

2010-09-07

智飞生物 300122.SZ

疫苗龙头，代理和创新并举

◇ 报告起因：新股上市

◆公司专业经营疫苗产品，自主产品和代理产品相结合

重庆智飞生物制品股份有限公司成立于 2009 年 9 月，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，注册资本 36,000 万元，主要从事疫苗、生物制品的研发、生产和销售。公司拥有 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（注射用母牛分支杆菌）等自主产品和 Hib 疫苗、甲肝减毒活疫苗等代理产品。公司本次拟上市发行 4,000 万股，占发行后总股本的 10%。2007 年、2008 年、2009 年营业收入分别为 49,243 万元、59,034 万元、60,405 万元，复合增长率为 10.8%，净利润分别为 15,201 万元、19,005 万元、23,159 万元，复合增长率为 23.4%。

◆公司坚持自主创新，自主产品比重增加带动综合毛利率上升

公司近三年综合毛利率分别为 57.9%、63.6%、68.8%，呈不断增长趋势，主要原因是毛利率较高的自主产品营业收入占比不断提高。自 2008 年公司自主产品上市以来，自主产品综合毛利率分别为 94.5%、95.4%，这主要是因为自主产品单位生产成本较低，成本控制较好，产品技术领先，产品售价相对较高。公司流脑产品采取国际领先的提糖工艺，在投料相同的情况下，能够大幅提高产量，相应大幅降低了单位生产成本。相较于其他同行业公司，本公司的适用的年龄范围更大，适用面更广，因此其售价相对较高。公司近三年独家买断代理产品综合毛利率分别为 57.6%、56.8%、51.3%，相对自主产品综合毛利率要低一些，且呈下降趋势。

◆盈利预测与估值

预计 2010-2012 年公司实现营业收入 7.49 亿元、10.34 亿元、13.44 亿元，实现净利润为 3 亿元、4.13 亿元、5.39 亿元，同比增长 29.6%、37.7%、30.4%，EPS 分别为 0.75 元、1.03 元、1.35 元。我们按照公司 2010 年业绩 45-48 倍的市盈率估价，智飞生物的询价区间在每股 33.75 - 36 之间，上市合理定价在每股 37.5 - 41.25 元之间。

业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	590	604	749	1,034	1,344
净利润（百万元）	190	232	300	413	539
每股收益	0.48	0.58	0.75	1.03	1.35
每股自由现金流 (FCFF)	0.31	0.73	0.28	0.12	0.40
经营性 ROIC	35.40%	37.54%	37.07%	35.23%	35.26%
ROE（归属母公司）（摊薄）	71.16%	51.27%	14.00%	16.76%	18.70%

合理申购价格 33.75 - 36 元

预计上市合理价 37.5 - 41.25 元

分析师：姚杰

（执业证书编号：S0930210030003）

021-22169153

yaoj@ebscn.com

发行数据

发行价格(元)	-
发行规模(百万股)	40
发行后总股本(百万股)	400
发行方式	网下询价,上网定价
发行日期	2010-09-13
主承销商	宏源证券股份有限公司
主要股东	蒋仁生
第一大股东持有比例(%)	62.00%

募股资金投向

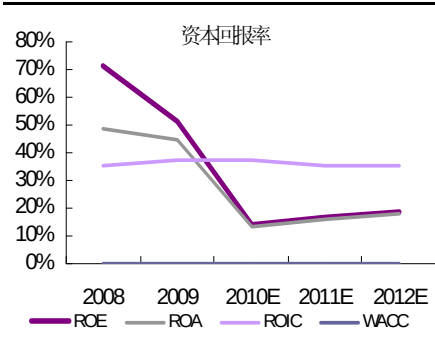
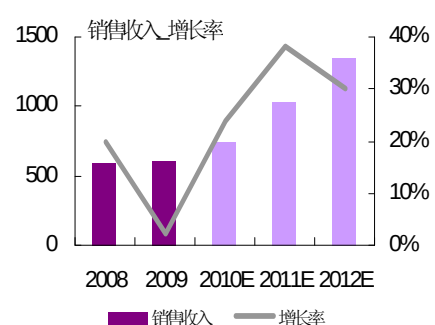
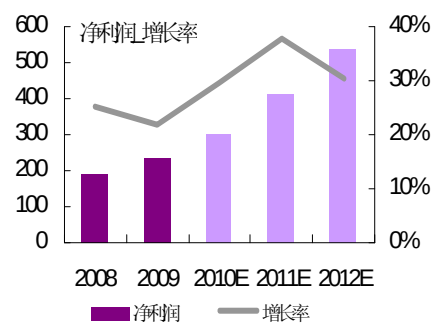
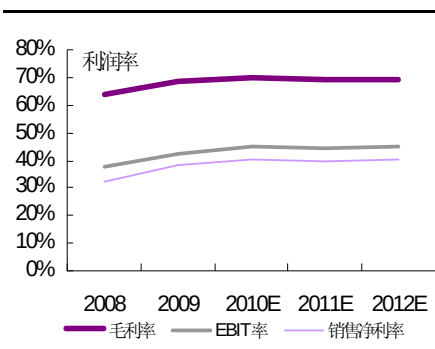
项目名称	金额（百万元）
总金额	

相关报告：

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	590	604	749	1,034	1,344
营业成本	215	189	225	320	417
折旧和摊销	9	14	18	26	37
营业税费	9	10	12	17	22
销售费用	109	106	125	171	219
管理费用	31	42	49	65	81
财务费用	0	0	-7	-16	-17
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	221	258	345	477	623
利润总额	222	261	349	481	627
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	190.05	231.59	300.13	413.39	539.00

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	390	518	2,216	2,562	2,993
流动资产	255	348	1,973	2,195	2,513
货币资金	62	182	1,771	1,912	2,145
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	64	72	90	124	161
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款	21	4	7	10	13
存货	31	30	36	51	67
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	68	66	131	231	325
无形资产	45	60	57	54	52
总负债	123	66	73	94	111
无息负债	118	58	73	94	111
有息负债	5	8	0	0	0
股东权益	267	452	2,144	2,467	2,882
股本	20	360	400	400	400
公积金	10	21	1,418	1,480	1,561
未分配利润	237	70	325	587	921
少数股东权益	0	0	0	0	0

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	142	211	288	356	481
净利润	190	232	300	413	539
折旧摊销	9	14	18	26	37
净营运资金增加	134	43	100	225	248
其他	-192	-78	-131	-309	-344
投资活动产生现金流	-136	-43	-93	-150	-150
净资本支出	-64	-85	95	150	150
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-72	41	-188	-300	-300
融资活动现金流	-81	-47	1,395	-65	-97
股本变化	17	340	40	0	0
债务净变化	5	3	-8	0	0
无息负债变化	-26	-60	14	22	16
净现金流	-76	120	1,589	140	233

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	19.88%	2.32%	24.00%	38.00%	30.00%
净利润增长率	25.03%	21.86%	29.59%	37.74%	30.39%
EBITDA 增长率	25.06%	17.54%	31.46%	36.63%	31.88%
EBIT 增长率	23.20%	16.12%	31.48%	36.17%	31.46%
盈利能力 (%)					
毛利率	63.60%	68.79%	70.00%	69.00%	69.00%
EBITDA 率	39.07%	44.88%	47.58%	47.10%	47.78%
EBIT 率	37.51%	42.57%	45.14%	44.54%	45.04%
税前净利润率	37.63%	43.16%	46.59%	46.50%	46.64%
税后净利润率 (归属母公司)	32.19%	38.34%	40.07%	39.99%	40.11%
ROA	48.72%	44.71%	13.54%	16.14%	18.01%
ROE (归属母公司) (摊薄)	71.16%	51.27%	14.00%	16.76%	18.70%
经营性 ROIC	35.40%	37.54%	37.07%	35.23%	35.26%
偿债能力					
流动比率	2.29	6.78	33.68	30.54	31.86
速动比率	201.35%	619.55%	3306.70%	2982.94%	3101.27%
归属母公司权益/有息债务	53.41	56.46	-	-	-
有形资产/有息债务	64.87	51.95	-	-	-
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.48	0.58	0.75	1.03	1.35
每股红利	0.00	0.00	0.23	0.31	0.40
每股经营现金流	0.35	0.53	0.72	0.89	1.20
每股自由现金流(FCFF)	0.31	0.73	0.28	0.12	0.40
每股净资产	0.67	1.13	5.36	6.17	7.21
每股销售收入	1.48	1.51	1.87	2.58	3.36

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

姚杰，澳大利亚 VICTORIA UNIVERSITY 金融学硕士。2005 年 9 月加盟光大证券研究所，医药行业研究员，曾在多家医药企业从事过市场营销方面的工作。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志 (主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebscn.com
上海				
	杨日昕 (主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂 (主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	王莉本	021-22169083	13641659577	wanglb@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
深圳				
	王汗青 (主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebscn.com
	黄鹏华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
专题				
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。