

分析师： 刘元瑞 021-68751065 zoupeng@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490510120022

联系人： 邹朋 021-68751065 zoupeng@cjsc.com.cn

自主 Hib 疫苗获批，转型更进一步

事件描述

公司自主研发 Hib 疫苗近日获得药品注册批件，药品批准文号为“国药准字 S20110024”。该项目于 2008 年 7 月获得临床批件，2009 年 10 月申请生产文号，2011 年通过生产现场核查。此次获得批文后，预计 5-8 个月后产品能够上市，公司产品毛利较代理兰州所产品将会有较大幅度的提升。

事件评论

第一， 公司超过一半收入来自于代理 Hib 疫苗，自主疫苗获批将意味公司转型取得重大进展

自从兰州所推出首支国产 Hib 疫苗以来，公司一直将该品种买断式代理，一直拥有国内 Hib 疫苗市场 50%以上的市场占有率，2009 年、2010 年代理 Hib 疫苗的销售收入约占公司主营业务收入的 47%和 59%，毛利额占比约为 33%和 40%。公司自主 Hib 疫苗具有明显的高毛利率优势，毛利率预计在 90%以上，显著高于目前代理 Hib40%的毛利率水平，自主 Hib 疫苗预计将在 5-8 个月后上市销售。

公司目前处于由代理产品向自主产品的转型期，自主 Hib 疫苗若获批将意味着公司在其最大的收入品种上拥有了自主产品，这也标志着公司转型取得重大进展。自主 Hib 疫苗的上市不仅会提升公司整体毛利水平，也将会使得公司由代理为主的公司成功转型为自主产品为主的公司。

第二， 优秀的销售网络仍是公司的核心竞争力

公司成立之初以代理产品起家，逐步推出自主研发产品，随着研发实力的不断提升，公司自主产品销售占比稳步提升，目前超过一半的利润来自于自主产品。但目前国内疫苗行业产品趋于同质化，竞争日趋激烈，公司通过多年经营构建的优秀销售网络仍然是其核心竞争力。目前公司销售人员近 500 人，覆盖我国大部分的省市，国际疫苗巨头默沙东将国内疫苗业务全权交由公司代理，也是对公司销售体系的认可。相信在公司自主 Hib 疫苗推出后，凭借公司优秀的销售网络，能够在段时间打开局面，占据一定市场份额。

第三， 公司处于转型期，自主产品线日益丰富，值得关注

目前公司正处于由代理产品向自主研发的转型期，2011 年应该是公司转型最为艰难的一年，上半年新版药典影响了疫苗批签发，使得公司销售受到一定影响，原有产品销售的高基数也使得增长变得困难，从而造成了公司业绩的下滑。我们认为随着公司自主产品的逐步推出以及与默沙东合作的深入，未来几年公司业绩增速有望在今年低基数的情况下提高，同时未来自主产品线的不断拓展也会使得公司盈利点增加，预计 2011-2012 年 EPS 为 0.48 元和 0.71 元，维持“谨慎推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	737	659	990	1301	货币资金	1616	1660	1405	1558
营业成本	269	263	434	513	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	468	396	556	788	应收账款	305	253	381	500
% 营业收入	63.5%	60.1%	56.2%	60.5%	存货	76	69	115	135
营业税金及附加	11	10	14	19	预付账款	13	13	21	25
% 营业收入	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	115	119	158	202	流动资产合计	2010	1995	1922	2219
% 营业收入	15.6%	18.0%	16.0%	15.5%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	50	69	79	91	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	6.8%	10.5%	8.0%	7.0%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	-5	-25	-23	-22	投资性房地产	1	1	1	1
% 营业收入	-0.7%	-3.7%	-2.3%	-1.7%	固定资产合计	79	269	640	789
资产减值损失	3	5	3	2	无形资产	69	66	62	59
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	19	19	19	19
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	2	1	0	0
营业利润	294	218	325	496	其他非流动资产	28	48	68	88
% 营业收入	39.9%	33.1%	32.8%	38.1%	资产总计	2209	2399	2714	3176
营业外收支	9	9	9	9	短期贷款	0	0	0	0
利润总额	303	227	334	505	应付款项	1	1	2	2
% 营业收入	41.1%	34.4%	33.7%	38.8%	预收账款	5	5	7	9
所得税费用	46	34	51	77	应付职工薪酬	2	2	3	4
净利润	257	192	283	428	应交税费	35	27	40	58
归属于母公司所有者的净利润	256.8	192.5	282.8	427.9	其他流动负债	9	10	14	17
少数股东损益	0	0	0	0	流动负债合计	52	44	66	91
EPS (元/股)	0.64	0.48	0.71	1.07	长期借款	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	递延所得税负债	5	0	0	0
经营活动现金流净额	54	226	132	344	其他非流动负债	11	21	31	41
取得投资收益	0	0	0	0	负债合计	68	65	97	131
收回现金					归属于母公司	2142	2334	2617	3045
长期股权投资	0	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
固定资产投资	-51	-207	-410	-213	股东权益	2142	2334	2617	3045
其他	12	0	0	0	负债及股东权益	2209	2399	2714	3176
投资活动现金流净额	-39	-207	-410	-213	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2010A	2011E	2012E	2013E
股权融资	1445	0	0	0	EPS	0.642	0.481	0.707	1.070
银行贷款增加 (减少)	-8	0	0	0	BVPS	5.35	5.84	6.54	7.61
筹资成本	0	25	23	22	PE	65.42	87.29	59.40	39.26
其他	-18	0	0	0	PEG	3.53	4.70	3.20	2.12
筹资活动现金流净额	1419	25	23	22	PB	7.84	7.20	6.42	5.52
现金净流量	1434	44	-255	153	EV/EBITDA	50.01	70.88	44.86	28.17
					ROE	12.0%	8.2%	10.8%	14.1%

分析师介绍

刘元瑞，长江证券研究部分析师；
邹朋，武汉大学细胞生物学硕士/生物技术学士毕业，从事医药行业研究

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。