

宋颖

执业证书编号: S0270511060002

联系人: 李守峰

电话: 021-60883481

lisyf@wlzq.com.cn

联系人: 夏雅琴

电话: 021-60883487

发布日期: 2012年3月14日

四价流脑疫苗获批进度或低于预期

——沃森生物 2011 年年报点评

研究报告-点评报告

增持（首次）

事件:

沃森生物发布2011年年报及12年一季度业绩预增: 2012年3月14日, 沃森生物发布了2011年年报以及12年一季度业绩预增公告。2011年公司实现营业收入4.74亿元, 同比增长32.06%; 实现归属母公司净利润2.07亿元, 同比增长34.4%, 实现每股收益1.38元。12年一季度, 归属于上市公司净利润比上年同期增长15-35%。从产品竞争情况看, 公司Hib疫苗由于竞争对手批签发的恢复以及新竞争对手的加入, 整体增速将放缓; AC结合竞争压力较小, 与理论需求相比缺口仍较大, 有望保持较高增速; 四价流脑疫苗获批生产进度慢于预期。我们预计四价流脑疫苗对12年利润贡献较小, 因此下调公司盈利预测, 但公司估值处于疫苗行业的合理水平, 给予“增持”评级。

点评:

- **批签发数量稳定增长, 产品市场占有率提升:** 11年受到新版GMP和新药典的影响, 疫苗行业批签发数量普遍下降, 行业整体增速下滑, 但公司主营业务仍保持了32.06%的较高增速。主要原因在于公司一直以来均参考《欧洲药典》相应标准制定企业注册标准, 面对《中国药典》2010年版的标准要求, 公司在较短的时间内平顺地实现了新规范下的产品生产经营。Hib疫苗批签发数量同比上升57.71%, 市场占有率由10年的22.38%上升到11年的34.66%。AC结合疫苗批签发增长速度远高于竞争对手, 11年的市场占有率上升到28.81%。

图 1、Hib 疫苗批签发情况 (万支/瓶)

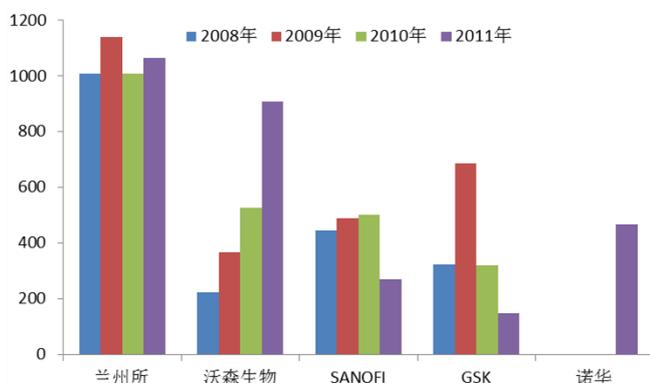
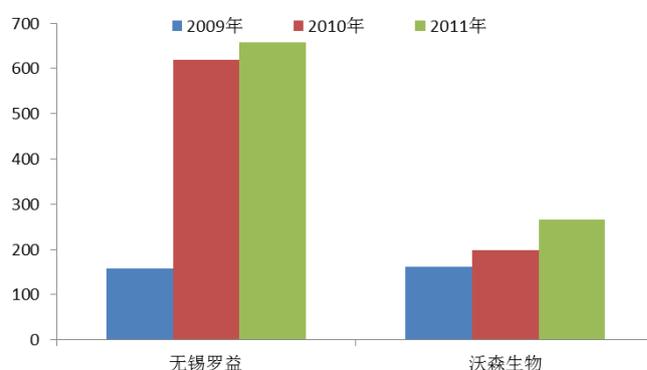


图 2、AC 结合疫苗批签发情况 (万瓶/人份)



资料来源: 中检所; 万联证券研究所

- **公司盈利能力保持平稳, 营运能力下滑值得关注:** 公司净利率为43.8%, 较去年同期上升0.76个百分点; 毛利率小幅上升, 三项费用率较去年同期下降5个百分点, 主要原因在于超募资金较多公

司财务费用大幅下降。值得关注的是，公司存货周转天数和应收账款周转天数较去年同期大幅上升，显示公司营运能力下滑。

图 3、公司近几年存货周转天数

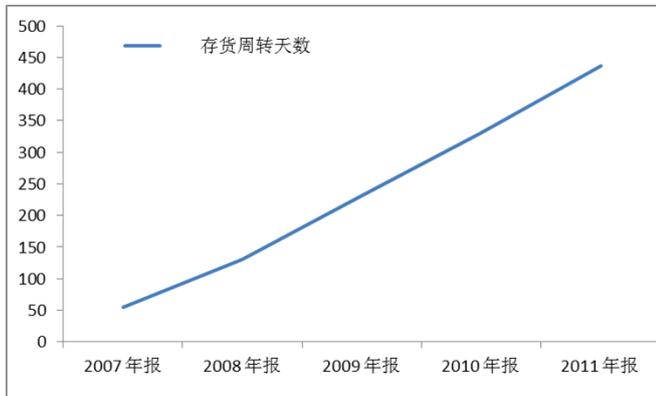
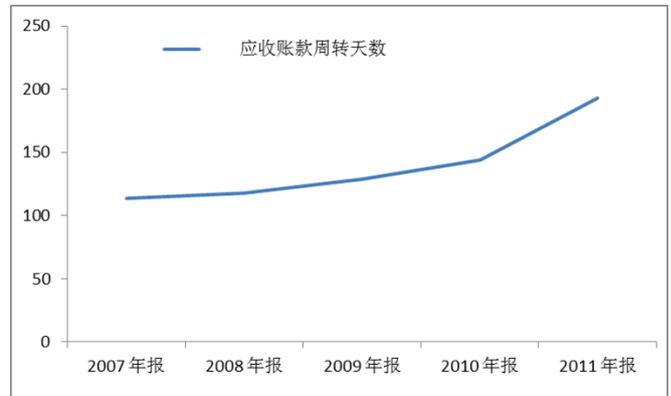


图 4、公司近几年应收账款周转天数



资料来源：公司公告；万联证券研究所

- **Hib疫苗整体增速将放缓，AC结合疫苗有望保持高增速：**从竞争情况看，预封灌型Hib疫苗目前只有沃森生物及三家外企销售，尽管竞争对手智飞生物今年有望推出该产品，但总体来说该产品竞争压力仍较小，12年仍有望保持较高增速。Hib疫苗（西林瓶）随着兰州所批签发的恢复，增速有可能会继续放缓，因此Hib疫苗整体增速将放缓。AC结合疫苗仅沃森生物、智飞生物及无锡罗益拥有生产批件，智飞生物因为新版GMP规定暂缓生产，目前国内仅公司与无锡罗益生产，11年合计批签发数量为924.18万支，与6400万支的理论需求量缺口仍较大，因此该产品12年仍有望保持30%以上的增速。

图 5、公司近几年 Hib 疫苗销售情况（万元）

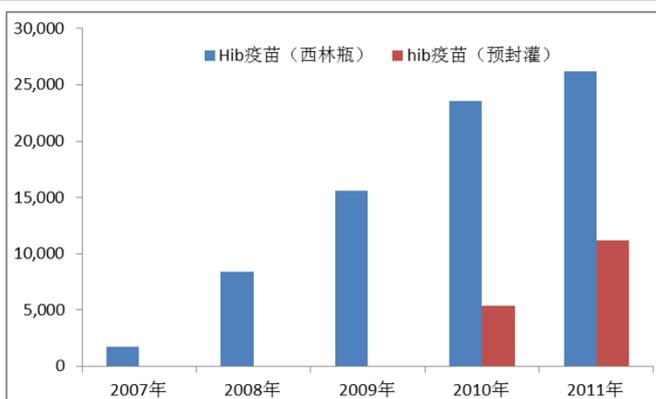
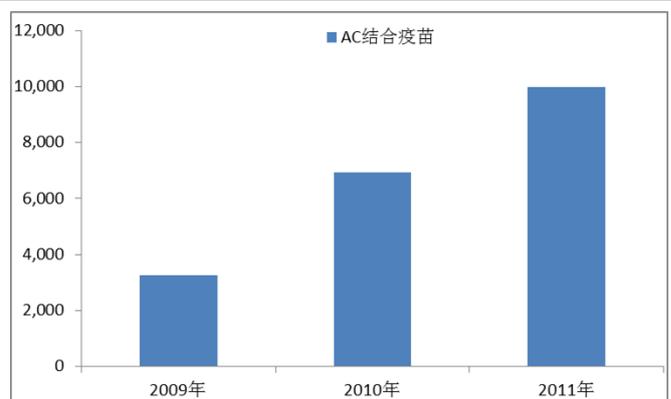


图 6、公司近几年 AC 结合疫苗销售情况（万元）



资料来源：公司公告；万联证券研究所

- **冻干ACW135Y疫苗获批生产有可能会慢于预期：**从年报披露信息看，公司冻干AC群脑膜炎球菌多糖疫苗和冻干ACW135Y疫苗处于国家食品药品监督管理局审批阶段，2012年有望获得药品注册批件。但从

产品获得注册批件到产品上市仍需5-8个月的时间（需要新版GMP认证），因此公司以上两个产品的上市销售进度有可能会慢于预期，对12年利润业绩贡献较小。

- **盈利预测与投资建议：**我们预计公司12-13年的每股收益分别为1.66、1.96元，对应市盈率为29倍、24倍，我们的盈利预测低于当前市场预期，但从估值角度看处于疫苗行业的合理水平，因此给予公司“增持”评级。
- **风险因素：**疫苗产品研发周期长，存在研发失败的风险；公司应收账款周转较慢，存在坏账风险。

盈利预测

	2010年	2011年	2012E	2013E
营业收入（亿元）	2.39	3.59	4.74	5.64
增长比率（%）	50.0	32.1	19.1	14.4
净利润（亿元）	1.54	2.08	2.49	2.78
增长比率（%）	102.3	34.4	19.7	18.1
每股收益（元）	1.54	1.38	1.66	1.96
市盈率（倍）	30	34	28	25

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。