



赵冰

021-53519888-1902

Zhaobing1704@hotmail.com

证券从业证书编号: S0870511030004

顺藤摸瓜做大市场 疫苗品种储备丰富

基本数据 (10Q3)

报告日股价 (元)	36.05
12mth A 股价格区间 (元)	31.36/46.11
总股本 (百万股)	400.00
无限售 A 股/总股本	10.00%
流通市值 (亿元)	13.96
每股净资产 (元)	5.35
PBR (X)	6.52
DPS (Y10, 元)	0.20

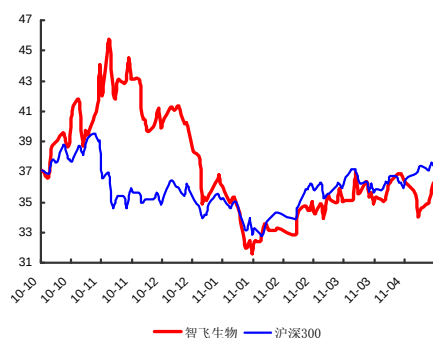
主要股东 (Y10)

蒋仁生	55.80%
吴冠江	26.10%
蒋凌峰	5.40%

收入结构 (10)

B 型流感嗜血杆菌	58.57%
ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫	28.15%
注射用母牛分枝杆菌病	5.17%
冻干甲型肝炎减毒活疫苗	4.11%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号: HQC11-CI01

首次报告日期: 2011年4月15日

■ 报告目的:

近期我们对智飞生物进行了实地调研,本报告对此次调研情况进行梳理总结。

■ 主要观点:

营销体系不断完善, 灵活差异化市场销售策略

公司早年依托代理兰州所和天坛生物的疫苗的渠道, 营销网络庞大, 但是分布不均。截止2010年底, 公司华东、华中、华南和西南地区的营业额占比为38.12%、24.01%、11.30%和10.64%。公司将以重庆为中心, 将现有办事处从22个增至47个, 销售团队从366人增至496人。同时, 公司努力拓展市场的广度和深度, 计划在北京、上海和深圳等重点城市新设立办事处, 从省级进一步到重点城市的展开。此外, 公司将采用“规范化定点接种”、“常规门诊接种”及“小定价+常规门诊”等模式做到全面、无缝覆盖基层疫苗营销渠道建设。

Hib 疫苗将成为国内新秀

2010年上半年代理 Hib 疫苗毛利率 49.03%, 全年 42.82%, 毛利率下降的原因是公司加大城市接种点的开发投入。公司近期仍将加大重点省市的 Hib 市场开发, 为在 2012 年生产上市的预充式 Hib (属于高端产品) 实行错位市场式销售的市场开发做准备。预计随着重点省份市场的开拓, 以及新产品的陆续投产, 未来公司 Hib 疫苗毛利率将企稳回升。而随着外资 Hib 疫苗在国内市场的逐步萎缩和撤资, 以及公司新产能的投入, 预计 2013 年智飞生物的 Hib 疫苗产能将占到市场的 32%。

新的利润增长点: AC-Hib 三联疫苗将于 2012 年上市

公司超募资金投资的 AC-Hib 三联疫苗采用国内外最先进的偶联技术制备的疫苗, 收率为目前生产工艺的 3-4 倍, 成本仅为国内生产企业同类制品的 1/3-1/4, 具有成本和规模化的优势。目前全球已有 90% 以上的国家将 Hib 列入计划免疫, 一旦中国列入, AC-Hib 三联疫苗将有广阔的市场前景。

疫苗储备品种丰富, 未来几年将陆续上市

公司预计在2011-2013年上市AC群流脑多糖疫苗、Hib疫苗和AC-Hib多糖结合疫苗。2012-2013年间将有9个疫苗品种获得临床批件。公司未来将适时新增3-5项研发项目, 公司目前与中国药品生物制品标准化研究中心、香港科大、解放军302医院等知名机构展开研发合作。

■ 投资建议:

未来六个月内, 给予“跑赢大市”评级

预计公司11、12年实现每股收益为0.78元和1.27元, 以4月14日收盘价36.05元计算, 动态市盈率分别为46.37倍和28.31倍。由于公司产品创

新能力强，储备品种丰富，营销市场前景广阔，我们看好公司长期的发展前景，给予“跑赢大市”评级。

■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日(¥.百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	604.05	737.31	955.79	1418.43
年增长率 (%)	2.32%	22.06%	29.63%	48.40%
归属于母公司的净利润	231.59	256.79	310.98	509.38
年增长率 (%)	21.86%	10.88%	21.10%	63.80%
每股收益 (元)	0.58	0.64	0.78	1.27
PER (X)	62.27	56.16	46.37	28.31

注：有关指标按当年股本 400 百万股摊薄

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。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 5\%$
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。