



批签发恢复，新疫苗在即

增持首次

目标价格：35 元

投资要点：

- 收入减少，期间费用率升高拖累业绩；
- Hib 疫苗批签发恢复，市场份额有望增加；
- 长期看好，新产品前景广阔。

报告摘要：

- 中报业绩低于预期，收入减少，期间费用率升高。报告期内，公司实现营业总收入 3.12 亿元，同比减少 5.54%，归属于上市公司股东的净利润 9758.91 万元，同比减少 25.58%。基本每股收益 0.24 元。管理费用、销售费用支出大幅增加，管理费用率、销售费用率分别同比增加 4.79 和 2.89 个百分点。
- 批签发停顿导致产品供应不足。新版《中国药典》和新版 GMP 的实施提高了疫苗行业的标准，各企业需要进行相应的修正和重新备案。整个生物行业的增速都受到影响。公司 Hib 疫苗上半年批签发停顿 4 个月，疫苗供货紧张，销售收入基本持平；ACYW135 脑膜炎多糖疫苗同比下降 3.98%；微卡和代理品种冻干甲肝减毒活疫苗略有增长。
- 下半年批签发恢复，Hib 疫苗份额有望增加。6 月份，公司代理兰州所的 Hib 疫苗批签发恢复正常，通过批签发 369 万瓶。整个上半年累计 478 万瓶，占全部市场的 57%，而国外厂商巴斯德和葛兰素史克批签发量大幅萎缩，预计下半年公司的市场份额有望增加。
- 长期看好，新产品前景广阔。公司有优秀的研发能力，在研项目有 20 个，其中 AC 流脑多糖疫苗和 Hib 疫苗在等待审批，AC-Hib 三联结合疫苗也已申报生产。该产品竞争少，定价有优势，市场前景广阔，我们非常看好该品种，预计明年可贡献利润。另外，公司与默沙东的合作也会贡献稳定的利润。
- 预计公司 2011~2013 年每股收益 0.71 元、0.93 元、1.22 元，目前对应 PE 分别为 41X、30X、23X，给予增持评级，目标价 35 元。

主要指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	604	737	829	987	1158
EBITDA（百万元）	272	309	331	453	604
净利润（百万元）	232	257	282	387	513
EPS（元）	0.58	0.64	0.71	0.97	1.28
P/E	45.20	45.30	41.23	30.09	22.69
P/S	17.73	19.26	15.78	14.03	11.78
P/B	23.18	5.43	4.96	4.42	3.85

联系人

吴洋

电话：01088085967

Email: wuyang@hysec.com

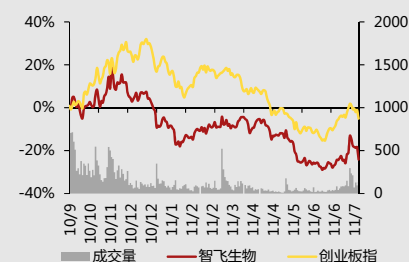
分析师

孙伟娜 (S1180511010011)

电话：01088085269

Email: sunweina@hysec.com

市场表现



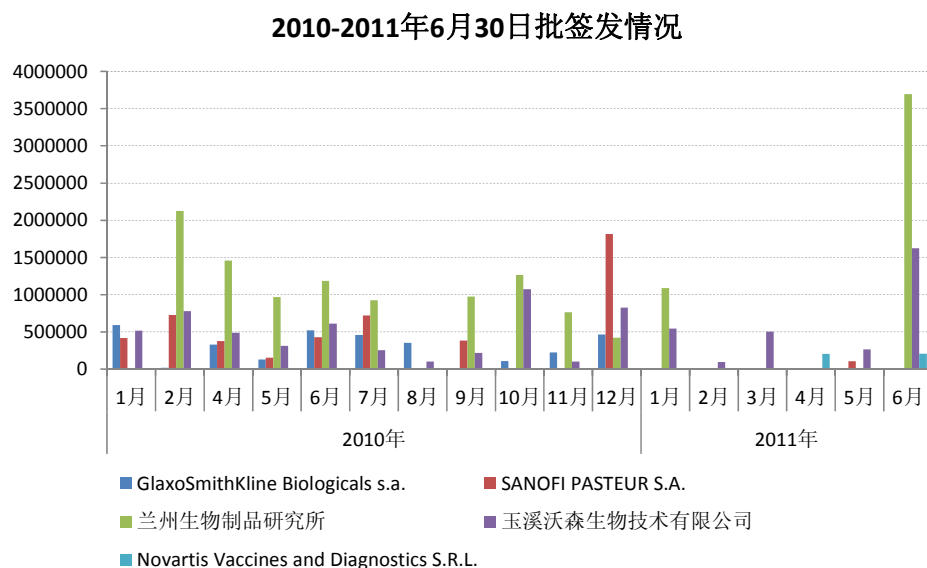
股东户数

报告日期	户均持股	筹码集中度
20110331	2860	较分散
20101231	2359	较分散
20100930	1027	非常分散

相关研究

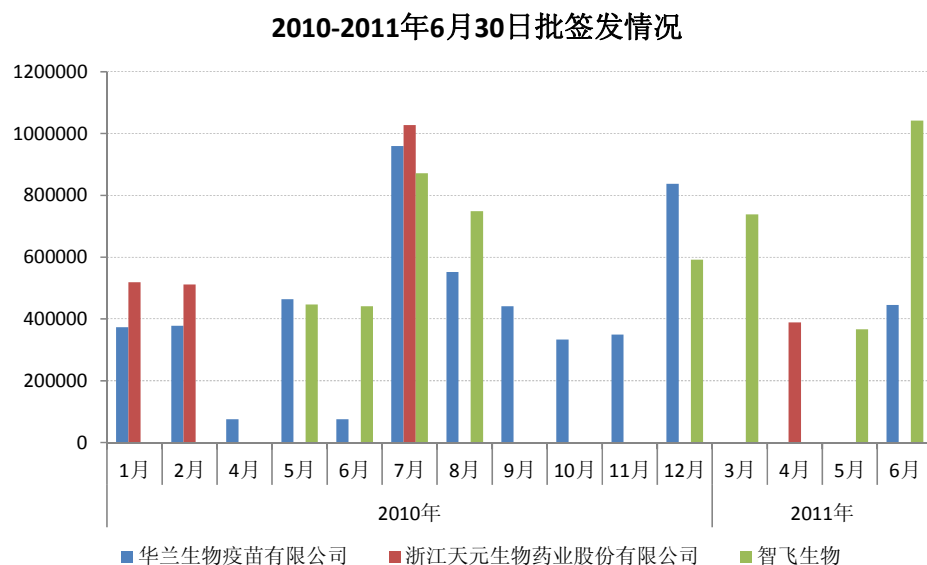
1 《宏源证券*公司研究*智飞生物新股投资价值报告:二类疫苗龙头民营企业*300122*医药行业*孙伟娜》，2010.9

图 1: 全国 Hib 疫苗批签发情况



资料来源: 中国食品药品检定研究院、宏源证券

图 2: ACYW135 脑膜炎球菌多糖疫苗批签发情况



资料来源: 中国食品药品检定研究院、宏源证券

联系人简介:

吴 洋: 宏源证券医药行业分析师, 中国人民银行研究生部金融学硕士, 2 年医药行业研究经验。

主要研究覆盖公司: 上海凯宝、华润三九、昆明制药、益佰制药、信立泰、华海药业、智飞生物、乐普医疗等。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 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。