

## 产品叠加，推动业绩持续增长

## 沃森生物（300142）

建议询价区间：89.48元-97.28元

新股定价报告

2010年10月27日 星期三

## 东海证券新医药研究小组

袁帆波

执业证书编号：S0630208010052  
医药生物行业 高级分析师  
021-50586660-8628

屈昳

执业证书编号：S0630208010053  
医药生物行业 分析师  
021-50586660-8643

联系人：李惜浣  
010-59707110

## 投资要点

- 公司本次 IPO 计划公开发行人民币普通股 2,500 万股，占发行后总股本的 25%。募集资金主要用于疫苗研发中心扩建、玉溪沃森疫苗产业园二期工程扩建、流行性感冒病毒裂解疫苗产业化等建设项目，旨在扩大现有产品产能以及新产品线的建设，提升公司的竞争力。
- 自产疫苗市场占有率高。公司是一家专业从事人用疫苗产品研发、生产、销售的生物制药企业，迄今已在 13 个疫苗产品的开发研制上取得显著的成果，自 2007 年开始实施疫苗产业化生产以来，本公司第一个自产疫苗 Hib 目前占有位居行业第二，第二个疫苗冻干 A、C 脑膜炎球菌多糖结合疫苗占比由 2009 年的 50.61% 上升到 2010 年的 83.14%，跃居行业第一，具有强大的市场占有能力。
- 技术领先，储备产品有利于业绩持续增长。公司目前掌握了细菌多糖与蛋白结合的核心技术，是国内第一家拥有两个细菌多糖结合疫苗并获准上市的企业。此外，公司以市场需求为导向，在研发项目的选择上以“产品升级换代”、“填补国内空白”为方针，在研产品均为高附加值产品且国内缺口极大。目前公司在研发的每个阶段都有多个储备产品，预计未来几年公司均将有疫苗新品种上市，为公司未来业绩持续发展提供保障。
- 近年来，我国政府加大了对疾病预防和控制系统的投入，以扶持我国生物产业的发展。疫苗属国家重点支持产业之一，并且生物医药十二五规划也将对疫苗企业起到极大推动作用。
- 我们预测公司 2010-2011 年 EPS（摊薄）分别为 1.67 元和 2.56 元。考虑到公司未来良好的成长性，综合创业板新股上市的平均估值水平，我们认为公司的合理价位在 89.48 元-97.28 元，对公司 2011 年的 EPS 市盈率分别为 35-38 倍。

医药行业相对上证综指走势图

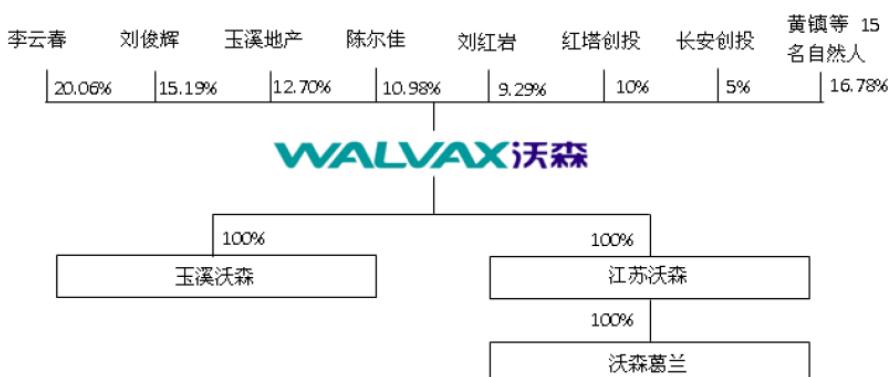


## 1、公司基本情况

### 1.1 公司股权结构

公司前身为沃森生物有限，成立于2001年8月，2009年6月25日由沃森生物有限整体变更设立沃森生物，总股本为7,500万股。公司股权结构比较分散，发行前前3大股东李云春、刘俊辉、玉溪地产持股比例分别为20.06%、15.19%、12.70%，另2名法人股东共计持有本公司15%的股份，其余17名自然人股东持股37.05%。单个股东均无法单独对公司形成控股地位，而且在本次发行完成后，公司股东的持股比例将进一步稀释，因此公司不存在实际控制人。

图1：IPO前沃森生物股权结构图



资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

### 1.2 公司主营业务

公司是一家专业从事人用疫苗产品研发、生产、销售的生物制药企业，坚持以“产品升级换代”和“填补国内空白”为主的产品研发战略，迄今已在13个疫苗产品的开发研制上取得显著的成果，在产以及在研产品涵盖了病毒性疫苗、细菌性疫苗、基因工程疫苗、新型佐剂疫苗、联合疫苗等诸多领域，形成了数量丰富、结构优良的疫苗产品储备。自2007年开始实施疫苗产业化生产以来，本公司第一个自产疫苗Hib目前占有率位居行业第二，公司第二个疫苗冻干A、C脑膜炎球菌多糖结合疫苗占比由2009年的50.61%上升到2010年的83.14%，跃居行业第一，具有强大的市场占有能力。

表 1：公司在产及在研疫苗产品列表

产品	状态	数目	预计上市时间
Hib、 冻干 A、C 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗	获得新药生产批件、 药品 GMP 证书并上市销售	2	已上市
冻干 A、C 群脑膜炎多糖疫苗、 冻干 A、C、W135、Y 群脑膜炎多糖疫苗	申请新药生产批件	2	2011 年
成人流感裂解疫苗、 吸附无细胞百白破	完成临床研究	2	2012 年
吸附破伤风疫苗	获得临床研究批件、 正在进行临床研究	1	2013 年
重组（汉逊酵母）乙肝疫苗、 9 价肺炎球菌多糖结合疫苗、 23 价肺炎球菌多糖疫苗、 重组（汉逊酵母）乙肝疫苗 CpG 佐剂、 Hib-吸附无细胞百白破联合疫苗	申报临床研究	5	2013~2015 年

资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

## 2、疫苗行业分析

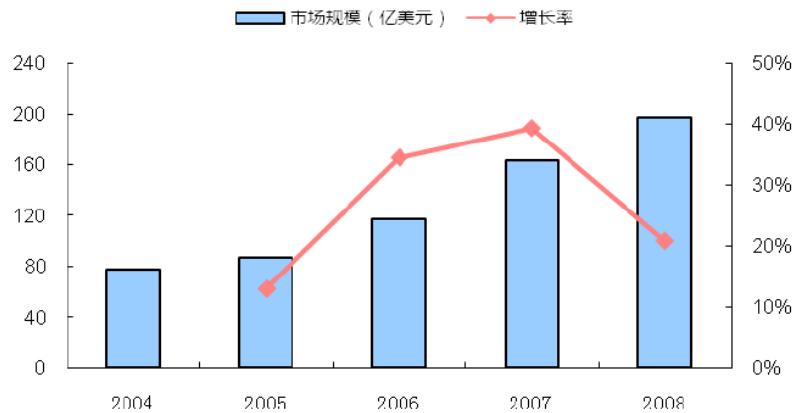
疫苗，是指为了预防、控制传染病的发生与流行，用于人体预防接种的预防性生物制品，它的大部分使用对象是健康人群，属于一类特殊的药品。疫苗行业的发展使得部分传染病发病率急剧下降，同时也大幅度节省疾病治疗费用。

### 2.1 全球疫苗市场现状

根据美国专业市场调查公司 Kalorama Information 研究报告显示，2004 年至 2008 年，全球疫苗行业的年复合增长率约为 28.40%，随着新品种的开发和现有品种扩展使用范围，预计 2008 年至 2013 年，全球疫苗市场的复合增长率达 13.1%，2013 年全球疫苗市场规模将超过 340 亿美元。虽然全球疫苗市场增长迅速，发展速度超过医药行业总体增长速度的两倍，但 2008 年的数据来看，疫苗市场仅占医药市场份额的 2.5% 左右，作为目前人类预防疾病最经济、最有效的武器，随着人们防疫意识的日益增强，疫苗行业将有巨大的发展空间。

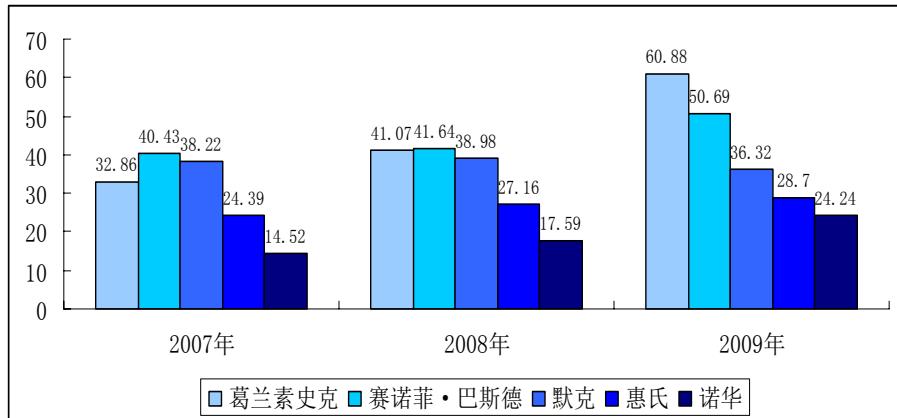
目前，全球疫苗市场主要由葛兰素史克、赛诺菲—巴斯德、默克、惠氏和诺华制药五大巨头所占据，各公司年销售均超过 10 亿美元，且保持 10% 以上的较快增长。

图 2：2004 年-2008 年全球疫苗市场规模



资料来源：《Vaccines: The World Market》(Kalorama Information)、东海证券研究所

图 3：全球五大疫苗巨头 2007-2009 年疫苗销售额对比 (单位：亿美元)



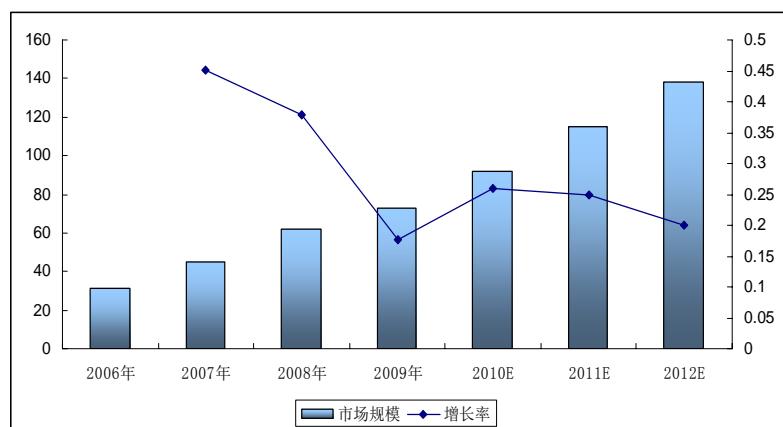
资料来源：东海证券研究所

## 2.2 国内疫苗市场现状

我国现有疫苗生产企业 30 多家，年产疫苗超过 8 亿人份，是世界第三大疫苗市场。从市场份额看，我国一类疫苗市场主要被国有企业垄断，而在二类疫苗市场，民营企业的市场份额已经超过国有企业。

随着我国新增人口的快速增长，国家对防治传染病重视程度提高以及群众预防接种意识的提高，国内疫苗市场自 2004-2008 年以来保持 25% 的年均增长速度。2008 年全国医药制造业实现销售收入 8,666 亿元，疫苗市场规模为 60 亿元，销售额相当于整个医药行业的 0.7%，远低于全球 2.5% 的水平，国内疫苗行业成长空间较大。

图 4: 2006 年-2012 年国内疫苗市场及发展趋势



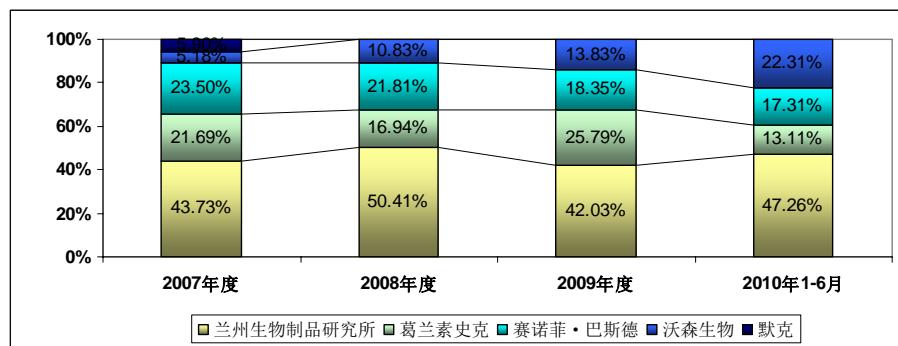
资料来源：中国医药报、东海证券研究所，单位：亿元

### 2.3 主要疫苗品种市场供求状况

#### b 型流感嗜血杆菌结合疫苗 (Hib)

b 型流感嗜血杆菌是引起婴幼儿肺炎、脑膜炎、败血症等严重疾病的致病菌，易感人群为 5 岁以下儿童、尤其是 2 个月至 2 岁的婴幼儿。我国 Hib 疫苗市场尚处于快速增长期，2009 年共批签发 2,664.93 万支，较 2008 年增长 29.18%，主要 Hib 生产企业包括中生集团旗下的兰州生物制品研究所、沃森生物，以及外企葛兰素史克、赛诺菲-巴斯德等。

图 4: 报告期内国内市场 Hib 批签发情况



资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

#### A、C 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗

脑膜炎球菌是引起儿童流行性脑脊髓膜炎（简称“流脑”）严重疾病的主要致病菌，接种 A、C 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗和 A、C 群脑膜炎球菌多糖疫苗是预防流脑的有效手段。但由于流脑多糖疫苗在 2 岁以下婴幼儿保护效果不佳以及 A、C 脑膜炎球菌多糖疫苗不能用于 2 岁以下婴幼儿，且我国流脑的流行病学呈现 C 群流脑病例不断上升的现象，因此 A、C 脑膜炎球菌结合疫苗逐渐替代 A 群流脑多糖疫苗和 A、

C群脑膜炎球菌多糖疫苗是我国流脑疫苗发展的趋势，也将为本公司该产品提供更大市场空间。2009年我国A、C群脑膜炎球菌多糖结合疫苗共批签发仅318.01万支，远远不能满足市场需求。国内主要生产企业主要包括无锡罗益、北京绿竹、本公司（本公司该产品于2009年9月上市销售）。

**表2. 报告期内国内A、C群脑膜炎球菌多糖结合疫苗批签发情况。**

生产企业	2010年1-6月		2009年		2008年		2007年	
	数量	占有率	数量	占有率	数量	占有率	数量	占有率
北京绿竹	-	-	-	-	426.8	19.84%	-	-
罗益（无锡）	26.21	16.86%	157.06	49.39%	1724.23	80.16%	610.8	100.00%
沃森生物	129.29	83.14%	160.95	50.61%	-	-	-	-
合计	155.5	100.00%	318.01	100.00%	2151.03	100.00%	610.8	100.00%

资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

### 3、公司核心竞争能力分析

#### 3.1 国内领先的结合疫苗技术

结合疫苗技术是当今国际疫苗产业技术的趋势之一，多糖—蛋白结合物可以在包括2岁以下婴幼儿的人中有效地诱导产生免疫反应，有效地解决了婴幼儿接种多糖疫苗无免疫保护的问题。公司目前掌握了细菌多糖与蛋白结合的核心技术，Hib与冻干A、C群脑膜炎球菌多糖结合疫苗两个结合疫苗均已上市销售，是国内第一家拥有两个细菌多糖结合疫苗并获准上市的企业。另外公司在新型佐剂疫苗、联合疫苗等方面具有集成优势；在细菌发酵、酵母发酵、二倍体细胞建株、大规模哺乳动物细胞培养疫苗质量标准建立等方面具有丰富的经验；在多糖抗原、重组蛋白抗原、病毒抗原层析纯化以及疫苗质量控制和质量标准研究方面也具有丰富经验和核心技术。

#### 3.2 产品叠加推动业绩持续增长

公司以市场需求为导向，在研发项目的选择上以“产品升级换代”、“填补国内空白”为方针，在研产品均为高附加值产品且国内缺口极大。此外，公司的疫苗产品线具有良好的层次，在研发的每个阶段都有多个产品，预计未来几年公司均将有疫苗新品种上市，为公司未来业绩持续发展提供保障。根据国家食品药品监督管理局的疫苗注册检索结果显示，自2006年1月1日至2010年8月28日，本公司疫苗开发数量在国内排名第一。

**表3：国内主要疫苗企业产品开发情况**

单位名称	临床申请	临床批件	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
福尔生物制药有限公司	2	2	2	0	6
北京天坛生物制品股份有限公司	0	1	1	4	6
武汉生物制品研究所	4	2	0	0	6
北京民海生物科技有限公司	2	3	0	1	6
浙江天元生物药业股份有限公司	0	0	2	3	5
上海生物制品研究所	0	0	2	3	5

资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

注：上表数据由沃森生物根据国家食品药品监督管理局网站公开披露信息整理；统计期间自2006年1月1日至2010年8月28日，即对注册进度状态开始时间位于该时间区间的所有疫苗的统计；查询时间为2010年8月29日，由于和国家食品药品监督管理局网站数据的更新有关，表中数据可能和实际情况有微小出入。

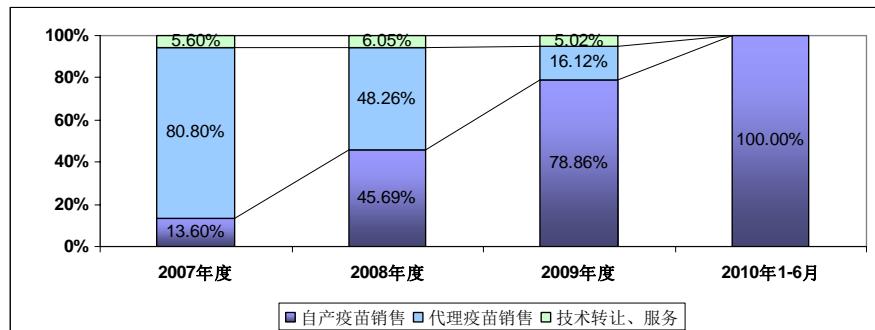
### 3.3 较强的疫苗产品产业化能力

由研发中试生产向规模化生产过渡是疫苗产品产业化的关键环节。疫苗产品研发周期一般为5-10年，而公司Hib产品从申报临床研究到产品上市仅用4年时间，冻干A、C群脑膜炎球菌多糖结合疫苗从申报临床研究到产品上市仅用5年时间，充分说明公司在疫苗研发、生产方面具有较强的技术实力和管理经验。公司采取的“科学决策、高效研发、精细产业化”策略积累了大量的成功经验，锻炼了一批从事疫苗生产和质量管控的中层技术骨干和管理人员，为未来持续、大规模实现疫苗产业化奠定了基础。

## 4、公司财务分析

公司近三年一期主营业务收入呈持续稳定增长趋势，主要包括自产疫苗销售、代理疫苗销售及技术转让与服务收入，其中自产疫苗销售收入快速增长，代理疫苗由于公司2009年6月转让实施代理疫苗销售业务的沃森上成股权，销售收入呈下降趋势

图 5：近三年一期公司营业收入组成情况



资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

报告期内，公司应收账款周转天数分别为 68.38 天、121.42 天、131.95 天、154.52 天，呈上升趋势。因为疫苗最终采购客户为各地疾控中心，系国家行政事业单位，采购经费拨付环节较多、周期较长，从而导致疫苗生产企业、经销商、代理商普遍存在应收账款较高、账龄较长的现象。同时公司为了支持业务快速发展，主动给部分资信良好、合作较好的疾控中心、经销商以及代理商一定信用额度。如给疾控中心的账期为 3-9 个月，给经销商、代理商的账期一般在 0-3 个月，因此，随着公司业务的快速增长，我们认为应收账款呈现合理增长趋势。

表 4：公司其他财务指标

主要财务指标	2007	2008	2009	2010 上半年
流动比率	0.56	0.89	2.25	1.11
速动比率	0.56	0.80	2.03	0.97
应收账款周转率	3.17	3.06	2.79	1.17
存货周转率	6.49	2.74	1.56	0.34
每股经营活动产生的现金流量(元)	2.83	-0.34	1.10	0.36
资产负债率	91.88%	67.42%	54.76%	62.65%
每股净资产(元)	1.57	5.80	2.33	3.08

资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

## 5、公司主要风险

### 5.1 产品质量风险

疫苗产品具有其特殊性，主要用于健康人群，疫苗的接种也存在给接种者带来不良反应等风险，因此疫苗产品的质量直接关系人们生命健康与安全。在我国，近几年曾出现过疫苗产品质量事故，因疫苗接种不良反应而引起的医疗纠纷也时有发生。虽然截至目前公司从未发生任何产品质量事故，产品

批签发合格率达到 100%。但由于产品生产工艺复杂、储藏运输条件要求高、接种使用专业性强，未来随着公司经营规模的不断扩大，其中任一环节把关不严均有可能导致产品质量或接种事故等方面的风险，从而可能会影响公司声誉和正常的生产经营。

### 5.2 股权分散带来的风险

公司发行前总股本 7,500 万股，持股 5%以上的主要股东为李云春、刘俊辉、玉溪地产、陈尔佳、红塔创投、刘红岩、长安创投，分别持有 20.06%、15.19%、12.70%、10.98%、10.00%、9.29%、5.00% 的股份，发行后上述主要股东持股比例进一步稀释为 15.05%、11.39%、9.53%、8.23%、7.50%、6.97%、3.75%。公司股权结构相对分散，将使得公司有可能成为被收购对象。一旦公司被收购，可能给公司业务或经营管理等带来一定影响。

### 5.3 产品单一风险

自从 2009 年 6 月公司将从事疫苗产品代理销售的沃森上成 100%股权转让给独立第三方后，公司在售的产品仅有自产疫苗 Hib 及冻干 A、C 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗 2 个。考虑到单一疫苗有其一定的生命周期，疫苗市场增长的动力来自于疫苗改良和新型疫苗上市。尽管目前公司产品冻干 A、C 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗市场占有率位居行业第一，Hib 市场占有率位居市场第二，未来还有 10 余个疫苗产品将陆续实施产业化，但若现有疫苗产品销售出现不可预见的波动或新产品不能顺利上市，将给公司经营业绩带来较大影响。

## 6、募集资金投向

公司本次 IPO 计划公开发行人民币普通股（A 股）2500 万股。本次发行后，募集资金将按照轻重缓急投入以下项目：

表 5：募集资金投向

序号	项目名称	投资金额（万元）
1	疫苗研发中心扩建项目	11,034.20
2	冻干 A、C 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗产业化示范工程等-玉溪沃森疫苗产业园二期工程扩建项目	14,868.00
3	流行性感冒病毒裂解疫苗产业化建设项目	9,500.95
4	信息化建设项目	2,015.00
5	其它与主营业务相关的营运资金项目	-

资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

本次募集资金投资项目建成达产后，共新增产能 3500 万剂/年，详见下表。

**表 6：募投项目产能扩建规划（万剂/年）**

主要产品	新增产能
吸附无细胞百白破联合疫苗	1500
冻干 A、C 群脑膜炎多糖结合疫苗	500
冻干 A、C、W135、Y 群脑膜炎多糖疫苗	500
冻干 A、C 群脑膜炎多糖疫苗	500
Hib	300
Hib(预充注射器)	200
合计	3500

资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

## 7、估值与市场定价

### 7.1 公司估值

我们的估值主要基于以下假设：

- 1、冻干 A、C 群脑膜炎多糖结合疫苗 10-12 年保持 40%以上的增长；
- 2、冻干 A、C、W135、Y 群脑膜炎多糖疫苗投产后近两年保持 50%左右的增长；
- 3、Hib（预灌装）10-12 年呈现 100%以上的高增速
- 4、Hib（西林瓶）10-12 年维持 400~500 万支/年的销量
- 5、期间费用稳定不变；公司享受 15%的企业所得税率

在上述假设下，我们预测公司 2010-2011 年 EPS（摊薄）分别为 1.67 元和 2.56 元。

**表 7：沃森生物盈利预测及市场重要数据**

利润表(万元)	2008	2009	2010E	2011E
营业收入	18,406.19	23,912.97	36,825.97	65,579.69
增长率	42.28%	29.92%	54.00%	78.08%
营业成本	3,889.96	3,261.17	3,300.00	9,511.42
营业税金及附加	258.45	226.09	240.00	932.78
销售费用	7,056.62	6,110.65	6,500.00	16,656.73
管理费用	2,928.39	3,186.70	7,078.69	9,994.04
财务费用	410.77	282.06	150.00	100.00
利润总额	4,331.05	9,419.92	19,557.28	28,384.72
所得税费用	861.05	1,786.78	2,817.52	2,818.52
归属于母公司净利润	3,470.00	7,633.14	16,739.76	25,566.20
EPS	0.77	1.02	1.67	2.56

资料来源：东海证券研究所

## 7.2 上市定价

考虑到公司未来良好的成长性，综合创业板新股上市的平均估值水平，我们认为公司的合理价位在 89.48 元-97.28 元，对公司 2011 年的 EPS 市盈率分别为 35-38 倍。

## 附注：

### 分析师简介及跟踪范围：

**袁舰波：**东海证券医药行业高级分析师，南京大学理学学士，复旦大学MBA，拥有十多年的医药及证券行业从业经历，具备丰富的营销、管理及证券分析经验，对企业的核心竞争能力和投资价值具有独到的研究。

**重点跟踪公司：**益佰制药、康缘药业、升华拜克、现代制药、科华生物等。

**屈昳：**东海证券医药行业分析师，中山大学硕士，主要研究化学原料药、医疗器械及医药商业板块。

**重点跟踪公司：**浙江医药、新和成、海正药业、南京医药、天士力、中新药业、通策医疗等。

## 一、行业评级

推荐 Attractive: 预期未来6个月行业指数将跑赢沪深300指数

中性 In-Line: 预期未来6个月行业指数与沪深300指数持平

回避 Cautious: 预期未来6个月行业指数将跑输沪深300指数

## 二、股票评级

买入 Buy: 预期未来6个月股价涨幅≥20%

增持 Outperform: 预期未来6个月股价涨幅为10% - 20%

中性 Neutral: 预期未来6个月股价涨幅为-10% - +10%

减持 Sell: 预期未来6个月股价跌幅>10%

## 三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

## 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦11层

网址：<http://www.longone.com.cn>

电话：(86-21) 50586660 转 8638

传真：(86-21) 50819897

邮编：200122