

生物医药行业

智飞生物（300122）

公司点评报告

评级： 增持

收盘价（元）

30.30

目标价（元）

32.94

市场数据

52 周最高/最低(元)

46.11/27.08

总股本(百万)

400

流通 A 股(百万)

40

流通 B 股/H 股（百万）

-/-

总市值（百万元）

12120

流通 A 股市值（百万元）

1212



相关研究

《智飞生物（300122）：“请进来，走出去”，开辟疫苗新地域》 2011.5.13

《智飞生物（300122）：智飞生物 2011 一季报点评》 2011.4.22

《智飞生物：稳健成长，持续发展的疫苗领跑者》 2010-11-18

生物医药研究小组
证书编号 S0120209080060

联系人
郑一宁
8621-68761616-8519
zhengyn@tebon.com.cn

杨莹
8621-68761616-8565
yangying@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司
上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼
<http://www.tebon.com.cn>

智飞生物：2011 半年报点评

事项：

公司2011年7月26日公布了2011年半年报， 报告期内，受产品供应不足等因素的叠加影响，公司业绩出现波动，营业收入3.12亿元，同比下降5.54%；营业利润1.11亿元，同比减少27.15%；归属于母公司的净利润0.98亿元，同比减少25.58%。

单位：元			
项目	报告期	上年同期	本报告期比上年同期增减（%）
营业收入	312,486,965.54	330,826,308.42	-5.54
营业利润	111,196,375.51	152,627,325.07	-27.15
利润总额	114,829,400.56	154,684,517.62	-25.77
归属于普通股股东的净利润	97,589,065.76	131,139,464.15	-25.58
归属于普通股股东的扣除非经常性损益后的净利润	94,500,994.47	129,390,850.48	-26.96
经营活动产生的现金流量净额	61,226,562.70	80,130,745.72	-23.59
项目	报告期末	上年度期末	本报告期末比上年同期末增减（%）
总资产	2,313,306,753.01	2,209,266,881.45	4.71
所有者权益（或股东权益）	2,159,270,513.15	2,141,681,447.39	0.82
股本	400,000,000.00	400,000,000.00	0

数据来源：公司公告，德邦研究

- 点评：
1. 批签发量大幅下降导致主营收入下滑：报告期内，由于新版药品生产质量管理规范实施，疫苗生产企业标准更新，上半年批签发量停顿3-5个月，批签发量同比去年大幅度下降，导致上半年Hib疫苗库存收紧，销售受到一定程度的影响。2008-2010年Hib疫苗销售占公司主营收入分别为65.84%，67.15%和85.20%，因此该产品销售收入的下滑直接导致营业收入的下滑。2011年上半年，Hib疫苗销售收入2.45亿元，比去年同期下降2.97%。
 2. 产品结构调整，降低了盈利水平：由于批签发量的下降，其他产品

的销量也都有一定程度的下滑。公司主营业务稳定，但是在售产品结构有所变化：自主产品 AC结合疫苗因原料供应商变化暂缓生产，停止销售；6月份原料提供已经恢复，因此下半年AC结合疫苗的销售将有所恢复。A 群 C群脑膜炎球菌多糖疫苗由于被划为国家一类疫苗，公司终止代理关系，本期无销售。该产品的销售收入不大，2010年收入76万元，占比仅为0.1%。同时，新增代理美国默沙东公司的23价肺炎疫苗和麻腮风三联疫苗。新增默沙东公司疫苗产品毛利率较低，仅为11.01%和6.35%，一定程度上降低了公司产品的综合毛利率，盈利水平下降。

3. **放弃竞购荷兰BB公司，“走出去”战略可能放缓：**国产疫苗出口和境外收购是公司国际化战略----“走出去”的两个方面。公司于2011年5月13日，公告拟收购荷兰BB公司，期望实践“走出去”战略的第一步。该公司系荷兰疫苗研究所（NVI）的前子公司，拥有基于关键工艺技术的顶尖水平生物制品生产设施和多种疫苗产品，包括脊髓灰质炎灭活疫苗（IPV），用于膀胱癌术后治疗的卡介苗（BCG），白喉破伤风-灭活脊髓灰质炎联合疫苗（DT-IPV）以及破伤风疫苗等。2011年7月18日，公司考虑到收购成本和风险因素，公告放弃收购荷兰BB公司，打破了国际化战略“走出去”的第一步，公司此举可能推迟国际化战略步伐。
4. **默沙东合作项目充实疫苗品种：**2011年4月26日，公司与美国默沙东公司签订了市场推广合作协议，新增销售美国默沙东药厂有限公司生产的23价肺炎多糖疫苗、麻腮风三联疫苗。合同约定，默沙东向公司提供疫苗产品价值总额为2.2亿，并向公司提供对价4728万元/年。同时拥有默沙东公司良好的品牌优势和智飞生物成功的深度营销网络，这两个产品销售收入高速增长可期，公司可获得代理收入和购销差额收入。非常成功地实践了“请进来”的第一步，通过代理疫苗不断扩充公司的疫苗品种，为公司“三年内成为疫苗龙头企业”战略目标的实现打下一块坚实的基石。
5. **在研产品丰富，打造研发竞争力：**公司在研产品线丰富，为未来持续增长的收入提供了保证，公司自主研发的AC多糖疫苗和Hib疫苗已经

完成疫苗“生产现场核查”，有望在不久获得生产批文，推出市场。AC-Hib三联疫苗已进入申请生产文号阶段。同时，公司去年新增的ACYW-Hib五联疫苗和23价肺炎多糖疫苗研发项目也将为未来产品的延续提供支持。

6. **风险提示：** 下半年批签发量持续下降带来的销售限制的风险；默沙东合作销售产品推广不力的风险；自主研发失败的风险。
7. **盈利预测：** 公司2011年上半年疫苗批签发量大幅下降，导致收入大幅度下降，大大低于我们的预期，但是考虑到公司下半年AC结合疫苗销售将恢复，默沙东代理产品也进入轨道，公司强大的营销能力和丰富的在研产品储备都将保证公司未来盈利能力。我们调整2011-2013年EPS预测为0.732，0.944和1.239元，给予45倍PE，目标价为32.94元，调整为增持评级。

表1 公司2011-2013年预测财务数据摘要

财务和估值数据摘要						
单位:百万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	590.34	604.05	737.31	820.70	1093.26	1402.54
增长率(%)	N/A	2.32%	22.06%	11.31%	33.21%	28.29%
归属母公司股东净利润	190.05	231.59	256.79	292.83	377.46	495.60
增长率(%)	N/A	21.86%	10.88%	14.04%	28.90%	31.30%
销售毛利率	63.60%	68.79%	63.47%	63.28%	62.67%	63.04%
销售净利率	32.19%	38.34%	34.83%	35.68%	34.53%	35.34%
净资产收益率(ROE)	71.16%	51.27%	11.99%	12.13%	13.64%	15.35%
每股收益(EPS)	0.475	0.579	0.642	0.732	0.944	1.239

表2 公司2011-2013年分产品营业收入预测

项目	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
B 型流感嗜血杆菌(百万元)	388.67	405.61	628.24	596.83	716.19	859.43
增长率(%)		4.36%	54.89%	-5.00%	20.00%	20.00%
毛利率(%)	42.02%	31.81%	28.29%	33.00%	33.00%	33.00%
ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗(百万元)	52.29	145.75	199.57	189.59	246.47	295.76
增长率(%)		178.73%	36.93%	-5.00%	30.00%	20.00%
毛利率(%)	95.65%	96.30%	96.59%	93.00%	94.00%	95.00%
注射用母牛分枝杆菌(微卡)(百万元)	21.65	33.89	36.91	46.14	57.67	72.09

增长率(%)		56.54%	8.91%	25.00%	25.00%	25.00%
毛利率(%)	90.85%	90.31%	84.48%	90.00%	90.00%	90.00%
甲型肝炎减毒活疫苗(百万元)	104.35	71.33	29.15	32.07	38.48	46.17
增长率(%)		-31.64%	-59.13%	10.00%	20.00%	20.00%
毛利率(%)	55.58%	61.99%	59.35%	58.00%	58.00%	59.00%
麻腮风三联(百万元)	21.74	14.76		70.00	126.00	189.00
增长率(%)		-32.11%			80.00%	50.00%
毛利率(%)	58.58%	58.57%		29.00%	40.00%	50.00%
23 价肺炎球菌疫苗(纽莫法)(百万元)				30.00	54.00	81.00
增长率(%)					80.00%	50.00%
毛利率(%)				20.00%	35.00%	50.00%
A 群 C 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗(百万元)	21.72	45.06	27.81	31.98	47.97	71.96
增长率(%)		107.46%	-38.28%	15%	50%	50%
毛利率(%)	92.98%	94.01%	92.51%	93.00%	93.00%	93.00%
A 群 C 脑膜炎球菌多糖疫苗(百万元)	49.19	0.7	0.76			
增长率(%)		-98.58%	8.57%			
毛利率(%)	74.16%	63.91%	54.16%			
麻风二联(百万元)	5.60	0.02				
增长率(%)		-99.64%				
毛利率(%)	65.00%	71.00%				
其他(百万元)	-74.87	-113.07	-185.13	-175.87	-193.46	-212.81
增长率(%)		51.02%	63.73%	-5%	10.00%	10.00%
毛利率(%)	-15.23%	-17.56%	-12.35%	-17.00%	-15.00%	-12.00%
营业收入合计(百万元)	590.34	604.05	737.31	820.73	1,093.32	1,402.61
增长率(%)		2.32%	22.06%	11.31%	33.21%	28.29%
毛利率(%)	63.60%	68.79%	63.47%	63.28%	62.67%	63.04%
净利润(百万元)	190.05	231.59	256.79	292.83	377.46	495.60
每股收益	0.475	0.579	0.642	0.732	0.944	1.239

表 3 公司 2011-2013 年预测财务报表

报表预测						
利润表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	590.34	604.05	737.31	820.70	1093.26	1402.54

减：营业成本	214.85	188.50	269.31	301.36	408.11	518.38
营业税金及附加	9.40	9.91	10.78	12.00	15.99	20.51
营业费用	108.94	105.80	115.24	131.31	174.92	224.41
管理费用	31.23	42.03	50.22	73.86	98.39	112.20
财务费用	0.08	-0.36	-5.34	-42.34	-48.23	-56.01
资产减值损失	4.46	0.64	3.20	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	221.38	257.51	293.91	344.51	444.07	583.06
加：其他非经营损益	0.76	3.18	9.02	0.00	0.00	0.00
利润总额	222.14	260.69	302.93	344.51	444.07	583.06
减：所得税	32.09	29.10	46.14	51.68	66.61	87.46
净利润	190.05	231.59	256.79	292.83	377.46	495.60
减：少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属母公司股东净利润	190.05	231.59	256.79	292.83	377.46	495.60
资产负债表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	16.06	153.24	1576.49	2187.16	2099.87	2878.86
应收和预付款项	162.72	135.99	318.02	67.67	448.76	211.71
存货	30.54	29.83	76.35	30.16	114.07	69.13
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	0.00	1.52	1.43	1.24	1.05	0.86
固定资产和在建工程	69.57	66.29	78.77	66.97	55.17	43.37
无形资产和开发支出	64.37	84.54	102.24	91.91	81.58	71.24
其他非流动资产	0.00	15.99	14.26	7.13	0.00	0.00
资产总计	343.25	487.39	2167.55	2452.23	2800.49	3275.16
短期借款	5.00	8.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	65.62	18.11	15.34	26.99	23.29	35.87
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	5.57	9.60	10.52	10.52	10.52	10.52
负债合计	76.19	35.70	25.87	37.51	33.82	46.39
股本	20.00	360.00	400.00	400.00	400.00	400.00
资本公积	0.00	14.76	1407.96	1407.96	1407.96	1407.96
留存收益	247.06	76.93	333.72	606.76	958.71	1420.81
归属母公司股东权益	267.06	451.69	2141.68	2414.72	2766.67	3228.77
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	267.06	451.69	2141.68	2414.72	2766.67	3228.77
负债和股东权益合计	343.25	487.39	2167.55	2452.23	2800.49	3275.16
现金流量表	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营性现金净流量	141.75	210.79	54.39	588.12	-110.01	756.47
投资性现金净流量	-136.24	-43.49	-39.46	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	-81.31	-46.70	1419.19	22.55	22.72	22.51
现金流量净额	-75.80	120.60	1434.12	610.66	-87.29	778.99

投资评级

一、行业评级

推荐 – Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 – In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 – Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 – Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 – Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\%-20\%$
中性 – Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持 – Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $>10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。