

日期: 2010 年 09 月 07 日

行业: 生物制品



医药行业研究小组 赵冰

021-53519888*1902

Zhaobing1704@hotmail.com

证券从业证书编号: S0870109070947

IPO 询价区间 RMB 24.31-29.16

首日定价区间 RMB 28.60-34.31

基本数据 (IPO)

发行数量不超过 (百万股) 40

发行后总股本 (百万股) 400

发行方式 网下询价配售

网上定价发行

保荐机构 宏源证券

主要股东 (IPO 前)

蒋仁生 62.00%

吴冠江 29.00%

蒋凌峰 6.00%

收入结构 (MRQ)

B 型流感嗜血杆菌 50.44%

ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫 24.88%

A 群 C 群脑膜炎球菌多糖结合疫 8.75%

注射用母牛分枝杆菌(微卡) 5.65%

报告编号: ZB10-NSP17

首次报告日期: 2010 年 9 月 7 日

二类疫苗销售龙头企业

■ 投资要点

专注于以疫苗等生物制品的独家买断代理和自主研发

公司主营业务为疫苗、生物制品的研发、生产和销售,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。

公司竞争优势突出

公司主要的竞争优势是:1)专业、高效的营销体系;2)研发市场化和研发成果产业化;3)自主和买断代理业务相结合的规模竞争;4)品种丰富、优势突出的产品梯队。

上市 6 个月内的估值区间为 28.60-34.31 元

我们认为给予公司 10 年每股收益 46 倍市盈率这一接近于同行业公司平均的估值水平而稍高于创业板的估值水平较为合理。以该市盈率为中枢且正负区间为 20%的公司合理估值区间为 28.60-34.31 元,相对于 2009 年的静态市盈率(发行后摊薄)为 49.38-59.26 倍。

建议询价区间为 24.31-29.16 元

近期医药类创业板新股上市首日的平均涨幅为 87.73%,目前股价距其发行价的平均累计溢价率为 15.32%,发行价对应折扣率为 13.28%。综合考虑公司基本面、同行业上市公司的估值以及近期新上市股票估值情况,我们建议选取 15%的折扣率,对应的询价区间为 24.31-29.16 元,相对于 2009 年的静态市盈率(发行后摊薄)为 41.98-50.37 倍。

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日 (¥.百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	590.34	604.05	661.44	869.30
年增长率 (%)	19.88	2.32	9.50	31.43
归属于母公司的净利润	190.05	231.59	273.48	384.49
年增长率 (%)	25.03	21.86	18.09	40.59
(发行后摊薄)每股收益 (元)	0.48	0.58	0.68	0.96

注:有关指标按最新总股本为 400 百万股计算

一、行业背景

发行人所处行业及简况

公司主营业务为疫苗、生物制品的研发、生产和销售，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。公司所属行业为生物制品行业。

目前我国生物制品可分为四大类：（1）预防制品类，指用于预防各种传染病的疫苗，它在大面积预防流行性传染病、保障人民健康方面发挥了巨大作用；（2）血液制品类，指以人血浆为原料制备的，用于疾病预防、治疗的各种制剂；（3）诊断试剂类，指用于疾病诊断、检测机体免疫状况及鉴别病原微生物；（4）治疗制剂类，主要有抗毒素及其它制剂，直接用于各种疾病的治疗。疫苗行业未来有望保持高速发展态势，成为我国生物技术领域最具发展潜力的高新技术产业。

行业增长前景

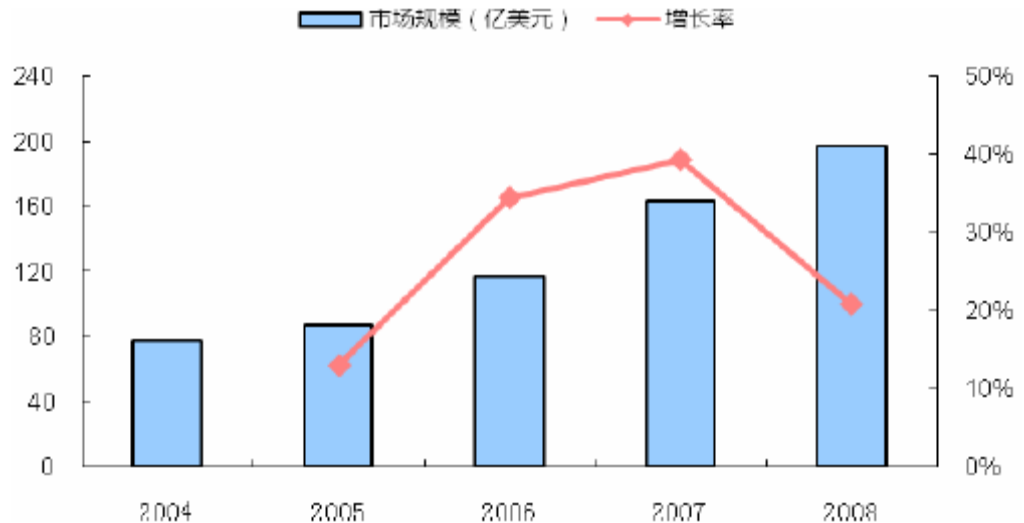
全球疫苗行业发展概况

疫苗作为目前人类预防疾病最经济、最有效的武器。随着国民经济的发展和民众对防疫的重视程度日益提高，疫苗行业一直处于较快的发展速度。根据中国生物技术信息网资料显示，自 1980 年以来的二十多年间，全球疫苗市场增长了十倍多。新世纪以来世界范围内疫情不断，禽流感、SARS、H1N1 给世界各国的疫情防治与控制工作提出了挑战，也给从事疫苗研制和生产的企业带来了巨大的市场机遇。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%，2007 年全球疫苗市场规模达到 163 亿美元，随着新品种不断上市，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。

1974 年 WHO 吸收了已在被消灭中的天花以及麻疹、脊髓灰质炎等预防与控制的经验，提出了扩大免疫规划，以预防和控制天花、白喉、百日咳、破伤风、麻疹、脊髓灰质炎、结核病等，并要求各成员国实施该免疫规划。自 1994 年以来，美国政府启动了一项为儿童免费提供疫苗的计划，至今全美有半数以上的儿童因此受惠。这

项计划对那些效果突出但价格昂贵的新疫苗采取了包容的态度，从而对新型疫苗产品提供了广阔的市场。截至 2009 年已有诸如 Hib 疫苗、口服轮状病毒疫苗等新型疫苗被世界卫生组织建议列入国家免疫规划之中。世界各国政府的防疫意识不断提升，为全球疫苗行业迅速发展提供了外在动力。

图 1 全球疫苗市场规模增长率



数据来源：公司招股意向书，上海证券研究所

我国疫苗行业发展概况

我国是全球最大的疫苗生产国之一，从中检所批签发资料看，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。一类疫苗市场由国家定点计划生产，财政统一拨款，集中招标采购，采购数量随年人口出生人数浮动；自费疫苗自 20 世纪 90 年代初，以安万特-巴斯德为代表的跨国制药企业携带其高品质的疫苗进入我国国内，开辟了我国二类疫苗市场。自二类疫苗市场开辟以来，其市场规模迅速扩张。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。2007 年我国疫苗市场规模超过 50 亿元人民币，2008 年达到 80 亿元人民币，2009 年国内疫苗市场整体规模达到 90 亿元人民币。2008 年我国医药行业实现销

售收入 8,253.6 亿元,我国疫苗行业的销售额占医药行业总销售收入不到 1%,远低于全球 2.5%的水平,我国的疫苗行业还有很大的成长空间。据《中国医药报》预计未来几年,国内疫苗市场整体年均增长率将超过 15%。

行业竞争结构及公司地位

目前我国共有疫苗生产企业 30 多家,包括中生集团下属的六大生物制品研究所和近些年来蓬勃发展的民营企业 and 外资企业,新兴的疫苗企业除公司外,主要有浙江天元、华兰生物、云南沃森、无锡罗益等。我国主要生产疫苗品种达 40 多种,可以预防 26 种传染病。

最近三年国内市场主要企业市场份额(按批签发数量)如下:

表 1 国内疫苗市场主要企业份额

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%	

数据来源: 公司招股意向书, 上海证券研究所

从上表可以看出,国有企业在我国一类疫苗市场中处于绝对垄断地位,而发展中的民营企业正在快速崛起,迅速抢占一类疫苗市场份额,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。

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。

公司产品细分市场占有率具体情况如下:

表 2 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	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	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	公司销售量	799.49	869.85	513.76
	细分市场销售总量	1,560.9	1,534.6	1,024.8
	占比	51.22%	56.68%	50.13%
甲肝减毒活疫苗	公司销售量 (含推广部分)	389.45	366.87	340.44
	细分市场销售总量	1,450.23	1,552.80	1,507.30
	占比	26.85%	23.63%	22.59%

数据来源：公司招股意向书，上海证券研究所

公司竞争优势

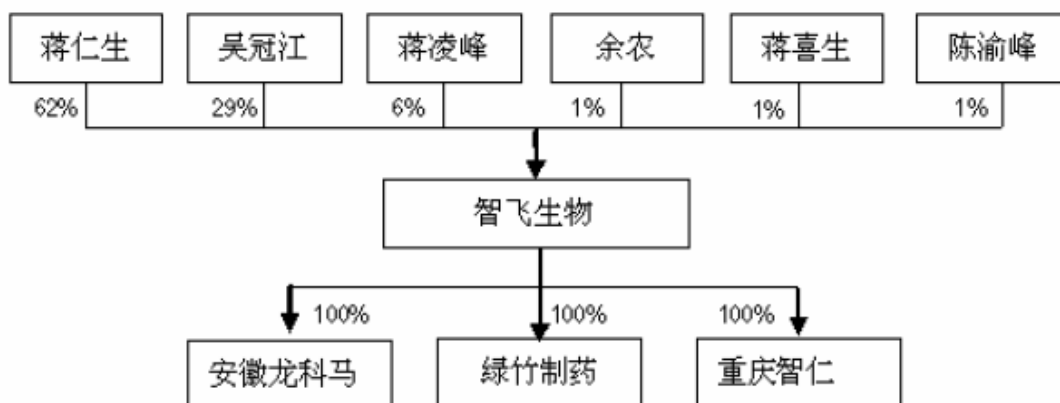
1) 专业、高效的营销体系优势：公司拥有行业内规模最大、覆盖最全、深入终端的疫苗营销网络体系，坚持突出“科普性”的“方案营销”思路和不断创新的营销模式，与此同时还有严格的疫苗流通质量管理和较强的营销品牌优势。2) 研发市场化和研发成果产业化优势：公司能够准确、快速地掌握我国疫苗市场的供需变动状况，熟悉各种疫苗产品的地域性、季节性需求特点及变动规律，并能较准确把握各种传染疾病的流行趋势和规律，组织公司科研力量开展新产品的研发工作。3) 自主和买断代理业务相结合的规模竞争优势。4) 品种丰富、优势突出的产品梯队优势：公司目前上市的自主产品包括 A 群 C 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗、ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗和微卡（注射用母牛分枝杆菌）3 个品种。此外，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。

二、公司分析及募集资金投向

公司历史沿革及股权结构，实际控制人的简况

公司是由原重庆智飞生物制品有限公司以整体变更方式设立的，2009 年 8 月 15 日整体变更为重庆智飞生物制品股份有限公司。2009 年 9 月 7 日，公司在重庆市工商行政管理局注册登记，注册资本和实收资本均为 36,000 万元，法定代表人为蒋仁生。公司实际控制人为蒋仁生，蒋仁生与蒋凌峰系父子关系。

图 2 发行人股东结构图



数据来源：公司招股意向书，上海证券研究所

公司业务简况及收入利润结构变化

2007 年、2008 年及 2009 年公司营业收入分别为 4.92 亿元、5.90 亿元及 6.04 亿元，其中主营业务收入占比均在 96%以上，公司主营业务突出。从营业收入产品结构看，营业收入中自主产品收入占营业收入总额的比重逐年提高，收入结构逐年优化。2007-2009 年间，其他业务收入占营业收入的比例分别为 1.09%、2.43%、3.83%和 5.35%，其他业务收入主要是公司为长期业务合作伙伴兰州所、浙江普康、天坛生物提供产品推广、技术服务等所产生的收入。

图 3 公司近年来收入及净利润增长

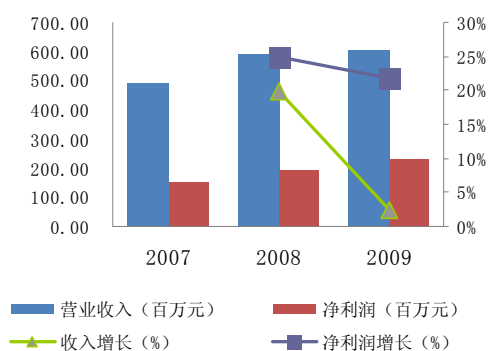
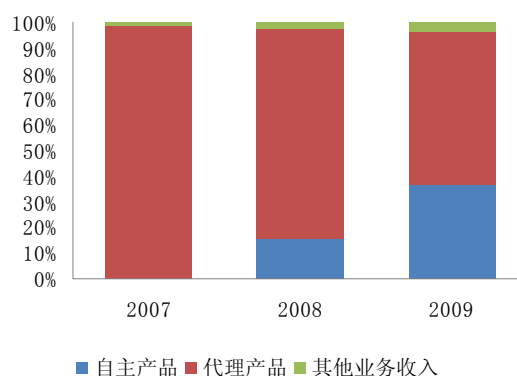


图 4 公司收入结构



资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

募集资金投向

公司拟募集资金投资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。

表 3 公司的募集资金项目计划概况（单位：万元）

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：公司招股意向书，上海证券研究所

绿竹制药产业化基地项目

项目建设期为 36 个月，第 4 年起达产。项目建成后，年均新增营业收入 53,650.00 万元，新增净利润 24,347.85 万元，投资回收期（税后）5.19 年。

安徽龙科马注射用母牛分枝杆菌生产车间技术改造项目

项目将注射用母牛分枝杆菌现有设计生产产能 200 万剂（实际产能 100 万剂）提高到技改后每年 500 万剂的生产能力，以满足产品应用范围由结核病的辅助治疗外扩到哮喘等其他适应证的需要。项目建设周期为两年，第 3 年起实现达产。项目建成后，年均新增营业收入 18,683.33 万元，新增净利润 4,956.00 万元，投资回收期（税后）4.85 年。

智飞生物疫苗研发中心建设项目

本项目计划使用募集资金投资 7,659.50 万元，主要用于购置研发设备，以及生产线、配套设施的建设。项目的建设将有助于，1）改变公司现有研发中心租赁现状，建立高标准的研究中心；2）完善公司产品结构，寻找新的利润增长点，增强企业持续盈利能力；3）提升公司的研发能力和试验水平；4）协助企业扩大产能并创造利润。项目的效益体现在整体项目效益之中。

智飞生物仓储物流基地及营销网络建设项目

项目拟投资建设完善现有的仓储物流基地和营销网络，建成后将进一步增强公司的营销网络优势。仓储物流基地和营销网络项目建设主要包括：在全国 25 个城市建立营销办事处，届时公司的营销办事处将由现在的 22 个增加至 47 个，营销人员由现在的 366 人增加至 496 人；建立智能化的企业信息化管理系统（ERP）；建设符合 GSP 标准的现代化疫苗仓储和物流基地；疫苗冷链运输系统。项目

建成达产之后，将使绿竹制药与安徽龙科公司年均新增销售收入 72,333.33 万元，净利润 29,303.85 万元，扣除研发中心和物流中心的折旧与摊销后，年均新增净利润 28,395.81 万元。

表 4 公司的募集资金项目达产水平（单位：万剂）

项目	募集资金投资项目达产后	募集资金投资项目新增	2009 年
A 群 C 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗	1200	700	500
ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗	1200	700	500
微卡	500	400	100
Hib 疫苗	1200	1200	0

资料来源：公司招股意向书，上海证券研究所

三、财务状况和盈利预测

综合毛利率稳定，同行业内领先

2007-2009 年，公司综合毛利率为 57.89%、63.60%、68.79%，毛利率水平保持相对稳定。公司毛利率保持了较高水平，反映了公司产品高科技、高附加值的产品特性，随着公司今后更多自主研发产品的不断推出，公司毛利率将继续维持较高水平。

主营业务收入和利润快速增长

2007-2009 年间，公司坚持自主创新的发展战略，公司营业收入保持持续增长，随着公司经营规模的不断扩大，公司营业收入有望继续保持增长态势。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。

主要资产周转能力指标良好

2007-2009 年间，公司的应收账款周转率为 13.49 次、11.16 次和 8.92 次。公司在快速拓展市场空间的同时注重对应收账款的管理，制定了有效的管理制度和信用政策，确保应收账款回款情况保持在合理水平，公司应收账款周转率、应收账款周转天数维持在较好水平。

2007-2009 年间，公司存货周转率分别为 14.07 次、11.28 次和

6.25 次，存货周转天数分别为 25.59 天、31.91 天和 57.60 天，保持在较好水平，但存货周转天数有所增加，主要系公司 2008 年收购绿竹制药和安徽龙科马后，公司拥有三个自主研发的疫苗产品，由于疫苗生产周期一般为 6-10 个月，由此在产品、库存商品有所增加，导致存货周转率有所下降。

盈利预测及主要假设

1) 2010 年的销售收入预测数据根据公司披露的 2010 年中报数据推导得出。

2) 预计公司各产品价格波动小，毛利率稳定。

3) 绿竹制药产业化基地项目 2013 年达产率在 90%以上（Hib 疫苗除外），安徽龙科马注射用母牛分枝杆菌生产车间技术改造项目 2011 年完成 50 万剂的产能改造，2012 年新增产能 400 万剂。其他项目在 2013 年以后陆续达产。

4) 根据公司招股说明书对未来三年的规划，公司 2011 年和 2012 年代理业务增速明显，2012 年新增代理业务营业收入约 2 亿元。

基于以上假设，我们预计 2010-2012 年归于母公司的净利润将实现年递增 18.09%、40.59%和 25.86%，相应的稀释后每股收益为 0.68 元、0.96 元和 1.21 元。

四、风险因素

市场竞争加剧风险

2009 年国内疫苗市场整体销售规模已达 90 亿元人民币，预计未来几年，国内疫苗市场复合增长率将超过 15%。快速增长的疫苗市场需求吸引了众多国内疫苗生产企业不断加大研发投入推出新的疫苗品种、扩大产能，如云南沃森于 2009 年取得了 A 群 C 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗的药品批准文号，华兰生物于 2009 年取得 ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗的药品批准文号，产品投产后将与公司已上市产品构成直接竞争。同时国内疫苗市场强劲的增长势头和巨大的发展潜力也吸引了国外疫苗企业的进入，目前全球五大疫苗生产巨头均通过不同途径进入中国市场，如赛诺菲-巴斯德于 2007 年投资 7 亿元在深圳建立一家流感疫苗生产厂，预计年生产能力为 2,500 万剂。2008 年葛兰素史克投资海王生物，建立 1,000 万人份的流感疫苗生产基地。2009 年国际制药巨头诺华制药宣布将在未来 5 年内投资 10 亿美元在上海建立全球第三大新药研发中心。跨国疫苗巨头规模巨大，技术领先，产品系列丰富。随着新的竞争对手的不断加入，同类产品的不断推出，行业竞争日趋激烈，公司面

临市场竞争不断加剧的风险。

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，因此相对其他药品更需要建立严格规范的质量控制系统和售后服务体系。在国际上，1999 年美国惠氏公司生产的轮状病毒疫苗 Rotashield 因可诱发危及幼儿生命的肠套叠被迫撤出市场，给该公司造成巨大经济损失。在国内近几年也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。但由于疫苗产品的质量风险存在于研发、生产、流通、接种等各个环节，接种过程中的操作疏漏也会对接种者造成影响，同时也无法避免疫苗质量合格且正常使用情况下出现的异常反应等情况。

税收优惠政策发生变化的风险

根据财政部、国家税务总局、海关总署联合下发的《关于西部大开发税收优惠政策问题的通知》（财税[2001]202 号）的规定，经向重庆市地方税务局申请并获该局《关于减率征收重庆智飞生物制品有限公司 2004-2010 年度企业所得税的批复》（渝地税免[2005]514 号），公司自 2004-2010 年度减按 15% 的税率缴纳企业所得税。2001 年我国政府出台了支持西部大开发的相关税收优惠政策，对设在西部地区国家鼓励类产业的内资企业和外商投资企业，在 2001 年至 2010 年期间，减按 15% 的税率征收企业所得税。最近三年，公司（本部）和重庆智仁因享受西部大开发所得税优惠政策而减免的税额分别为 2,912.03 万元、1,664.25 万元和 1,173.40 万元，占当期利润总额的比例分别为 15.70%、7.49% 和 4.50%，呈下降趋势。高新技术企业资质认定管理办法如果发生不利变化或 2010 年有关西部大开发税收优惠政策到期后国家不再出台后续优惠政策将对公司经营业绩产生一定影响。

五、估值及定价分析

国内/国际同类公司比较分析

基于已公布的 2009 年业绩和 2010、2011 年预测业绩的均值，同行业可比上市公司 09 年、10 年平均动态市盈率为 61.73 倍 49.45 倍，最近上市的创业板医药公司 09 年、10 年平均动态市盈率为 69.43 倍、39.66 倍。国际同规模的医药制造业上市公司 09 年、10 年平均

动态市盈率为 16.35 倍、14.37 倍。由于国内医药行业估值高于国际医药制造业公司估值水平，且公司的产品均在国内销售，我们以国内公司的估值水平作为参考。

表 5 同行业上市公司估值比较

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE		
			2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E
科华生物	002022	16.90	0.42	0.52	0.68	40.71	32.55	24.92
达安基因	002030	14.19	0.16	0.21	0.28	86.58	67.57	50.50
安科生物	300009	23.50	0.29	0.36	0.44	79.72	65.28	52.90
天坛生物	600161	24.07	0.43	0.53	0.59	55.52	45.54	40.76
华兰生物	002007	48.70	1.06	1.34	1.57	46.12	36.29	31.02
行业平均						61.73	49.45	40.02
STERIS CORP	STE US	30.71	1.86	2.20	2.49	16.51	13.98	12.36
CATALYST HEALTH SOLUTIONS INC	CHSI US	40.36	1.48	1.82	2.25	27.27	22.19	17.93
VCA ANTECH INC	WOOF US	20.40	1.53	1.48	1.62	13.33	13.83	12.59
OWENS & MINOR INC	OMI US	27.19	1.67	1.93	2.12	16.28	14.08	12.86
LIFEPOINT HOSPITALS	LPNT US	31.48	2.49	2.84	3.07	12.64	11.08	10.26
HEALTH MGMT ASSOCIATES INC-A	HMA US	6.76	0.56	0.61	0.69	12.07	11.08	9.74
行业平均						16.35	14.37	12.62

数据来源: Wind, Bloomberg, 上海证券研究所

表 6 最近上市创业板医药公司市况

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE			首发 PE 摊 薄	首日涨 跌幅%	累计 涨幅 %
			2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E			
莱美药业	300006	27.27	0.44	0.59	0.69	61.65	46.22	39.40	47.83	116.97	65.27
北陆药业	300016	19.98	0.34	0.64	0.58	58.35	31.22	34.17	47.89	99.33	11.87
安科生物	300009	23.50	0.29	0.66	0.44	79.72	35.69	52.90	46.83	194.59	38.24
红日药业	300026	40.53	0.80	2.10	1.35	50.40	19.34	30.06	49.18	77.50	-32.45
上海凯宝	300039	35.52	0.39	0.59	0.96	90.70	60.39	37.16	82.61	19.68	-6.53
福瑞股份	300049	35.22	0.47	0.78	1.05	75.73	45.07	33.67	82.80	18.32	21.53
平均						69.43	39.66	37.89	59.52	87.73	16.32

数据来源: Wind, 上海证券研究所

公司可给的估值水平及价格区间

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。

公司未来保持着可持续的盈利能力，主要有如下原因：1)专业、高效的营销体系；2)研发市场化和研发成果产业化；3)自主和买断代理业务相结合的规模竞争；4)品种丰富、优势突出的产品梯队。我们认为给予公司 10 年每股收益 46 倍市盈率这一接近于同行业公司平均的估值水平而稍高于创业板的估值水平较为合理。以该市盈率为中枢且正负区间为 20%的公司合理估值区间为 28.60-34.31 元，相对于 2009 年的静态市盈率（发行后摊薄）为 49.38-59.26 倍。近期医药类创业板新股上市首日的平均涨幅为 87.73%，目前股价距其发行价的平均累计溢价率为 15.32%，发行价对应折扣率为 13.28%。综合考虑公司基本面、同行业上市公司的估值以及近期新上市股票估值情况，我们建议选取 15%的折扣率，对应的询价区间为 24.31-29.16 元，相对于 2009 年的静态市盈率（发行后摊薄）为 41.98-50.37 倍。

附表 1 智飞生物损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

指标名称	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	590.34	604.05	661.44	869.30	1,061.90
二、营业总成本	368.96	346.53	339.69	416.97	492.59
营业成本	214.85	188.50	204.86	256.13	307.28
营业税金及附加	9.40	9.91	10.37	13.91	17.02
销售费用	108.94	105.80	85.00	95.00	105.00
管理费用	31.23	42.03	39.69	52.16	63.71
财务费用	0.08	-0.36	-0.22	-0.23	-0.42
三、其他经营收益					
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	221.38	257.51	321.75	452.34	569.31
加: 营业外收入	1.00	3.38	0.00	0.00	0.00
减: 营业外支出	0.24	0.20	0.00	0.00	0.00
五、利润总额	222.14	260.69	321.75	452.34	569.31
减: 所得税	32.09	29.10	48.26	67.85	85.40
加: 未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
六、净利润	190.05	231.59	273.48	384.49	483.91
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者 的净利润	190.05	231.59	273.48	384.49	483.91
七、摊薄每股收益(元)	0.48	0.58	0.68	0.96	1.21

资料来源: 公司招股意向书, 上海证券研究所

附表 2 公司未来三年分业务收入、成本、收入增速及毛利率预测 (万元)

一 分业务主营收入测算 (万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
一) 自主产品	9,467.87	22,353.54	25,871.74	34,830.00	41,980.00
A 群 C 群脑膜炎球菌多 糖结合疫苗	2,160.59	4,502.70	5,715.02	9,900.00	10,450.00
产量(万剂)	426.82	0.00	400.00	450.00	475.00
设计产能(万剂)	500.00	500.00	500.00	500.00	500.00
产能利用率	85.36%	0.00%	80.00%	90.00%	95.00%
销量(万剂)	78.50	197.05	400.00	450.00	475.00
产销率	18.39%	0.00%	100.00%	100.00%	100.00%
平均价格	27.52	22.85	21.53	22.00	22.00
ACYW135 群脑膜炎球 菌多糖疫苗	5,186.97	14,549.72	16,458.76	19,800.00	17,850.00
产量(万剂)	448.20	765.51	600.00	550.00	525.00
设计产能(万剂)	500.00	500.00	500.00	500.00	500.00

产能利用率	89.64%	153.10%	120.00%	110.00%	105.00%
销量(万剂)	114.00	380.88	600.00	550.00	525.00
产销率	25.44%	49.76%	100.00%	100.00%	100.00%
平均价格	45.50	38.20	37.92	36.00	34.00
微卡	2,120.31	3,301.12	3,697.96	5,130.00	17,100.00
产量(万剂)	93.86	57.39	95.00	142.50	475.00
设计产能(万剂)	100.00	100.00	100.00	150.00	500.00
产能利用率	93.86%	57.39%	95.00%	95.00%	95.00%
销量(万剂)	53.39	78.82	104.29	142.50	475.00
产销率	56.88%	137.34%	109.77%	100.00%	100.00%
平均价格	39.71	41.88	35.46	36.00	36.00
二) 代理产品	48,131.88	35,739.36	36,730.87	48,205.00	56,505.00
Hib 疫苗	30,018.97	27,022.26	33,462.32	38,400.00	41,600.00
采购量(万剂)	921.00	780.00	990.00	1,200.00	1,300.00
销售量(万剂)	869.85	799.49	1,015.16	1,200.00	1,300.00
购销率	94.45%	102.50%	102.54%	100.00%	100.00%
单价	34.51	33.80	32.96	32.00	32.00
甲肝疫苗	10,434.94	7,132.71	3,108.66	6,800.00	11,900.00
采购量(万剂)	276.06	182.00	100.00	200.00	350.00
销售量(万剂)	268.87	186.45	90.56	200.00	350.00
购销率	97.40%	102.45%	90.56%	100.00%	100.00%
单价	38.81	38.26	34.33	34.00	34.00
A 群 C 脑膜炎球菌多糖结合疫苗	4,919.44	70.37	158.46	3,000.00	3,000.00
采购量(万剂)	830.00	20.00	12.32	500.00	500.00
销售量(万剂)	844.36	12.00	26.00	500.00	500.00
购销率	101.73%	60.00%	211.04%	100.00%	100.00%
单价	5.83	5.86	6.09	6.00	6.00
麻风二联	560.10	2.19			
采购量(万剂)	51.55				
销售量(万剂)	58.77				
购销率	114.01%				
单价	9.53				
麻腮风三联	2,173.53	1,475.79			
采购量(万剂)	77.95	54.01			
销售量(万剂)	78.15	54.01			
购销率	100.26%	100.00%			
单价	27.81	27.32			
其他产品	24.90	36.04	1.43	5.00	5.00
三) 其他业务收入	1,433.82	2,311.85	3,541.22	3,895.34	4,284.88
合计	59,033.57	60,404.75	66,143.83	86,930.34	106,189.88
毛利率	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
一) 自主产品					
A 群 C 脑膜炎球菌多糖	93.47%	94.09%	93.43%	93.66%	93.73%

结合疫苗					
ACYW135 群脑膜炎球					
菌多糖疫苗	96.42%	96.47%	96.74%	96.54%	96.58%
微卡	90.99%	92.77%	87.39%	90.38%	90.18%
二) 代理产品					
Hib 疫苗	54.16%	48.01%	49.03%	51.01%	50.55%
甲肝疫苗	55.58%	61.99%	58.78%	58.00%	58.00%
A 群 C 脑膜炎球菌多糖					
结合疫苗	74.16%	63.91%	54.36%	54.36%	54.36%
麻风二联	65.00%	70.78%			
麻腮风三联	58.58%	58.57%			
其他产品	29.92%	70.75%	22.00%	40.00%	40.00%
三) 其他业务	86.90%	81.63%	80.32%	80.32%	80.32%
营业成本	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
一) 自主产品					
A 群 C 脑膜炎球菌多糖					
结合疫苗	141.09	266.11	375.48	627.33	655.45
ACYW135 群脑膜炎球					
菌多糖疫苗	185.69	513.61	536.56	684.42	609.68
微卡	191.04	238.67	466.31	493.34	1,826.60
二) 代理产品					
Hib 疫苗	13,760.70	14,048.87	17,055.74	18,813.12	20,570.42
甲肝疫苗	4,635.20	2,711.14	1,281.39	2,856.00	4,998.00
A 群 C 脑膜炎球菌多糖					
结合疫苗	1,271.18	25.40	72.32	1,369.20	1,369.20
麻风二联	196.04	0.64	-	-	-
麻腮风三联	900.28	611.42	-	-	-
其他产品	17.45	10.54	1.12	3.00	3.00
三) 其他业务	187.83	424.69	696.91	766.60	843.26
合计	21,486.49	18,851.09	20,485.83	25,613.01	30,728.04
分业务增速	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
一) 自主产品					
A 群 C 脑膜炎球菌多糖					
结合疫苗	-	108.40%	26.92%	73.23%	5.56%
ACYW135 群脑膜炎球					
菌多糖疫苗	-	180.51%	13.12%	20.30%	-9.85%
微卡	-	55.69%	12.02%	38.73%	233.33%
二) 代理产品					
Hib 疫苗	68.63%	-9.98%	23.83%	14.76%	8.33%
甲肝疫苗	-24.74%	-31.65%	-56.42%	118.74%	75.00%
A 群 C 脑膜炎球菌多糖					
结合疫苗	-52.25%	-98.57%	125.18%	1793.22%	0.00%
麻风二联	-88.65%	-99.61%			
麻腮风三联	28.29%	-32.10%			

其他产品	-77.34%	44.74%	-96.03%	249.65%	0.00%
三) 其他业务	168.00%	61.24%	53.18%	10.00%	10.00%

资料来源: 公司招股意向书, 上海证券研究所

附表 3 公司主要财务指标

财务指标	2007	2008	2009
ROE%	95.79	98.53	60.49
营业收入 (百万元)	492.43	590.34	604.05
收入增长率 (%)	--	19.88	2.32
经营性现金流 (万元)	11165.95	14158.44	21061.27

数据来源: 公司招股意向书, 上海证券研究所

分析师承诺

分析师 赵冰

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定 义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定 义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。