

2010 年 10 月 8 日

智飞生物，300122

研发销售双管齐下，催生疫苗行业民企龙头

评级：建议申购（首次）

价值区间：32.2-36.4 元

投资要点：

■ 公司所在的二类疫苗行业发展空间广阔

公司所属的行业是生物制品中的疫苗行业。由于疫苗具有预防疾病的特殊性，其发展历来受到各个国家的重视，符合政策扶持的方向，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，二类疫苗接种率会逐步接近发达国家水平，此外巨大的人口基数、品种更新换代要求、新农合医疗制度的开展也是促进我国二类疫苗市场发展的重要因素。做为公共卫生服务的二类疫苗行业市场将继续扩容，行业中长期的机会已经开始显现

■ 公司主营业务

公司自主产品 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、微卡均在国内市场占据较高的市场份额。公司独家代理产品 Hib 疫苗、甲肝疫苗未来销量稳定，并且未来代理品种将不断增加。最近三年公司疫苗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，在民营疫苗企业中排名第一。

■ 公司的核心竞争力

庞大的营销网络和高效的销售模式能够让公司产品迅速快捷的铺开渠道、抢占市场份额；稳定的研发团队，丰富的在研产品有利于形成产品梯队，为公司后续发展提供保障。公司紧握研发和销售这两个价值链微笑曲线的两端，能够获得超出行业平均水平的盈利。

■ 盈利预测与估值：

盈利预测与估值

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	604.0	779.9	1012.4	1335.8
同比（%）	2.3%	29.1%	29.8%	32.0%
净利润（百万元）	231.6	281.1	384.2	549.1
同比（%）	21.9%	21.4%	36.7%	42.9%
毛利率（%）	68.8%	65.2%	67.4%	71.1%
ROE（%）	51.3%	24.7%	25.9%	27.8%
每股收益（元）	0.64	0.70	0.96	1.37
P/E	54.6	50.7	37.0	25.9

分析师	徐青
执业证书编号	S0600210080006
联系电话	0512-62938652
邮箱	xuq@gsjq.com.cn

助理分析师：	许希晨
联系电话	021-63123185
邮箱	xuxch@gsjq.com.cn

联系人	李雅娜
联系电话	021-63122950
邮箱	liyn@gsjq.com.cn

发行情况

发行股本	4,000 万
发行后总股本	40,000 万
发行前每股净资产	1.62 元

1. 公司概况

1.1 公司简介

公司前身是重庆金鑫生物制品有限公司，经过 1995 年和 2009 年两次整体变更后，成为重庆智飞生物制品股份有限公司，公司注册资本 36,000 万，本次公开上市发行 4,000 万股，发行后总股本 40,000 万股。

公司主营业务为疫苗、生物制品的研发、生产和销售。全资子公司绿竹制药主要从事以预防脑膜炎、肺炎为主的细菌性疫苗产品的研发、生产和销售；全资子公司安徽龙科马主要从事防治结核病类生物制品及病毒类疫苗的研发、生产和销售；全资子公司重庆智仁主要从事疫苗产品的销售。公司是我国本土综合实力最强的民营生物疫苗企业。最近三年公司疫苗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，在民营疫苗企业中排名第一。

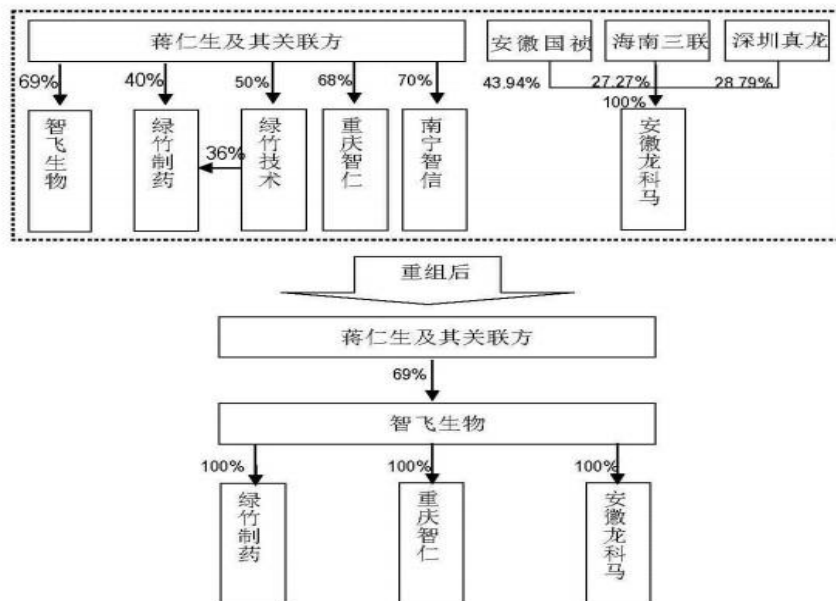
公司目前拥有研发人员 68 人，研发人员占公司员工总数的 11.68%。公司研发带头人具有国内一流的技术专家，研发团队多次承担国家“863”项目、科技部重大专项等，曾获“国家科技进步二等奖”，“科技部杜邦创新奖”等，拥有多项发明专利。公司在多年发展过程中，开发和积累了多项核心技术，大部分核心技术处于国内领先水平或国际先进水平，公司目前拥有与疫苗相关的发明专利 6 项，正在申请的发明专利 6 项，非专利技术 19 项，正在从事的研发项目 16 个。

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，通过买断代理方式购买疫苗销售权并借助遍布全国的营销网络和高效运行的销售模式迅速开拓市场，扩大规模和盈利能力。

1.2 股权结构

公司以智飞生物为平台，整合了绿竹制药、重庆智仁、安徽龙科马三家全资子公司。整合后，公司以绿竹制药和安徽龙科马为研发、生产基地，以公司及重庆智仁为产品营销平台的产业构架更为清晰、综合优势更为突出，实现了研发平台、生产平台和销售资源的共享，为公司自主产品的进一步扩展和可持续发展打下坚实的基础。

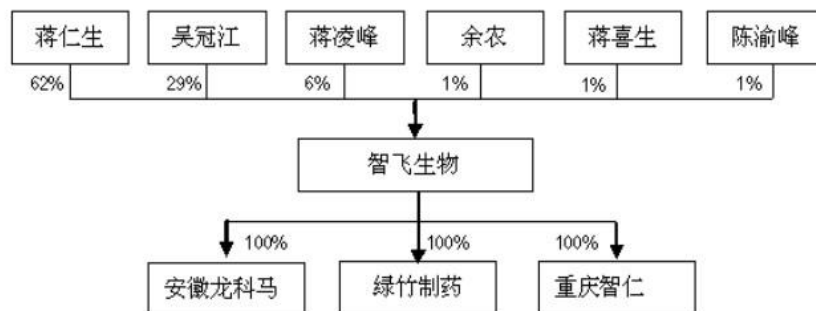
图 1：公司发行前和发行后的组织架构



资料来源：公司招股书，东吴证券研究所

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、蒋喜生合计持有公司 24,840 万股股份，占股本总额的 69%，按本次公开发行 4,000 万股计算，发行完成后蒋仁生及其关联股东合计仍将持有 62.1% 的股权，居控股地位。

图 2：公司股权结构



资料来源：公司招股书，东吴证券研究所

2. 疫苗行业有广阔发展空间

2.1 疫苗行业市场扩容机会显现

公司所属的行业是生物制品中的疫苗行业。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。由于疫苗具有预防疾病的特殊性，其发展历来受到各个国家的重视，公共卫生服务领域的疫苗行业市场将继续扩容，行业中长期的机会已经开始显现，主要原因有以下几点：

（1）疫苗是人类控制和预防疾病的最有效手段

疫苗的发现可谓是人类发展史上具有里程碑意义的事件。疫苗是防治传染病的最为经济、有效的手段。根据卫生经济学的观点，疫苗的出现不仅仅使人类逐步摆脱了部分疾病之苦，更重要的是接种疫苗预防疾病的投入远远小于治疗疾病的投入，对节约社会资源做出了重要贡献，也为医疗工作提供了从治病转向防病的思路。

（2）疫苗行业受到国家政策扶持与鼓励

国家早在生物医药十一五规划中，就提出根据防治重大疾病和传染病的需要，重点发展新型疫苗、诊断试剂、创新药物和新型医疗器械。积极推进疫苗生产企业战略性重组，形成疫苗产业良性发展的产业链条。迅速扩大我国疫苗与诊断试剂产业规模，大幅度提高自主创新能力和国际竞争力，保障人民生命健康安全。卫生部于 2008 年 2 月份制定并发布了《扩大国家免疫规划实施方案》，将计划免疫品种从原“6 苗防 7 病”增加到“14 苗防 15 病”。《中共中央国务院关于深化医药卫生体制改革的意见》也于 2009 年 4 月 6 日正式公布，确立“坚持以预防为主”的方针，从 2009 年起，逐步向城乡居民统一提供疾病预防控制等基本公共卫生服务，建立健全疾病预防控制体系。《中国生物产业发展战略》将“发展能有效保障我国公共卫生安全的新型疫苗”列为生物医药领域的头号工程。

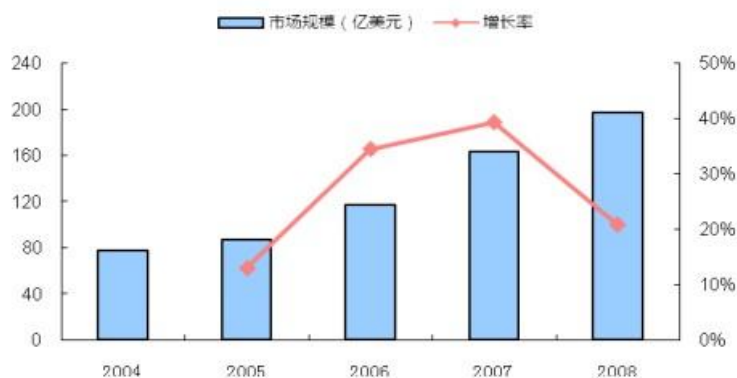
综合以上政策可以看出，国家对疫苗行业的发展与支持力度不断加大，未来行业有望保持高速发展态势，成为我国生物技术领域最具发展潜力的高新技术产业。

（3）全球和国内疫苗市场保持快速发展

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

全球疫苗行业的年复合增长率约为 28.40%，发展速度超过医药行业总体增长速度的两倍，2007 年全球疫苗市场规模达到 163 亿美元，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，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 3：全球疫苗市场规模和增长率



资料来源：公司招股书，东吴证券研究所

我国是全球最大的疫苗生产国之一，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。2009 年国内疫苗市场整体规模达到 90 亿元人民币。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%。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。

（4）二类疫苗市场仍有很大发展潜力

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，实行政府定价，由国家定点计划生产，集中招标采购，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，由市场定价，该类疫苗价格相对较高，利润也较高。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。

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%，加拿大更达到 45% 的接种率，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，接种率会逐步接近发达国家水平，我国疫苗市场发展潜力巨大。

2005 年 3 月 24 日国务院《疫苗流通和预防接种管理条例》的颁布，打破了我国长期以来由各省、市、县疾病预防控制中心逐级供应疫苗的局面，二类疫苗生产企业的销售对象由原来的 31 家省级疾病预防控制中心扩展到数万家省、市、县疾病预防控制中心、接种单位及有资质的疫苗经销企业。疫苗流通渠道的改革进一步扩大了市场口径。

此外，巨大的人口基数、品种更新换代要求、居民可支配收入水平增加、新农合医疗制度的开展也是促进我国二类疫苗市场发展的重要因素。

2.2 公司是二类疫苗民营企业的龙头

我国二类疫苗主要包括 Hib 疫苗、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、口服轮状疫苗、狂犬疫苗、流感疫苗等。

随着《疫苗流通和预防接种管理条例》的实施，经营二类疫苗的资格范围得到扩大，疫苗经营主体越来越多元化，促使二类疫苗市场进入完全竞争时代，市场逐渐呈现出国企、外资和民营三足鼎立的格局。

图 3：一类疫苗和二类疫苗的市场竞争格局

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%	

资料来源：公司招股书，东吴证券研究所

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和外资企业，目前公司的主要竞争对手有浙江天元、云南沃森和无锡罗益。外资企业包括葛兰素史克、赛诺菲—巴斯德和默克。在二类疫苗市场，民营企业的市场份额已经超过国有企业。并且就批签发金额来看，近年来我国二类疫苗批签发金额由于销售价格较高，占比也远超过一类疫苗。

从市场占有率上看，公司最近三年的市场占有率比较稳定，2007~2009 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%，在国内民营疫苗企业稳居市场排名第一，是二类疫苗行业中民营企业的龙头。

3. 公司主营业务

公司的主营产品分为自主产品和代理产品两类，自主产品有 3 个，代理产品 2 个：

表 1：公司自主疫苗和代理疫苗的名称和用途

产品类别	疫苗品种	用途
自主疫苗	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（注射用母牛分枝杆菌）	用于肺结核的辅助治疗，公司正在积极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
代理疫苗	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：公司招股书，东吴证券研究所

3.1 自主研发产品市场占有率高

A 群 C 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗：由绿竹制药生产，该产品是全世界首家获得政府颁发的 A 群 C 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗新药证书的疫苗。由于将多糖和蛋白质结合，能有效免

疫 3 月龄以上婴幼儿和儿童 A 群、C 群脑膜炎球菌引起的流脑。目前国内能生产 A 群 C 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗的厂家除公司外只有无锡罗益和云南沃森，而且无锡罗益的疫苗只适用于 6 月龄以上的婴幼儿和儿童。

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。

ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗：由绿竹制药生产，该产品是采用先进的纳米滤膜工艺生产的新一代脑膜炎球菌多糖疫苗，是国内首个获政府批准进行临床研究的四价脑膜炎球菌多糖疫苗。目前国内能生产 ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗的厂家只有公司和浙江天元。在细分产品市场上，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。并且由于流行病谱的变化，未来 ACYW135 群脑膜炎球菌多糖四价疫苗由于能同时预防 A 群、C 群、Y 群和 W135 群脑膜炎球菌引起的脑脊髓膜炎，对普通 AC 群脑膜炎球菌多糖疫苗有很好的产品替代作用。

微卡：公司生产的注射用母牛分枝杆菌（微卡）为国内外独家产品，是一种新型的双向免疫调节剂，能显著增强机体免疫功能，同时能阻断或减缓超敏反应，主要用于结核病等的免疫治疗，对复治、难治性结核病有显著疗效，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，同时公司正在积极拓宽微卡在哮喘和过敏性鼻炎方面的适应症，公司已完成辅助治疗支气管哮喘临床研究，微卡增加适应症的新药申请文件已获国家药监局受理，未来新的适应症增加成功后又可以扩大该产品新的市场份额。

3.2 代理产品定位准确，销量稳定

Hib 疫苗：公司非常准确的预见到了 b 型流感嗜血杆菌的危害性和免疫的必要性，并判断 Hib 疫苗有非常广阔的市场需求。因此公司早在 2004 年就长期独家买断代理兰州所生产的 Hib 疫苗，双方合作稳定。目前国内生产 Hib 疫苗的企业有兰州所和云南沃森，其中兰州所生产的 Hib 疫苗全部由公司独家

买断代理，2009 年，公司买断代理的 Hib 疫苗占全国市场份额的 51.22%，市场占有率排名第一。

目前公司也在自主研发 Hib 疫苗，据公司称公司拟自主生产的 Hib 疫苗与代理的兰州所产品具有不同的市场定位，产品上市后将与代理兰州所产品形成错位营销关系，并不影响兰州所与公司原来的业务合作关系。双方产品将共同满足市场需求。

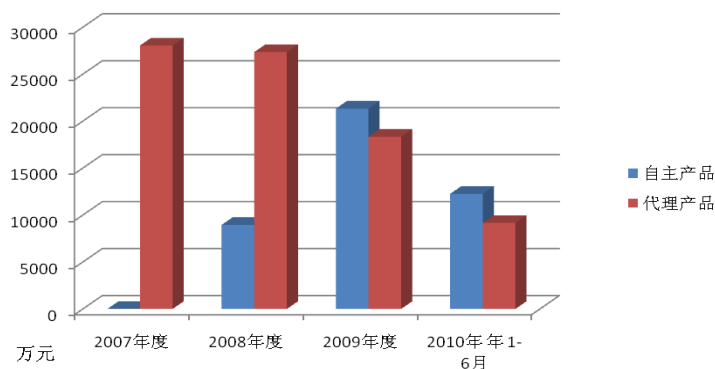
甲肝疫苗：公司长期独家买断代理浙江普康的甲型肝炎减毒活疫苗（H2 毒株），该疫苗是出口国际市场唯一的国产甲肝减毒活疫苗。目前国内生产甲型肝炎减毒活疫苗的企业主要有长春长生生物科技股份有限公司、长春生物制品研究所、浙江普康和中国医学科学院医学生物学研究所，其中浙江普康生产的甲型肝炎减毒活疫苗全部由公司独家买断代理，2009 年，公司买断代理的甲型肝炎减毒活疫苗占全国市场份额的 26.85%，市场占有率排名居前。

未来公司仍将根据我国传染病的流行病学特征，选取优秀的产品作为代理对象，目前公司目前正在进行商务谈判或规划中的拟代理品种有水痘疫苗、流感病毒裂解疫苗、人用狂犬病疫苗（二倍体细胞）等。

3.1 收入结构优化，未来份额利润向自主产品转移

公司自主产品于 2008 年陆续投放市场后，营业收入中自主研发产品收入占营业收入总额的比重逐年提高，增长率达 136.1%，成为公司最重要的利润来源和今后公司利润稳定增长的最重要驱动力。

图 4：2007-2010 年上半年自主产品和代理产品收入金额



资料来源：公司招股书，东吴证券研究所

公司收入结构逐年优化，公司收入和利润结构已经由代理业务向自主业务倾斜，且这一发展趋势已经确立。今后随着公司现有自主业务的继续高速增长和今后两三年内更多自主产品陆续投放市场，随着公司募集资金建设项目于 2013 年的建成达产，公司的自主业务收入将得到快速成长，且这种成长具有相当的稳定性和可持续性，同时公司的代理业务也将保持稳定发展。

4. 公司核心竞争力

4.1 庞大的营销网络和高效的销售能力

经过多年努力，公司建成了国内同行业规模最大、覆盖最健全、深入终端的疫苗营销网络体系。截至目前，公司拥有专业疫苗营销人员 366 人，网络覆盖全国 30 个省市自治区，300 多个地市，2300 多个县区和 12000 多个乡镇、社区等基层接种点，并且多层贯通、深入终端，平均每 330 万人口配备一名专业营销人员维护管理。目前已经逐步形成层次分明、组织有序、责权明确的营销模式，保证销售环节高效运作。公司总经理直接领导市场部及其分设全国的 22 个办事处，办事处由大区总经理（总监）、大区经理、业务经理构成，实行三级分层集中管理体制。

公司坚持以直销为主、经销为辅的销售模式。在多年的发展过程中公司不断调整和完善营销思路，以建立适应未来市场发展需要的营销体系。公司实行严格的销售管理制度，采取向各级疾病预防控制中心、接种单位以及医院的专业化推广直销和向有生物制品、疫苗经营资质的药品批发企业经销相结合的销售模式。

直销：公司产品主要采用专业化推广的直销模式，即公司直接向各级疾控中心或医院供货。这种方式目前占 80%。

经销：公司与经销商签订合同，根据协商收取一定的保证金后，将公司的产品交由其经销。这种方式目前占 20%。

强大的销售能力对公司的快速成长功不可没，最近三年，公司营业收入复合增长率达 10.76%，毛利额复合增长率为 20.74%。营业收入中代理业务创造的收入仍然占营业收入一半以上，代理业务为公司开展自主创新业务提供了稳定、丰沛的现金流，有力地支撑了自主业务的发展。并且，一旦公司自主研发的新产品上市后，能通过庞大的销售网络迅速铺开，到达各个区域市场，抢占市场份额，这种能力是其他疫苗生产企业所不具备的。

4.2 研发队伍稳定，后续产品梯队有保障

经过近十年的发展，公司已经建立了一批多学科优秀专业技术人才。公司目前拥有研发人员 68 人，研发人员占公司员工总数的 11.68%。公司研发带头人有国内一流的技术专家，研发团队多次承担国家“863”项目、科技部重大专项等，曾获“国家科技进步二等奖”，“科技部杜邦创新奖”等，拥有多项发明专利。公司制定了较为合理的员工薪酬方案，建立了公正、合理的绩效评估体系，大力提高科技人才尤其是核心技术人员的薪酬、福利待遇水平和对公司的归属感，高级技术人员薪酬甚至超过了董事长。并且公司表示未来会有适时进行股权激励的打算。

公司在研产品众多，在病毒和细菌两个方向，正在从事自主研发项目有 8 个，正在从事的合作研发项目有 8 个。其中，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。新产品陆续临床完成后获得药品批准文号后，会进一步扩充公司的产品梯队，为今后业绩持续增长带来保障。

表 2：公司在研产品情况

	研发项目	研发过程	研发进度
1	AC 群脑膜炎球菌 - b 型流感嗜血杆菌多糖结合疫苗	自主研发	2004 年 9 月获专利，2007 年 2 月获 I、II 期临床批件，2009 年 12 月获 III 期临床批件
2	ABC 群脑膜炎球菌疫苗	自主研发	2009 年 2 月获专利，实验室研发阶段，尚未申请临床批件
3	A、C、Y、W135 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗	自主研发	实验室研发阶段
4	13 价肺炎结合疫苗	自主研发	实验室研发阶段
5	细菌性痢疾结合疫苗	自主研发	实验室研发阶段
6	伤寒 副伤寒外膜蛋白疫苗	自主研发	实验室研发阶段
7	水痘疫苗	自主研发	实验室研发阶段
8	流感病毒裂解疫苗	自主研发	实验室研发阶段
9	治疗用乙肝疫苗基础实验研究	合作研发	实验室研发阶段
10	人乳头瘤病毒疫苗	合作研发	实验室研发阶段
11	初免 加强型结核疫苗	合作研发	实验室研发阶段
12	新型结核病疫苗 重组结核杆菌	合作研发	实验室研发阶段
13	CFP10 ESAT6 融合蛋白基础实验研究(体内诊断试剂)	合作研发	实验室研发阶段
14	混合型乙型肝炎治疗性疫苗	合作研发	实验室研发阶段
15	手足口病疫苗	合作研发	实验室研发阶段
16	人戊型肝炎病毒的表达研究	合作研发	实验室研发阶段

资料来源：公司招股书，东吴证券研究所

5. 公司募投项目情况

公司募投资金主要投向以下几个方向，公司的募投项目主要是扩大二类疫苗产能以适应市场需求，并且建立疫苗仓储物流基地，完善疫苗的运输配送实力。

图 4：公司募投资金投向

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：公司招股书，东吴证券研究所

随着公司募集资金建设项目于 2013 年的建成达产，将丰富产品结构和规模，提高产品质量，适应新版 GMP 认证标准，扩大现有产品生产能力、增加疫苗品种，增强公司盈利能力和竞争实力，扩大公司的自主业务收入将得到快速成长，

A 群 C 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗目前供应能力有限且未来市场前景看好，公司拟利用募集资金提高产品质量和生产效率，同时在 2013 年将产能从 500 万剂/年扩充到 1200 万剂/年。

据保守估计 2013 年国内对 ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗的需求量将超过 2,300 万剂，届时绿竹制药的销售规模将超过 900 万剂量，市场份额将保持在 40%以上。

此外通过实施注射用母牛分枝杆菌技改项目，公司将形成年产 500 万剂注射用母牛分枝杆菌的生产能力，力争在 2012 年新增销售收入 1.2 亿元。

募集资金投资项目“智飞生物仓储物流基地及营销网络建设项目”将在全国 25 个城市建立营销办事处，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，建成后将进一步增强公司的营销网络优势。

6. 盈利预测

6.1 假设

(1) A 群 C 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗 10 年、11 年、12 年增速分别是 35%，35%，30%

(2) ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗由于对 A 群 C 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗有一定的替代作用，给予比后者更高的增速，预计 10 年、11 年、12 年增速分别是 40%，40%，35%。

(3) 微卡如果增加新的适应症成功后，增速可能呈现跳跃式的发展，预计 10 年、11 年、12 年增速分别是 47%，55%，65%。

(4) Hib 疫苗的供需缺口还很大，未来有望保持 20% 以上增长，甲肝疫苗销售较为稳定。

(5) 由于麻风二联和麻腮风三联疫苗被划归为一类疫苗，公司逐渐退出了麻风二联和麻腮风三联疫苗代理销售，故 09 年其他产品代理收入显著下降，但未来可能新增品种，如目前正在洽谈的水痘疫苗等品种，新的代理品种将使收入大幅增长。

(6) 公司营业费用比较稳定，管理费用因发行上市和增加工作人员可能有一定的上升。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。如 2010 年上述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。

6.2 绝对估值

图 4：估值假设

假设	数值
第二阶段年数	8
第二阶段增长率	2.00%
长期增长率	2.00%
应付债券利率	0.00%
无风险利率 Rf	2.25%
β	0.85
Rm	10.00%
Ke	8.84%
税率	13.00%
Kd	0.00%
Ve	1.00

资料来源：公司招股书，东吴证券研究所

图 4: DCF 模型敏感性分析

敏感性测试结果		长期增长率			
WACC	40.90	42.72	44.87	47.45	50.60
7.50%	37.80	39.28	41.01	43.05	45.49
8.00%	35.13	36.34	37.74	39.38	41.32
8.50%	32.79	33.80	34.95	36.28	37.84
9.00%	30.73	31.57	32.53	33.63	34.89
9.50%	28.90	29.62	30.42	31.33	32.37
10.00%	40.90	42.72	44.87	47.45	50.60
10.50%	37.80	39.28	41.01	43.05	45.49
11.00%	35.13	36.34	37.74	39.38	41.32

资料来源：公司招股书，东吴证券研究所

根据绝对估值的结果，认为公司股票价值中枢为 32.53 元，价值区间为 30.42-34.95 元。

6.3 相对估值

结合绝对估值结果，我们发现今年以来上市的医药公司 2010 年预测市盈率平均值是 51.12，创业板上市医药公司的 2010 年预测市盈率平均值是 48.83，同业上市的疫苗类公司 2010 年预测市盈率均值为 45.56，公司 2010、2011、2012 年预测的 EPS 分别为 0.70 元、0.96 元和 1.37 元，我们认为给予 2010 年 46-52 倍 PE 比较合适，对应股价为 32.2-36.4 元。结合绝对估值结果，给予股价为 35.5 元，对应 2010、2011、2012 年的 PE 为 50.7、37.0 和 25.9。

7. 风险提示

市场竞争风险；
 新产品研发速度慢或研发失败的风险；
 疫苗安全性风险。

8. 三大表数据

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	347.8	635.8	979.1	1477.6	营业收入	604.0	779.9	1012.4	1335.8
现金	181.9	440.7	747.1	1198.2	营业成本	188.5	271.4	330.0	386.6
应收账款	71.9	88.4	114.8	151.5	营业税金及附加	9.9	12.6	16.4	21.6
其它应收款	3.9	5.1	6.6	8.7	营业费用	105.8	124.8	162.0	213.7
预付账款	60.2	60.2	60.2	60.2	管理费用	42.0	50.7	65.8	86.8
存货	29.8	41.4	50.4	59.0	财务费用	-0.4	-0.7	-1.8	-3.1
其他	0.0	0.0	0.0	0.0	资产减值损失	0.6	1.1	1.6	2.2
非流动资产	170.8	164.7	181.4	194.0	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0
长期投资	1.5	0.0	0.0	0.0	投资净收益	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	66.8	71.6	75.4	77.8	汇兑净收益	0.0	0.0	0.0	0.0
无形资产	60.1	77.1	91.5	103.3	营业利润	257.5	320.0	438.4	628.0
其他	42.4	16.1	14.5	12.9	营业外收入	3.4	3.4	3.4	3.4
资产总计	518.6	800.6	1160.4	1671.5	营业外支出	0.2	0.2	0.2	0.2
流动负债	51.3	81.3	97.0	115.5	利润总额	260.7	323.1	441.6	631.1
短期借款	8.0	0.0	0.0	0.0	所得税	29.1	42.0	57.4	82.0
应付账款	1.0	5.0	6.1	7.1	净利润	231.6	281.1	384.2	549.1
其他	42.3	76.3	90.9	108.4	少数股东损益	0.0	0.0	0.0	0.0
非流动负债	15.0	0.0	0.0	0.0	归属母公司净利润	231.6	281.1	384.2	549.1
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0	EBITDA	291.5	336.3	454.6	644.3
其他	15.0	0.0	0.0	0.0	EPS (元)	0.64	0.70	0.96	1.37
负债合计	66.3	81.3	97.0	115.5	重要财务指标				
少数股东权益	0.0	0.0	0.0	0.0	单位:百万元				
股本	360.0	400.0	400.0	400.0	主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
资本公积	14.8	14.8	14.8	14.8	营业收入	604.0	779.9	1012.4	1335.8
留存收益	76.9	721.7	1067.4	1561.6	同比(%)	2.3%	29.1%	29.8%	32.0%
归属母公司股东					归属母公司净利润	231.6	281.1	384.2	549.1
权益	451.7	1136.4	1482.2	1976.3	同比(%)	21.9%	21.4%	36.7%	42.9%
负债和股东权益	518.0	1217.7	1579.2	2091.9	毛利率(%)	68.8%	65.2%	67.4%	71.1%
现金流量表	单位:百万元				ROE(%)	51.3%	24.7%	25.9%	27.8%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	净利率(%)	38.3%	36.0%	37.9%	41.1%
经营活动现金流	210.6	294.0	384.4	544.2	资产负债率(%)	12.8%	6.7%	6.1%	5.5%
投资活动现金流	-43.5	-39.8	-41.4	-41.4	每股收益(元)	0.64	0.70	0.96	1.37
筹资活动现金流	-46.7	4.6	-36.6	-51.8	P/E	54.6	50.7	37.0	25.9
现金净增加额	120.4	258.7	306.4	451.1					

资料来源：东吴证券研究所

免责声明

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。本报告的版权归本公司所有，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，需注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

行业投资评级：

买入：行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 10%以上；

增持：行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ~ 10%；

中性：行业股票指数在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数-5% ~ +5%之间；

减持：行业股票指数在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5%以上。

股票投资评级：

买入：股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 20%以上；

增持：股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ~ 20%；

中性：股票价格在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数-5% ~ +5%之间；

减持：股票价格在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区翠园路 181 号
邮政编码：215028
传真：（0512）62938663
公司网址：<http://www.gsjq.com.cn>