

沃森生物(300142)

公司研究/简评报告

国内一流的疫苗生产企业

—沃森生物调研简报

民生精品---简评报告/医药行业

2011年05月19日

一、事件概述

我们于4月25日对沃森生物进行了调研，并就我们关注的问题与公司高管进行了深入交流。

二、分析与判断

➤ AC群脑膜炎球菌多糖结合疫苗仍存在较大市场空间，预计保持快速增长

性价比的优势使得AC群脑膜炎球菌多糖结合疫苗将会替代A群C群脑膜炎球菌多糖疫苗，目前来看仍有较大替换空间。公司产AC群脑膜炎球菌多糖结合疫苗适用三月龄以上儿童，品质突出。我们认为，该产品仍将保持快速增长。

➤ Hib疫苗喜忧参半

由于新药典标准提高，除公司外的多个厂家不能够满足新药典的标准。今年年初Hib疫苗批签发格局发生较大的调整，对公司形成利好。但是，我们注意到赛诺菲等公司去年底为应对新药典的冲击，已经备足了存货，因此预计短期来看对HIB疫苗的销售格局影响不大。中期来看，赛诺菲与葛兰素等公司将取得新的批签发，同时，实力较强的竞争对手诺华去年取得了批文，今年4月份已经取得了批签发。

➤ 在研品种将逐步进入市场

A群C群脑膜炎球菌多糖疫苗和ACYW135群脑膜炎球菌多糖疫苗预计今年能够拿到生产批件。预计四季度将实现销售。无细胞百日破已经在今年三月底申请了生产批件，预计明年可以拿到生产批件。其他疫苗如肺炎系列、流感疫苗、乙肝疫苗的研发都在稳步推进。

➤ 发展战略规划

公司立足疫苗行业，以“产品升级换代”和“填补国内空白”为导向，在研疫苗品种高达十多个。随着公司的发展其研发领域会进一步扩展到治疗性疫苗、蛋白药物、抗体工程。

三、盈利预测与投资建议

我们预计公司未来三年将实现每股收益1.55元、2.06元和2.50元，以5月18日收盘价54.69元计算，对应动态市盈率分别为35倍、27倍和22倍。我们认为公司以“产品升级换代”和“填补国内空白”为主的产品研发战略定位较为精准，符合我国疫苗行业的发展现状与趋势。我们看好公司的长远发展潜力，考虑到目前公司主打产品Hib疫苗的竞争格局发生变化，在研产品对未来两年的收入和利润贡献不大，我们暂时给予公司“谨慎推荐”的投资评级。

四、风险提示：

Hib疫苗程度加大；新产品研发进度低于预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	359	514	722	936
增长率(%)	50.0%	43.2%	40.5%	29.7%
归属母公司股东净利润(百万元)	154	232	309	375
增长率(%)	102.3%	50.2%	33.0%	21.5%
每股收益(元)	1.03	1.55	2.06	2.50
PE	53	35	27	22
PB	3.22	2.95	2.65	2.37

资料来源：民生证券研究所

谨慎推荐

首次评级

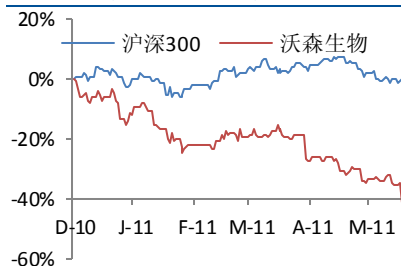
合理估值：

62—72元

交易数据(2011-05-10)

收盘价(元)	54.69
近12个月最高/最低	103.73/54.69
总股本(百万股)	150.00
流通股本(百万股)	37.50
流通股比例%	25.00
总市值(亿元)	82.04
流通市值(亿元)	20.51

该股与沪深300走势比较



分析师

分析师：李平祝

执业证书编号：S0260511020019

电话：(8610)85127808

Email: lipingzhu@mszq.com

分析师：练乐尧

执业证书编号：S0100108110693

电话：(8610)85127656

Email: lianyueyao@mszq.com

联系人：吴晓雯

电话：(8610)85127808

Email: wuxiaowen@mszq.com

相关研究

1. 《鱼跃医疗(002223)调研简报：渠道更加完善，产品线日益丰满》2011.05.17
2. 《爱尔眼科(300015)调研报告：另一个角度看爱尔的估值》2011.05.16
3. 《江中药业(600750)调研报告：太子参产新临近，度过难关在望》2011.05.05

一、Hib 疫苗喜忧参半

Hib 疫苗（b 型流感嗜血杆菌结合疫苗）属二类疫苗，现有两种剂型：西林瓶和预充注射器。

当前，Hib 疫苗市场的整体形势对公司而言可以说是喜忧参半。

喜的是，由于新药典的实施，今年 1-4 月份，葛兰素史克和赛诺菲-巴斯德这两家外企未获得任何 Hib 疫苗的批签发；兰州生物制品研究所也在今年 2-4 月未获得任何 Hib 疫苗的批签发，而公司则在今年 1-3 月均有拿到 Hib 疫苗的批签发。公司或许可以抓住这个有利时机通过批签发量来影响销量，进而夺取更多的销售市场份额。

忧的是，上述有利时机的存在是短暂的，而且竞争对手也在相继采取措施扭转局面。

首先，葛兰素史克、赛诺菲-巴斯德和兰州生物制品研究所积极进行补充申请，相信不久的将来就可以拿到 Hib 疫苗的批签发。而且，这三家厂家在去年，尤其是下半年取得了大量的批签发，储备了一定的库存，为今年的销售积累了相应的存货。因此，葛兰素史克、赛诺菲-巴斯德和兰州生物制品研究所今年年初批签发申请的空白对其今年 Hib 疫苗销售的影响不大，年初 Hib 疫苗市场批签发格局的调整是短暂的，且基本不会传导到其销售格局上。

其次，诺华疫苗与诊断试剂有限责任公司于去年取得了 Hib 疫苗的生产批文，并于今年 4 月下旬取得了相应的批签发，其产品开始逐步投放市场；而且，诺华还从葛兰素史克引入了销售负责人，其产品技术也是比较成熟的，产品存在较强的市场竞争力。诺华的介入进一步加剧了 Hib 疫苗市场的竞争。

权衡上述因素之后，我们认为 Hib 疫苗批签发格局的调整是暂时的，且基本不会引起现有厂家之间销售格局的变动，而诺华进军 Hib 疫苗市场势必加剧市场的竞争。

二、AC 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗仍存在市场空间

目前，国内市场上可以同时治疗 A 型、C 型流脑的疫苗有 A 群 C 群脑膜炎球菌多糖疫苗、AC 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗和 ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗，其中，前一个品种属一类疫苗，后两个品种属二类疫苗。

流脑是由脑膜炎双球菌引起的，此类菌可分为 A、B、C、D、X、Y、Z、E、H、I、K、L、W13 个群。我国的流行菌群主要是 A 群，处于上升趋势的是 C 群，Y、W135 群还比较少见，因此，在多数情况下，接种 A 群 C 群脑膜炎球菌多糖疫苗或者 AC 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗就可以满足同时预防 A 型和 C 型流脑的要求。此外，A 群 C 群脑膜炎球菌多糖疫苗和 AC 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗价格相对比较便宜。

与 A 群 C 群脑膜炎球菌多糖疫苗相比，AC 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗接种人群更广。例如，公司和北京绿竹产的 AC 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗可用于 3 月龄以上，无锡罗益产的可用于 6 月龄以上；而 A 群 C 群脑膜炎球菌多糖疫苗则只能用于 2 岁以上儿童。此

外，AC 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗的生产技术更先进，质量安全性更高，有效性也更为持久。AC 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗未来可能会纳入国家计划免疫计划，部分地方政府会将其纳入政府采购计划中，还存在一定的上升空间。

因此，AC 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗存在向上的市场空间。我们预计该品种仍将维持快速增长。

结合这三个品种的疫苗批签发总量的整体增长情况以及公司产的冻干 AC 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗特有的性价比高的优势，我们估计公司产的冻干 AC 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗增速会快于市场平均水平，今年应该会保持 40%-50%左右的增速。未来两年，考虑到玉溪沃森疫苗产业园二期工程正式投产后，公司产 AC 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗将会新增 500 万支的产能，公司不排除会以量取胜，大约会分别保持 30%、25%的增速。

三、在研品种逐渐开始兑现

公司在立足二类疫苗的同时也关注一类疫苗，希望通过一类疫苗来做大公司的规模，使得公司成为兼备一二类疫苗研发和生产能力的实力雄厚的企业，以此提升公司在疫苗行业的地位和竞争力。公司现有的一类和二类疫苗的研发情况具体如下：

（一）A 群 C 群脑膜炎球菌多糖疫苗和 ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗有望年底上市

A 群 C 群脑膜炎球菌多糖疫苗和 ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗已经通过了技术审核和专业评审，一季度获得了现场检查的通知书。接下来的程序是试生产、现场检查和抽样。抽样结束后预计三个月能够拿到生产批件。这两个品种的销售在四季度，因此，公司即使在九、十月份拿到批文也不会耽搁销售。

据此，我们假设公司产的 A 群 C 群脑膜炎球菌多糖疫苗和 ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗在今年四季度可以实现销售。

（二）无细胞百日破预计明年可以获批生产

无细胞百日破已经在今年三月底申请了生产批件，四月初得到受理通知，明年预计可以拿到生产批件。无细胞百日破在此起到铺垫作用，为公司未来申报联合疫苗做好准备。

由于公司具体何时能获得无细胞百日破的生产批件还存在很大的不确定性，暂时不对其进行盈利预测。

（三）肺炎系列疫苗处于研发初级阶段

9 价肺炎球菌多糖结合疫苗和 23 价肺炎球菌多糖疫苗预计今年会拿到临床批件，13 价肺炎球菌多糖结合疫苗预计今年申请临床批件。虽然肺炎系列疫苗从现在到上市还有很长的路要走，但是一旦其上市了，公司业绩将会有有一个质的飞跃。

（四）其他疫苗情况

流感疫苗的基地在苏州建设, 接下来的一步是申报生产批件。该产品要到 2012 年底才能报生产。

乙肝疫苗的临床试验需要约一年半的时间。

公司在后续产品不断稳步推进的同时, 也加快了厂房的建设节奏。通常情况, 厂家会在拿到临床总结报告后才开始建设厂房, 而沃森生物是拿到临床批件就开始建设厂房可以节省一年半到两年的时间, 加速公司产品的产业化。

四、疫苗产业园二期工程试生产, 三期工程开始基建

经过一年半的建设, 玉溪沃森疫苗产业园二期工程目前进入了试生产阶段。三期工程也已开始基建。公司的二期三期工程均符合新版 GMP 的要求, 且公司现有的生产车间将会在三期工程完工后, 将生产转移到三期后进行改造。改造后有可能用于其它后续储备产品的生产。三期已经开始施工, 预计 2012 年建成, 2013 年就能顺利通过, 实现生产的无缝隙连接。

五、积极开拓国际市场, 为未来打下基础

公司非常关注国际市场的需求, 已经启动埃及、印度、巴基斯坦等国家的认证。我国药监系统通过 WHO 的认证, 为国内企业开拓国际市场铺了路子。公司是第一批申请 WHO 预认证的企业。盖茨基金会未来十年投入 100 亿美元支持疫苗在第三世界国家的使用。盖茨基金会重视中国市场的采购。公司的储备品种适合其需求。公司的三期工程的建设与设计将得到盖茨基金会的指导。

六、盈利预测与投资评级

(一) 前提假设

1) 假设公司产的 A 群 C 群脑膜炎球菌多糖疫苗和 ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗在今年四季度可以实现销售;

结合前文的分析以及假设的前提, 我们对公司各产品的收入、毛利及其增长情况预测如下:

表 3: 按产品收入及毛利率预测

单位: 万元	2010A	2011E	2012E	2013E
Hib 疫苗 (西林瓶)				
收入	23,534.60	30,594.99	38,243.73	45,892.48
增长率	50.80%	30.00%	25.00%	20.00%
毛利率	93.56%	90.00%	90.00%	87.00%
Hib 疫苗 (预充注射器)				
收入	5,405.96	9,190.13	13,785.20	19,299.27
增长率		70.00%	50.00%	40.00%
毛利率	86.38%	87.00%	87.00%	87.00%
Hib 疫苗合计				

收入	28,940.56	39,785.12	52,028.93	65,191.75
增长率		37.47%	30.77%	25.30%
毛利率	92.22%	89.31%	89.21%	87.00%
AC 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗				
收入	6,937.23	10,058.98	13,076.67	16,345.84
增长率	113.41%	45.00%	30.00%	25.00%
毛利率	85.31%	85.00%	85.00%	85.00%
AC 群脑膜炎球菌多糖疫苗				
收入		20.00	50.00	70.00
增长率			150.00%	40.00%
毛利率		50.00%	50.00%	50.00%
ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗				
收入		1,500.00	7,000.00	12,000.00
增长率			366.67%	71.43%
毛利率		89.00%	89.00%	89.00%
其他业务收入				
收入	1.44	1.87	2.43	3.16
增长率	182.35%	30.00%	30.00%	30.00%
毛利率	7.00%	7.00%	7.00%	7.00%
合计				
营业收入	35,879.23	51,365.97	72,158.03	93,610.75
增长率	50.04%	43.16%	40.48%	29.73%
毛利率	90.88%	88.44%	88.39%	86.88%

资料来源：民生证券研究所

基于上述假设，我们预计公司未来三年将实现每股收益 1.55 元、2.06 元和 2.50 元，以 5 月 18 日收盘价 54.69 元计算，对应动态市盈率分别为 35 倍、27 倍和 22 倍。我们认为公司以“产品升级换代”和“填补国内空白”为主的产品研发战略定位较为精准，符合我国疫苗行业的发展现状与趋势。我们看好公司的长远发展潜力，考虑到目前公司主打产品 Hib 疫苗的竞争格局发生变化，在研产品对未来两年的收入和利润贡献不大，我们暂时给予公司“谨慎推荐”的投资评级。

公司财务报表数据预测汇总

利润表					资产负债表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E	项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	359	514	722	936	货币资金	54.40	2322.59	2329.61	2389.99
减：营业成本	33	59	84	123	应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00
营业税金及附加	2.54	3.60	5.05	6.55	应收账款	99.07	215.22	201.20	383.78
销售费用	91.60	130.98	180	229	预付账款	31.46	6.51	10.00	15.00
管理费用	52.70	77.05	108.24	140.42	其他应收款	1.01	6.09	7.00	7.00
财务费用	3.81	-30.26	-18.94	-4.20	存货	23.23	36.97	22.43	61.33
资产减值损失	2.01	0.00	0.00	0.00	其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	0	0	0	0	流动资产合计	209.49	2589.33	2572.14	2858.59
二、营业利润	173.42	272.89	363.08	441.15	长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
加：营业外收支净额	9.77	0.00	0.00	0.00	固定资产	90.90	88.05	291.93	373.18
三、利润总额	183.19	272.89	363.08	441.15	在建工程	11.78	240.71	131.20	90.20
减：所得税费用	28.77	40.93	54.46	66.17	无形资产	34.93	33.89	33.44	31.25
四、净利润	154.42	231.96	308.62	374.98	其他非流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司的利润	154.42	231.96	308.62	374.98	非流动资产合计	144.30	366.97	459.01	497.68
五、基本每股收益 (元)	1.029	1.546	2.057	2.500	资产总计	353.79	2956.30	3031.15	3356.27
主要财务指标					短期借款	20.00	110.00	0.00	0.00
项目	2010A	2011E	2012E	2013E	应付票据	12.55	60.77	70.00	90.00
EV/EBITDA	16.81	11.99	8.58	6.12	应付账款	0.00	0.00	0.00	0.00
成长能力:				0	预收账款	2.06	0.29	10.00	10.00
营业收入同比	50.0%	43.2%	40.5%	29.7%	其他应付款	18.81	24.13	20.00	22.00
营业利润同比	94.49%	57.36%	33.05%	21.50%	应交税费	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润同比	102.3%	50.2%	33.0%	21.5%	其他流动负债	33.11	105.77	50.00	50.00
营运能力:					流动负债合计	86.52	300.96	150.00	172.00
应收账款周转率	1.67	2.55	1.88	2.50	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
存货周转率	0.89	2.65	1.37	2.00	其他非流动负债	0.00	18.84	15.00	10.00
总资产周转率	0.12	0.17	0.21	0.25	非流动负债合计	92.58	104.43	98.28	92.78
盈利能力与收益质量:					负债合计	179.11	405.39	248.28	264.78
毛利率	90.9%	88.4%	88.4%	86.9%	股本	75.00	100.00	100.00	100.00
净利率	43.0%	45.2%	42.8%	40.1%	资本公积	2.63	2199.43	2199.43	2199.43
总资产净利率 ROA	6.3%	7.5%	9.4%	10.3%	留存收益	41.10	97.06	251.48	483.44
净资产收益率 ROE	6.1%	8.3%	10.0%	10.8%	少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
资本结构与偿债能力:					所有者权益合计	174.69	2550.90	2782.86	3091.48
流动比率	8.60	17.15	16.62	17.17	负债和股东权益合计	353.79	2956.30	3031.15	3356.27
资产负债率	13.7%	8.2%	7.9%	7.4%	现金流量表				
长期借款/总负债	10.0%	4.7%	3.0%	5.4%	项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
每股指标 (元)					经营活动现金流量	87.06	211.21	110.24	406.11
每股收益	1.029	1.546	2.057	2.500	投资活动现金流量	(164.81)	(137.14)	(98.30)	(52.20)
每股经营现金流量	0.580	1.408	0.735	2.707	筹资活动现金流量	2338.57	(67.04)	48.44	53.70
每股净资产	17.006	18.552	20.610	23.110	现金及等价物净增加	2260.82	7.02	60.38	407.61

资料来源：民生证券研究所

分析师与联系人简介

李平祝，北京大学药理学硕士，具有证券投资咨询执业资格。3年证券从业经验，2011年3月加入民生证券。

练乐尧，四川大学卫生经济学博士，具有证券投资咨询执业资格。4年医药行业从业经验，先后从事过临床医生、卫生经济与卫生政策研究等工作。2008年加盟民生证券研究所，从事医药行业与上市公司研究，对医药行业有较深入的见解和认识，熟悉上市公司盈利模式和核心竞争力的分析。研究范围覆盖中药、原料药等。

吴晓雯，北京大学金融信息工程硕士，北京大学生物医学英语学士。2011年4月加盟民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璿	北京	010-85127761	13621034253	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guomingyjs@mszq.com
李北铎	上海	021-68885797	18621639595	libeiduo@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	Zhuguangyu@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
许力平	广深	0755-22662071	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22662071	13701050353	weikejia@mszq.com

民生证券研究所：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层； 100005

上海：浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室； 518040

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座； 200120

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。