

2008 年 12 月 18 日

全国部分中小学爆发水痘疫情点评

——天坛生物、长春高新受益水痘疫情

投资要点：

- **水痘疫情爆发，刺激 09 年水痘疫苗接种需求：**今年 11 月以来全国水痘疫情高发，上海市多个中小学爆发水痘疫情，部分学生被迫离校隔离休息治疗，上海市教委为此专门下发通知，要求各学校和托幼机构加强疫情防控工作。北京、江苏、山东等全国多个省市一些学校也发生水痘疫情。由于水痘疫苗不是国家计划内免疫疫苗，我们认为此次水痘疫情爆发将刺激 09 年水痘疫苗自费接种需求，市场容量可能由 2008 年的 1200 万人份增加到 2009 年的 1400 万人份。
- **天坛生物、长春高新受益水痘疫情，销售可能超预期：**
 - **天坛生物 09 年水痘疫苗销售可能超预期：**天坛生物子公司祈健生物 08 年水痘疫苗销售有望实现 400 万人份，预计实现销售收入 2 亿元，同比增长 43%，实现净利润 1 亿元，符合我们此前的预期。受此次水痘疫情影响，天坛生物 09 年水痘疫苗销售可能超过我们预期。
 - **长春高新 08、09 年水痘疫苗销售超预期：**长春高新子公司百克生物水痘疫苗 08 年销售有望实现 200 万人份，09 年有望实现 350 万人份。07 年百克生物亏损 3000 万，我们预计 08 年有望实现净利润 3000 万，09 年有望实现净利润 7000 万，超出我们预期。
 - **长春高新业绩敏感度高：**由于天坛生物水痘疫苗原有基数较高，长春高新从零起步，在业绩增厚上，长春高新业绩敏感性更高。
- **天坛生物是中生集团旗下唯一上市公司，与中生集团旗下各研究所共同承担了国内绝大部分疫苗供给，是国内最有实力的疫苗生产企业，可能成为中生集团整体上市载体。我们看好天坛生物在疫苗行业的战略地位，维持增持评级。**
- **长春高新子公司百克生物水痘疫苗 08 年开始销售，09 年狂犬病疫苗可能大规模生产销售，甲肝、流感等多个疫苗在研，我们认为后续成长性不错；子公司金赛药业销售将稳步恢复，2 - 3 年时间这 2 家子公司的净利润都有望达到亿元。长春高新当前市值 11.3 亿，市值低估，水痘疫情成为催化剂，公司股票具有交易性机会。**
- **政府加大公共卫生投入，我们看好疫苗产业中长期发展：**今年初政府提出“扩大国家免疫规划实施方案”，将计划内疫苗由 6 苗扩大为 14 苗，扩大了疫苗市场容量。麻腮风三联疫苗、无细胞百白破疫苗和乙脑灭活疫苗等供给不足，存在严重短缺。计划外疫苗市场需求也被间接拉动，水痘疫苗、狂犬病疫苗等计划外疫苗也存在短缺。后续国家将加大对疫苗投入，整个疫苗行业值得长期看好。

医药小组

娄圣睿

Loushengrui@sw108.com

罗 鹄

Luojing@sw108.com

联系人

叶 飞

(8621)63295888x430

yefei@sw108.com

地址：上海市南京东路 99 号

电话：(8621) 63295888

上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.sw108.com>

本公司（上海申银万国证券研究所有限公司）或其关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 compliance@sw108.com。客户应全面理解本报告结尾处的“法律声明”。

1. 天坛生物受益国家公共卫生投入加大，水痘疫情为股价催化剂

疫苗产品受益国家公共卫生投入加大。公司是中生集团旗下唯一上市公司，与中生集团旗下各研究所共同承担了国内绝大部分疫苗供给，公司受益于国家扩大计划免疫范围。其中公司生产的麻腮风疫苗、乙脑灭活疫苗等新纳入计划内免疫，未来增长空间大。无细胞百白破疫苗市场存在短缺，预计销售也将大幅增长。

表 1：天坛生物部分疫苗产品批签发数据（单位：万人份）

天坛生物部分疫苗产品	07年	08年（截至11月30日）	点评
麻腮风联合减毒活疫苗	21	72	新纳入计划内免疫，国内仅天坛生物和上生所可生产。07年公司遇到工艺难题，08年下半年恢复大规模生产。我们预计08年销售70万人份，09年销售400万 - 500万人份。
麻疹风疹联合减毒活疫苗	-	1952	07年公司由于工艺问题没有生产，08年恢复大规模生产。将逐步被麻腮风联合减毒活疫苗替代
吸附无细胞百白破联合疫苗	235	777	国内仅天坛生物、成都所和武汉所能生产，从葛兰素史克少量进口。存在严重供应缺口，预计09年销售大幅增长
乙型肝炎灭活疫苗（Vero细胞）	411	500	新纳入计划内免疫，目前存在市场短缺，预计09年销售大幅增长。
重组乙型肝炎疫苗（酵母）	2039	2910	主要竞争对手深圳康泰，08年市场竞争加剧，价格同比下跌，预计未来竞争激烈。

资料来源：中检所、申万研究

公司是中生集团资产整合平台，战略地位明确。公司重组收购成都蓉生已上报国资委审批，预计09年1月份左右获得批复，可能在09年春节前后上报证监会审批。收购完成后，公司投浆规模将位居全国前三，与华兰生物相当。考虑到国内血浆短缺将持续到2010年，收购成都蓉生将大幅增厚公司业绩。中生集团其他资产尚在改制中，整合进程仍然较慢，但公司作为中生集团资产整合平台，在疫苗行业的战略地位明确。

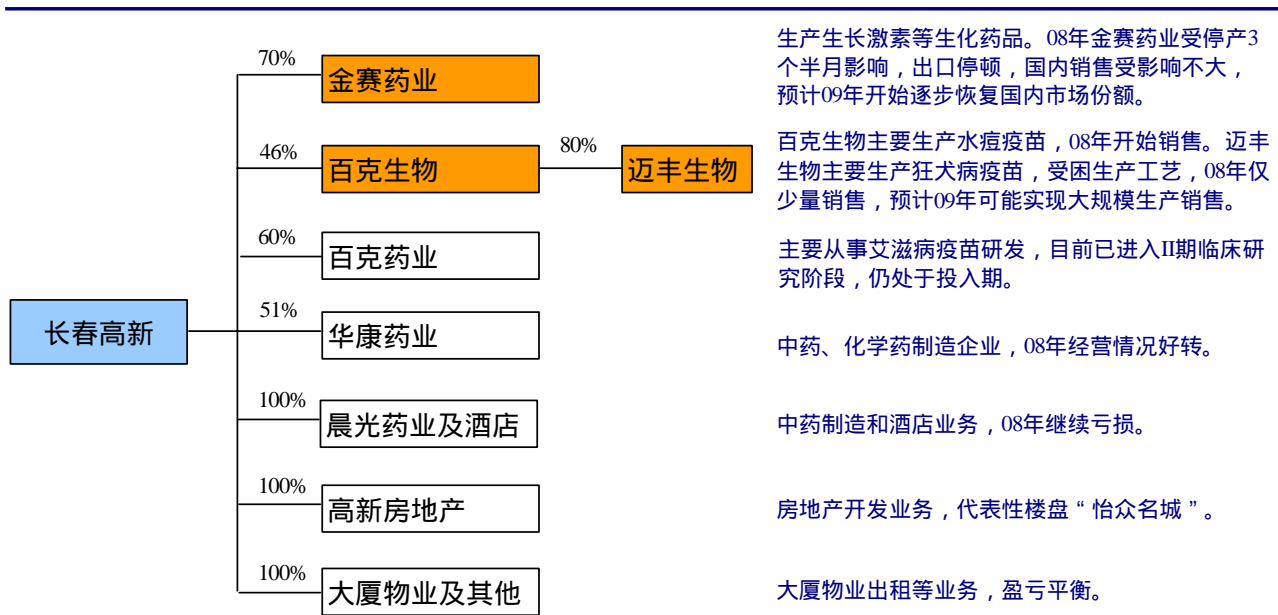
水痘疫情为股价表现催化剂。公司子公司祈健生物08年水痘疫苗销售有望实现400万人份，预计实现销售收入2亿元，同比增长43%，实现净利润1亿元，符合我们此前的预期。受此次水痘疫情影响，我们预计天坛生物09年水痘疫苗销售将超过我们此前的预期。虽然公司业绩受水痘疫情影响小于长春高新，但此次水痘疫情仍为公司股价表现催化剂。

我们看好公司在疫苗行业的战略地位，维持增持评级。

2. 长春高新明显受益水痘疫情，09年狂犬病疫苗可能带来惊喜

长春高新未来业务增长主要来自金赛药业和百克生物。公司旗下子公司业务中金赛药业和百克生物未来增长较明确；百克药业艾滋病疫苗研发处于投入期，出成果尚须时日；华康药业平稳发展；其他业务微利或亏损有待剥离。我们认为金赛药业经历了08年停产事件后，09年将逐步恢复国内市场份额。百克生物及旗下迈丰生物将受益于国家公共卫生投入加大，未来高增长。

图 1：长春高新业务结构



资料来源：公司公告、申万研究

我们预计公司 08 - 09 年每股收益 0.11 元、0.32 元。我们假设母公司每年的各种费用合计 3500 万元，分业务对公司业绩进行测算，计算过程如下表所示。

表 2：分业务测算长春高新 08、09 年业绩（单位：万元，元）

分业务净利润预测	08年净利润	09年净利润	公司持股比例	08年归属公司净利润	09年归属公司净利润
金赛药业	3000	5000	70%	2100	3500
百克生物	3000	7000	46%	1385	3231
百克药业	(500)	(500)	60%	(300)	(300)
华康药业	1500	1500	51%	765	765
晨光药业和酒店业务	(1000)	(1000)	100%	(1000)	(1000)
房地产开发	2000	1500	100%	2000	1500
大厦物业等其他业务	0	0	100%	0	0
业绩测算				08年	09年
归属于公司净利润合计				4950	7696
公司费用合计				(3500)	(3500)
公司净利润				1450	4196
总股本				13133	13133
EPS				0.11	0.32

资料来源：公司公告、申万研究

09 年狂犬病疫苗可能带来惊喜。我们 09 年的盈利预测中未考虑狂犬病疫苗销售。据我们测算，每销售 100 万支狂犬病疫苗可产生 1500 万收入，600 万净利润，贡献给公司净利润 220 万，增厚公司 09 年每股收益 0.017 元。若迈丰生物狂犬病疫苗 09 年能够实现大规模生产销售，将会增厚公司每股收益。

子公司百克生物水痘疫苗 08 年开始销售，09 年狂犬病疫苗可能大规模生产销售，甲肝、流感等多个疫苗在研，我们认为后续成长性不错；子公司金赛药业销售将稳步恢复，2 - 3 年时间这 2 家子公司的净利润都有望达到亿元。长春高新当前市值 11.3 亿，市值低估，水痘疫情成为催化剂，公司股票具有交易性机会。

附录 1：水痘疫苗市场分析

供给方面：07 年以前由天坛生物长春所（祈健生物）和上生所生产，并有少量进口；08 年三季度新增了长春高新子公司百克生物；09 年下半年会新增 2 家水痘疫苗厂家。

需求方面：08 年水痘疫苗市场容量约 1200 万人份；由于 08 年 11 月下旬全国大面积爆发水痘疫情，我们保守预计 09 年水痘疫苗增长 10%，可能达到 1400 万人份；国外水痘疫苗都纳入计划免疫，我们预计国内迟早将纳入计划免疫。

价格方面：我们预计 09 年综合价格可能下跌 10%。

百克生物现状：08 年 6 月百克生物首批水痘疫苗通过中检所批签发投放市场，截至 11 月 30 日已有 383 万人份水痘疫苗通过批签发，可进行销售。由于各地疾控中心销售回款约需 3 个月时间，我们预计百克生物 08 年实际可确认销售水痘疫苗 200 万人份，实现收入 1 亿元。

2009 年市场预测：我们预计 2009 年百克生物销售 350 万人份，其他主要竞争者天坛生物长春所（祈健生物）和上生所销售 700 - 800 万人份，其他将被新进入者瓜分。预计百克生物 09 年实现收入 1.57 亿。

表 3. 水痘疫苗全国批签发数据（单位：万人份）

	07年	08年（截至11月30日数据）
天坛生物	288	365
上生所	220	257
葛兰素史克	64	50
百克生物		383
合计	572	1055

资料来源：中检所，申万研究

附录 2：狂犬病疫苗市场分析

供需状况：据估计国内狂犬病疫苗市场容量约 1000 万人份，按照 5 支/人份折算，每年需求约 5000 万支。目前主要由 13 家国内厂家生产，进口数量较少。截至 08 年 11 月 30 日有 2927 万支狂犬病疫苗通过中检所批签发，08 年尚有较大的市场缺口。

长春高新状况：百克生物拥有吉林迈丰生物药业有限公司 80% 股权。目前迈丰生物狂犬病疫苗生产工艺遇到困难，尚不能大规模生产，我们预计公司可能在 09 年 1 季度解决工艺难题，实现大规模生产。

表 4. 狂犬病疫苗全国批签发数据（单位：万支）

	07年	08年（截至11月30日数据）
德国凯龙-贝林公司	12	44
法国赛诺菲巴斯德	183	71
长春长生生物科技股份有限公司	120	166
大连汉信生物制药有限公司	130	84
大连金港安迪生物制品有限公司	1120	970
福尔生物制药有限公司	133	118
河南普新生物工程有限公司	54	53
江苏延申生物科技股份有限公司	80	197
兰州生物制品研究所	55	36
辽宁成大生物股份有限公司	298	369
辽宁依生生物制药有限公司	170	318
宁波荣安生物药业有限公司	79	50
武汉生物制品研究所	301	392
吉林亚泰生物药业股份有限公司		24
吉林迈丰生物药业有限公司		37
合计	2733	2927

资料来源：中检所，申万研究

信息披露

分析师承诺

娄圣睿、罗鹄：医药。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 compliance@sw108.com。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20%以上；
- 增持 (outperform) : 相对强于市场表现 5% ~ 20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
- 减持 (underperform) : 相对弱于市场表现 5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.sw108.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

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。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。