

证券研究报告

医药生物

推荐 (维持)

证券分析师

凌军

投资咨询资格编号
S1060511010016
0755-22624694
lingjun004@pingan.com.cn

研究助理

郝淼

一般证券从业资格编号
S1060111060113
0755-22625829
haomiao562@pingan.com.cn

智飞生物 (300122)

深化与默沙东合作，提升综合竞争力

事项： 2月7日，公司公告与美国默沙东公司就扩大合作领域，开展五价轮状病毒疫苗、呼吸道合胞病毒疫苗（RSV）等项目合作达成初步意向，形成《合作备忘录》，后续具体协议尚需双方进一步论证和商议。主要内容有：1）针对默沙东在中国大陆地区已获得上市许可的疫苗产品，双方意向性地将市场推广合作期限暂定为五年；2）双方共同投资五价轮状疫苗的三期临床阶段，合作完成该产品的临床及生产注册工作，该产品上市后默沙东将委托公司开展中国大陆市场的推广和分销工作；3）双方将深入探讨RSV的研发及五价轮状疫苗的本土化生产等方面的合作。

■ 双方合作关系向纵深发展，有助于提升公司的综合竞争力

此次初步合作意向的达成标志着双方的关系从单纯的代理合作发展为长期战略合作，包括但不限于市场推广、合作研发和生产等方式。这种优势互补、互利双赢的合作关系将进一步丰富公司产品，增强公司研发、制造能力，提升公司综合竞争力和盈利能力，影响深远。

■ 协议项目市场前景看好，未来合作产品可能进一步扩大

我国每年大约有1000万婴幼儿患轮状病毒感染性胃肠炎，兰州所是国内市场上轮状病毒疫苗的唯一厂家，且其生产的是单价苗。默沙东的五价轮状病毒疫苗于06年获FDA批准在美国上市（商品名RotaTeq），且已获得WHO预认证，并在87个国家核准上市，09年销售额高达5.6亿美元。该疫苗目前在国内已完成II期临床实验，我们预计最快约两年后有可能上市，市场前景十分广阔。RSV疫苗相对处于研发早期阶段。考虑到默沙东疫苗品种丰富，我们预计双方未来的合作品种有可能进一步扩大。

■ 维持对公司的“推荐”评级

此前公司公告获得Hib疫苗生产批件、23价肺炎多糖和EV71疫苗临床申请获受理，自产转型已然提速，此次与默沙东合作深化将进一步丰富公司产品线、提升技术实力，公司基本面向好趋势更加明确。由于后续具体协议尚需双方进一步商议且协议项目的上市时间尚有一定的不确定性，我们暂不调整对于公司12~13年的盈利预测，预计11~13年的EPS分别为：0.51、0.86和1.32元，对应2月6日收盘价22.99元的PE分别为：45、27 和17倍，维持“推荐”评级。

请通过合法途径获取本公司研究报告，
如经由未经许可的渠道获得研究报告，
请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的
声明内容。

资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E
流动资产	348	2010	1901	2025
现金	182	1616	1601	1646
应收账款	72	298	206	276
其他应收款	4	6	5	7
预付账款	60	13	13	15
存货	30	76	75	82
其他流动资产	0	0	0	0
非流动资产	170	199	436	656
长期投资	0	0	0	0
固定资产	66	72	211	356
无形资产	60	69	73	77
其他非流动资产	44	58	152	223
资产总计	518	2209	2336	2682
流动负债	51	52	55	58
短期借款	8	0	0	0
应付账款	1	1	1	1
其他流动负债	42	51	54	56
非流动负债	15	16	15	15
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	15	16	15	15
负债合计	66	68	71	73
少数股东权益	0	0	0	0
股本	360	400	400	400
资本公积	15	1408	1408	1408
留存收益	77	334	458	801
归属母公司股东权	452	2142	2266	2609
负债和股东权益	518	2209	2336	2682

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E
经营活动现金流	211	54	285	266
净利润	232	257	204	343
折旧摊销	0	17	22	38
财务费用	-0	-5	-40	-41
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	0	-222	102	-77
其他经营现金流	-21	8	-2	2
投资活动现金流	-43	-39	-261	-261
资本支出	12	52	250	250
长期投资	0	0	-1	0
其他投资现金流	-32	12	-12	-11
筹资活动现金流	-47	1419	-40	41
短期借款	3	-8	0	0
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	340	40	0	0
资本公积增加	15	1393	0	0
其他筹资现金流	-404	-6	-40	41
现金净增加额	120	1434	-15	45

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	604	737	701	939
营业成本	189	269	269	292
营业税金及附加	10	11	11	14
营业费用	106	115	140	174
管理费用	42	50	91	108
财务费用	-0	-5	-40	-41
资产减值损失	1	3	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	258	294	230	392
营业外收入	3	9	10	12
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	261	303	240	404
所得税	29	46	36	61
净利润	232	257	204	343
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	232	257	204	343
EBITDA	257	305	212	390
EPS (元)	0.64	0.64	0.51	0.86

主要财务比率

会计年度	2009A	2010 A	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	2.3%	22.1%	-5.0%	34.0%
营业利润	16.3%	14.1%	-21.6%	70.2%
归属于母公司净利润	21.9%	10.9%	-20.5%	68.2%
获利能力				
毛利率(%)	68.8%	63.5%	61.6%	68.9%
净利率(%)	38.3%	34.8%	29.1%	36.5%
ROE(%)	51.3%	12.0%	9.0%	13.2%
ROIC(%)	49.7%	11.4%	7.1%	11.5%
偿债能力				
资产负债率(%)	12.8%	3.1%	3.0%	2.7%
净负债比率(%)	12.06%	0.00%	0.00%	0.00%
流动比率	6.78	38.60	34.34	35.01
速动比率	6.20	37.13	32.98	33.60
营运能力				
总资产周转率	1.33	0.54	0.31	0.37
应收账款周转率	9	4	3	4
应付账款周转率	47.65	255.95	222.47	208.22
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.58	0.64	0.51	0.86
每股经营现金流(最新摊薄)	0.53	0.14	0.71	0.66
每股净资产(最新摊薄)	1.13	5.35	5.66	6.52
估值比率				
P/E	39.71	35.81	45.06	26.80
P/B	20.36	4.29	4.06	3.52
EV/EBITDA	29	25	36	19

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2012 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257