

张明芳 葛岩
 010-88087423
 zhangmf@cmschina.com.cn

2009年1月9日

疫苗品种冷热不均，医改新形势下，“计划免疫疫苗”势力凸显

医药行业2月月报

日用消费

医药

推荐（维持）

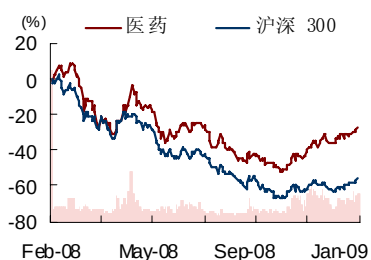
上证指数 2061

行业规模

		占比%
股票家数（只）	123	7.8
总市值（亿元）	4090	2.8
流通市值（亿元）	2495	4.6
重点公司市值（亿元）	1385	0.9

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	13.8	1.6	-26.7
相对表现	-5.4	23.5	29.6



相关报告

- 1、后续 11 个配套方案是关注重点——医改框架方案出台 2009/1/22
- 2、医药行业月报(09 年 1 月)——重点公司年报前瞻、政策解读和了望 2009/1/19
- 3、天坛生物——收购成都蓉生获批，中生集团启动血液制品资产整合 2008/12/26
- 4、《医药行业 2009 年度投资策略——主流投资机会来自四种盈利增长模式和五大领域》 2008/12/4
- 5、天坛生物调研报告——受益于 EPI 扩容，中生集团资产整合平台价值不断体现 2008/10/8
- 6、新医改推动行业整合，布局产业巨头——医药行业 2008 年第四季度投资策略 2008/9/17
- 7、剖析药品大类，锁定成长性和防御性兼备品种——医药行业 2008 年中期投资策略 2008/6/12
- 8、行业巨变和医改迎来医药行业黄金投资时期——医药行业 2008 年投资策略 2008/1/2

- 行业投资评级维持“推荐”。医改配套方案 2 月开始陆续公布，基本药物制度快速推进，龙头公司受益明确。发改委将对药品价格全面调整，不能受益于基本药物制度和药价调整，反而遭受打击的、前期大涨的部分二、三线医药股将不可避免地回调，医药股估值水平将迅速分化。我们建议稳健增持主流一线股：1、09 年第一季度业绩可能增长 50%以上的公司康美药业、通化东宝、天坛生物、天药股份、恒瑞医药以及可能增长 30%以上的公司云南白药、东阿阿胶、天士力、华北制药、国药股份、上海莱士、华兰生物、三九医药。
- 医改新形势下，疫苗行业 09 年开始进入计划免疫主流时代。08 年中央政府投入 27.2 亿元用于扩大计划免疫，麻风二联和麻风腮三联疫苗、甲肝、流脑等 7 种疫苗新进入计划免疫，我国各省、市级 CDC 以完成计划免疫为首要任务，计划免疫疫苗销售额占比迅速上升。计划免疫疫苗成为与 CDC 合作的“敲门砖”，计划内计划外疫苗一体化经营优势和先发优势开始显现，承担国家计划免疫 97%任务的天坛生物和其股东中国生物的行业地位和话语权进一步凸显。我们认为优秀疫苗公司应具备“强大研发、GMP 生产国际水准、计划内计划外疫苗一体化经营和差异化营销模式”的素质。
- 疫苗品种冷热不均，未来三年我们最看好纳入计划免疫政府采购、供不应求和独家生产的“麻风腮系列疫苗”、“无细胞百白破疫苗”，以及 2010 年将面临扩大覆盖人群机遇的乙肝疫苗。“麻风腮系列疫苗”和“无细胞百白破疫苗”的知识产权由中国生物所有，由中国生物独家生产。外围企业或研发不同病毒株，或从国外引进新毒株，短时间内很难进入。我们建议谨慎预期“供求基本平衡和供大于求”疫苗的成长性：水痘、乙脑、狂犬、流脑和流感疫苗 5 种疫苗。
- “麻风腮三联疫苗”是国家计划免疫投入资金最大疫苗，容量高达 10 亿元，当前供应短缺。“麻风二联疫苗”当前弥补其市场供应大缺口，2011 年我国将对 0~6 岁儿童强化免疫“麻风二联”，其市场需求仍有大增长。“麻风二联疫苗”和“麻风腮三联疫苗”是天坛生物未来年度确定的最大的利润增长点。乙肝疫苗 2010 年将其覆盖人群从当前的新生儿扩大到 15 岁以下群体，天坛生物和华兰生物将受益。
- 强烈推荐“天坛生物、华兰生物”，审慎推荐“百克生物”。天坛生物 2009~2011 年持续快速增长，增速逐年加快。预计 08 年 EPS0.30 元（同比增长 40%），09 年 EPS0.45 元（同比增长 82%、考虑股本摊薄 21%和合并成都蓉生）。2010 年 EPS0.72 元（同比增长 60%）。公司 09 年销售规模将跃升为行业领头羊。“内生增长+外延收购”，其长期战略投资价值日益明显。我们看好华兰生物疫苗经营快速增长和利润贡献，预计 08~2010 年净利润同比增长 70%、45%和 50%，EPS0.90 元、1.3 元和 1.95 元。成大生物没有单独上市。

正文目录

一、医改配套方案 2 月陆续出台，基本药物制度快速推进，行业投资评级维持“推荐”	5
1、医改配套方案 2 月开始陆续公布，龙头公司受益明确，行业评级维持“推荐”	5
2、部分二、三线医药股可能将出现向下调整	6
3、09 年一季度业绩可能增长 50%以上的公司有：康美药业、通化东宝、天坛生物、天药股份、恒瑞医药	6
二、疫苗行业进入“计划免疫主流时代”，最看好疫苗是纳入计划免疫政府采购、供不应求和独家生产	6
1、疫苗行业从 2009 年开始进入“计划免疫主流时代”，各级 CDC 以计划免疫为首要任务	6
2、最看好“纳入计划免疫政府采购、供不应求和独家生产”疫苗	7
3、回顾 2008 年各大类疫苗批签发，锁定“麻风腮系列和“百白破系列”疫苗	7
三、优秀疫苗公司的标准：研发强大、GMP 生产国际水准、计划内计划外疫苗一体化经营、差异化营销模式	8
1、疫苗更新换代频度高，对研发积累和前瞻要求极高	8
2、多联合疫苗、癌症预防疫苗和治疗性疫苗是全球疫苗研发的大趋势，强大研发实力不可或缺	8
3、计划内和计划外疫苗一体化经营优势	8
4、差异化疫苗营销模式，远离价格恶性竞争	9
四、看好“麻风腮系列疫苗”和“无细胞百白破疫苗”，目前均为中国生物的独家品种	9
1、“麻风腮系列疫苗”病毒毒株知识产权只属于中国生物	9
2、麻疹疫苗：2012 年消灭麻疹，供应仍短缺	9
3、麻风二联疫苗：当前弥补三联市场供应大缺口，2011 年我国将对 0~6 岁儿童强化免疫麻风二联，其市场需求仍有大增长	11
4、无细胞百白破疫苗：替代老的全细胞百白破，升级换代机遇	12
五、乙肝疫苗 2010 年面临扩大计划免疫的重大政策机遇，天坛生物和华兰生物将受益	13
1、我国乙肝疫苗计划免疫覆盖人群将扩大到 15 岁，天坛生物和华兰生物 2010 年将受益	13
六、谨慎预期：“供求基本平衡和供大于求”疫苗的成长性：水痘、乙脑、狂犬、流脑和流感疫苗	15

1、水痘属于弱毒传染病、水痘疫苗终身免疫，市场容量偏小，供已过于求	15
2、裂解型流感疫苗：我国市场需求增长缓慢，供已过于求	16
3、狂犬疫苗：产能过剩，供已过于求，价格和销量竞争激烈，成大生物独占鳌头	17
4、乙脑疫苗：供略过于求，成都生研所“一枝独秀”	19
5、流脑疫苗：供过于求，四价流脑已有北京绿竹上市	20
七、强烈推荐“天坛生物、华兰生物、成大生物”，审慎推荐“百克生物”	21
1、天坛生物：“计划免疫热”的最大受益者，未来增速逐年加快	21
2、华兰生物：疫苗新秀，经营灵活	22
3、成大生物（辽宁成大的控股子公司）：新疫苗 09 年上市	22
4、百克生物（长春高新的控股子公司）：09 年增长面临考验	22

图表目录

图 1：2008 年麻疹疫苗批签发数量占比	10
图 2：2007 年麻疹疫苗批签发数量占比	10
图 3：2008 年麻腮风三联疫苗批签发数量占比	11
图 4：2007 年麻腮风三联疫苗批签发数量占比	11
图 5：2008 年百白破疫苗批签发数量占比	13
图 6：2007 年百白破疫苗批签发数量占比	13
图 7：2008 年无细胞百白破疫苗批签发数量占比	13
图 8：2007 年无细胞百白破疫苗批签发数量占比	13
图 9：2008 年 10ug 乙肝疫苗批签发数量占比	14
图 10：2007 年 10ug 乙肝疫苗批签发数量占比	14
图 11：2008 年 5ug 乙肝疫苗批签发数量占比	14
图 12：2007 年 5ug 乙肝疫苗批签发数量占比	14
图 13：2008 年 20ug 乙肝疫苗批签发数量占比	14
图 14：2007 年 20ug 乙肝疫苗批签发数量占比	14
图 15：2008 年水痘疫苗批签发数量占比	16
图 16：2007 年水痘疫苗批签发数量占比	16
图 17：2008 年流感裂解疫苗批签发数量占比	17
图 18：2007 年流感裂解疫苗批签发数量占比	17
图 19：2008 年狂犬疫苗批签发数量占比	18

图 20: 2007 年狂犬疫苗批签发数量占比	18
图 21: 2008 年乙脑疫苗(BHK)批签发数量占比	20
图 22: 2007 年乙脑疫苗(BHK)批签发数量占比	20
图 23: 06-08 年乙脑疫苗(VERO)批签发数量	20
图 24: 2008 年乙脑疫苗(VERO)市场份额	20
图 25: 2008 年流脑疫苗批签发数量占比	21
图 26: 2008 年流脑疫苗批签发数量占比	21
 表 1: 2008 年和 2007 年各大类疫苗批签发总览	7
表 2: 2008 年麻疹疫苗月度累计批签发数量	9
表 3: “麻风腮三联疫苗”是我国政府免疫规划投入资金最大品种	10
表 4: 2008 年麻腮风三联疫苗月度累计批签发数量	11
表 5: 2008 年百白破疫苗月度累计批签发数量	12
表 6: 2008 年乙肝疫苗月度累计批签发数量	15
表 7: 2008 年水痘疫苗月度累计批签发数量	16
表 8: 2008 年流感裂解疫苗月度累计批签发数量	17
表 9: 2008 年狂犬疫苗月度累计批签发数量	18
表 10: 2008 年狂犬疫苗月度累计批签发数量	19

一、医改配套方案 2 月陆续出台，基本药物制度快速推进，行业投资评级维持“推荐”

1、医改配套方案 2 月开始陆续公布，龙头公司受益明确，行业评级维持“推荐”

医改框架方案已于 09 年 1 月 21 日公布。

我们跟踪了解到：医改领导小组将从 2 月份开始，陆续公布 11 个配套方案。

2009 年医改三项重要内容：

- 1、药品价格全面调整。由发改委公布。
- 2、基本药物制度快速推进。
- 3、公立医院改革试点正式启动。

卫生部新设基本药物制度司和医疗服务监管司，分别推进基本药物制度和公立医院改革试点。

我们认为：

- 1、**基本药物定点生产、政府集中采购和直接配送，有利于提升普药生产和经营的集中度，品牌普药和区域性商业龙头公司将分别受益。**基础抗感染药物、心脑血管药物、糖尿病药物和基础抗肿瘤药物等生产企业面临重大机遇，代表公司：通化东宝、康美药业、华北制药、天士力、云南白药等。
- 2、**由于区域性商业龙头公司大多数已上市，医药流通可能出现板块行情。**
- 3、**疫苗行业公司将受益于公共卫生体系建设。**国家扩大采购计划内免疫疫苗，代表公司：天坛生物、华兰生物等。
- 4、**基础医疗器械将受益于基层医疗卫生服务体系建设。**国家安排 48 亿元用于支持农村卫生服务体系建设，对消毒灭菌、检测、诊断和治疗仪器设备的需求将确定增长。代表公司：科华生物、达安基因、鱼跃医疗、新华医疗等。
- 5、**公立医院改革先试点 2 年，2011 年推开，逐步取消药品加成，总体上有利于国产药。**

综合而言：医改各项配套政策将有利于保护和增强医药行业龙头企业的市场竞争力，提升它们的品牌优势、产品质量优势和规模优势，龙头上市公司受益明确，我们维持对医药行业投资评级“推荐”。

我们早在《招商证券 2009 年医药行业投资策略》中，指出：医改历史性机遇将促使 2009 年医药行业相对于大势的溢价率将创出历史新高。

2、部分二、三线医药股可能将出现向下调整

- ✓ 我们早在 08 年 12 月发出的《2009 年度医药行业投资策略》中就指出：2009 年发改委将把所有处方药纳入政府定价并进行价格大调整，虽有少数品种获得优质优价或提价，但大多数药品价格将向下调整，09 年整体药品价格水平可能下调，从而影响行业整体增长率。
- ✓ 国家基本药物制度作为重要的医改配套方案之一，公布在即。对于不能纳入定点生产商和直接配送商、不能受益的普药生产企业和经销企业，无疑是一大打击。
- ✓ 医改绝不是普惠所有的医药股，因此，前期大涨的部分二、三线医药股，将在医改配套方案公布之后，不可避免地回调，医药股估值水平将迅速分化。

3、09 年一季度业绩可能增长 50%以上的公司有：康美药业、通化东宝、天坛生物、天药股份、恒瑞医药

- ✓ 我们建议稳健增持主流一线股，它们 09 年第一季度业绩可能增长 50%以上：康美药业、通化东宝、天坛生物、天药股份、恒瑞医药。
- ✓ 同时，我们建议稳健增持主流一线股，它们是 09 年第一季度业绩可能增长 30%以上的公司：云南白药、东阿阿胶、天士力、华北制药、国药股份、上海莱士、华兰生物、三九医药。

二、疫苗行业进入“计划免疫主流时代”，最看好疫苗是纳入计划免疫政府采购、供不应求和独家生产

1、疫苗行业从 2009 年开始进入“计划免疫主流时代”，各级 CDC 以计划免疫为首要任务

2008 年，我国政府扩大免疫规划（实施 EPI），计划免疫疫苗从 7 种增加到 15 种，同时，疫苗所覆盖人群不断扩大。

疫苗全行业来看：2008 年之前，我国计划免疫疫苗销售额占比不足 40%。从 2008 年开始，中央政府投入 27.2 亿元用于扩大计划免疫，麻风二联和麻风腮三联疫苗、甲肝、流脑等 7 种疫苗新进入计划免疫，计划免疫疫苗销售额占比迅速上升，我们测算 09 年将上升到疫苗全行业的 50%以上。计划免疫主流时代已经来临。

以天坛生物为例，公司计划免疫疫苗销售占比 2009 年将大幅上升了 20 个百分点，从原 50%上升到了 70%。

在新医改加强公共卫生体系建设的新形势下，我国各省、市级 CDC 以完成计划免疫为首要任务，计划免疫疫苗成为与 CDC 合作的“敲门砖”。

中国生物技术集团公司（简称中国生物，天坛生物的控股股东）的行业地位和话语权进一步凸显，中国生物成为 CDC 依赖的、完成国家计划免疫的中流砥柱，其占有计划免疫的市场份额将上升到 97%以上。

2、最看好“纳入计划免疫政府采购、供不应求和独家生产”疫苗

未来趋势:

我国 2009~2011 年, 中央财政和地方财政在推进新医改中, 势必继续增加计划免疫的资金投入, 进一步扩大计划免疫疫苗的覆盖人群。计划免疫占主流更加明显。

鉴于我国疫苗行业开始进入计划免疫主流时代, 我们提出清晰的看好疫苗的判断标准: 纳入计划免疫政府采购, 供不应求和独家生产。

3、回顾 2008 年各大类疫苗批签发, 锁定“麻风腮系列和“百白破系列”疫苗

我们从中检所 2008 年疫苗批签发数据中, 统计了各大类疫苗批批检定合格的供应量。

我们看好:

2009 年将供不应求的疫苗品种是“麻风系列疫苗”和“百白破系列”疫苗。

其中, “麻风腮系列疫苗”包括: 麻风腮三联疫苗、麻风二联疫苗和麻疹单价疫苗。

考虑疫苗升级换代的必然趋势, 我们看好“百白破系列”疫苗中的无细胞百白破。

表 1: 2008 年和 2007 年各大类疫苗批签发总览

单位: 万人份	2007 年	2008 年	增长量	同比增长(%)	市场需求量
我们看好: 09 年供不应求疫苗:					
麻腮风三联	340	819	478	141%	3200 万人份以上
					适用于强化免疫, 需求量高达 9600 万人份
麻风二联	无	2025	2025		
麻疹	4390	9707	5317	121%	2 亿剂次以上
百白破疫苗	2164	2738	574	27%	3200 万人份以上
其中: 全细胞型	1718	1796	77	4%	
无细胞型	446	943	497	112%	

我们判断: 面临政策机遇、将供不应求疫苗

乙肝疫苗	10580	11654	1073	10%	2010 年计划免疫将扩大覆盖到 0~15 岁人群
中性: 供求基本平衡疫苗					
脊灰糖丸	13516	16632	3116	23%	1.6 亿人份
甲肝疫苗	1925	2092	167	9%	2000 万人份左右
b 型流感嗜血杆菌结合疫苗	1465	2002	537	37%	2000 万人份左右
					有疫情刺激时, 需求
水痘	572	1198	626	109%	1000 万人份左右
地鼠肾细胞乙脑疫苗	2340	2810	470	20%	国内乙脑疫苗计划免疫需求 2000 万人份, 成都
Vero 乙脑疫苗	304	277	-27	-9%	所出口印度等国

需谨慎：供过于求疫苗

裂解流感疫苗	2423	3036	613	25%	2000 万人份左右
流脑	8662	13843	5181	60%	2000 万人份左右
狂犬疫苗	1381	1916	535	39%	1200 万人份

资料来源：招商证券研发

三、优秀疫苗公司的标准：研发强大、GMP 生产国际水准、计划内计划外疫苗一体化经营、差异化营销模式

中长期来看，我们提出，好的疫苗公司的必备素质和判断标准：强大的研发实力、符合国际 GMP 水准的现代化生产、计划内计划外疫苗一体化经营、差异化营销模式。

1、疫苗更新换代频度高，对研发积累和前瞻要求极高

疫苗以预防疾病为主，适用于健康人群，对预防效果和副反应控制的双重需求，驱使疫苗品种升级换代频度高，对生产企业的研发积累、前瞻性研发要求极高。

2、多联合疫苗、癌症预防疫苗和治疗性疫苗是全球疫苗研发的大趋势，强大研发实力不可或缺

我们早在 2007 年多篇研究报告中指出：跨国疫苗巨头引领着全球疫苗研究开发的趋势，开发多联合疫苗、癌症预防疫苗和治疗性疫苗。

多联合疫苗：“麻风腮三联疫苗”和“百白破三联疫苗”早已成熟，“麻风腮+水痘”四联疫苗和“百白破疫苗+Hib”四联疫苗在国外已上市，我国的中国生物正在引领我国疫苗研发的先锋，将率先开发出国产的“麻风腮+水痘”四联疫苗和“百白破疫苗+Hib”四联疫苗。

癌症预防疫苗：由默克开发出来的预防宫颈癌疫苗 Gardasil 已连续两年销售快速增长。

治疗性疫苗：治疗乙型肝炎的治疗性疫苗正在临床试验中，其中，天坛生物和复旦大学联合开发的治疗性乙肝疫苗（乙克）正在Ⅲ期临床试验过程中。

3、计划内和计划外疫苗一体化经营优势

在新医改加强公共卫生体系建设的新形势下，我国各省、市级 CDC 以完成计划免疫为首要任务，计划免疫疫苗成为与 CDC 合作的“敲门砖”。

因此，计划内疫苗和计划外疫苗具备一体化经营优势。

4、差异化疫苗营销模式，远离价格恶性竞争

一个真正在生产工艺和质量标准方面领先的疫苗品种，应该采取“差异化竞争的学术推广销售模式”，而不是急功近利的“底价打包销售”。从而最终远离产能过剩时的价格恶性竞争。

杰出代表是我们成功推荐的辽宁成大控股子公司——成大生物，其销售总监来自 GSK 公司，07 年狂犬病疫苗价格暴涨和供应短缺之时，公司坚持不涨价、优先力保战略客户所需，因此，08 年供大于求、价格下跌时，公司仍可坚守价格不变、战略客户不变，市场份额牢固保持。2008 年，成大生物仅凭借单品种“狂犬疫苗”实现销售收入 3.5 亿元，净利润 1.5 亿元。

四、看好“麻风腮系列疫苗”和“无细胞百白破疫苗”，目前均为中国生物的独家品种

1、“麻风腮系列疫苗”病毒毒株知识产权只属于中国生物

麻疹病毒、风疹病毒和腮腺炎病毒毒株属于中国生物旗下的兰州所、武汉所、上海所和天坛生物所有和共享，“麻风腮系列疫苗”生产由中国生物统一按照 EPI 计划安排，不会造成集团内部竞争。

外围其它企业若要申报生产“麻风腮系列疫苗”，只能开发或从国外引进新型病毒株，短时间内很难进入市场销售。

2、麻疹疫苗：2012 年消灭麻疹，供应仍短缺

我国卫生部提出 2012 年消灭麻疹的目标。09 年 2 月 2 日卫生部发布《全国麻疹疫情监测方案》，要求对 15 岁以下人群查漏补种。

2008 年，麻疹疫苗批签发总量 9707 万人份，2007 年批签发 4390 万人份，同比增长 121%，由中国生物旗下的兰州所、武汉所、上海所和天坛生物 4 家供应。

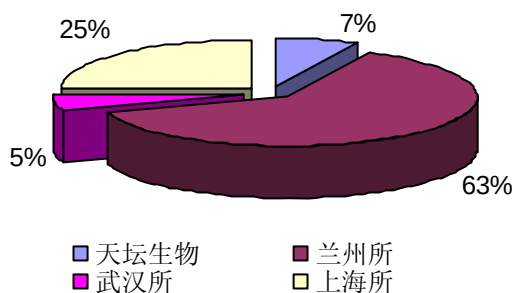
目前，麻疹疫苗的市场缺口仍有 1 亿人份。天坛生物控股 51% 子公司长春祈健 09 年中期将完成麻疹疫苗车间扩建，合计产能将达到 5000 万人份。

表 2：2008 年麻疹疫苗月度累计批签发数量

数量(万人份)	月份												
		1-1月	1-2月	1-3月	1-4月	1-5月	1-6月	1-7月	1-8月	1-9月	1-10月	1-11月	1-12月
厂商													
天坛生物		0	224	315	402	402	425	455	455	455	455	596	714
兰州所		231	972	1876	2300	2817	3216	3552	3979	4495	4806	5556	6063
上海所		103	156	156	185	297	528	845	1309	1734	1849	2135	2414
武汉所		0	0	0	0	0	0	45	45	90	247	337	516
麻疹疫苗总计(万人份)		333	1352	2348	2887	3515	4170	4896	5788	6774	7356	8624	9707

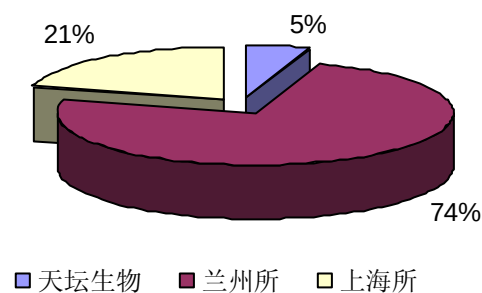
资料来源：招商证券研发

图 1: 2008 年麻疹疫苗批签发数量占比



资料来源: 招商证券研发

图 2: 2007 年麻疹疫苗批签发数量占比



资料来源: 招商证券研发

麻腮风三联是国家计划免疫投入资金最大疫苗, 容量高达 10 亿元

- ✓ 2008 年“麻腮风三联疫苗”总共 819 万人份, 按照“麻腮风三联疫苗”每年 3200 万人份的市场需求量, 目前供应缺口仍高达 2000 多万人份。08 年该品种首次纳入计划免疫, 由政府专项资金采购, 不仅疫苗畅销, 而且其营业费用率大大下降。
- ✓ 按照我们表 2 中测算: “麻腮风三联疫苗”占据我国每年计划免疫专项采购资金的 55% 左右, 市场容量到达 10 亿元, 是我们 09~2011 年最为看好的疫苗。我们预计: 随着天坛生物 2011 年大兴县疫苗产业基地投产, 国产“麻腮风三联疫苗”将能解决产能瓶颈。

国产“麻腮风三联疫苗”只有上海生研所和天坛生物 2 家生产。其中: 天坛生物 2008 年攻克了“麻腮风三联疫苗”生产工艺, 9 月开始获得了当年首次批签发, 全年共批签发了 88 万人份, 批签发份额占比从 07 年 6% 上升到了 11%。

中国生物下属的上海生研所 08 年批签发了 270 万人份。

进口“麻腮风三联疫苗”, 只有默克和 GSK 两家, 2008 年批签发数量均有平稳增长, 共 460 万人份, 较 2007 年 390 万人份, 同比增长 18%。

表 3: “麻腮风三联疫苗”是我国政府免疫规划投入资金最大品种

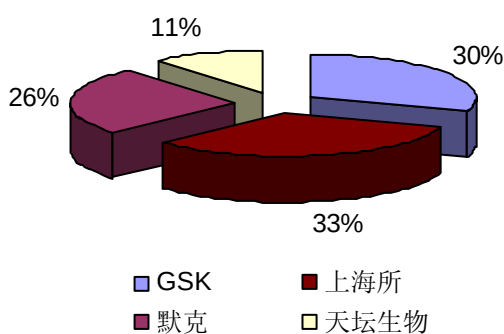
按投入资金量 大小排序	疫苗品种	需求量 (万人份)	单价 (元/人份)	约需要资金额 (亿元)
1	麻腮风三联疫苗	3200	32	10.2
2	无细胞百白破疫苗	1600	16	2.6
3	乙脑减毒活疫苗	1600	10	1.6
4	甲肝疫苗	1600	10	1.6
5	乙肝疫苗	1600	7	1.1
6	A+C 群流脑疫苗	1600	7	1.1
7	脊髓灰质炎疫苗	16000	0.25	0.4
合计				18.6

资料来源: 招商证券研发

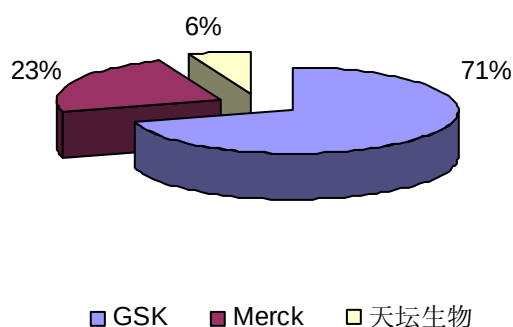
表 4：2008 年麻腮风三联疫苗月度累计批签发数量

数量(万人份) 月份 厂商												
	1-1月	1-2月	1-3月	1-4月	1-5月	1-6月	1-7月	1-8月	1-9月	1-10月	1-11月	1-12月
GSK	10	10	27	99	99	133	149	172	172	183	183	248
默克	0	10	38	59	59	133	175	182	203	212	212	212
上海所	0	0	0	0	0	0	0	83	172	203	217	270
天坛生物	0	0	0	0	0	0	0	0	44	72	72	88
麻腮风三联疫苗总计(万人份)	10	20	65	157	157	266	324	437	590	671	685	819

资料来源：招商证券研发

图 3：2008 年麻腮风三联疫苗批签发数量占比


资料来源：招商证券研发

图 4：2007 年麻腮风三联疫苗批签发数量占比


资料来源：招商证券研发

3、麻风二联疫苗：当前弥补三联市场供应大缺口，2011 年我国将对 0~6 岁儿童强化免疫麻风二联，其市场需求仍有大增长

- ✓ 由于风疹和麻疹感染症状十分类似，临床上难以鉴别，因此，在国家既定 2012 年消灭麻疹的目标下，同时，也必须消灭风疹，对麻风二联疫苗的需求应运而生。
- ✓ 当前，由于“麻腮风三联疫苗”市场缺口高达 2000 多万人份，只能由“麻风二联疫苗”来弥补，“麻风二联疫苗”由政府采购，市场畅销。
- ✓ 2011 年，我国将对 0~6 岁儿童强化免疫麻风二联疫苗，因此，2011 年以后，“麻风二联疫苗”仍有巨大市场需求空间。
- ✓ “麻风二联疫苗”是天坛生物的独家生产品种，2008 年批签发了 2025 万人份。09 年将保持稳健增长。

4、无细胞百白破疫苗：替代老的全细胞百白破，升级换代机遇

- ✓ 2008 年，我国共批签发了百白破疫苗 2738 万人份，其中：“无细胞百白破疫苗”仅批签发了 943 万人份，天坛生物 08 年获得无细胞百白破疫苗批签发 194 万人份。
- ✓ 其市场缺口暂时由老的全细胞型百白破疫苗 1796 万人份来弥补，因此，“无细胞百白破疫苗”未来的增长空间来自继续替代全细胞型百白破疫苗。
- ✓ 无细胞百白破疫苗是中国生物的独家品种，由武汉生研所和天坛生物两家生产。新型的无细胞百白破疫苗相比老的全细胞型百白破疫苗，其副反应小，是其升级换代品种。
- ✓ 08 年，武汉生研所和天坛生物“无细胞百白破疫苗”都存在产能瓶颈，天坛生物 2011 年大兴县疫苗产业基地投产以后，“无细胞百白破疫苗”是其主要扩产品种之一，有望完全替代全细胞型。09 年武汉生研所“无细胞百白破疫苗”扩建车间将投产。

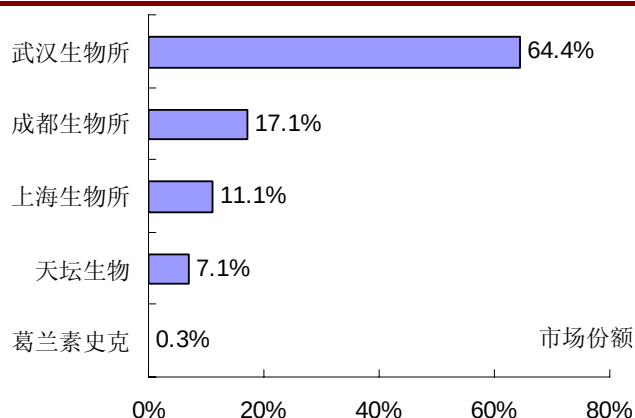
表 5：2008 年百白破疫苗月度累计批签发数量

数量(万人份) 月份 厂商	1-1月	1-2月	1-3月	1-4月	1-5月	1-6月	1-7月	1-8月	1-9月	1-10月	1-11月	1-12月
GSK	0	0	0	0	4	4	4	7	7	7	7	9
成都所	0	0	0	57	121	213	259	259	328	346	467	467
武汉所	151	241	284	390	530	701	860	1036	1357	1404	1697	1764
上海所	0	70	70	70	70	169	169	203	303	303	303	303
天坛生物	0	0	10	20	20	40	40	142	152	194	194	194
百白破疫苗总计(万人份)	151	311	364	537	745	1128	1333	1647	2148	2254	2668	2738

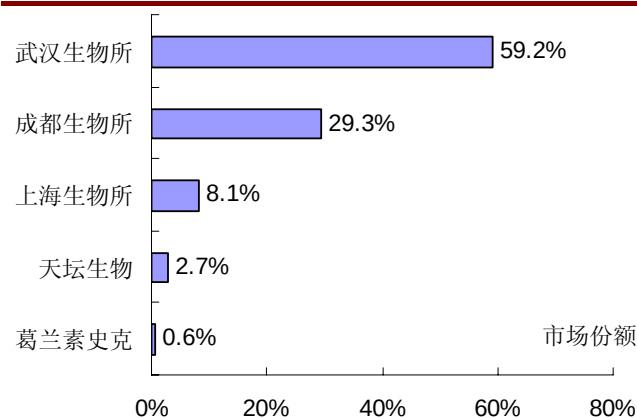
数量(万人份) 月份 厂商	1-1月	1-2月	1-3月	1-4月	1-5月	1-6月	1-7月	1-8月	1-9月	1-10月	1-11月	1-12月
上海所	0	70	70	70	70	169	169	203	303	303	303	303
成都所	0	0	0	57	104	196	242	242	311	311	427	427
武汉所	92	182	182	182	290	399	513	624	846	846	1065	1065
全细胞百白破疫苗总计(万人份)	92	252	252	309	464	764	924	1068	1461	1461	1796	1796

数量(万人份) 月份 厂商	1-1月	1-2月	1-3月	1-4月	1-5月	1-6月	1-7月	1-8月	1-9月	1-10月	1-11月	1-12月
GSK	0	0	0	0	4	4	4	7	7	7	7	9
成都所	0	0	0	0	17	17	17	17	17	35	41	41
武汉所	59	59	102	208	240	303	347	412	511	557	631	699
天坛生物	0	0	10	20	20	40	40	142	152	194	194	194
无细胞百白破疫苗总计(万人份)	59	59	113	229	282	364	409	578	688	793	873	943

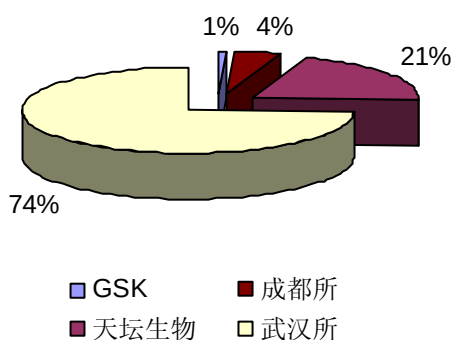
资料来源：招商证券研发

图 5: 2008 年百白破疫苗批签发数量占比


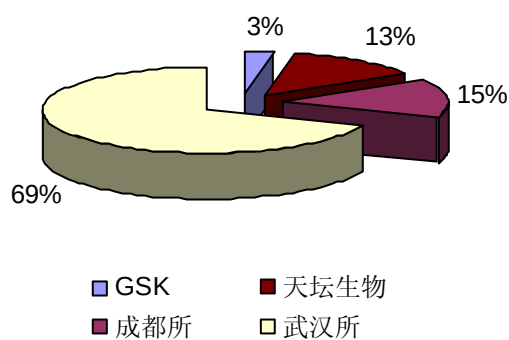
资料来源: 招商证券研发

图 6: 2007 年百白破疫苗批签发数量占比


资料来源: 招商证券研发

图 7: 2008 年无细胞百白破疫苗批签发数量占比


资料来源: 招商证券研发

图 8: 2007 年无细胞百白破疫苗批签发数量占比


资料来源: 招商证券研发

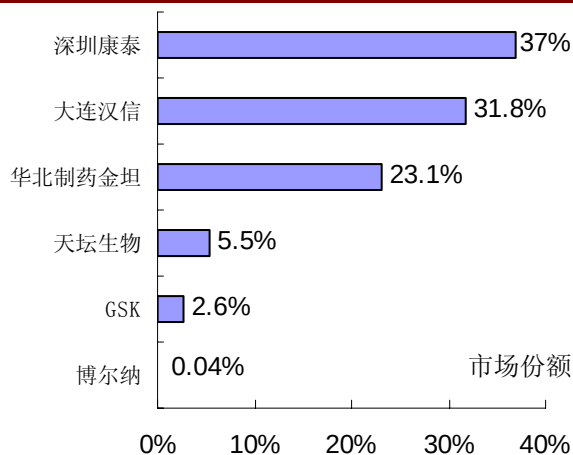
五、乙肝疫苗 2010 年面临扩大计划免疫的重大政策机遇，天坛生物和华兰生物将受益

1、我国乙肝疫苗计划免疫覆盖人群将扩大到 15 岁，天坛生物和华兰生物 2010 年将受益

- ✓ 我国是乙肝大国，卫生部 2009 年决定把乙肝疫苗计划免疫覆盖人群从目前的新生儿扩大到 15 岁，进行一次大范围的“扫荡式预防注射”，预计该项政策 09 年敲定，待相关生产企业产能准备就绪，2010 年将全面推开。
- ✓ 天坛生物已占据了我国 5ug 计划免疫乙肝疫苗 50% 的市场份额，当前产能 2000 万人份，每年实际销售 1000 万人份左右。为了抓住此次乙肝疫苗计划免疫覆盖人群扩大的良机，公司计划 09 年扩建乙肝疫苗车间，把产能扩大翻番到 4000 万人份。
- ✓ 我们分析：乙肝疫苗计划免疫覆盖人群向成人延伸，天坛生物 2010 年将显著受益。是公司 2010 年及以后年度又一个新增利润增长点。

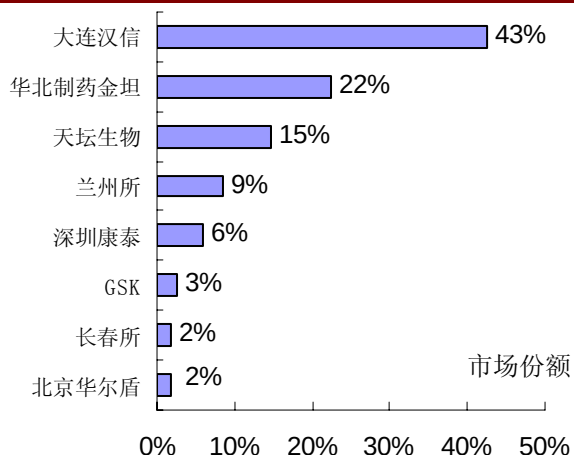
✓ 若华兰生物 2009 年顺利取得了汉逊酵母乙肝疫苗的生产批件，2010 年也将受益于此政策机遇。

图 9：2008 年 10ug 乙肝疫苗批签发数量占比



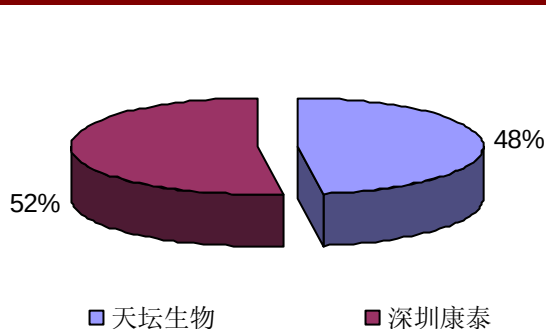
资料来源：招商证券研发

图 10：2007 年 10ug 乙肝疫苗批签发数量占比



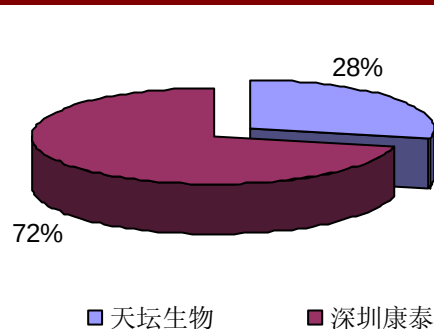
资料来源：招商证券研发

图 11：2008 年 5ug 乙肝疫苗批签发数量占比



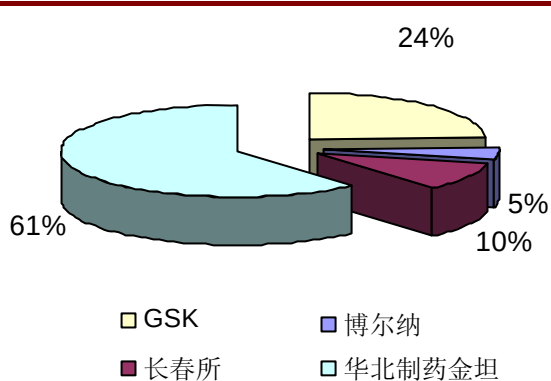
资料来源：招商证券研发

图 12：2007 年 5ug 乙肝疫苗批签发数量占比



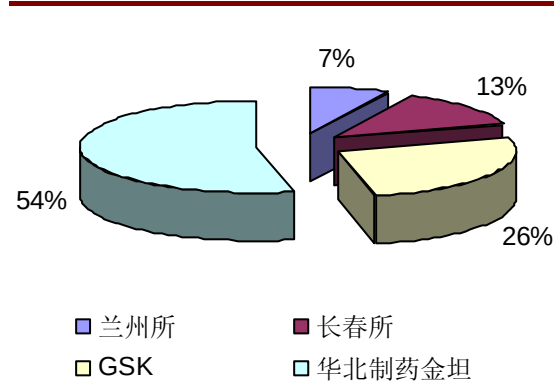
资料来源：招商证券研发

图 13：2008 年 20ug 乙肝疫苗批签发数量占比



资料来源：招商证券研发

图 14：2007 年 20ug 乙肝疫苗批签发数量占比



资料来源：招商证券研发

表 6: 2008 年乙肝疫苗月度累计批签发数量

数量(万人份) 月份 厂商	1-1月	1-2月	1-3月	1-4月	1-5月	1-6月	1-7月	1-8月	1-9月	1-10月	1-11月	1-12月
博尔纳	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	2	2
GSK	0	0	36	36	56	56	104	104	104	104	113	135
北京华尔盾	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
长春所	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
天坛生物	47	47	87	138	164	164	164	282	282	282	282	282
大连汉信	173	433	607	607	607	953	1119	1119	1293	1466	1466	1640
华北金坦	35	254	526	602	674	674	674	827	867	997	1166	1194
兰州所	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
深圳康泰	0	294	294	294	588	881	1175	1175	1175	1618	1618	1910
乙肝疫苗(10ug)总计(万人份)	255	1029	1550	1676	2089	2728	3236	3508	3721	4467	4647	5164

数量(万人份) 月份 厂商	1-1月	1-2月	1-3月	1-4月	1-5月	1-6月	1-7月	1-8月	1-9月	1-10月	1-11月	1-12月
天坛生物	58	332	561	726	815	815	1317	1778	1900	2209	2692	2692
深圳康泰	1176	1176	2056	2056	2350	2350	2350	2642	2642	2642	2642	2935
乙肝疫苗(5ug)总计(万人份)	1234	1508	2617	2782	3164	3164	3667	4420	4542	4851	5334	5626

数量(万人份) 月份 厂商	1-1月	1-2月	1-3月	1-4月	1-5月	1-6月	1-7月	1-8月	1-9月	1-10月	1-11月	1-12月
博尔纳	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	40	40
GSK	20	20	20	26	77	77	119	119	119	135	155	209
长春所	85	85	85	85	85	85	85	85	85	85	85	85
华北金坦	48	48	130	130	283	283	346	383	428	455	479	529
兰州所	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
乙肝疫苗(20ug)总计(万人份)	154	154	235	241	446	446	550	587	633	676	760	864

资料来源: 招商证券研发

六、谨慎预期: “供求基本平衡和供大于求” 疫苗的成长性: 水痘、乙脑、狂犬、流脑和流感疫苗

1、水痘属于弱毒传染病、水痘疫苗终身免疫, 市场容量偏小, 供已过于求

- ✓ 水痘疫苗尚未纳入我国计划免疫。水痘属于弱毒传染病, 水痘疫苗属于终身免疫疫苗、接种者和感染者能获得终身免疫力, 人群不会发生重复感染, 因此, 其市场容量偏小, 一般受疫情刺激消费, 年市场需求量约在 800 万人份。
- ✓ 2008 年, 水痘疫苗供已过于求, 生产企业库存较大, 2008 年实际通过批签发水痘疫苗高达 1198 万人份(表 1)。主要原因是新进入者百克生物(长春高新的控股子公司)从 08 年 6 月开始销售, 2009 年还将新增长春长生新进入者, 市场供过于求

将更加严重，价格竞争将不可避免。

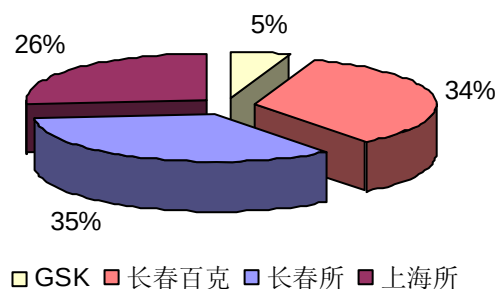
- ✓ 天坛生物控股 51% 子公司长春祈健，是水痘疫苗最早的品牌生产供应商。08 年保持了销售收入 2 亿元左右、净利润 9000 多万元的良好业绩。09 年长春祈健凭借多年积累下来的品牌和渠道优势，以及 09 年下半年将扩产计划免疫“麻疹疫苗”的计划内计划外一体化优势，我们预计，长春祈健“水痘疫苗”09 年并无价格下跌之忧。

表 7：2008 年水痘疫苗月度累计批签发数量

数量(万人份)	月份												
		1-1月	1-2月	1-3月	1-4月	1-5月	1-6月	1-7月	1-8月	1-9月	1-10月	1-11月	1-12月
厂商													
GSK		0	0	0	10	21	21	30	30	50	50	50	62
长春所		26	70	93	157	189	208	247	289	321	337	366	414
长春百克		0	0	0	0	0	62	126	200	302	329	383	409
上海所		0	23	74	87	116	155	172	195	226	234	257	313
水痘疫苗总计(万人份)		26	93	168	254	326	446	574	714	898	949	1055	1198

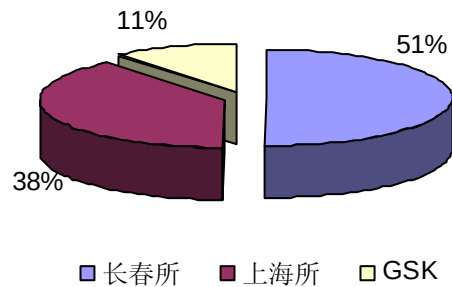
资料来源：招商证券研发

图 15：2008 年水痘疫苗批签发数量占比



资料来源：招商证券研发

图 16：2007 年水痘疫苗批签发数量占比



资料来源：招商证券研发

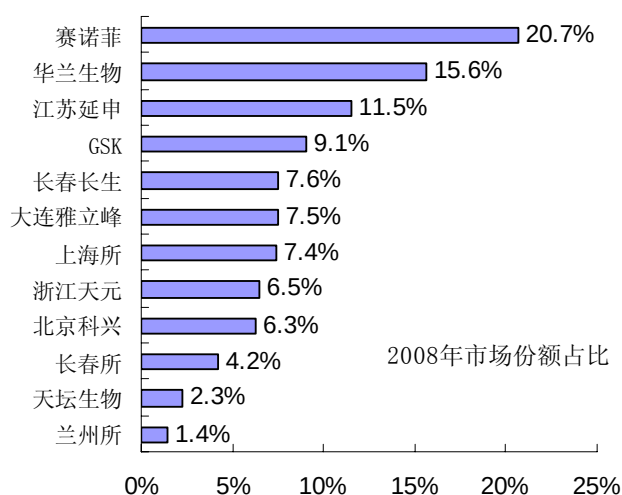
2、裂解型流感疫苗：我国市场需求增长缓慢，供已过于求

- ✓ 流感疫苗尚未纳入我国计划免疫。只纳入少数地方免疫规划中，如：北京市免费为 60 岁以上老人和小孩接种。
- ✓ 我国不同于西方国家，几乎没有爆发过流感疫情，年市场需求量保持在 2000 万人份左右。近年来，随着新生产企业的进入，我国裂解型流感疫苗已经供大于求，2008 年实际通过批签发的裂解型流感疫苗高达 3036 万人份（表 1）。
- ✓ 2008 年，华兰生物作为我国裂解型流感疫苗市场的新进入者，通过批签发的数量高达 474 万人份，占比 15.6%，位列第二位。
- ✓ 08 年我国市场已有 12 家裂解型流感疫苗生产厂商，销售竞争较激烈。排在前三位的是法国赛诺菲、华兰生物和中生集团。

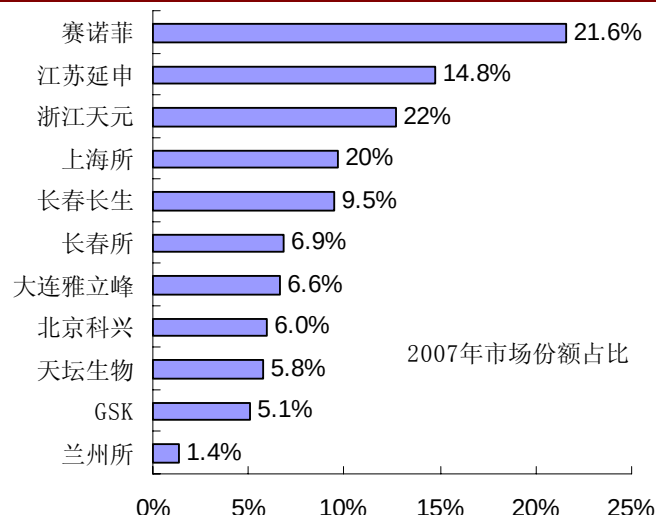
表 8：2008 年流感裂解疫苗月度累计批签发数量

数量(万人份) 厂商	月份											
	1-1月	1-2月	1-3月	1-4月	1-5月	1-6月	1-7月	1-8月	1-9月	1-10月	1-11月	1-12月
GSK	0	0	0	0	0	0	0	58	182	275	275	275
赛诺菲	0	0	0	0	0	0	0	123	399	629	629	629
北京科兴	0	0	0	0	0	0	0	74	128	189	191	191
长春长生	0	0	0	0	0	0	0	208	229	229	229	229
大连雅立峰	0	0	0	0	0	0	0	49	177	229	229	229
江苏延申	0	0	0	0	0	0	0	157	303	349	349	349
华兰生物	0	0	0	0	0	0	0	117	264	354	454	474
浙江天元	0	0	0	0	0	0	0	76	197	197	197	197
天坛生物	0	0	0	0	0	0	0	0	69	69	69	69
长春所	0	0	0	0	0	0	0	88	127	127	127	127
兰州所	0	0	0	0	0	0	0	0	24	43	43	43
上海所	0	0	0	0	0	0	0	52	225	225	225	225
中国生物合计	0	0	0	0	0	0	0	140	444	463	463	463
流感裂解疫苗总计(万人份)	0	0	0	0	0	0	0	1001	2322	2914	3017	3036

资料来源：招商证券研发

图 17：2008 年流感裂解疫苗批签发数量占比


资料来源：招商证券研发

图 18：2007 年流感裂解疫苗批签发数量占比


资料来源：招商证券研发

3、狂犬疫苗：产能过剩，供已过于求，价格和销量竞争激烈，成大生物独占鳌头

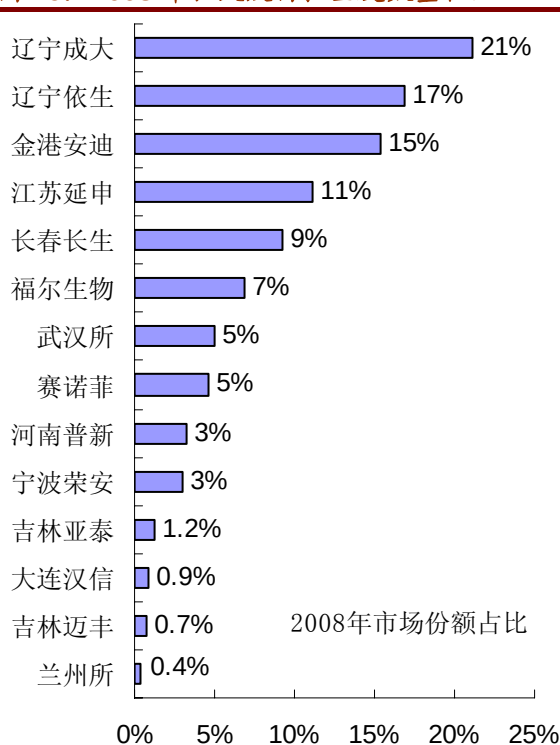
- ✓ 由于 SFDA 2005 年 9 月提高了狂犬疫苗的批签发质量标准，首次要求不含氢氧化铝佐剂，因此，造成 2006 年和 2007 年市场供应短缺，是我国狂犬疫苗近年历史上销售的黄金时期。
- ✓ 进入 2008 年，符合新质量标准的狂犬疫苗产能纷纷完成扩建并投产，全年通过批签发数量高达 1916 万人份，而我国市场需求仅 1200 万人份，市场明显供过于求。
- ✓ 08 年我国市场已有 14 家狂犬疫苗生产厂商，产能明显过剩，销售竞争激烈。成大生物仍保持第一位，市场占有率基本稳定在 21% 以上。第二名以后的企业变动很大，市场份额相对分散。

- ✓ 得益于辽宁成大狂犬疫苗上市之初就坚持的“差异化营销模式”和销售价格定位，08年国产狂犬疫苗只有辽宁成大的销售价格独善其身，保持在128元/人份的中高端价格，其它国产狂犬疫苗的售价普遍大幅跳水。
- ✓ 我们判断：09年我国狂犬疫苗市场新进入者，销售和盈利较难打开局面。我们不看好09年狂犬疫苗市场的新生产者。

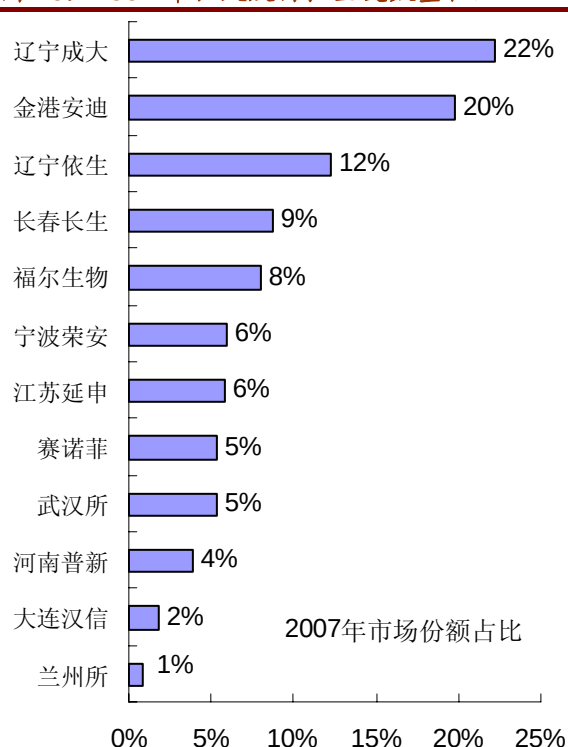
表 9：2008 年狂犬疫苗月度累计批签发数量

数量(万人份) 厂商	月份											
	1-1月	1-2月	1-3月	1-4月	1-5月	1-6月	1-7月	1-8月	1-9月	1-10月	1-11月	1-12月
赛诺菲	0	13	21	21	21	36	36	53	67	67	79	89
长春长生	28	32	44	73	80	108	142	166	170	173	173	177
大连汉信	4	4	8	9	9	9	9	9	10	11	17	17
大连金港安迪	21	30	55	97	113	148	167	204	242	251	277	295
福尔生物	13	13	13	39	48	66	91	98	114	116	127	133
河南普新	0	5	5	11	17	23	29	37	41	43	50	63
吉林迈丰	0	0	0	0	0	0	0	0	0	7	9	14
吉林亚泰	0	0	2	3	6	8	11	16	21	22	24	24
江苏延申	4	8	26	52	59	74	90	124	150	155	197	214
兰州所	0	0	4	7	7	7	7	7	7	7	7	7
辽宁成大	47	66	117	155	206	239	293	346	361	361	369	406
辽宁依生	60	60	69	99	99	184	184	201	201	201	323	323
宁波荣安	11	11	11	31	31	35	35	35	44	44	50	58
武汉所	0	9	13	21	30	35	49	64	73	73	83	97
狂犬疫苗总计(万人份)	189	251	387	617	725	970	1143	1360	1501	1532	1785	1916

资料来源：招商证券研发

图 19：2008 年狂犬疫苗批签发数量占比


资料来源：招商证券研发

图 20：2007 年狂犬疫苗批签发数量占比


资料来源：招商证券研发

4、乙脑疫苗：供给过于求，成都生研所“一枝独秀”

- ✓ 乙脑疫苗已纳入我国计划免疫，市场需求量在 2000 万人份左右。2008 年，我国共批签发了乙脑疫苗 3087 万人份，供给过于求。两种类型乙脑疫苗中：“地鼠肾细胞乙脑疫苗”批签发了 2810 万人份，同比增加了 470 万人份；“Vero 细胞乙脑疫苗”批签发了 277 万人份，同比减少了 27 万人份。
- ✓ 我们谨慎看待“Vero 细胞乙脑疫苗”销售增长。“Vero 细胞乙脑疫苗”更适用于婴幼儿，并不是“地鼠肾细胞乙脑疫苗”的升级换代品种，但其价格高出“地鼠肾细胞乙脑疫苗”较多，因此，在计划免疫招标中，“地鼠肾细胞乙脑疫苗”更容易中标。这是“Vero 细胞乙脑疫苗”2008 年批签发数量下降的主要原因。
- ✓ 成都生研所乙脑疫苗“一枝独秀”。2008 年成都生研所乙脑疫苗占据整个乙脑疫苗批签发量的比重高达 59%，不仅占据国内市场领先份额，而且稳定出口到印度等多个国家。

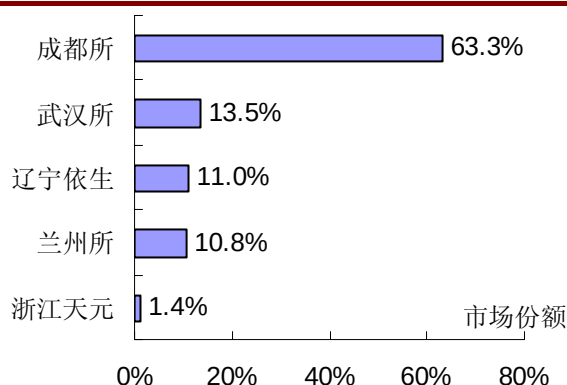
表 10：2008 年狂犬疫苗月度累计批签发数量

数量(万人份)	月份												
		1-1月	1-2月	1-3月	1-4月	1-5月	1-6月	1-7月	1-8月	1-9月	1-10月	1-11月	1-12月
厂商													
天坛生物		47	85	105	142	182	250	250	250	250	250	250	264
成都所		12	153	655	817	1321	1564	1647	1678	1779	1779	1779	1779
兰州所		0	95	144	176	197	209	261	261	261	304	304	304
辽宁成大		0	0	0	0	0	0	0	0	0	13	13	13
辽宁依生		0	0	76	136	136	182	182	237	237	237	279	309
武汉所		0	32	133	160	267	347	363	373	373	379	379	379
浙江天元		0	11	16	29	33	39	39	39	39	39	39	39
乙脑疫苗总计(万人份)		59	376	1129	1459	2136	2591	2742	2839	2940	3001	3043	3087

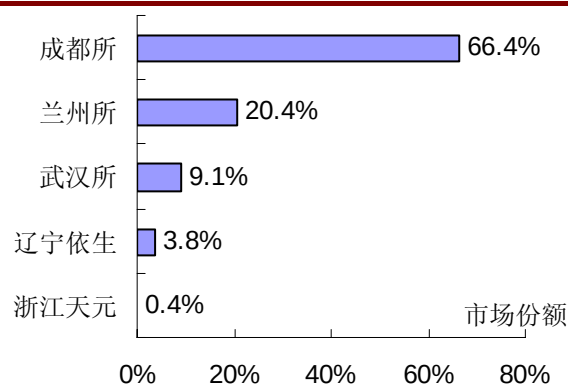
数量(万人份)	月份												
		1-1月	1-2月	1-3月	1-4月	1-5月	1-6月	1-7月	1-8月	1-9月	1-10月	1-11月	1-12月
厂商													
辽宁成大		0	0	0	0	0	0	0	0	0	13	13	13
天坛生物		47	85	105	142	182	250	250	250	250	250	250	264
乙脑(VERO)疫苗总计(万人份)		47	85	105	142	182	250	250	250	250	263	263	277

数量(万人份)	月份												
		1-1月	1-2月	1-3月	1-4月	1-5月	1-6月	1-7月	1-8月	1-9月	1-10月	1-11月	1-12月
厂商													
成都所		12	153	655	817	1321	1564	1647	1678	1779	1779	1779	1779
兰州所		0	95	144	176	197	209	261	261	261	304	304	304
辽宁依生		0	0	76	136	136	182	182	237	237	237	279	309
武汉所		0	32	133	160	267	347	363	373	373	379	379	379
浙江天元		0	11	16	29	33	39	39	39	39	39	39	39
乙脑(BHK)疫苗总计(万人份)		12	292	1024	1317	1954	2341	2492	2589	2690	2738	2780	2810

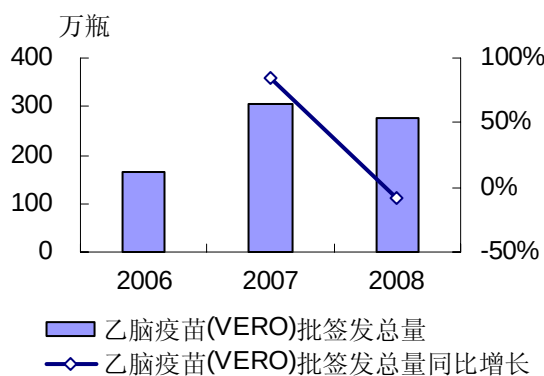
资料来源：招商证券研发

图 21: 2008 年乙脑疫苗(BHK)批签发数量占比


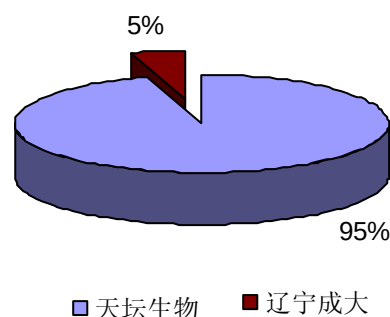
资料来源: 招商证券研发

图 22: 2007 年乙脑疫苗(BHK)批签发数量占比


资料来源: 招商证券研发

图 23: 06-08 年乙脑疫苗(VERO)批签发数量


资料来源: 招商证券研发

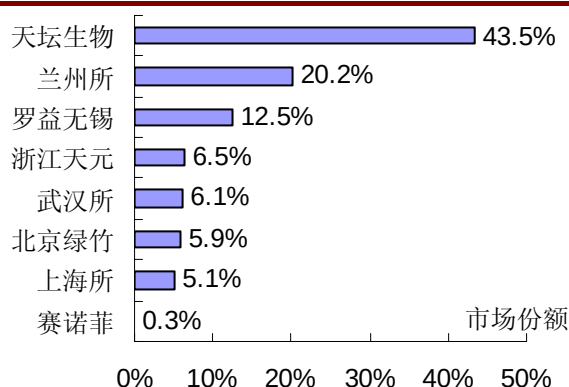
图 24: 2008 年乙脑疫苗(VERO)市场份额


资料来源: 招商证券研发

5、流脑疫苗：供过于求，四价流脑已有北京绿竹上市

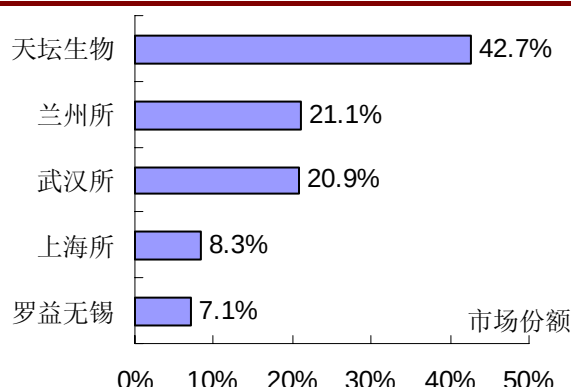
- ✓ 2008 年，我国流脑疫苗首次纳入计划免疫。08 年批签发数量 万人份，较 07 年增加了 万人份。流脑疫苗年市场需求量 2000 万人份，当前供过于求。我国流脑有 A 群、A+C 群、A+C+W+Y135 四价流脑 3 种类型，产销量以 A+C 群为主。
- ✓ A+C 群流脑是预防效果较好的流脑疫苗，也是预防流脑的主打类型，可同时预防 A 群和 C 群流脑病毒感染，可完全满足中国市场疫情所需。
- ✓ A+C+W+Y135 四价流脑，主要适用于流脑大流行和低龄儿童，已有北京绿竹生产上市，08 年批签发了 万人份。
- ✓ 我们认为：A+C+W+Y135 四价流脑在中国市场形成较大销售规模、快速增长仍需时日，谋求出口或许是出路之一。
- ✓ 当前，华兰生物和天坛生物正在研发和申报 A+C+W+Y135 四价流脑。

图 25：2008 年流脑疫苗批签发数量占比



资料来源：招商证券研发

图 26：2008 年流脑疫苗批签发数量占比



资料来源：招商证券研发

七、强烈推荐“天坛生物、华兰生物、成大生物”，审慎推荐“百克生物”

1、天坛生物：“计划免疫热”的最大受益者，未来增速逐年加快

请重点参阅：

1、我们 08 年 10 月 8 日《天坛生物调研报告——受益于 EPI 扩容，中生集团资产整合平台价值不断体现》。2、08 年 12 月 26 日《天坛生物报告——收购成都蓉生获批，中生集团启动血液制品资产整合》。3、09 年 1 月 19 日《招商证券 2009 年 1 月医药月报》。

未来三年 2009~2011 年持续快速增长，增速逐年加快

- ✓ 天坛生物是拥有计划免疫疫苗品种最多的公司，2009 年，公司计划免疫疫苗销售额占比将上升 20 个百分点，达到 70%。在医改新形势下，疫苗行业 09 年开始进入“计划免疫主流时代”，凭借计划免疫多品种和先发优势，天坛生物的行业影响力和话语权大大增强，龙头优势凸显。
- ✓ “麻风腮三联疫苗”销量快速增长，09~2011 年分别销售 88、600 和 1600 万人份，贡献销售收入 2800 万元、1.5 亿元和 4.8 亿元，约贡献净利润 1100 万元、5200 万元和 1.8 亿元。同时，“麻风二联疫苗”更广泛地用于成人强化免疫，产销量也保持快速增长。“麻疹单价疫苗”09 年产能增加 1000 多万人份，公司整个麻风腮系列疫苗是“计划免疫热”直接的、最大的受益者。
- ✓ 预计公司 08 年 EPS0.30 元（同比增长 40%）。09 年 EPS0.45 元（同比增长 82%、考虑股本摊薄 21%和合并成都蓉生）。2010 年 EPS0.72 元（同比增长 60%）。
- ✓ 公司 09 年销售规模将跃升为行业领头羊。“内生增长+外延收购”，公司长期战略投资价值日益明显。维持“强烈推荐-A”投资评级。

2、华兰生物：疫苗新秀，经营灵活

- ✓ 公司 08 年裂解型流感疫苗批签发数量占比 15.6%，仅比排在第一位的赛诺菲（占比 20.7%）少 155 万人份。公司的产能优势十分明显。公司 08 年流感疫苗销售不错，09 年乙肝疫苗和流脑疫苗有望获批生产。
- ✓ 我们认为：华兰生物乙肝疫苗从 2010 年开始，与天坛生物一样，也将获得“乙肝疫苗计划免疫覆盖人群扩大到 15 岁”的重大政策机遇。
- ✓ 我们看好公司疫苗经营快速增长和利润贡献。预计 08~2010 年净利润同比增长 70%、45%和 50%，EPS0.90 元、1.3 元和 1.95 元，维持“强烈推荐-A”投资评级。

3、成大生物（辽宁成大的控股子公司）：新疫苗 09 年上市

- ✓ 2008 年，虽然排在第一位的辽宁成大狂犬疫苗批签发数量百分比，只高出排在第二位的辽宁依生 4%，但，由于辽宁成大狂犬疫苗销售价格远远高出国内竞争对手，因此，辽宁成大狂犬疫苗的销售规模和利润规模在业内遥遥领先。2008 年，辽宁成大狂犬疫苗实际销售了 270 万人份，实现销售收入 3.5 亿元、净利润 1.5 亿元。
- ✓ 08 年，公司第二个疫苗——Vero 细胞乙脑疫苗下半年开始投产、上市销售，09 年批签发量将显著上升。
- ✓ 需要着重指出的是：成大生物同时开拓国内和海外市场、同时做人用和兽用疫苗。基于领先的生物反应器生产工艺，公司疫苗产品质量领先、坚持品牌差异化营销，每种疫苗都能实现盈利遥遥领先。我们看好公司长期持续增长前景。

4、百克生物（长春高新的控股子公司）：09 年增长面临考验

- ✓ 百克生物是长春高新控股 46%的子公司，纳入合并报表。
- ✓ 08 年 6 月，百克生物的第一个疫苗产品——水痘疫苗，首次通过批签发、获准销售，当前受全国部分省市水痘疫情刺激，销售火爆，实现销售收入 1 亿元左右、净利润 5000 多万元，约为长春高新贡献净利润 2300 万元，是推动长春高新 08 年业绩预增 180%~230%的主要原因。
- ✓ 展望 09 年：1、如前面所述，水痘疫苗 08 年生产企业库存较多，市场已供过于求，还将新增长春长生新进入者，因此，销售竞争和价格下跌不可避免。水痘疫苗尚未纳入国家计划免疫，受疫情刺激消费，需求相对稳定。2、09 年公司第二个疫苗产品——狂犬疫苗将上市销售，如前面所述，狂犬疫苗市场已供过于求，尚未纳入国家计划免疫，需求相对稳定。对其销售增长，我们持谨慎预期。
- ✓ 综合来看：09 年百克生物整体销售收入仍有望达到 1.5 亿元和净利润 4500 万元，按照 46%并表比例，为长春高新贡献净利润 2070 万元，每股股价约贡献 7 元。

分析师简介

张明芳，武汉大学生物化学专业硕士，曾在国家食品药品监督管理局直属的中国药品生物制品检定所（NICBP）工作了6年，5年证券从业经验，目前为招商证券医药行业首席分析师。

葛岩，北京大学概率统计专业学士，招商证券研发中心医药行业研究助理。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从2008年4月11日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。