

沃森生物(300142)调研报告

推荐

新疫苗将获批，期待超募资金有所作为
健康护理/医药

调升评级

发布时间：2011 年 11 月 10 日

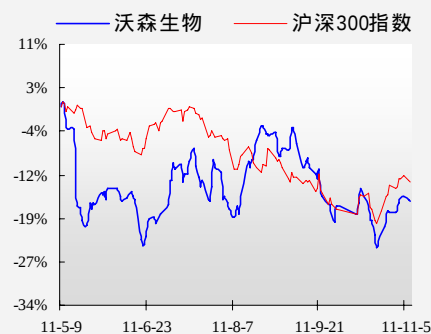
投资要点：

- **新品研发进展顺利。**公司在研产品线丰富，近两年预计会有 6 种产品上市，将对公司业绩产生较大影响，其中冻干流脑 ACW135Y 多糖疫苗和冻干流脑 A+C 多糖疫苗有望在 2012 年初正式上市销售；吸附无细胞百白破疫苗有望在 2012 年底上市；流行性感裂解疫苗（儿童和成人）吸附破伤风疫苗最快有望在 2013 年上市销售。公司还有多款新型疫苗处于不同的研发和临床阶段，其中不乏肺炎疫苗等重磅炸弹级的产品。
- **新版药典对二类疫苗企业影响较大。**公司现有两个产品 Hib 疫苗和流脑 AC 结合疫苗，均为二类疫苗，上半年竞争企业受新版药典的影响较大，下半年以来影响逐渐消除，竞争有所加剧。
- **国务院疫苗规划对于公司有积极影响。**一是 Hib 疫苗和流脑 AC 结合疫苗有可能被纳入国家免疫规划体系；另一是公司在研的新型疫苗项目有可能获得支持，加快研发和审批进度。
- **期待超募资金有所作为。**截至三季度末，公司还剩余超募资金 87,087.50 万元尚未确定去处，公司在考虑适时适当地开展外延式并购，以进一步增强公司在疫苗产业的竞争力。
- **投资建议：**在不考虑超募资金并购和产品纳入计划免疫规划影响的前提下，我们预计公司 2011~2013 年的 EPS 分别为 1.39 元、1.87 元和 2.51 元，对应的 PE 分别为 40.05 倍、29.77 倍和 22.18 倍，估值较为合理，考虑到公司优异的研发实力，可享受一定的估值溢价，将公司评级上调至“推荐”评级。
- **风险提示：**产品质量风险；市场竞争激烈导致价格下降的风险；产品获批进程低于预期的风险。

业绩预测：

	主营收入 (百万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (百万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2010	359	50.04	154	102.30	1.03		54.05	
2011E	452	25.91	208	35.06	1.39		40.05	
2012E	625	38.27	280	34.62	1.87		29.77	
2013E	838	34.08	376	34.29	2.51		22.18	

走势图



市场数据

2011-11-10

收盘价：	55.67 元
52 周最高价：	158.00 元
52 周最低价：	49.03 元
平均持仓成本：	56.54 元

基本数据

2011Q3

总股本（万股）：	15,000
流通 A 股（万股）：	15,000
每股收益（元）：	0.90
每股净资产（元）：	17.61
每股经营现金流（元）：	-0.04
市净率：	3.16

分析师：周思立 联系人：刘林
执业证书编号：S0550511010003

TEL: (8621)6336 7000 - 254

FAX: (8621)6337 3209

Email: liulin@nesc.cn

地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编：200002

新品研发进展顺利

公司在研产品线丰富，多个产品分别处于不同的研发和临床阶段。近两年预计会有 6 种产品上市，将对公司业绩产生较大影响，其中冻干流脑 ACW135Y 多糖疫苗和冻干流脑 A+C 多糖疫苗有望在 2012 年初正式上市销售；吸附无细胞百白破疫苗有望在 2012 年底上市；流行性感冒裂解疫苗（儿童和成人）吸附破伤风疫苗最快有望在 2013 年上市销售。

公司还有 6 种疫苗已经或即将获得临床批件，可能在 2014 年后逐渐上市销售，包括重组（汉逊酵母）乙肝疫苗、23 价成人肺炎球菌多糖疫苗、9 价儿童肺炎球菌多糖结合疫苗和 DTaP-Hib 联合疫苗。

在这些新品中，肺炎疫苗市场前景最值得关注，惠氏在 2007 年推出 7 价肺炎链球菌结合疫苗，当年销售收入就达 20 亿美元。公司除了上述 23 价成人和 9 价儿童处于临床申报阶段外，还有 13 价儿童肺炎球菌多糖结合疫苗即将申报临床，是国内肺炎球菌疫苗产品储备最多的企业之一。

表 1：公司在研产品进展

产品名称	临床前研究	申报临床	临床技术审评	获得临床批件	三期临床研究	生产批件技术审评	生产现场检查	等待生产批件	GMP 认证和生产	进展情况
冻干流脑 ACW135Y 多糖疫苗										明年初有望获批生产上市
冻干流脑 A+C 多糖疫苗										
吸附无细胞百白破疫苗										最快有望 2012 年底生产上市
流行性感冒裂解疫苗（0.25ml 和 0.5ml）										最快有望 2013 年生产上市
吸附破伤风疫苗										临床数据统计
重组（汉逊酵母）乙型肝炎疫苗（10 μg/0.5ml 和 20 μg/0.5ml）										完成临床样品制备，报送中检所鉴定
重组（汉逊酵母）乙型肝炎疫苗（CpG ODN 佐剂）										临床技术审评
23 价成人肺炎球菌多糖疫苗										准备临床补充材料
9 价儿童肺炎球菌多糖结合疫苗										临床技术审评
吸附无细胞百白破-b 型流感嗜血杆菌联合疫苗										提交临床补充材料
13 价儿童肺炎球菌多糖结合疫苗										完成样品制备，申报临床
人二倍体细胞狂犬病疫苗										即将申报临床
吸附无细胞百白破疫苗（组分）										即将申报临床
水痘减毒活疫苗（Walvax-2 细胞）										即将申报临床
重组 HPV 疫苗										
甲型副伤寒结合疫苗										
伤寒结合疫苗										

资料来源：公司公告、东北证券

新版药典对二类疫苗企业影响较大

2010 年版《中国药典》和《药品生产质量管理规范（2010 年修订）》实施，疫苗生产企业标准更新后应履行备案，导致上半年疫苗批签发停顿 3-5 个月，批签发数量较去年同期大幅下降，二类疫苗生产企业受到了较大影响。

从 Hib 疫苗的竞争格局上看，除了沃森以外，国内还有兰州生物制品所、葛兰素史克和赛诺菲 - 巴斯德等销售 Hib 疫苗，今年上半年诺华公司也获得了批签发，竞争程度有所加剧。公司的 Hib 疫苗产品在 2 月份就率先获得 SFDA 药品批件，并获得中检所批签发，明显快于其他竞争厂家的获批步，因此公司在上半年的市场份额大幅提高，达到 36%。但在第三季度，其他厂家陆续恢复批签发，公司的市场份额又有所下降。今年前三季度，公司 Hib 疫苗（西林瓶）批签发量为 417.29 万剂，Hib 疫苗（预灌封）批签发量为 100.47 万剂，合计为 517.76 万剂，略低于市场预期。

冻干 A 群 C 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗由于不受新版药典的影响，批签发增长较快，公司流脑 AC 结合疫苗前三季度的批签发量为 224.09 万剂，第三季度为接种淡季，批签发量仅为 18.59 万剂，11 月份起又将进入接种高峰期。流脑 AC 结合疫苗有沃森、北京绿竹、无锡罗益和巴斯德供应，从上半年看，北京绿竹由于原料供应短缺而暂缓生产，巴斯德因为产品标准问题也没有批签发，无锡罗益的批签发量同比大幅增长，导致公司的市场份额同比有所下降。下半年，随着北京绿竹流脑 AC 结合疫苗的恢复生产，竞争将进一步加剧。

国务院疫苗规划对公司有积极影响

近期，国务院常务会议讨论通过了“疫苗供应体系建设规划”，规划要求：到 2015 年，初步建成满足我国经济社会发展需要的疫苗供应体系，实现常态必保，应急能力大幅提升；到 2020 年，疫苗供应体系进一步健全完善，具备与发达国家同步应对突发和重大疫情的实力。会议确定了疫苗供应体系建设的重点项目：一是培育重要急需新产品，尽快完成手足口病疫苗等 6 种新疫苗的研制及产业化，加快研制和研发一批新的疫苗品种。二是建设关键研发设施，重点支持新型疫苗国家研究中心等能力建设。三是扩增急需产能和实物储备。四是提高疫苗行业装备水平。五是建立疫苗质量检验体系，中央财政对扩大国家免疫规划所需疫苗等给予支持，重点项目安排投资规模约 94 亿元。

由此我们可以看出：第一，国家对于疫苗供应体系的资金投入力度在加大；第二，国家免疫规划品种必定要扩增；第三，新型疫苗的研制和开发将得到国家重点支持，某些原有的一类疫苗品种可能被更新型、效果更好的疫苗品种取代，例如联合疫苗的应用等；第四，常见病和多发病有可能被优先考虑。

该政策有可能在两方面影响公司：第一，沃森的 Hib 疫苗（西林瓶）和流脑 AC 结合疫苗有被纳入国家免疫规划的可能性；第二，公司新型疫苗研究项目较多，包括肺炎疫苗、重组 HPV 疫苗、人二倍体细胞狂犬病疫苗（Walvax-2 细胞）、水痘减毒活疫苗（Walvax-2 细胞）等，有可能得到国家政策支持，加快研发进度和审批进度。

公司的 Hib 疫苗有两种，其中 Hib 疫苗（预充注射器）的价格比 Hib 疫苗（西林瓶）的价格要高出 30%左右，预计 Hib 疫苗（西林瓶）被纳入国家计划免疫领域的可能性更大。公司 Hib 疫苗（西林瓶）上半年的毛利率高达 93.96%，营业收入高达 1.02 亿元，是

营收和利润的主要来源，进入国家计划免疫规划体系后，有价格下调的可能，若不能做到以量补价，公司的利润水平或将受到影响。

因此，公司在产能上积极准备，募投项目“玉溪沃森疫苗产业园二期工程”建设 Hib 疫苗（西林瓶）产能 300 万支和 Hib 疫苗（预充注射器）产能 200 万支，目前二期工程已经基本完成。公司还利用超募资金建设“玉溪沃森疫苗产业园三期工程”，增加 Hib 疫苗（西林瓶）产能 800 万支和 Hib 疫苗（预充注射器）产能 400 万支，三期工程目前已经动工，预计明年六月能完成土建。二、三期完成后，公司将成为国内最大的 Hib 疫苗生产基地，Hib 疫苗若被纳入国家计划免疫规划，公司理应能分享到需求量大增的好处，并带动利润的增长。

从流脑 AC 疫苗来看，目前被列为一类疫苗的是 A 群 C 群脑膜炎球菌多糖疫苗，只能接种于 2 岁以上的儿童，而 3 月至 2 岁的婴幼儿是流脑发病的高危人群，因此现有计划疫苗有可能被更免疫人群更广的 A 群 C 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗取代。目前，国内仅有沃森和北京绿竹可以生产可用于 3 月龄的 A 群 C 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗，北京绿竹受限于原料供应问题，产能不够稳定，而无锡罗益的流脑 AC 结合疫苗只能应用于 6 月龄以上婴幼儿。因此，流脑 AC 结合疫苗一旦被纳入国际计划免疫规划，沃森将最受益。公司也在积极扩产产能，迎接即将到来的需求高峰。在二期工程中，流脑 AC 结合疫苗的设计产能为 500 万支，三期工程的设计产能为 1000 万支，三期项目完全建成后，公司将成为国内最大的流脑 AC 结合疫苗生产厂家。

营销网络进一步完善

与医药行业相比，疫苗行业的整体营销模式相对还比较初级，中小代理商（即所谓的“苗贩子”）大量存在，尤其是疫苗流通环节的管理相对还比较粗放，给疫苗的使用造成安全隐患。沃森从 2008 年开始自有销售队伍的建设，从建设之初就采用了类似于医药分销的模式，与国药控股、华润医药、广州医药等全国性医药流通企业战略合作，加强产品运输、储存等冷链环节的管理，代理商不直接经手产品的流通，这就大大加强了疫苗流通和使用环节的安全性。

在营销网络建设方面，公司不断加强自营办事处的队伍管理并提升学术推广能力，自营队伍人数现已超过 200 人，人均年销售 200 万元以上，销售效率相对较高。同时加强与代理商的合作，营销网络可覆盖到 30 个省区 2000 多个县区。国内二类疫苗的销售终端是数万家省市县疾病预防控制中心和接种点，营销终端较为分散，单个接种点的使用量较小，因此在保持销售网络广覆盖的同时，如何在流通环节保持高效性和安全性，是公司今后需要考虑的问题。

另外，在品牌建设和学术推广方面，公司也在持续开展，先后组织了 100 多场国家级和省市级的学术推广会议，加强与接种单位的交流与沟通，逐渐竖立国产民营疫苗品牌的高端形象。

期待超募资金有所作为

公司募集资金净额 222,179.95 万元，超募资金为 180,661.80 万元。截止三季度末，已决议安排使用超募资金 93,574.30 万元，其中使用了部分超募资金 72,734.30 万元投资

建设玉溪沃森疫苗产业园三期工程项目。目前，公司还剩余超募资金 87,087.50 万元尚未确定去处。由于自有产能和研发投入均已经较为充分，因此公司正在考虑适时适当地开展外延式的并购，以进一步增强公司在疫苗产业的影响力。

盈利预测

- 假设 Hib 疫苗和流脑 AC 结合疫苗明后年的增速分别为 25%和 20%；
- 假设明后年新上市疫苗贡献的营业分别为 0.6 亿元和 1.6 亿元；
- 暂不考虑 Hib 疫苗和流脑 AC 结合疫苗纳入计划免疫规划的影响；
- 暂不考虑外延式并购的影响。

表 2：盈利预测表

单位：百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	359	452	625	838
减：营业成本	33	41	60	85
营业税金及附加	3	3	4	6
销售费用	92	135	186	240
管理费用	53	77	98	123
财务费用	4	-46	-50	-55
资产减值损失	2	0	0	0
加：公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	173	242	327	439
加：营业外收入	10	4	6	8
减：营业外支出	1	0	1	1
利润总额	183	246	332	446
减：所得税	29	38	52	70
净利润	154	208	280	376
减：少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	154	208	280	376
EPS（元）	1.03	1.39	1.87	2.51

资料来源：东北证券

投资建议

公司研发实力雄厚，明后有 6 个疫苗品种能够上市，公司还有多款新型疫苗处于不同的研发和临床阶段，其中不乏肺炎疫苗等重磅炸弹级的产品。在不考虑超募资金并购和产品纳入计划免疫规划影响的前提下，我们预计公司 2011~2013 年的 EPS 分别为 1.39 元、1.87 元和 2.51 元，对应的 PE 分别为 40.05 倍、29.77 倍和 22.18 倍，估值较为合理，考虑到公司优异的研发实力，可享受一定的估值溢价，将公司评级上调至“推荐”评级。

风险提示：

- 产品质量风险；
- 市场竞争激烈导致价格下降的风险；
- 产品获批进程低于预期的风险。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益；

同步大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益与市场平均收益基本持平；

落后大势：在未来 6—12 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上；

谨慎推荐：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%；

中 性：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间；

回 避：在未来 6—12 个月内，股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据，东北证券股份有限公司（以下简称我公司）对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。