

署名人: 周锐

S0960207090141

0755-82026719

zhouhui@cjis.cn

参与人: 江琦

S0960110110023

0755-82026817

jiangqi@cjis.cn

6-12 个月目标价: 50.00 元

当前股价: 35.60 元

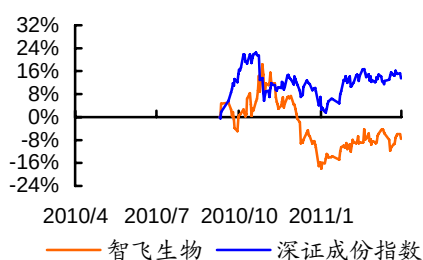
评级调整: 维持

基本资料

深证成份指数	12799.24
总股本(百万)	400
流通股本(百万)	40
流通市值(亿)	14
EPS (TTM)	
每股净资产(元)	5.35
资产负债率	3.1%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
智飞生物	1.33	10.29	-7.01
深证成份指数	0.61	6.07	-1.32



相关报告

《智飞生物-二类疫苗行业的闪耀之星, 新产品将带来新增长》2010-11-21

智飞生物

300122

推荐

和国际疫苗巨头默沙东合作, 迈入国际化战略第一步

4 月 20 日, 公司公告与美国默沙东洽谈合作, 默沙东委托公司就其在中国大陆地区销售的疫苗产品“默尔康”(麻腮风三联疫苗)和“纽莫法”(23 价肺炎多糖疫苗)提供市场推广服务。

投资要点:

■ 和默沙东的合作起点高, 是公司国际化战略的第一步, 同时也为公司国内的进一步扩张奠定基础:

高起点: 和全球五大疫苗企业之一默沙东合作, 起点高, 证明公司实力, 提升公司形象;

国际合作: 公司有望以麻腮风三联、23 价肺炎疫苗两品种的国内独家代理打开默沙东疫苗在国内的市场, 为后续更多的产品合作做铺垫;

国内扩张: 默沙东产品定位高端, 通过代理, 可进一步完善公司一线城市高端市场的销售网络, 为公司后续的高端品种自产预充式 Hib 和 AC+Hib 联合疫苗等的销售做准备。

■ 未来合作有望进一步深化, 想象空间大: 该两个品种只是合作的第一步, 默沙东作为五大疫苗巨头之一, 研发实力非常强, 现有品种也很多, 比如麻腮风水痘四联疫苗、轮状病毒疫苗、水痘疫苗、疱疹疫苗、宫颈癌疫苗等。未来无论是品种的增加推广和进一步的研发合作, 实现疫苗的国内生产, 想象空间都很大。

■ 公司强大的销售网络+不断的新品种上市, 有望带来未来业绩的高增长: 预计公司 11 年底自产 hib 苗将上市, 12 年底 13 年初 hib+AC 多糖结合联合疫苗将上市, 在研品种丰富 13 价肺炎疫苗、23 价肺炎疫苗、ACYW135 多糖结合疫苗、HPV 疫苗等均在研发当中, 公司长期投资价值凸显。

■ 和默克的合作验证了公司管理层扩张的野心和踏实做实业的决心。我们预测公司 10、11、12 年 EPS 分别为 0.9、1.39、1.85 元, 继续给予推荐评级。

风险提示: 新产品获批的进度具有不确定性。

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	737	1138	1659	2117
同比(%)	22%	54%	46%	28%
归属母公司净利润(百万元)	257	362	555	742
同比(%)	11%	41%	53%	34%
毛利率(%)	63.5%	58.5%	61.0%	63.2%
ROE(%)	12.0%	14.9%	18.9%	20.6%
每股收益(元)	0.64	0.90	1.39	1.85
P/E	55.03	39.08	25.47	19.05
P/B	6.60	5.83	4.81	3.92
EV/EBITDA	41	30	20	15

资料来源: 中投证券研究所

1、批签发数据比较：默克原有产品在国内销售不给力，远低于竞争对手，和智飞的合作将是一个双赢的模式，智飞的销售队伍将大力弥补默克销售的不足，同时默克的合作将进一步促进智飞产品线的补充和高端销售网络的建设。

表 1：23 价肺炎多糖疫苗批签发数据比较(量单位：万人份)

生产单位	2007	2008	2009	2010	2011 年 1 月-3 月
成都所	61	121	197	342	154
默沙东(又名默克)	47	5	7	48	0
赛诺菲	63	134	130	229	0

资料来源：中投证券研究所，中国生物制品检定所

表 2：麻腮风三联疫苗批签发数据比较(量单位：万人份)

生产单位	2007	2008	2009	2010	2011 年 1 月-3 月
天坛生物	21	88	368	537	0
上海所	0	270	538	1122	128
GSK	240	248	290	669	0
默沙东(又名默克)	79	212	43	541	0

资料来源：中投证券研究所，中国生物制品检定所

2、默克产品销售金额比较

表 3：默克产品销售金额比较(百万美元)

产品名称	2008	2009	2010
麻腮风三联“默尔康”	249	346	376
23 价肺炎多糖“纽莫法”	334	331	315
水痘疫苗	925	1000	929
水痘麻腮风四联苗	9	0	134
轮状病毒疫苗		522	519
宫颈癌疫苗		1100	998

资料来源：中投证券研究所，公司年报

由于协议具体条款尚未最后签订，我们保守估计麻腮风三联 11-13 年销量分别为 300、600、800 万人份；23 价肺炎多糖疫苗销量为 100、250、350 万人份，预计公司 11-13 年 0.9、1.39、1.85 元。鉴于公司强大的销售网络，业绩超预期的可能性很大，维持推荐的评级。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2010	2314	2816	3466	营业收入	737	1138	1659	2117
现金	1616	1686	1915	2332	营业成本	269	473	646	780
应收账款	298	460	672	857	营业税金及附加	11	17	25	32
其它应收款	6	10	14	18	营业费用	115	171	266	339
预付账款	13	23	32	38	管理费用	50	73	113	144
存货	76	134	183	221	财务费用	-5	-16	-39	-46
其他	0	0	0	0	资产减值损失	3	3	3	3
非流动资产	199	186	205	224	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	72	82	94	106	营业利润	294	418	646	866
无形资产	69	73	77	81	营业外收入	9	9	9	9
其他	58	31	35	36	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	2209	2500	3021	3690	利润总额	303	427	655	875
流动负债	52	64	68	71	所得税	46	65	100	133
短期借款	0	8	8	8	净利润	257	362	555	742
应付账款	1	2	3	3	少数股东损益	0	0	0	0
其他	51	54	57	60	归属母公司净利润	257	362	555	742
非流动负债	16	13	13	13	EBITDA	305	410	616	830
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.64	0.90	1.39	1.85
其他	16	13	13	13					
负债合计	68	77	81	84	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	400	400	400	400	成长能力				
资本公积	1408	1408	1408	1408	营业收入	22.1%	54.3%	45.9%	27.6%
留存收益	334	615	1133	1798	营业利润	14.1%	42.1%	54.6%	34.1%
归属母公司股东权益	2142	2423	2941	3606	归属于母公司净利润	10.9%	40.8%	53.4%	33.7%
负债和股东权益	2209	2500	3021	3690	获利能力				
					毛利率	63.5%	58.5%	61.0%	63.2%
					净利率	34.8%	31.8%	33.4%	35.0%
					ROE	12.0%	14.9%	18.9%	20.6%
					ROIC	44.5%	44.3%	48.6%	53.2%
					偿债能力				
					资产负债率	3.1%	3.1%	2.7%	2.3%
					净负债比率	0.00%	10.45%	9.91%	9.48%
					流动比率	38.60	36.40	41.56	48.57
					速动比率	37.13	34.29	38.86	45.48
					营运能力				
					总资产周转率	0.54	0.48	0.60	0.63
					应收账款周转率	4	3	3	3
					应付账款周转率	255.95	320.06	290.30	274.70
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.64	0.90	1.39	1.85
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.14	0.31	0.64	1.19
					每股净资产(最新摊薄)	5.35	6.06	7.35	9.01
					估值比率				
					P/E	55.03	39.08	25.47	19.05
					P/B	6.60	5.83	4.81	3.92
					EV/EBITDA	41	30	20	15

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐： 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性： 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避： 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

中投医药团队荣誉：2007 年和 2009 年《新财富》最佳分析师评选中入围；“2008 年度卖方分析师水晶球奖”医药行业第 2 名，2008 年新财富最佳分析师医药行业第 3 名；2010 年新财富、水晶球、金牛奖均为第 5 名；2010 年财经风云榜最佳证券分析师（医药行业唯一一个）。

中投医药团队成员：

周锐，医药行业首席分析师，理学博士，3 年医药行业从业经验，8 年证券行业从业经验，整体负责中投医药团队研究工作；
余方升，医药行业研究助理，理学学士，经济学硕士，2009 年加入中投证券研究所，负责中药行业研究；
余文心，医药行业研究助理，北京大学药学、经济学双学士，北京大学药事管理、澳门大学医药管理双硕士。2010 年加入中投证券研究所，负责化学药、医疗服务及政策研究；
江琦，医药行业研究助理，上海交大生物工程学士，金融学硕士，2010 年加入中投证券研究所，负责生物制药行业及医药流通研究；
王威，医药行业研究助理，工学硕士，5 年医疗器械行业从业经验，2010 年加入中投证券研究所，负责医疗器械及境外上市中资医药股研究；

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及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，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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站：<http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编：200041
传真：(021) 62171434