

沃森生物 (300142.sz)

短期四季度有望超预期, 看好公司长期发展

贺菊颖 首席分析师

电话: 010-59136691

eMail: hjy@gf.com.cn

执业编号: S0260511050002

短期四季度有望超预期, 已上市产品仍有一定市场空间

公司前三季度 Hib 及 AC 多糖结合疫苗批签发量分别增长 58%及 39%, 销售量预计达前三季度批签发量的 83%, 在同类公司中受批签发影响较小。四季度为公司传统销售旺季, 若批签发进程恢复, 则有望超预期。

2010 年全行业 Hib 批签发量仅占理论需求量的 37.5%, 公司的 Hib 疫苗定位高端, 主要覆盖大中型城市, 仍有一定市场空间, 明年两个新产品 AC 多糖疫苗以及 ACWY135 四价疫苗上市, 将进一步丰富产品梯队。

长期看好公司发展的四个原因:

1、先进的结合疫苗研发生产平台。公司产品研发战略清晰, 未来方向将以开发市场上已有的大品种为主, 除两个流脑疫苗外, 预计未来三年还有四个传统产品上市; 同时, 公司积累了各类疫苗的丰富研发经验, 为下一步实现多联、多价疫苗上市奠定基础。

2、产品质量优势明显。公司已上市产品质量较高, 从今年批签发情况看, 国家新药典提高标准后对公司批签发量影响有限, 产品市场份额有所提升。

3、肺炎疫苗将会成为公司的重磅级炸弹产品。新产品 13 价肺炎多糖结合疫苗以及 23 价肺炎多糖疫苗分别已经向省及国家申报临床批件, 未来在国家对新型疫苗的支持下, 有可能加快疫苗审批进程, 缩短上市时间。

4、募投项目对销售网络建设逐步开展。公司在近年来加大营销投入, 扩大销售队伍, 建设销售网络, 有利于弥补公司在销售上经验不足的缺陷。

盈利预测及投资评级

我们维持在三季报时对公司 2011-2013 年 1.35/1.74/2.17 元的盈利预测, 对应 PE 为 40/31/25 倍, 维持持有评级。

风险提示

1、四季度销售不达预期 2、药监局新产品审批时间延长。

预测及评估

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	239.13	358.79	456.37	648.71	870.09
增长率(%)	29.92%	50.04%	27.20%	42.14%	34.13%
EBITDA(百万元)	123.78	191.12	202.48	277.88	364.01
净利润(百万元)	76.33	154.42	201.94	261.61	326.11
增长率(%)	119.98%	102.30%	30.77%	29.55%	24.66%
每股收益(元)	0.51	1.03	1.35	1.74	2.17
市盈率	0.00	86.26	39.74	30.68	24.61
市净率	0.00	5.22	1.11	1.07	1.03
EV/EBITDA	0.27	58.67	7.55	5.52	4.11

数据来源:云南沃森生物技术股份有限公司财务报表,广发证券发展研究中心

公司评级

持有

当前价格	55.26 元
合理价值	65.00 元
前次评级	持有

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	0.84	1.12	
沪深 300	6.60	-1.66	-21.92

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

150/52

主要股东:

李云春

主要股东持股比例

15.05%

流通 A 股比例

34.67%

财务比率

ROE	6.05%
ROA	9.16%
资产负债率	14.58%

2010 年报数据

目录索引

沃森生物：研发较强的民营疫苗公司	3
注重研发的民营疫苗公司	3
已上市疫苗未来仍有一定市场空间	3
1、B 型嗜血杆菌疫苗（Hib）	4
2、流脑疫苗	5
研发战略明确，重点为已有产品的更新换代	6
1、四价流脑疫苗和 AC 多糖疫苗有望明年上市	6
2、未来三年四个传统大品种有望获批	6
3、23 价肺炎多糖疫苗已申报临床	6
加大销售网络建设，发展自营队伍	7
盈利预测及投资评级	7
风险提示	7

图表索引

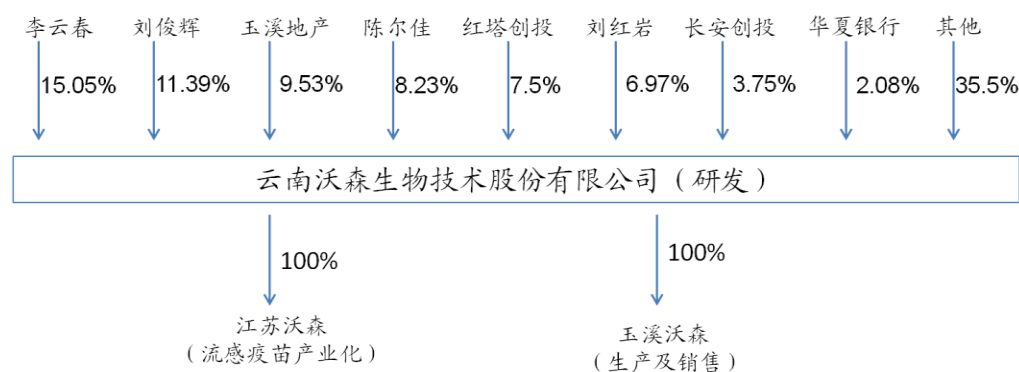
图 1：公司股权结构	3
图 2：研发费用及费用率情况	3
表 1：2008-3Q2011Hib 批签发情况（万人份）	5
表 2：2008-3Q2011AC 结合疫苗批签发量情况（万人份）	5
表 3：AC 多糖及 ACWY135 四价流脑批签发情况（万人份）	6
表 4：23 价肺炎多糖疫苗及肺炎结合疫苗上市及研发公司情况	6

沃森生物：研发较强的民营疫苗公司

注重研发的民营疫苗公司

公司于2010年10月上市，是一家民营疫苗公司，总股本为1.5亿，除本部云南沃森外，包括江苏沃森和玉溪沃森两家全资子公司，目前两个上市产品生产及销售均在玉溪沃森，未来流感疫苗的产业化建设将在江苏沃森，而本部云南沃森主要进行产品研发。

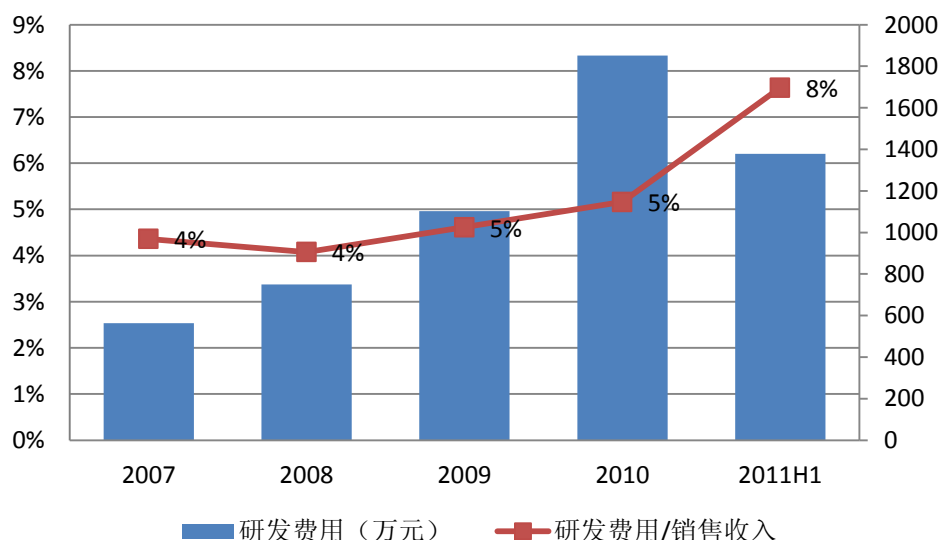
图 1：公司股权结构图



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

近五年公司在研发上投入加大，研发费用及研发费用率逐年上升，分析公司在研产品梯队，公司未来最重要的两个发展方向为提升产品质量升级换代以及丰富产品线。

图 2：研发费用及费用率情况



数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

已上市疫苗未来仍有一定市场空间

现有上市产品包括两种疫苗三种规格：Hib西林瓶，Hib预灌封以及AC多糖结合。今年1-9月Hib-西林瓶批签发量为418万人份，Hib-预灌封为100万人份，AC多糖结合为224万人份，结合出厂价计算，我们预计公司前三季度销售量占批签发量的83%。

1、B型嗜血杆菌疫苗（Hib）

适应症：B型流感嗜血杆菌是流感嗜血杆菌的一种，侵袭力极强。在流感嗜血杆菌引起的严重感染中，几乎90%由B型引起，可引起脑膜炎、肺炎、心包炎、关节炎、菌血症、会厌炎等疾病，其中脑膜炎、肺炎是导致婴幼儿死亡的主要原因。预防b型流感嗜血杆菌最佳方式即接种Hib疫苗。

定位高端，仍有较大市场空间：按照我国每年1600万新生儿计算，接种4针，年理论市场需求量为6400万支。目前，批签发总量占理论需求量的38%左右，Hib结合疫苗生产企业有兰州生物制品研究所、玉溪沃森、赛诺菲-巴斯德、葛兰素史克和默沙东。兰州所价格稍低，定位低端，沃森和外企（赛诺菲，GSK，诺华）以及即将上市的绿竹、民海均定位高端，主要在大中型城市，2010年高端Hib仅占总需求的21.7%。根据未来可能使用高端Hib疫苗的人数（用量为每人四针），高端Hib市场份额占比，以出厂价50元作估计，我们对高端Hib理论市场空间作了敏感性分析：

表 1：高端 Hib 市场空间敏感性分析（单位：万人）

人数 空间（亿元） 占比	200	400	600	800	1000	1200	1400	1600
20%	0.8	1.6	2.4	3.2	4	4.8	5.6	6.4
40%	1.6	3.2	4.8	6.4	8	9.6	11.2	12.8
60%	2.4	4.8	7.2	9.6	12	14.4	16.8	19.2
80%	3.2	6.4	9.6	12.8	16	19.2	22.4	25.6
100%	4	8	12	16	20	24	28	32

数据来源：广发证券发展研究中心

沃森1-9月批签发同比增长55%：公司Hib疫苗主要有两种规格，Hib西林瓶及预灌封。预灌封规格于2010年上市，跟西林瓶相比，原液相同，但便利性较好，价格也较高。公司Hib产品市场份额逐年提高，从批签发量看，公司2008-2010年批签发量占全行业Hib批签发的11%，14%，22%，呈逐年上升趋势。今年上半年受国家药典影响，外企批签发受较大影响，1-9月全行业Hib批签发同比下降16%，其中外企同比下滑55%，公司的Hib批签发达542万人份，同比增长58%，占全行业Hib批签发量的37%。

未来预测：分析高端Hib市场，外企是沃森的主要竞争对象。从今年下半年开始，GSK，诺华，赛诺菲均恢复生产，但数量仍较少。假设外企和沃森生物主导高端Hib市场，若2010年外企及沃森均以出产值50元计算，目前高端Hib市场为7亿元。若未来三年高端市场覆盖率达到60%，沃森市场份额提升到50%，则未来三年Hib收入的复合增长率为22%。若考虑到预灌封单价较高的因素，增速将在30%以上，但绿竹及民海的进入、外企批签发的恢复可能抢占沃森部分现有的市场份额。

表 2：2008- 3Q2011Hib 批签发情况（万人份）

产品	生产企业	2008	2009	2010	1-3Q2010	1-3Q2011
Hib	GSK	323	687	321	241	42
Hib	赛诺菲	446	489	502	321	119
Hib	诺华	0	0	0	0	67
Hib-百白破-脊灰	赛诺菲	0	0	0	0	34
Hib-百白破	GSK	0	0	40	26	0
Hib	玉溪沃森	224	369	528	328	518
Hib	兰州所	1009	1141	1009	764	625
	总计	2002	2686	2400	1679	1404

数据来源：中检所，广发证券发展研究中心

2、流脑疫苗

适应症：流脑即流行性脑脊髓膜炎，是由脑膜炎双球菌引起的化脓性脑膜炎。根据脑膜炎球菌荚膜多糖抗原不同，可分为13个血清群，其中以A、B、C群最为多见。我国流行菌群主要为A群，但带菌者以B群、C群为主。发病从每年11月份开始，到次年3、4月份达到高峰。任何年龄均可发病，从2~3个月开始，6个月至2岁发病率最高。

AC结合及四价流脑分别是2岁以下及以上最优疫苗：目前流脑疫苗可预防的血清群主要包括常见的A、C、W、Y四群。从使用人群及生产工艺分，流脑疫苗主要包括多糖疫苗及结合疫苗，多糖疫苗主要针对2岁以上儿童，2岁以下儿童由于免疫系统发育不完善，适宜用多糖结合疫苗。我国上市的流脑疫苗有四种：A群多糖疫苗，AC多糖疫苗，AC多糖结合疫苗和ACWY135多糖疫苗，四者之间具有相互替代性。一般每个新生儿出生后需要4针流脑疫苗，2岁上下各两针。AC多糖结合以及ACWY135多糖疫苗分别是2岁以下及以上最优疫苗。

市场格局及未来趋势：流脑疫苗生产厂家主要为国内企业，目前只有AC多糖结合及ACWY135市场空缺较大，由于流脑疫苗接种人群为新生儿，基本固定，市场增长来源于替代低价的A群多糖及AC多糖疫苗。健康意识提高，支付能力增强，以及疫情拉动是更新换代的内在动力与条件。

今年前三季度公司AC多糖结合疫苗同比增长39%，沃森与罗益是目前唯一生产AC多糖结合疫苗的企业。按照新生儿每人两支计算，根据2010年批签发数量，2010年AC多糖结合疫苗市场占比为25.6%，静态计算，假设未来三年市场占比达到60%，则AC多糖结合疫苗的三年复合增长率为33%。

表 3：2008-3Q2011AC 结合疫苗批签发量情况（万人份）

生产企业	2008	2009	2010	1-3Q2010	1-3Q2011	同比增长
北京绿竹	427	0	0	0	0	
玉溪沃森	0	161	199	161	224	39%
罗益（无锡）	1724	157	620	174	433	149%
总计	2151	318	819	335	657	96%

数据来源：中检所，广发证券发展研究中心

研发战略明确，重点为已有产品的更新换代

公司具有国内先进的细菌多糖结合疫苗技术，是国家结合疫苗研发平台。参考公司研发产品梯队，未来3年公司主要方向是研发生产市场上已有的产品，丰富产品线，如无细胞百白破疫苗，流感疫苗，乙肝疫苗等，提高现有产品质量，实现产品更新换代。

1、四价流脑疫苗和AC多糖疫苗有望明年上市，丰富流脑疫苗产品线

公司目前四价流脑疫苗已经完成生产现场检查 and 注册样品检定，预计将于明年上市。四价流脑为2岁以上儿童预防脑膜炎最佳疫苗，按照新生儿每人两支，年需求量为3200万支，市场缺口较大，预计产品上市后将增厚公司业绩。至此，公司在流脑疫苗领域将同时拥有AC多糖、AC结合及四价流脑疫苗三个品种，产品线得到丰富。

表 4：AC 多糖及 ACWY135 四价流脑批签发情况（万人份）

产品	生产企业	2008	2009	2010	1-3Q2010	1-3Q2011
AC 多糖	兰州所	2851	1617	1760	1291	1626
	赛诺菲	42	44	71	34	0
	浙江天元	710	564	499	499	536
	总计	3602	2225	2331	1824	2162
ACWY135	北京绿竹	389	824	310	251	361
	华兰生物	0	45	484	332	210
	浙江天元	188	540	206	206	39
	成都康华					21
	总计	578	1409	1000	789	631

数据来源：中检所，广发证券发展研究中心

2、预计未来三年还有四个传统大品种有望获批

未来3年有可能上市的产品包括已经进入技术评审的无细胞百白破疫苗，已经进入临床III期的流感疫苗和破伤风疫苗以及即将进入临床实验的乙肝疫苗。

3、23价肺炎多糖疫苗已申报临床

根据药监局查询得知，公司13价肺炎结合疫苗即将进入国家药监局申报临床，23价肺炎多糖结合疫苗已经申报临床。在国外，肺炎结合疫苗已经纳入免疫规划，是疫苗行业的重磅级炸弹产品，未来肺炎结合疫苗及23价肺炎多糖疫苗极有可能为国家重点扶持的疫苗品种。

表 5：23 价肺炎多糖疫苗及肺炎结合疫苗上市及研发公司情况

产品	已上市的公司	处于临床申报公司
23 价肺炎多糖疫苗	成都所	北京民海
	默克	沃森生物
	赛诺菲	北京科兴
13 价肺炎结合疫苗		北京民海 北京科兴
7 价肺炎结合疫苗	惠氏	
9 价肺炎结合疫苗		沃森生物

数据来源：国家药监局，广发证券发展研究中心

加大销售网络建设，发展自营队伍

加大渠道建设，弥补短板。07年以前公司并无专业营销人员，07年收购沃森上成后营销能力仍较弱。2008-2009年公司开始建设自营队伍，采用代理与自营相结合模式，且自营收入比例逐渐提升。近几年公司积极建设自身营销网络，使得其销售费用率远高于其他可比上市公司。

三季报销售费用大幅增长的原因为公司上市后募投项目对销售网络建设逐步开展，实施现有产品品牌营销战略，自营及代理商队伍和学术推广范围不断扩大，也为明年两个新产品上市做营销准备。公司目前处于市场开拓期，在以质量为优先的市场，沃森加大渠道建设，弥补销售不足，可有效提高市场占有率，未来销售费用有望随规模提升而逐步平稳。

盈利预测及投资评级

我们维持在三季报时对公司2011-2013年1.35/1.75/2.17的盈利预测，对应PE为40，31，25倍，维持持有评级。

风险提示

1、四季度销售不达预期2、药监局新产品审批时间延长。3、疫苗批签发制度更趋严格，导致全年批签发数量低于预期。4、竞争加剧对产品销售的冲击。

资产负债表

单位：百万元

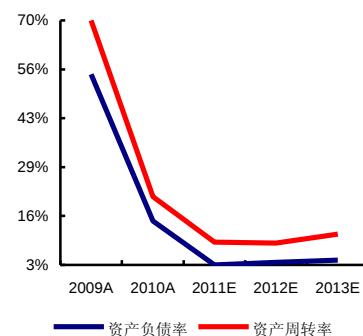
至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	235	2,607	6,839	6,949	7,125
货币资金	80	2,340	6,574	6,569	6,607
应收及预付	132	228	232	324	442
存货	23	37	33	56	75
其他流动资产	0	2	0	0	0
非流动资产	152	380	575	787	999
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	91	91	75	63	51
在建工程	12	238	464	690	916
无形资产	42	38	36	34	32
其他长期资产	7	13	0	0	0
资产总计	386	2,986	7,414	7,736	8,124
流动负债	104	331	115	175	237
短期借款	20	110	0	0	0
应付及预收	51	115	115	175	237
其他流动负债	33	106	0	0	0
非流动负债	107	104	78	78	78
长期借款	87	78	78	78	78
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	20	26	0	0	0
负债合计	211	436	193	253	315
股本	75	100	150	150	150
资本公积	3	2,199	6,617	6,617	6,617
留存收益	97	251	453	715	1,041
归属母公司股东权益	175	2,551	7,221	7,482	7,809
少数股东权益	0	0	0	0	0
负债和股东权益	386	2,986	7,414	7,736	8,124

利润表

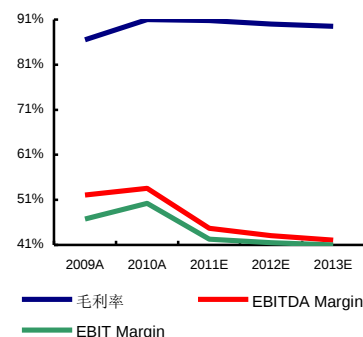
单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	239	359	456	649	870
营业成本	33	33	43	65	92
营业税金及附加	2	3	3	5	6
销售费用	61	92	137	195	261
管理费用	32	53	82	117	157
财务费用	3	4	-45	-40	-30
资产减值损失	7	2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-12	0	0	0	0
营业利润	89	173	237	307	384
营业外收入	5	10	3	3	3
营业外支出	0	1	0	0	0
利润总额	94	183	240	310	387
所得税	18	29	38	49	61
净利润	76	154	202	262	326
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	76	154	202	262	326
EBITDA	124	191	202	278	364
EPS (元)	0.51	1.03	1.35	1.74	2.17

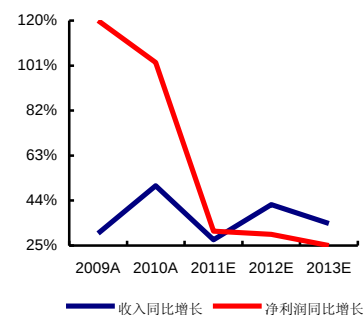
资产负债率趋势



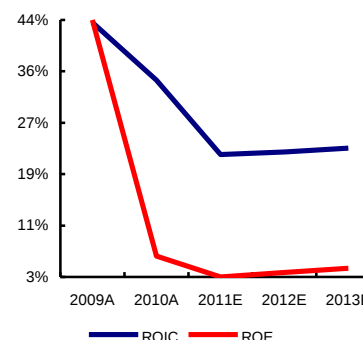
经营利润率趋势



收入与利润增长趋势



投资回报率趋势



现金流量表

单位：百万元

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	82	87	162	215	257
净利润	76	154	202	262	326
折旧摊销	12	12	11	11	10
营运资金变动	-24	-82	-60	-55	-76
其它	18	3	10	-3	-3
投资活动现金流	-77	-165	-216	-219	-219
资本支出	-75	-165	-216	-219	-219
投资变动	0	0	0	0	0
其他	-3	0	0	0	0
筹资活动现金流	51	2,339	4,288	0	0
银行借款	113	145	-110	0	0
债券融资	-63	-26	-70	0	0
股权融资	0	2,228	4,468	0	0
其他	1	-8	0	0	0
现金净增加额	56	2,260	4,234	-5	38
期初现金余额	34	80	2,340	6,574	6,569
期末现金余额	90	2,340	6,574	6,569	6,607

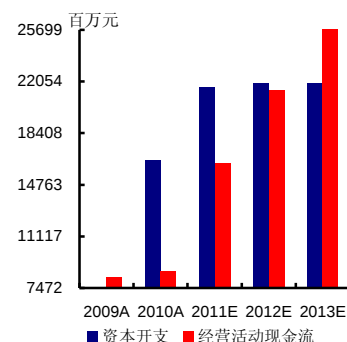
主要财务比率

单

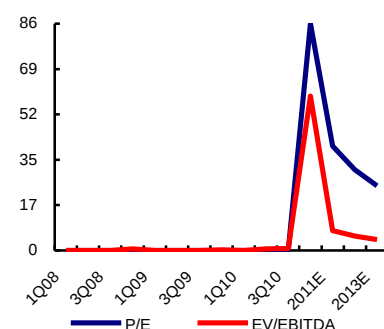
位：%

至 12 月 31 日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	29.9%	50.0%	27.2%	42.1%	34.1%
营业利润	153.6%	94.5%	36.4%	29.9%	24.9%
归属于母公司净利润	120.0%	102.3%	30.8%	29.5%	24.7%
获利能力					
毛利率	86.4%	90.9%	90.7%	89.9%	89.4%
净利率	31.9%	43.0%	44.2%	40.3%	37.5%
ROE	43.7%	6.1%	2.8%	3.5%	4.2%
ROIC	43.3%	34.1%	22.3%	22.7%	23.3%
偿债能力					
资产负债率	54.8%	14.6%	2.6%	3.3%	3.9%
净负债比率	19.3%	-82.6%	-90.0%	-86.8%	-83.6%
流动比率	2.25	7.87	59.50	39.71	30.08
速动比率	1.73	7.74	58.99	39.24	29.57
营运能力					
总资产周转率	0.70	0.21	0.09	0.09	0.11
应收账款周转率	2.79	2.50	2.64	2.57	2.60
存货周转率	1.56	1.09	1.28	1.18	1.23
每股指标（元）					
每股收益	1.02	1.54	1.35	1.74	2.17
每股经营现金流	1.10	0.87	1.08	1.43	1.71
每股净资产	2.33	25.51	48.14	49.88	52.06
估值比率					
P/E	0.0	86.3	39.7	30.7	24.6
P/B	0.0	5.2	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA	0.3	58.7	7.6	5.5	4.1

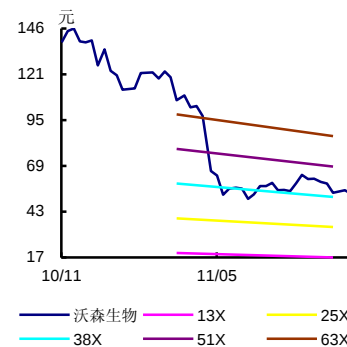
资本支出与经营活动现金流



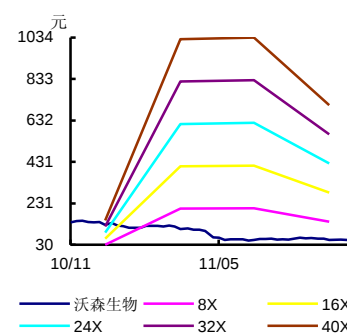
相对估值



PE BAND



PB BAND



广发医药行业研究小组

贺莉颖，分析师，复旦大学管理学硕士，2011 年进入广发证券发展研究中心。

葛峥，分析师，广州中医药大学方剂学硕士，2006 年进入广发证券发展研究中心。

杨挺，分析师，天津大学制药工程硕士，2008 年进入广发证券发展研究中心。

吴雅春，研究助理，浙江大学内科学博士，2011 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：wyc2@gf.com.cn，020-87555888-8657。

相关研究报告

沃森生物（300142.sz）：业绩低于预期，期待未来加快批签发进度

吴雅春

2011-10-27

广发证券—公司投资评级说明

买入(Buy): 预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有(Hold): 预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出(Sell): 预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 5 楼	深圳市福田区民田路 178 号华融大厦 9 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东南路 528 号 上海证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-8612			

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。