能 4800 万剂；微卡（注射用母牛分枝杆菌）产能将扩充到 500 万剂/年。

表 6：募投项目产能扩建规划（万剂/年）

主要产品	现有产能	新增产能
A 群 C 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗	500	700
ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗	500	700
微卡	100	400
A 群 C 群脑膜炎球菌多糖疫苗		1,200
Hib 疫苗		1,200
合计	1,100	4,200

7、估值与市场定价

7.1 公司估值

我们的估值主要基于以下假设：

- 1、公司自主产品 A 群 C 脑膜炎球菌多糖结合疫苗 10-12 年保持 20%-25%左右的增长；
- 2、ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗 10-12 年保持 30%-35%左右的增长；
- 3、公司代理产品 Hib 疫苗 10-12 年保持 20%的稳定增长
- 4、期间费用稳定降低；企业的综合所得税率基本不变。

在上述假设下，我们预测公司 2010-2012 年 EPS（摊薄）分别为 0.71 元、0.87 元和 1.18 元。

表 7: 智飞生物盈利预测及市场重要数据

利润表(万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	59,033	60,404	73500	92013	120130
增长率	19.88%	2.32%	21.68%	25.19%	30.56%
营业成本	21,485	18,850	22,050	28,524	34,838
营业税金及附加	939	991	1206	1510	1971
销售费用	10,894	10,580	12862	16102	21022
管理费用	3,123	4,203	4042	5060	6607
财务费用	7.73	-35.99	7.35	9.20	12.01
利润总额	22,213.95	26,069.42	33,331	40,807	55,679
所得税费用	3,208	2,910	4999	6121	8351
归属于母公司净利润	19,005	23,158	28,332	34,686	47,327
EPS	0.53	0.64	0.71	0.87	1.18

资料来源: 东海证券研究所

7.2 上市定价

考虑到公司未来良好的成长性, 综合创业板新股上市的平均估值水平, 我们认为公司的合理价位在 28.33 元-31.87 元, 对应公司 2010 年的 EPS 市盈率分别为 40-45 倍。

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

袁舰波: 东海证券医药行业高级分析师, 南京大学理学学士, 复旦大学 MBA, 拥有十多年的医药及证券行业从业经历, 具备丰富的营销、管理及证券分析经验, 对企业的核心竞争能力和投资价值具有独到的研究。

重点跟踪公司: 益佰制药、康缘药业、升华拜克、现代制药、科华生物等。

屈昶: 东海证券医药行业分析师, 中山大学硕士, 主要研究化学原料药、医疗器械及医药商业板块。

重点跟踪公司: 浙江医药、新和成、海正药业、南京医药、天士力、中新药业、通策医疗等。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122