

分析师： 严鹏 021-68751065 yanpeng@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490209040220

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

研发能力突出，产品储备丰富

报告要点

云南沃森生物制品股份有限公司拟首次公开发行不超过 2,500 万股，发行后公司总股本不超过 10,000 万股。

管理层控股的民营疫苗企业

公司是管理层持股的民营企业，本次公司对外公开发行 2,500 万股，发行后公司总股本不超过 10,000 万股，公司公开发行的社会公众股占比为 25%。董事长兼总经理李云春先生持有公司股份 1,504.58 万股，占发行后总股本比例为 15.05%，为公司第一大股东。其他高级管理人员也持有公司股份，副总经理刘俊辉先生持有公司股份 1139.06 万股，占发行后总股本比例为 11.39%。

我国疫苗市场处于高速发展时期

我国疫苗市场增长迅速，2007 年我国疫苗市场规模超过 50 亿元人民币，2008 年达到 80 亿元人民币，2009 年国内疫苗市场整体规模达到 90 亿元人民币。我国疫苗行业的销售额占医药行业总销售收入不到 1%，远低于全球 2.5% 的水平，我国的疫苗行业还有很大的成长空间。

公司研发实力雄厚，储备产品丰富

公司拥有雄厚的研发能力，到目前为止已开发成功并将在未来几年逐步实施产业化的产品包括 Hib 系列疫苗、脑膜炎系列疫苗、百白破系列疫苗、9 价和 23 价肺炎系列疫苗、新型佐剂 CpG 乙肝疫苗和 Hib+白百破四联疫苗等，涵盖了细菌性疫苗、病毒性疫苗、基因工程疫苗、新型佐剂疫苗、联合疫苗等领域。这也在一定程度上保证了未来公司业务的增长。

募投资金用于扩大产能和科研投入

公司计划将募集资金用于研发中心的建设，扩大公司现有产品和即将上市产品的产能以及公司营销网络的假设。项目建成以后公司疫苗的生产能力将大大增加，解决未来公司发展的产能瓶颈问题。同时研发中心的建设也将使公司进一步巩固自己的研发优势，增强核心竞争力。

给予公司 2010 年 EPS45-50 倍估值，建议询价区间在 71.6 元 - 79.5 元

根据上述假设，我们预计沃森生物 2010-2012 年 EPS 分别为 1.59 元、2.40 元和 3.57 元，公司研发能力出众，储备产品丰富，具有持续增长的能力，给予公司 2010 年 EPS 45-50 倍估值，建议询价区间在 71.6 元至 79.5 元。

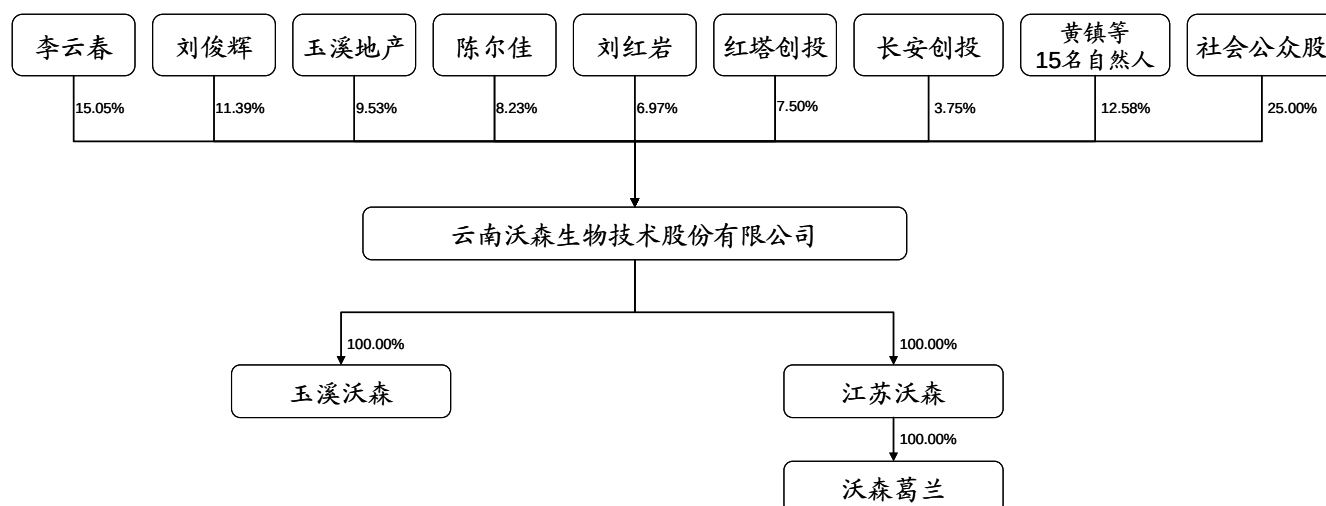
公司背景

管理层控股的民营疫苗企业

沃森生物是一家专业从事人用疫苗产品研发、生产、销售的生物制药企业。公司研发实力雄厚，有用技术领先的研发技术平台和高效的研发管理体系，迄今已在 13 个疫苗产品的开发研制上取得显著的成果，同时储备了一批品种丰富、结构合理且市场前景广阔的产品梯队。目前公司主要产品为公司自主研发，拥有独立知识产权的 Hib 疫苗和冻干 A、C 脑膜炎球菌多糖结合疫苗，销售状况良好。此外公司储备产品丰富，包括 ACYW135 脑膜炎球菌多糖疫苗，流感裂解疫苗和吸附无细胞百白破联合疫苗等，这也为公司的长期发展打下了坚实的基础。

公司是管理层持股的民营企业，本次公司对外公开发行 2,500 万股，发行后公司总股本不超过 10,000 万股，公司公开发行的社会公众股占比为 25%。董事长兼总经理李云春先生持有公司股份 1,504.58 万股，占发行后总股本比例为 15.05%，为公司第一大股东。其他高级管理人员也持有公司股份，副总经理刘俊辉先生持有公司股份 1139.06 万股，占发行后总股本比例为 11.39%

图 1: 发行后公司股权结构图



资料来源：公司招股说明书，长江证券研究部

董事长李云春先生有近二十年人用疫苗类生物制品研发、生产管理、销售的经营管理经验。曾先后担任中国医学科学院医学生物学研究所助理研究员、销售科科长、经营部主任，大连高新生物制药有限公司副总经理、总经理，北京联合汉信生物技术有限公司董事长兼总经理。从 2002 年开始李云春先生在公司任职至今，其丰富的行业经验为公司的发展做出了巨大的贡献。

公司拥有自主品牌，专注于二类疫苗市场，

公司专注于二类疫苗的研发和销售，目前公司的自主产品包括：Hib 疫苗（两种包装），冻干 A 群 C 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗，均属于二类疫苗。公司已于 2009 年 6 月将从事疫苗代理销售的沃森上成 100% 股权转让给独立第三方，目前公司没有代理产品。

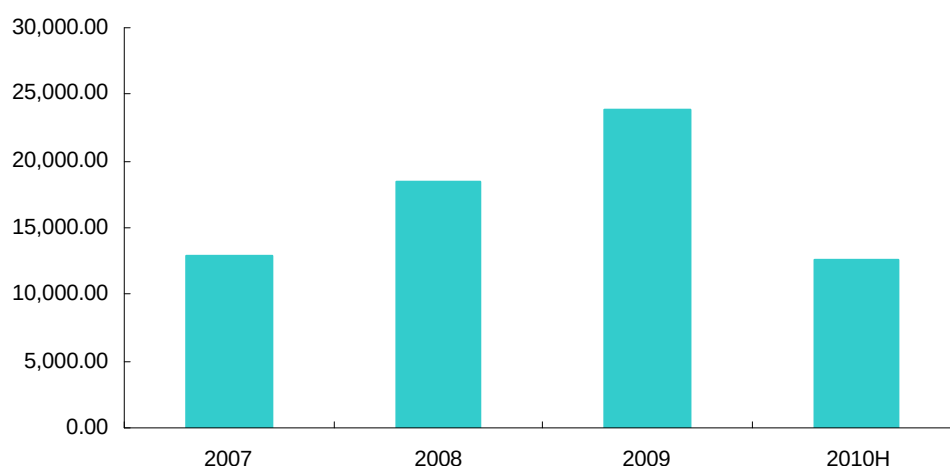
表 1: 公司主要产品及其用途

产品类别	疫苗品种	主要用途
自主产品	Hib 疫苗（西林瓶）	用于预防 3 月龄以上人群 b 型流感嗜血杆菌感染
自主产品	Hib 疫苗（预灌封）	用于预防 3 月龄以上人群 b 型流感嗜血杆菌感染，预灌封式的包装能够降低污染风险，属于高端产品
自主产品	冻干 A、C 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗	用于同时预防 3 月龄以上人群 A 群 C 群脑膜炎球菌感染

资料来源：公司招股说明书，长江证券研究部

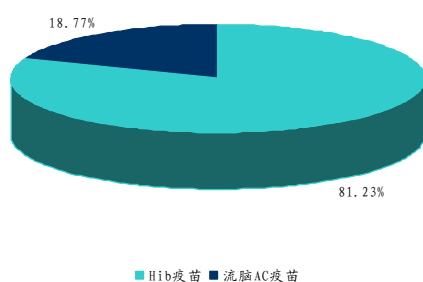
公司销售收入保持逐年增长，在 2009 年 6 月公司将沃森上成转让以后，失去了代理疫苗产品的收入，使得公司总体销售收入受到一定影响，但是自主产品的高增长，仍然带动了总体销售收入的增长。随着后续自主研发产品的推出，公司业务有望保持持续增长的态势。

图 2: 公司主营业务收入增长情况（单位：万元）



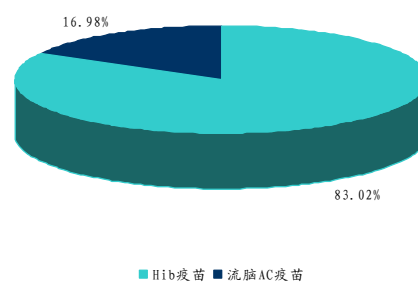
资料来源：公司招股说明书，长江证券研究部

图 3: 2010 年上半年公司收入构成情况



资料来源：公司招股说明书，长江证券研究部

图 4: 2010 年上半年公司毛利构成情况



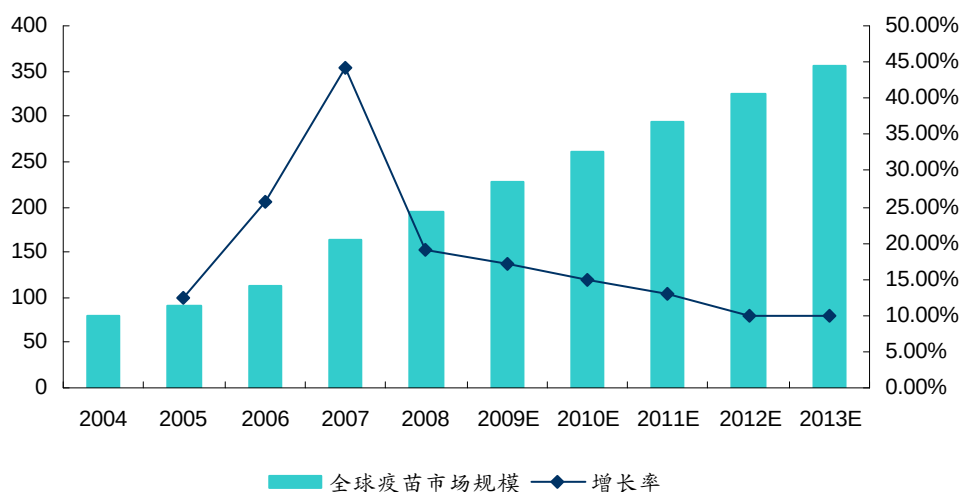
资料来源：公司招股说明书，长江证券研究部

疫苗行业规模增长迅速

疫苗作为预防疾病最有效的方式之一，广泛的使用能够为政府节约大量的临床治疗费用，日益受到社会的关注。随着社会，经济的发展，疫苗行业在过去的一段时间里增长迅速。

据统计，自 1980 年以来的二十多年间，全球疫苗市场增长了十倍多，根据美国专业市场调查公司 Kalorama Information 研究报告显示，2004 年到 2008 年全球疫苗行业的年复合增长率约为 28.40%，2007 年全球疫苗市场规模达到 163 亿美元，随着新品种不断上市，现有品种扩展使用范围，预计 2008 年至 2013 年，全球疫苗市场的复合增长率达 13.1%，2013 年全球疫苗市场规模将超过 340 亿美元。

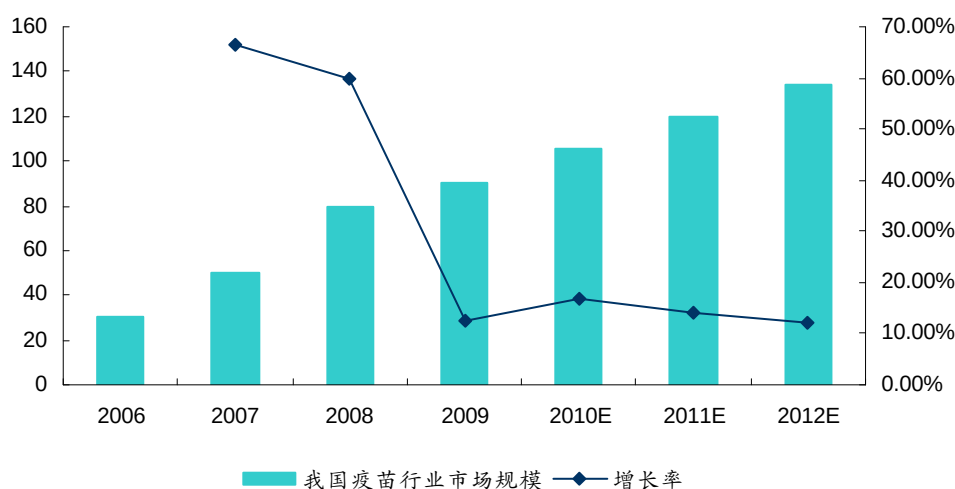
图 5：全球疫苗行业增长情况（单位：亿美元）



资料来源：Kalorama Information，长江证券研究部

2007 年我国疫苗市场规模超过 50 亿元人民币，2008 年达到 80 亿元人民币，2009 年国内疫苗市场整体规模达到 90 亿元人民币。我国疫苗行业的销售额占医药行业总销售收入不到 1%，远低于全球 2.5% 的水平，我国的疫苗行业还有很大的成长空间。据《中国医药报》统计，未来几年国内疫苗市场整体年均增长率将超过 15%。

图 6：我国疫苗行业增长情况（单位：亿元）



资料来源：中国医药报，长江证券研究部

公司主要产品的国内供需分析

Hib 疫苗

我国 Hib 疫苗市场尚处于快速增长期，2009 年共批签发 2,664.93 万支，较 2008 年增长 29.18%，主要 Hib 生产企业包括中生集团旗下的兰州生物制品研究所、沃森生物，以及外企葛兰素史克、赛诺菲-巴斯德等。Hib 疫苗 1 岁以下婴幼儿需接种 3-4 针，以中国每年新生儿 2,000 万人计算，Hib 的理论需求量在 6,000-8,000 万支之间，市场供给缺口较大。截至 2009 年全球已有 162 个国家将 Hib 列入儿童免疫规划，若中国以后将 Hib 疫苗划为一类疫苗，市场规模将进一步增大。

表 2: 各公司 Hib 疫苗的市场占有率

生产企业	2010 年上半年市场占有率	2009 年市场占有率	2008 年市场占有率
沃森生物	22.31%	13.83%	10.83%
兰州生物制品所	47.27%	42.03%	50.41%
葛兰素史克	13.11%	25.79%	16.94%
赛诺菲-巴斯德	17.31%	18.35%	21.81%
合计	100%	100%	100%

资料来源：中检所，长江证券研究部

A、C 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗

A、C 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗主要用于预防 A 群脑膜炎球菌和 C 群脑膜炎球菌，目前 A、C 群脑膜炎球菌多糖疫苗已经纳入国家计划免疫范围，为国家一类疫苗。而 A、C 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗仍为国家二类疫苗。结合疫苗与普通的多糖疫苗相比较，在接种人群覆盖范围、疫苗生产技术先进性、疫苗质量安全性和有效性等方面均存在较大优势，未来有可能替代普通多糖疫苗纳入国家一类疫苗，市场潜力巨大。

A、C 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗 1 岁以下婴幼儿需接种 3 针，以中国每年新生儿 2,000 万人计算，理论需求量为 6,000 万支左右。2009 年我国 A、C 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗共批签发仅 318.01 万支，远远不能满足理论市场需求，市场缺口较大。国内主要生产企业主要包括无锡罗益、北京绿竹和沃森生物。

表 3: 各公司 A、C 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗的市场占有率

生产企业	2010 年上半年市场占有率	2009 年市场占有率	2008 年市场占有率
沃森生物	83.14%	50.61%	0
罗益（无锡）	16.86%	49.39%	80.16%
北京绿竹	0	0	19.84%

合计

100%

100%

100%

资料来源：中检所，长江证券研究部

企业竞争优势分析

公司具有国内领先的细菌多糖结合疫苗技术

多糖结合疫苗与普通的多糖疫苗相比，不仅解决了 2 岁以下婴幼儿对普通多糖疫苗应答低的问题，还具有免疫效果好，免疫保护时间长等优点，为未来疫苗发展的主流方向。

沃森生物从 2003 年初开始进行细菌多糖结合疫苗研究，到目前为止已有 Hib 及冻干 A、C 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗两个结合疫苗正式上市销售，成为国内第一家拥有两种细菌多糖结合疫苗获准上市的企业。在研发过程中，沃森生物还承担了国家科技部“863 计划”《冻干剂 A、C 群脑膜炎多糖结合疫苗产业化技术研究》、国家卫生部《细菌多糖结合疫苗技术平台的研发》等多个重大课题，公司细菌多糖结合疫苗研发实力得到了国家科技部、卫生部、国家发改委及疫苗行业专家的一致认可。

除已上市的 2 个产品外，沃森生物在研产品中另有 9 价肺炎结合疫苗、13 价肺炎结合疫苗、伤寒副伤寒结合疫苗以及冻干 A、C、W135、Y 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗等诸多细菌多糖结合疫苗。随着该等疫苗的逐步推出，公司细菌多糖结合疫苗技术在国内领先的优势将进一步强化。

数量丰富、结构优良的疫苗产品储备

公司拥有雄厚的研发能力，到目前为止已开发成功并将在未来几年逐步实施产业化的产品包括 Hib 系列疫苗、脑膜炎系列疫苗、百白破系列疫苗、9 价和 23 价肺炎系列疫苗、新型佐剂 CpG 乙肝疫苗和 Hib+白百破四联疫苗等，涵盖了细菌性疫苗、病毒性疫苗、基因工程疫苗、新型佐剂疫苗、联合疫苗等领域。这也在一定程度上保证了未来公司业务的增长。

丰富的在研产品也使得公司的疫苗产品线具有良好的层次，预计未来几年公司均将有疫苗新品种上市；同时本公司还有 10 余个疫苗处于临床前研究的不同阶段，包括一系列创新型疫苗项目如治疗性乙肝疫苗。

表 4：公司及其主要竞争对手疫苗产品开发情况

公司名称	临床申请	临床批件	生产批件申请	生产批件	合计
沃森生物	5	3	2	2	12
兰州生物制品所	1	7	0	2	10
华兰生物	1	4	0	5	10
长春长生	0	2	3	4	9
北京绿竹	0	1	3	3	7

资料来源：公司招股说明书，长江证券研究部

募集资金用于扩大产能和科研投入

公司计划将募集资金用于研发中心的建设，扩大公司现有产品和即将上市产品的产能以及公司营销网络的假设。项目建成以后公司疫苗的生产能力将大大增加，解决未来公司发展的产能瓶颈问题。同时研发中心的建设也将使公司进一步巩固自己的研发优势，增强核心竞争力。

表 5：募集资金投资项目：

项目名称	投资总额 (万元)	项目内容
疫苗研发中心扩建项目	11,034.20	增强公司的研发实力，巩固核心竞争力
冻干A、C群脑膜炎球菌多糖结合疫苗产业化示范工程等——玉溪沃森疫苗产业园二期工程扩建项目	14,868.00	新增 3,500 万支疫苗产能, 其中为即将上市的百白破疫苗准备了 1,500 万支的产能
流行性感冒病毒裂解疫苗产业化建设项目	9,500.95	形成 500 万人份/年的裂解流感疫苗生产能力
信息化建设项目	2,015.00	建设公司信息网络，提高管理效率
营销网络扩建和品牌建设	4,100.00	增强公司的营销能力。
合计	41,518.15	

资料来源：公司招股说明书，长江证券研究部

风险提示

- 产品的质量风险：**疫苗产品具有特殊性，主要用于健康人群，疫苗的接种也存在给接种者带来不良反应等风险，公司一旦出现产品质量问题或安全性问题，将会对公司声誉造成影响，影响公司的销售。
- 研发风险：**对于公司高增长的预测是建立在储备疫苗能够顺利通过临床试验并审批上市的前提的，如果临床试验失败或审批未获通过，将对公司造成影响。

盈利预测

核心假设

- 公司的募投项目能够按照计划完成
- 公司研发中的新产品能够按计划上市
- 公司主导产品所在市场不会发生重大变化，产品销售稳定增长，毛利率保持稳定

申购建议

根据上述假设，我们预计沃森生物 2010-2012 年 EPS 分别为 1.59 元、2.40 元和 3.57 元，公司研发能力出众，储备产品丰富，具有持续增长的能力，给予公司 2010 年 EPS 45-50 倍估值，建议询价区间在 71.6 元至 79.5 元。

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	239	371	556	834	货币资金	80	1919	1960	2142
营业成本	33	30	45	68	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	207	341	511	766	应收账款	93	144	216	324
% 营业收入	86.4%	91.9%	91.9%	91.9%	存货	23	20	30	46
营业税金及附加	2	4	5	8	预付账款	31	28	41	62
% 营业收入	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	其他流动资产	0	0	1	1
销售费用	61	95	142	213	流动资产合计	235	2123	2265	2600
% 营业收入	25.6%	25.6%	25.6%	25.6%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	32	49	74	111	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	13.3%	13.3%	13.3%	13.3%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	3	2	-2	-3	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.2%	0.5%	-0.4%	-0.3%	固定资产合计	101	137	292	399
资产减值损失	7	0	0	1	无形资产	35	33	32	30
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	-12	0	0	0	递延所得税资产	7	0	0	0
营业利润	89	191	291	436	其他非流动资产	9	9	9	9
% 营业收入	37.3%	51.5%	52.4%	52.3%	资产总计	386	2302	2597	3037
营业外收支	5	5	5	5	短期贷款	26	0	0	0
利润总额	94	196	296	441	应付款项	13	11	16	25
% 营业收入	39.4%	52.8%	53.3%	52.9%	预收账款	2	3	5	8
所得税费用	18	37	56	84	应付职工薪酬	2	2	3	4
净利润	76	159	240	357	应交税费	15	31	47	70
归属于母公司所有者					其他流动负债	46	64	95	143
的净利润	76.3	158.6	239.8	357.2	流动负债合计	104	111	167	250
少数股东损益	0	0	0	0	长期借款	87	87	87	87
EPS（元/股）	0.76	1.59	2.40	3.57	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	20	20	20	20
经营活动现金流净额	82	168	216	323	负债合计	211	218	274	357
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	175	2083	2323	2680
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	175	2083	2323	2680
固定资产投资	-75	-50	-178	-143	负债及股东权益	386	2302	2597	3037
其他	-3	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-77	-50	-178	-143		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.763	1.586	2.398	3.572
股权融资	0	1750	0	0	BVPS	2.33	27.78	23.23	26.80
银行贷款增加（减少）	50	-26	0	0	PE	91.71	44.13	29.19	19.60
筹资成本	4	-2	2	3	PEG	1.36	0.66	0.43	0.29
其他	-3	0	0	0	PB	30.05	2.52	3.01	2.61
筹资活动现金流净额	51	1722	2	3	EV/EBITDA	67.37	24.81	16.37	10.50
现金净流量	56	1840	41	182	ROE	43.7%	7.6%	10.3%	13.3%

分析师介绍

严鹏，华中科技大学财务管理硕士/生物技术学士，研究领域为生物制药、化学制剂和原料药

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
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(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
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@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

长江证券系列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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，不代表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情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属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者争取提供投资银行、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。如引用、刊发，需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。