

买入 首次

沃森生物 (300142)

2011 年 7 月 14 日

Hib 批签发好转，业绩符合市场预期

7 月 13 日收盘价：58.34 元

6 个月目标价：76.40 元

消费小组首席分析师：丁频
SAC 执业证书编号：S0850203100085
dingping@htsec.com
021-23219405联系人：刘宇
liuy4986@htsec.com
021-23219608联系人：刘杰
liuj5068@htsec.com
021-23219269

公司公布了 2011 年半年度业绩预告，归属于母公司净利润约 7920 万元~8485 万元，同比增长约 40%-50%，符合市场预期。结合 6 月份批签发数据，我们发现公司 Hib 批签发已经好转，批签发风险基本已经消除，随着流脑 4 价多糖疫苗等新产品的不断推出，未来三年公司业绩能够保持 40%左右的复合增长，预计 2011-2013 年 EPS 分别为 1.51 元、2.18 元、2.72 元。公司 7 月 13 日收盘价为 58.34 元，对应 2011-2013 年 PE 分别为 38.58、26.73、21.49。我们首次给予“买入”的投资评级，以及 2012 年 35 倍 PE，6 个月目标价 76.40 元。

1. 一季报回顾，流脑 AC 结合疫苗高增长弥补 Hib 的下滑；半年报预增 40%-50%

公司一季度实现主营业务收入 4840.43 万元，同比增长 38.83%；净利润 1996.83 万元，同比增长 106.72%，扣除非经常性损益，同比增长 40.28%。据公司披露数据，一季度业绩增长主要来自流脑 AC 结合疫苗(销量同比增长 176.16%)；Hib 受新版药典及新版 GMP 规范的影响，销量同比下滑 11.89%，Hib 行业整体下滑 56.91%，公司销量下滑在所难免，但是经营情况好于行业整体水平。

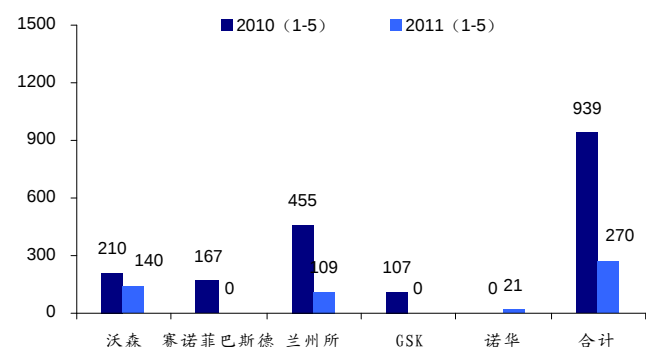
公司公布了 2011 年半年度业绩预告，归属于母公司净利润约 7920 万元~8485 万元，同比增长约 40%-50%，符合市场预期。

2. Hib 行业 2011 年 1-6 月整体增速下滑 32.23%，6 月份明显好转，公司情况好于行业平均水平（增长 11.84%）

由于国家实施新版药典及新版 GMP 规范，疫苗生产与质量控制的标准和要求显著提高，对疫苗行业整体的产品生产供应造成了一定影响。2011 年 1-5 月 Hib 批签发的数量同比减少 71.31%；6 月份公司和兰州所明显好转，1-6 月整体批签发量同比下降 32.23%，公司同比增长 11.84%。GSK、赛诺非-巴斯德上半年均没有批签发，诺华开始进入该领域。

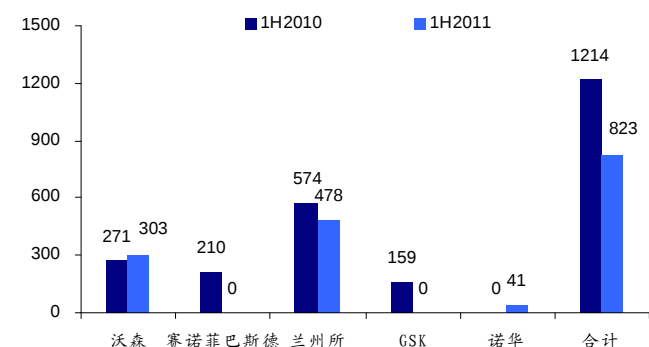
我们认为在 GSK 和赛诺非-巴斯德批签发受阻的情况下，对国内企业可能是一个机会，而诺华作为新进入者，市场培育需要一段时间。公司该产品共有西林瓶和预灌封两个剂型，预灌封单个产品毛利较高，我们认为公司 Hib 在达到一定市场份额后，仍然可以通过产品结构调整来维持增长。

图 1 Hib 1-5 月批签发（万份）



资料来源：批签发，海通证券研究所

图 2 Hib 1-6 月批签发（万份）

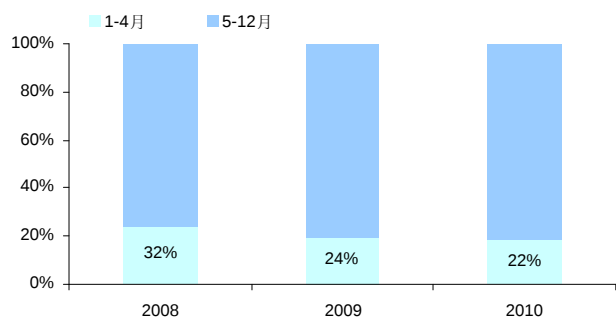


资料来源：批签发，海通证券研究所

3. 流脑 AC 结合疫苗担负上半年增长重任

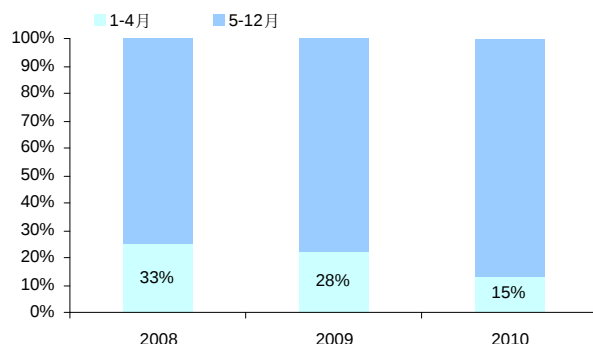
我国流脑的高发季节为每年 12 月到次年 3-4 月，卫生部门要求疫苗应在疫情高发期前接种，流脑疫苗的接种时间一般为每年 9-12 月份，1-4 月是相对淡季。根据批签发数据，2008-2010 年 1-4 月流脑疫苗批签发量占比分别为：33%、28%、15%。2008-2010 年 1-4 月流脑 AC 结合疫苗批签发量占比分别为 32%、24%、22%。

图 3 2008-2010 年流脑 AC 结合疫苗不同时间批签发量占比



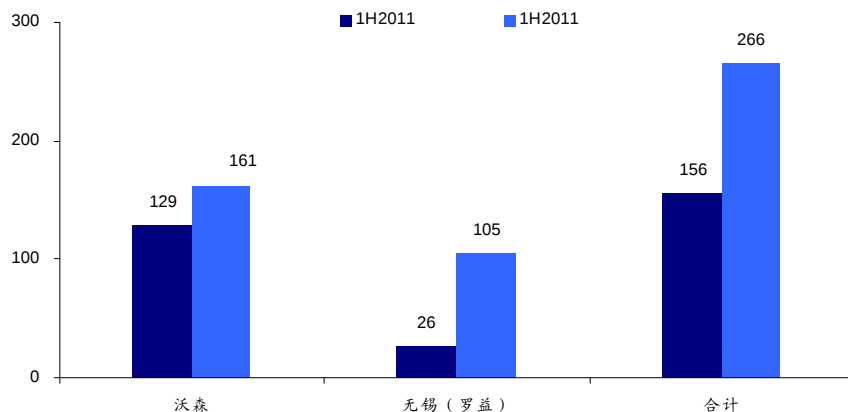
资料来源：批签发，海通证券研究所

图 4 2008-2010 年所有流脑疫苗不同时间批签发量占比



资料来源：批签发，海通证券研究所

图 5 流脑 AC 结合疫苗 2010 和 2011 年上半年批签发量（万份）



资料来源：批签发，海通证券研究所

4. 流脑 4 价多糖疫苗和流脑 AC 多糖疫苗明年有望贡献收入

疫苗产品从研发到获得生产批件需经历临床前研究、临床研究和生产许可申请三个阶段。临床前研究阶段通常需 2-5 年，临床研究阶段通常需 2-3 年，生产许可申请阶段通常需 2 年左右。我们预计流脑 4 价多糖疫苗（二类疫苗）和流脑 AC 多糖疫苗（一类疫苗）两个产品明年有望贡献收入。

表 1 公司产品梯队

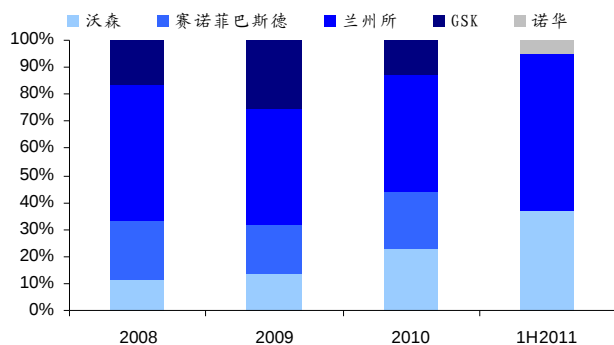
疫苗名称	开始研发	申报 临床批件	获得 临床批件	临床 总结报告	申报 生产批件	获得 生产批件	通过 GMP 认证	产品 上市
Hib	2003 年初	2003-12-22	2004-09-21	2005-08-10	2005-12-02	2007-04-02	2007-06-22	2007 年 9 月
冻干 A、C 群脑膜炎球菌 多糖结合疫苗	2003 年 4 月	2004-10-10	2005-09-08	2006 年 12 月	2007-09-12	2009-01-04	2009-03-26	2009 年 9 月
预灌封包装 b 型流感嗜 血杆菌结合疫苗	2008 年 2 月				2008-11-11	2009-06-17		2010 年 5 月
冻干 A、C、W135、Y 群脑膜炎球菌多糖疫苗	2003 年 4 月	2005-01-11	2006-01-09	2007-07-17	2009-03-17			预计 2011 年底
冻干 A、C 群脑膜炎球菌 多糖疫苗	2003 年 4 月	2005-07-25	2006-12-20	2008-05-22	2009-03-17			预计 2011 年底
吸附无细胞百白破联合 疫苗	2005 年 4 月	2006-03-22	2006-12-20	2008-06-25	2011 年 3 月			预计 2013 年底
流行性感冒病毒裂解疫 苗（儿童/成人）	2002 年 6 月	2005-12-29	2006-12-20	2008-12-15 /20				预计 2014 年
吸附破伤风疫苗	2004 年 5 月	2006-03-22	2006-12-20					
重组（汉逊酵母）乙肝 疫苗	2005 年 7 月	2009-07-14						
9 价肺炎球菌多糖结合 疫苗	2004 年 4 月	2010-04-16						
23 价肺炎球菌多糖疫苗	2004 年 4 月	2010-04-16						
重组（汉逊酵母）乙肝 疫苗（CpG 佐剂）	2005 年 7 月	2010-05-24						
吸附无细胞百白破-Hib 联合疫苗	2008 年 1 月	2010-06-25						

资料来源：公司公告，海通证券研究所

5. 公司新产品推广能力优秀，采取自营带动代理的销售模式

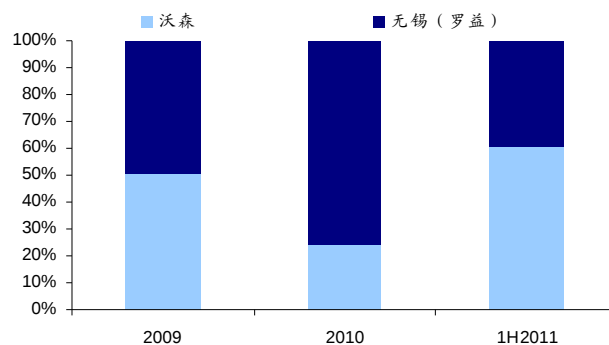
公司围绕“三点两线”（即珠三角、长三角、环渤海，京广沿线、长江沿线）构建市场基础和渠道网络，采取自营带动代理的营销模式，建立优质优价的市场口碑。从以往数据来看，公司新产品上市后的一整年时间里，能够获得一个比较好的市场份额。公司 Hib 于 2007 年 9 月上市，2008 年市占率 11.17%（当时一共 4 家公司），2009-2010 年市占率稳步提高，分别为 13.72%、21.31%；公司流脑 AC 结合疫苗 2009 年 9 月上市，2010 年市占率 24.29%（共两家公司），2011 年 1-6 月为 60.69%。这说明公司新产品的推广能力较强。

图 6 2008-2011 年（上半年）Hib 市场情况



资料来源：批签发，海通证券研究所

图 7 2009-2011 年（1-6 月）流脑 AC 结合疫苗市场情况



资料来源：批签发，海通证券研究所

6. 目标价 76.40 元，“买入”评级

结合 6 月份批签发数据，我们发现公司 Hib 批签发已经好转，批签发风险基本已经消除，随着流脑 4 价多糖疫苗等新产品的不断推出，未来三年公司业绩能够保持 40%左右的复合增长，预计 2011-2013 年 EPS 分别为 1.51 元、2.18 元、2.72 元。公司 7 月 13 日收盘价为 58.34 元，对应 2011-2013 年 PE 分别为 38.58、26.73、21.49。我们首次给予“买入”的投资评级，以及 2012 年 35 倍 PE，6 个月目标价 76.40 元。

表 2 公司产品收入预测

		2010	2011E	2012E	2013E
Hib（西林瓶）	收入（百万元）	235.35	258.50	276.00	283.50
	同比（%）	50.80	9.84	6.77	2.72
	毛利率（%）	93.56	93.00	93.00	93.00
Hib（预灌装）	收入（百万元）	54.06	94.50	173.60	237.90
	同比（%）		74.81	83.70	37.04
	毛利率（%）	86.39	87.00	88.00	88.00
流脑 AC 结合	收入（百万元）	69.37	112.00	148.50	187.20
	同比（%）	113.41	61.45	32.59	26.06
	毛利率（%）	85.31	90.00	90.00	90.00
流脑 4 价多糖	收入（百万元）			85.80	152.00
	同比（%）				77.16
	毛利率（%）			88.00	90.00
流脑 AC 多糖	收入（百万元）			10.00	15.00
	同比（%）				50.00
	毛利率（%）			55.00	55.00
吸附无细胞百白破联合疫苗	收入（百万元）				4.50
	同比（%）				0.00
	毛利率（%）				50.00
合计	收入（百万元）	358.78	465.00	693.90	880.10
	同比（%）	50.04	29.60	49.23	26.83
	毛利率（%）	90.88	91.06	89.94	89.62

资料来源：公司公告，海通证券研究所

表 3 公司预测利润表（百万元）

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	358.79	465.00	693.90	880.10
营业成本	32.72	41.58	69.80	91.31
营业税金及附加	2.54	4.74	6.18	7.67
销售费用	91.60	116.25	173.48	220.03
管理费用	52.70	65.10	97.15	123.21
财务费用	3.81	-28.51	-31.37	-35.49
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	173.42	259.29	378.68	473.36
利润总额	183.19	269.06	388.45	483.13
归属于母公司净利润	154.42	226.81	327.44	407.25
摊薄每股收益（元/股）	1.03	1.51	2.18	2.72

资料来源：公司公告，海通证券研究所

7. 风险提示

新产品推出不达预期的风险

信息披露

分析师声明

丁频：消费小组首席分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：康美药业、乐普医疗、康芝药业、科华生物、达安基因、上海医药、人福医药、东阿阿胶、天士力等。

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。