

2011 年 09 月 15 日

黎莹

Ying-li@e-capital.com.cn

目标价(元)

65.00

公司基本资讯

产业别	医药
A 股价 (11/09/14)	59.76
深证成份指数 (11/09/14)	10822.40
股价 12 个月高/低	103.73/50.28
总发行股数 (百万)	150
A 股数 (百万)	37.50
A 市值 (亿元)	22.41
主要股东	李云春(15.05%)
每股净值 (元)	17.56
股价/帐面净值	3.40
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-0.17 6.54 -34.26

近期评等

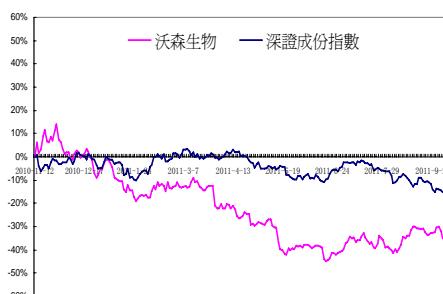
出刊日期 前日收盘 评等

产品组合

疫苗业务	100%
------	------

机构投资者占流通 A 股比例

基金	22.13%
券商	3.03%
一般法人	2.59%

股价相对大盘走势

沃森生物 (300142.SZ)
Hold 持有
领先疫苗企业，长期发展值得期待
结论与建议：

公司为国内领先的疫苗企业，看好公司长期持续发展，考虑到目前公司主打产品有新的竞争者加入，在研产品对未来两年的收入和利润贡献不大，我们暂时给予公司“持有”的建议，建议长期积极关注。

- **2011 H1 持续大幅增长：**公司 2011 年 H1 实现营业收入 1.81 亿元 (YOY+42.6%), 实现净利润 0.84 亿元 (YOY+48.2%), 实现 EPS 0.56 元。其中，毛利率略有降低 0.7 个百分点至 91.2%; 由于加大渠道网络的开拓和品牌建设，销售费用率提高 4.3 个百分点，管理费用率提高 4.4 个百分点；由于上市超募资金原因，财务费用率降低 12.8 个百分点。
- **HIB 仍有较大空间：**通过我们的测算，目前 HIB(b 型流感嗜血杆菌)的普及程度为 39%，我们认为 4 年普及率达到 70% 的可能性最大，行业增速为 16%。从 2008 年至今的数据来看，公司 HIB 2008 年-2010 年的 CAGR 为 86%，2011H1 实现营收 1.4 亿元 (YOY+36%)，其中，西林瓶从 2008 年-2010 年的 CAGR 为 67%，2011H1 由于预灌封型的大力推出，主攻高端市场，西林瓶同比增长为 4.3%，预灌封同比增长为 711%。根据行业增速和公司情况，**我们保守预估公司未来两年的 Hib 在 16%-17%。**
- **AC 结合疫苗未来两年将保持高增长：**通过我们的测算，AC 结合疫苗目前的普及程度为 17%，我们认为 4 年普及率达到 50% 的可能性最大，行业增速为 30%。沃森 AC 结合疫苗：目前 AC 结合疫苗生产厂家只有三家，分别为无锡罗益，北京绿竹（智飞生物）和本公司，其中北京绿竹因原料供应商的变化，从 09 年开始暂缓生产。公司 A、C 脑膜炎球菌多糖结合疫苗于 2009 年上市销售以来，发展较快，2010 实现营收 0.69 亿元 (YOY+113%)，2011H1 实现营收 0.41 亿元 (YOY+71%)。结合目前行业情况，**我们给予未来两年 35% 的预估增长。**
- **盈利预计：**预计 2011/2012 年公司实现净利润 2.15 亿元 (YOY+39.02%) /2.76 亿元 (YOY+28.56%)，EPS 分别为 1.43 元/1.84 元，对应 PE 分别为 42 倍/33 倍，我们看好公司的长远发展潜力，考虑到目前公司主打产品有新的竞争者加入，在研产品对未来两年的收入和利润贡献不大，我们暂时给予公司“持有”的建议，建议长期积极关注。

接续下页

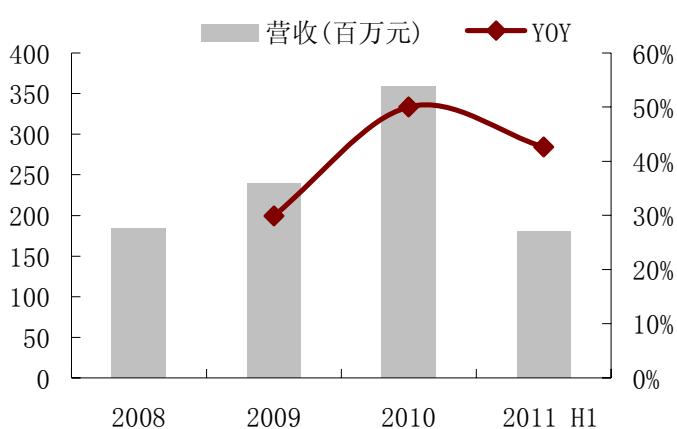
年度截止 12 月 31 日		2008	2009	2010	2011 F	2012 F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	35	76	154	215	276
同比增减	%	367.37%	119.98%	102.30%	39.02%	28.56%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.23	0.51	1.03	1.43	1.84
同比增减	%	367.37%	119.98%	102.30%	39.02%	28.56%
A 股市盈率(P/E)	X	259	118	58	42	33
股利 (DPS)	RMB 元	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20
GON 股息率 (Yield)	%	0.33%	0.33%	0.33%	0.33%	0.33%

公司概况

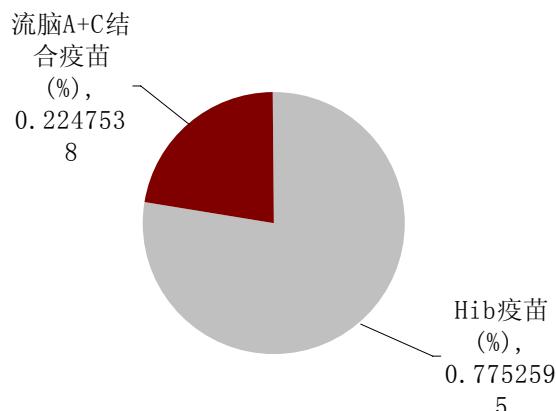
沃森生物技术股份有限公司成立于 2001 年，主要从事人用二类疫苗产品的研发、生产和销售。在 9 年时间内共开发 13 个疫苗，目前生产在售疫苗 2 个，Hib 疫苗及冻干 A、C 脑膜炎球菌多糖结合疫苗分别于 2007 年 9 月和 2009 年 9 月上市，上市以来取得了良好的市场业绩。

从发展规模来看，营业收入从 2007 年的 1.29 亿元发展至 2010 年的 3.59 亿元，CAGR 为 40.5%，净利润从 2007 年的 0.07 亿元至 2010 年的 1.54 亿元，CAGR 为 175%。

图：营业收入成长情况



图：产品营收构成情况



来源：公司公告，群益证券(2011/09)

2011 H1 持续大幅增长

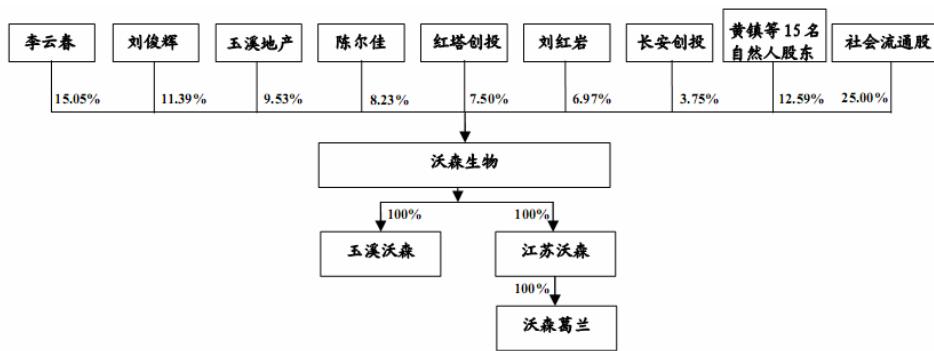
公司 2011 年 H1 实现营业总收入 1.81 亿元(YOY+42.6%), 实现净利润 0.84 亿元(YOY+48.2%)，实现 EPS 0.56 元。其中，毛利率略有降低 0.7 个百分点至 91.2%；由于加大渠道网络的开拓和品牌建设，销售费用率提高 4.3 个百分点，管理费用率提高 4.4 个百分点；由于上市超募资金原因，财务费用率降低 12.8 个百分点。

体制灵活的民营企业

公司股权结构比较分散，单个股东均无法单独对公司形成控股地位。公司前 5 大自然人股东李云春、刘俊辉、陈尔佳、刘红岩、黄镇均为公司创始人或高级管理层。公司 19 名自然人股东中有 10 名股东为公司管理层或核心技术人员，占公司总股本的比例为 47.85%。因此，公司为一家团队控股型民营企业，核心人员与公司利益一致，激励充分，体制灵活，成为公司长远发展的重要保障。

公司拥有玉溪沃森和江苏沃森两家全资子公司，前者是目前公司的疫苗生产基地和销售中心；后者是公司未来在江苏所设生产基地的管理总部和开展对外合作的实施主体。

图：公司股权结构



来源：公司公告，群益证券(2011/09)

目前在售产品：HIB 和 A、C 脑膜炎球菌多糖结合疫苗

1、HIB(b 型流感嗜血杆菌)

产品介绍：

b 型流感嗜血杆菌已成为儿童呼吸道疾病的主要致病菌，主要引起呼吸道感染，以引发肺炎、脑膜炎和败血症等严重病症为主，2 岁以下幼儿感染率较高。本公司生产的 Hib 主要用于预防由 b 型流感嗜血杆菌引起的脑膜炎、肺炎、败血症、蜂窝组织炎、关节炎、会咽炎等感染性疾病；接种对象主要为 2 月龄至 5 岁儿童。

HIB 疫苗行业增速测算：

目前每年的新生儿童数量在 1600 万，Hib 的接种剂次为 4 剂，所以其理论市场空间为 6400 万支。Hib 是世界卫生组织极力推荐世界各国纳入儿童免疫规划的疫苗品种之一，目前供不应求。

中检所 2010 年的批签发数据为 2496 万支，目前的普及程度为 39%。我们分别假设普及率为 40%，50%，60%，普及年数为 3,4,5 年的 GAGR 结果如下表。结合表中数据，我们认为 4 年普及率达到 70% 的可能性最大，**行业增速为 16%**。

沃森 HIB 疫苗：

国内主要 Hib 生产企业包括兰州生物制品研究所（由智飞生物买断代销）、沃森生物，以及外企葛兰素史克、赛诺菲-巴斯德等。其中兰州所以较低的产品价格对国内市场进行大范围覆盖，批签发数量占 40%；而外资产品价格相对较高，销售区域集中于一线城市，沃森生物的 Hib 疫苗以其高质量标准，使得公司可以采取中高端的市场定位，以接近外资产品的价格在一、二线城市进行销售。

目前公司 Hib 共有两剂型，2007 年 Hib 西林瓶上市，2010 年 5 月 Hib 预灌封型上市销售，Hib 预灌封型定位于中高端，西林瓶价格适当下浮定位于二三线市场，形成了中高低端全覆盖的格局，有望获取更大的市场份额。

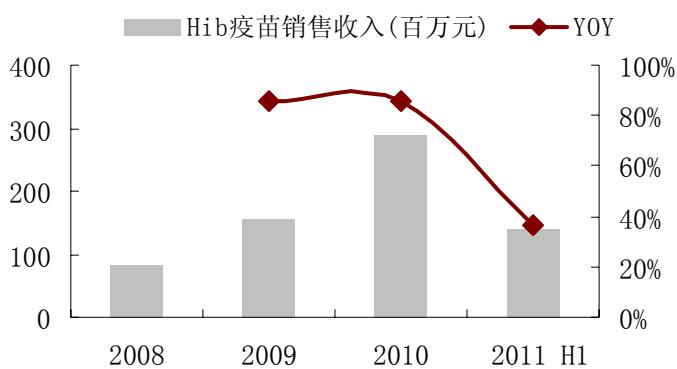
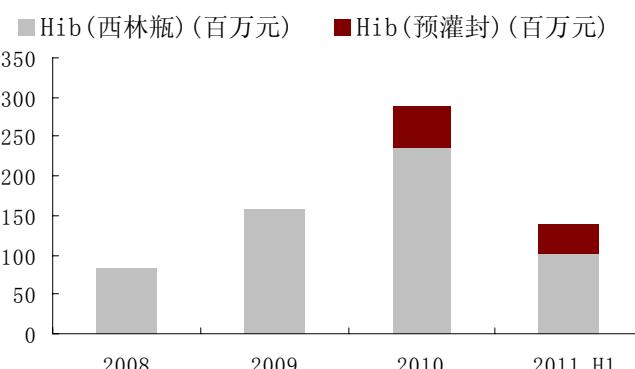
从 2008 年至今的数据来看，公司 Hib 从 2008 年-2010 年的 CAGR 为 86%，2011H1 实现营收 1.4 亿元 (YOY+36%)，其中，西林瓶从 2008 年-2010 年的 CAGR 为 67%，2011H1 由于预灌封型的大力推出，主攻高端市场，西林瓶同比增长为 4.3%，预灌封同比增长为 711%。

根据行业增速和公司情况，我们保守预估公司未来两年的 Hib 在 16%-17%。

表：HIB 疫苗市场容量测算

种类	接种剂次	年新生儿	理论需求量	2010 年批签发	目前普及率	普及程度	普及数量	缺口	3 年达目标普及率 CAGR	4 年达目标普及率 CAGR	5 年达目标普及率 CAGR
HIB 疫苗	4	1600	6400	2496	39%	50%	3200	3200	8.6%	6.4%	5.1%
	4	1600	6400	2496	39%	60%	3840	2560	15.4%	11.4%	9.0%
	4	1600	6400	2496	39%	70%	4480	1920	21.5%	15.7%	12.4%
	4	1600	6400	2496	39%	80%	5120	1280	27.1%	19.7%	15.5%
	4	1600	6400	2496	39%	100%	6400	0	36.9%	26.5%	20.7%

来源：中检所，统计局，群益证券(2011/09)

图：HIB 销售成长快速

图：HIB 西林瓶和预灌封成长情况


来源：公司公告，群益证券(2011/09)

2、AC 群流脑结合疫苗

流脑疫苗介绍：

流行性脑脊髓膜炎简称流脑，它是由脑膜炎双球菌引起的急性呼吸道传染病，传染性较强。脑膜炎球菌按其表面特异性多糖抗原的不同可分为 A、B、C、D、X、Y、Z、E、W135、H、I、K、L13 个群。在脑膜炎球菌的 13 个血清群中，A 群、B 群、C 群、W135 群和 Y 群可引起 95% 的病例，特别是 A、B、C 三个群引起的病例最多，占 90%。

目前上市的流脑疫苗主要有以下四种，包括 A 群脑膜炎球菌多糖疫苗、A 群 C 群脑膜炎球菌多糖疫苗、A 群 C 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗、ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗。各自特点见下表。

由于国家经济承受能力下，目前国家选择成本低的流脑 A 群多糖疫苗用于 6 月龄～18 月龄，但接种的效果不佳；流脑 AC 群多糖疫苗在 3 岁和 6 岁各接种 1 剂，有效预防流脑菌 A 群和 C 群疫情，但由于还存在 Y 群和 W135 群的威胁，流脑 AC 群多糖疫苗显得火力单薄。基于我国现有的流脑疫苗种类，目前最佳的流脑疫苗接种程序如下：3、4、5 月龄各接种 1 剂流脑 AC 群结合疫苗；3 岁和 6 岁各接种 1 剂流脑 4 价多糖疫苗。所以，流脑 AC 群结合疫苗和 ACYW135 群 4 价多糖疫苗将是未来预防流脑逐步普及的品种。

AC 群结合疫苗行业增速测算：

目前每年的新生儿童数量在 1600 万，AC 群结合疫苗的接种剂次为 3 剂，由于 AC 群结合疫苗接种年龄为 3 个月，有效预防 2 岁以下流脑的侵犯，对 A 群脑膜炎球菌多糖疫苗的替代是趋势所在，所以其理论市场空间为 4800 万支。

中检所 2010 年的批签发数据为 819 万支，目前的普及程度为 17%。我们分别假设普及率为 40%，50%，60%，普及年数为 3,4,5 年的 GAGR 结果如下表。结合表中数据，我们认为 4 年普及率达到 50% 的可能性最大，**行业增速为 30%**。

沃森 AC 结合疫苗： 目前 AC 结合疫苗生产厂家只有三家，分别为无锡罗益，北京绿竹（智飞生物）和本公司，其中北京绿竹因原料供应商的变化，从 09 年开始暂缓生产。公司 AC 结合疫苗于 2009 年上市销售以来，发展较快，2010 实现营收 0.69 亿元（YOY+113%），2011H1 实现营收 0.41 亿元（YOY+71%）。结合目前行业情况，我们给予未来两年 35% 的预估增长。

ACYW135 群 4 价多糖疫苗行业增速测算（沃森正等待生产批件，预计明年将会上市）：

目前每年的新生儿童数量在 1600 万，ACYW135 群 4 价多糖疫苗的接种剂次为 2 剂，由于 ACYW135 群 4 价多糖疫苗为目前 2 岁以上最优流脑疫苗，对 A、C 群脑膜炎球菌多糖疫苗的替代是趋势所在，所以其理论市场空间为 3200 万支。中检所 2010 年的批签发数据为 999 万支，目前的普及程度为 31%。我们分别假设普及率为 50%，60%，70%，普及年数为 3,4,5 年的 GAGR 结果如下表。结合表中数据，我们认为 4 年普及率达到 60%-70% 的可能性最大，**行业增速为 18%-22%**。

目前国内有浙江天元，北京绿竹和华兰生物三家公司生产 ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗，前两家企业的产品在 08 年开始上市，华兰产品于 2009 年获批文开始上市。考虑到公司为新进入者，我们给予公司 2012 年保守销量在 100 万支。

表：4类上市流脑疫苗比较

对象	接种剂次	预防脑膜炎双球菌种类		一类/二类	备注
		A 群	AC 群		
A 群多糖	6 月-15 岁	2	A 群	一类	效果不佳，成本低
AC 多糖	2 周岁以上	2	A 群， C 群	一类	火力单薄，仍然存在 Y 群和 W135 群威胁
AC 结合	3 月及以上	3	A 群， C 群	二类	3 月低龄接种，免疫效果好，成本更高
ACWY135 群多糖	2 周岁以上	2	A 群， C 群， Y 群， W135 群	二类	更全面的预防，成本更高

来源：群益证券(2011/09)

表：AC 群结合流脑疫苗市场容量测算

种类	接种剂次	年新生儿	理论需求量	2010			普及程度	普及理论数量	缺口	3 年达目标普及率	4 年达目标普及率	5 年达目标普及率
				年批签发	目前普及率	CAGR				CAGR	CAGR	CAGR
AC 群结合疫苗	3	1600	4800	819	17%	40%	1920	2880	32.8%	23.7%	18.6%	
AC 群结合疫苗	3	1600	4800	819	17%	50%	2400	2400	43.1%	30.8%	24.0%	
	3	1600	4800	819	17%	60%	2880	1920	52.1%	36.9%	28.6%	
	3	1600	4800	819	17%	70%	3360	1440	60.1%	42.3%	32.6%	
	3	1600	4800	819	17%	100%	4800	0	80.3%	55.6%	42.4%	

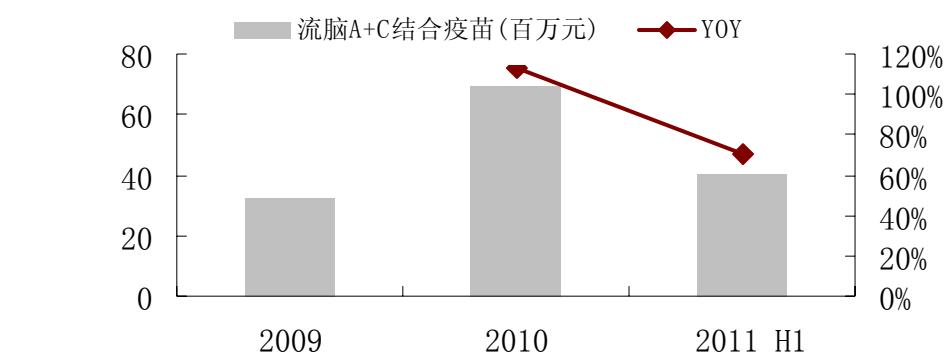
来源：中检所，统计局，群益证券(2011/09)

表：ACYW135 群 4 价流脑疫苗市场容量测算

种类	接 种 剂 次	年新生 儿	理论需 求量	2010年 批签发	目前普 及率	普及程 度	普及理 论数量	缺口	3 年达 目标普 及率	4 年达 目标普 及率	5 年达 目标普 及率
									CAGR	CAGR	CAGR
ACYW135 群	2	1600	3200	999	31%	50%	1600	601	17.0%	12.5%	9.9%
	2	1600	3200	999	31%	60%	1920	921	24.3%	17.7%	14.0%
	2	1600	3200	999	31%	70%	2240	1241	30.9%	22.4%	17.5%
	2	1600	3200	999	31%	100%	3200	2201	47.4%	33.8%	26.2%

来源：中检所，统计局，群益证券(2011/09)

图：AC 结合疫苗销售逐年快速增长



来源：公司公告，群益证券(2011/09)

储备产品丰富

疫苗研发具有生物技术研发的高投入、高风险以及研发时间长得特征，所以研发实力是衡量疫苗公司行业的一个重要指标。

公司为研发起家型疫苗企业，现拥有 110 人的专业研发团队，疫苗开发数量在国内排名第一。

公司研发进程稳步推进：流脑 AC 多糖疫苗及冻干流脑 ACWY135 多糖疫苗正等待生产批件，预计明年将会上市。23 价肺炎多糖疫苗以及 9 价肺炎多糖结合疫苗进展顺利，正处于临床批件审批阶段。拥有自主产权及核心技术的新一代人胚肺二倍体细胞 Walvax-2 获得中国食品药品检定研究员检定合格报告，为病毒类疾病及疫苗的研究奠定基础。

表：沃森疫苗开发数量在国内排名第一

单位名称	申请临床	批件临床	生产批件申请	生产批件	合计
沃森生物	5	3	2	2	12
兰州生物制品研究所	1	7	0	2	10
华兰生物工程股份有限公司	1	4	0	5	10
长春长生生物科技股份有限公司	0	2	3	4	9
北京绿竹生物制药有限公司	0	1	3	3	7
中国医学科学院医学生物学研究所	2	3	0	2	7

来源：公司公告，群益证券(2011/09)

图：在研产品进度表

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
精制甲型肝炎灭活疫苗 (Vero 细胞)	2001 年 9 月	2003-11-04	2004-10-08			已转让		
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
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			
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			
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				
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				
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						
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
9 价肺炎球菌多糖结合疫苗	2004 年 4 月	2010-4-16						
23 价肺炎球菌多糖疫苗	2004 年 4 月	2010-4-16						
重组（汉逊酵母）乙肝疫苗 (CpG 佐剂)	2005 年 7 月	2010-5-24						
吸附无细胞百白破-Hib 联合疫苗	2008 年 1 月	2010-6-25						

注：精制甲型肝炎灭活疫苗 (Vero 细胞) 系本公司自主研发的产品，2004 年 9 月本公司与上海惠生生物工程有限公司签署《技术转让合同》，将该疫苗及相关发明专利，转让给上海惠生生物工程有限公司，技术转让完成后，该产品的相关申报由上海惠生生物工程有限公司完成。

来源：公司公告，群益证券(2011/09)

表：公司疫苗产品销售预测

疫苗销量\年度	2009	2010	2011E	2012E
HIB	329	563	652	760
流脑 A+C 结合疫苗	151	199	269	363
四价流脑		0	100	
金额 (百万)				
Hib 疫苗销售收入	156	289	335	391
流脑 A+C 结合疫苗	33	69	92	121
四价流脑				20

来源：群益证券(2011/09)

风险因素

新产品研发进度低于预期；疫苗安全事故

盈利预测

预计 2011/2012 年公司实现净利润 2.15 亿元 (YOY+39.02%) /2.76 亿元 (YOY+28.56%)，EPS 分别为 1.43 元/1.84 元，对应 PE 分别为 42 倍/33 倍，我们看好公司的长远发展潜力，考虑到目前公司主打产品有新的竞争者加入，在研产品对未来的收入和利润贡献不大，我们暂时给予公司“持有”的建议，建议长期积极关注。

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 StrongBuy (ER $\geq 30\%$); 买入 Buy ($30\% > ER \geq 10\%$)

中性 Neutral ($10\% > ER > -10\%$)

卖出 Sell ($-30\% < ER \leq -10\%$); 强力卖出 Strong Sell ($ER \leq -30\%$)

附一: 合并损益表

百万元	2008	2009	2010	2011F	2012F
营业收入	184	239	359	427	532
经营成本	39	33	33	39	53
主营业务利润	145	207	326	387	479
销售费用	71	61	92	111	138
管理费用	29	32	53	73	80
财务费用	4	3	4	-51	-64
营业利润	35	89	173	248	321
补贴收入	10	5	10	10	10
税前利润	43	94	183	258	331
所得税	9	18	29	41	53
少数股东损益				2	2
归属于母公司所有者的净利润	35	76	154	215	276

附二: 合并资产负债表

百万元	2008	2009	2010	2011F	2012F
货币资金	34	80	2,340	2481	2498
存货	19	23	37	31	35
应收账款	80	92	195	156	123
流动资产合计	171	235	2,607	2879	2870
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	96	91	88	210	198
无形资产及其它资产合计	14	41	35	55	52
资产总计	360	458	2924	3300	3243
流动负债合计	191	104	331	335	334
长期负债合计	12	107	104	110	114
负债合计	204	211	436	438	438
少数股东权益	0	0	0	2	2
股东权益合计	157	247	2489	2862	2805
负债及股东权益合计	360	458	2924	3300	3243

附三: 合并现金流量表

百万元	2008	2009	2010	2011F	2012F
经营活动产生的现金流量净额	-6	82	87	89	94
投资活动产生的现金流量净额	-39	-77	-165	-140	-160
筹资活动产生的现金流量净额	42	51	2,339	2,221	2,213
现金及现金等价物净增加额	-3	56	2,260	2,170	2,147

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群证劵(香港)有限公司提供的投资服务. 不是.个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司. 不对此报告之准确性及完整性作任何保证, 或代表或作出任何书面保证, 而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告.不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。