

分析师: 涂羚波

执业证书编号: S0050208010103

Tel: 010-59355910

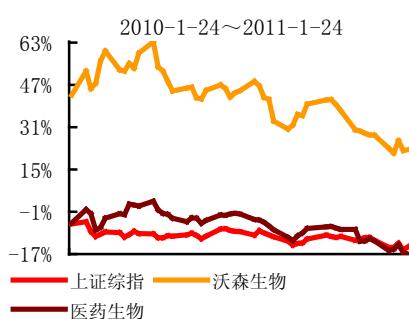
Email: tulb@chinans.com.cn

地址: 北京市金融大街 5 号新  
盛大厦 7 层(100140)**医药生物****投资评级**

本次评级:	推荐
跟踪评级:	未评级
目标价格:	132.5

**市场数据**

市价(元)	116.78
上市的流通 A 股(亿股)	0.20
总股本(亿股)	1.00
52 周股价最高最低(元)	114.0-158.0
上证指数/深证成指	2715.29/11639.96
2010 年股息率	0.00%

**52 周相对市场表现****相关研究****沃森生物 (300142. SZ)****具有持续增长潜力的疫苗企业****投资要点**

● **Hib 和冻干 A、C 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗是公司的主导产品。** Hib 疫苗在我国尚处于快速增长期, 市场供给缺口大, 预计 2010 年收入近 3 亿元, 构成公司 80% 以上的收入和利润来源, 未来增长来源于产品覆盖面的拓展; 冻干 A、C 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗的批签发量远不能满足市场需求, 预计 2010 年收入 2000 万元。

● **竞争优势在于研发、产品储备和营销能力。** 公司秉承“产品升级换代”和“填补国内空白”研究战略, 拥有细菌多糖与蛋白结合的核心技术; 具有丰富的产品梯度, 有 10 余个疫苗处于临床前研究的不同阶段, 确保未来几年都有新品上市; 营销体系方面建立了符合市场发展的高效运营体系, 采用自营模式为主、代理模式的形式, 营销网络遍布全国, 通过高水平学术推广, 提高产品的品牌影响力。

● **未来业绩爆发点来源于新型疫苗的上市。** 在研肺炎疫苗是全球疫苗种类中的大品种, 预计 9 价和 23 价肺炎系列疫苗在 2013-2015 年上市; 新型 CpG 佐剂乙肝疫苗预计 2014 年上市, 市场潜力巨大; 在研品质有吸附无细胞百白破-Hib 联合疫苗, 预计 2015 年上市。

● **给予公司“推荐”评级。** 预计公司 2010、2011、2012 年实现净利润 1.56 亿元、2.65 亿元、3.89 亿元, 同比增长 104%、70%、47%, 每股收益 1.56 元、2.65 元、3.89 元。公司研发实力雄厚, 产品储备丰富, 营销网络健全, 新产品的陆续上市将引领公司持续增长, 目前股价下跌提供良好的建仓机会, 按照 2011 年 50 倍 PE 估值, 6 个月目标价 132.5 元左右。

**公司财务数据及预测**

项目	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	239	437	723	1149
增长率(%)	29.92	82.88	65.26	58.94
归属于母公司的净利润(百万元)	76.33	155.73	264.74	388.57
增长率(%)	120	104	70	47
毛利率(%)	86	86	87	84
净资产收益率(%)	44	47	44	39
EPS(元)	0.76	1.56	2.65	3.89
P/E(倍)	147.79	72.44	42.61	29.03
P/B(倍)	64.58	34.14	18.95	11.47

来源: 公司年报、民族证券

## 正文目录

一、目前主导产品为 Hib 和冻干 A、C 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗 .....	3
二、竞争优势来源于研发、产品储备和营销能力 .....	3
三、未来业绩爆发点 .....	6
四、募投项目全面提高公司竞争力 .....	6
五、公司盈利预测与估值 .....	7
(一) 核心假设 .....	7
(二) 盈利预测和估值 .....	7
六、风险提示 .....	8

## 图表目录

表 1：公司产品上市时间 .....	5
表 2：公司产品上市时间 .....	6
表 3：公司收入和毛利预测 .....	7
表 4：盈利预测表	单位：万元 .....
附录：财务预测表 .....	9

## 一、目前主导产品为 Hib 和冻干 A、C 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗

### (一) Hib 疫苗构成了收入和利润的主要来源

Hib 疫苗用于预防由 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。

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。Hib 疫苗 1 岁以下婴幼儿需接种 3-4 针，以中国每年新生儿 2,000 万人计算，Hib 的理论需求量在 6,000-8,000 万支之间，市场供给缺口较大。

Hib 疫苗构成了公司 80% 以上的收入和利润来源，2010 年中期实现销售收入 1.03 亿元，毛利率高达近 94%，预计全年实现销售收入近 3 亿元。

未来 Hib 疫苗的增长点主要来源于产品覆盖面的拓展，该产品目前覆盖面在省级城市等中高端市场，未来要覆盖到地、县级区域。对于中心城市，依靠接种点做学术推广和知识普及；对于中低端城市，还要依靠传统的营销手段。目前公司的预灌装 Hib 疫苗定位于中高端，于 2010 年上市并放量，预计实现销售收入 6000 万元。西林瓶 Hib 布局中低端市场，预计 2010 年销售收入达 2.3 亿元。

### (二) 冻干 A、C 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗市场缺口大

冻干 A、C 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗主要用于预防 A、C 群脑膜炎球菌引起的感染性疾病，如脑脊髓膜炎、败血症等，接种对象主要为 3 月龄至 5 周岁的儿童。公司生产的冻干 A、C 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗系全球第一个可以用于 3 月龄婴儿以上人群的可以同时预防多个脑膜炎球菌血清群疾病的冻干脑膜炎疫苗。

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。国内主要生产企业还有无锡罗益、北京绿竹，国内 A、C 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗每年理论市场需求约为 6,000 万支，产品供不应求。

该产品于 2009 年上市，2010 年中期实现销售收入 626 万元，毛利率 83%，预计 2010 年全年收入将达到 2000 万元。

## 二、竞争优势来源于研发、产品储备和营销能力

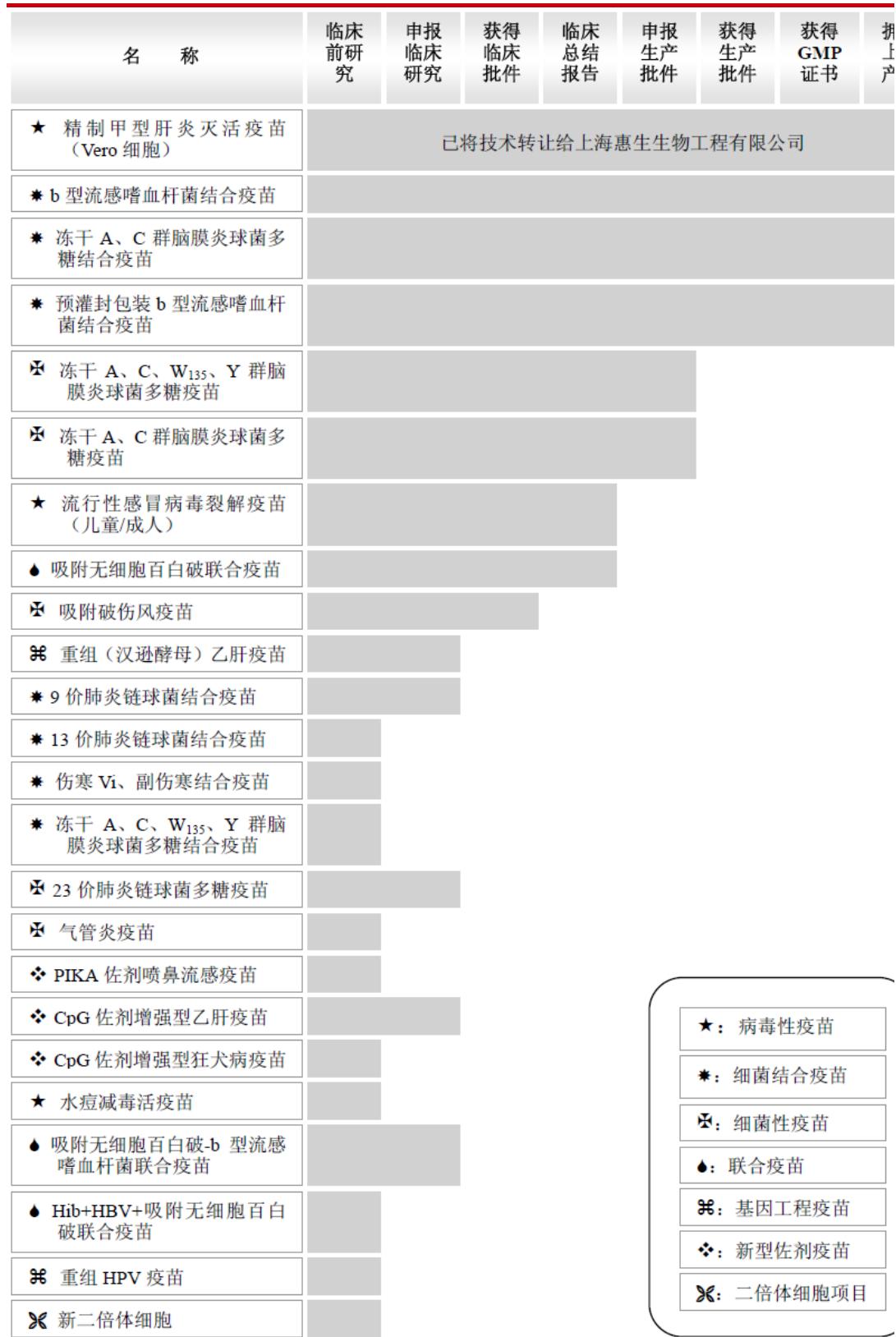
### (一) 突出的研发优势

公司拥有 110 人的组成的专业研发团队，设科学委员会，负责制定公司研发战略和项目筛选，由首席科学家和核心技术人员组成，首席科学家由国内知名疫苗专家郭仁研究员担任。确保研发项目符合“产品升级换代”和“填补国内空白”，自主研发、产品叠加发展策略使公司业务规模和盈利能力将持续增长。

公司拥有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；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也较深入。

### (二) 丰富的产品梯度

公司具有良好的产品梯度，有 10 余个疫苗处于临床前研究的不同阶段，其中，2 个已经申请临床批件、2 个已完成临床总结，1 个正进行临床研究，确保未来几年都有新品上市。产品主要包括 Hib 系列疫苗、脑膜炎系列疫苗、百白破系列疫苗、9 价和 23 价肺炎系列疫苗、新型佐剂 CpG 乙肝疫苗和 Hib+ 白百破四联疫苗等，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、联合疫苗等领域。

**图 1：公司产品梯度**


资料来源：公司招股书，民族证券

**表 1：公司产品上市时间**

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	2003-11-4	2004-10-8	已转让				
Hib	2003 年初	2003-12-2 2	2004-9-21	2005-8-10	2005-12-2	2007-4-2	2007-6-22	2007 年 9 月
冻干 A、C 群脑 膜炎球菌多糖 结合疫苗	2003 年 4 月	2004-10-1 0	2005-9-8	2006 年 12 月	2007-9-12	2009-1-4	2009-3-26	2009 年 9 月
冻干 A、C、 W135、Y 群脑膜 炎球菌多糖疫 苗	2003 年 4 月	2005-1-11	2006-1-9	2007-7-17	2009-3-17			
冻干 A、C 群脑 膜炎球菌多糖 疫苗	2003 年 4 月	2005-7-25	2006-12-2 0	2008-5-22	2009-3-17			
流行性感冒病 毒裂解疫苗 (儿童/成人)	2002 年 6 月	2005-12-2 9	2006-12-2 0	2008-12-1 5/20				
吸附无细胞百 白破联合疫苗	2005 年 4 月	2006-3-22	2006-12-2 0	2008-6-25				
吸附破伤风疫 苗	2004 年 5 月	2006-3-22	2006-12-2 0					
重组 (汉逊酵 母) 乙肝疫苗	2005 年 7 月	2009-7-14						
预灌封包装 b 型流感嗜血杆 菌结合疫苗	2008 年 2 月			2008-11-1 1	2009-6-17			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						

资料来源：公司招股书，民族证券

### (三) 符合市场发展的营销体系

随着新的《疫苗流通和预防接种管理条例》的有效运行，疫苗流通领域出现几大变化：大型医药流通企业直接进入疫苗销售；原有的传统代理商向专业化和区域终端转变；出现疫苗生产企业自营渠道和掌控终端的销售模式。针对疫苗流通领域发生的变化，公司制定了利用市场优势资源，组建了由自营模式为主、代理模式为补充的高效营销体系。

自营模式是指公司在各区域建立市场营销队伍，主要负责产品技术推广、客户开发、客户拜访、订单处理、管理监督物流配送和资金结算，并负责执行推广促销、售后服务基本环节的销售活动。自营模式下的经销商主要负责与生产企业进行资金结算和对各级疾控中心进行物流配送、产品结算。自营模式下发行人销售客户主要包括各地疾控中心及各地疫苗经销商。代理模式是指通过具有疫苗经营资质的代理商完成客户开发、客户拜访、订单处理（或协助疾控中心）、物流配送（或协助疾控中心），并负责执行推广促销、售后服务基本环节的销售活动。代理模式下发行人销售客户主要为疫苗产品代理商，销售结算根据货物接收方不同而包括代理商及其代理区域内的疾控中心。

公司现有拥有营销人员 100 余人，在全国 11 大重点省区建有办事机构，销售网络覆盖全国 29 个省区的 2,000 多个县市，建立了覆盖全国的营销网络。并充分发挥对国内流行病发展趋势、国际国内疫苗发展趋势以及疫苗研发生产的深刻理解，通过组织高水平学术推广会议、与各级疾控中心合作开展基础预防教育等方式，提高公司疫苗产品的品牌影响力。

### 三、未来业绩爆发点

#### （一）在研肺炎疫苗

目前我国儿童肺炎疫苗只有惠氏进口的 7 价肺炎球菌多糖结合疫苗，单剂售价高达 800 元。自惠氏公司研发成功上市以来，当年即创造了 16 亿美元的销售收入，以后每年销售收入都保持在 25 亿美元左右，是名副其实的大品种疫苗产品。上市当年惠氏公司计划在中国销售 500 支，结果出乎意料的销售了 30 万支，远超之前的预期。

公司有多个肺炎系列疫苗在研，其中 9 价和 23 价肺炎系列疫苗预计在 2013-2015 年上市，有望给公司带来 10 亿元的销售收入。

#### （二）新型佐剂疫苗

新型佐剂疫苗应用国内尚未使用的新型佐剂成分增强免疫反应或改变免疫途径，从而对使用者更加友好。公司在研佐剂疫苗有 CpG 佐剂乙肝疫苗、CpG 佐剂狂犬疫苗、PIKA 佐剂喷鼻流感疫苗、均属国内首创。预计 CpG 佐剂乙肝疫苗 2014 年上市，市场潜力巨大。

#### （三）联合疫苗

联合疫苗是用少数的接种次数来预防更多的疾病，是目前疫苗研发的热点。公司在研产品有吸附无细胞百白破-Hib 联合疫苗，预计 2015 年上市，市场前景看好。

### 四、募投项目全面提高公司竞争力

公司为快速实现产品产业化，已提前实施二期工程和部分产品项目。截至去年三季度，二期工程已累计投入 12019.69 万元，主要设备已经到位。募投项目实施后，将解决产能瓶颈，业绩释放也将在 2011 年后逐步体现。未来 2 年的业绩增长不仅体现在现有产品的成长性，还有新产品带来的叠加效应。

**表 2：公司产品上市时间**

项目名称	资金投入（万元）
疫苗研发中心扩建项目	11034.20
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	14868.00
流行性感冒病毒裂解疫苗产业化建设项目	9500.95
信息化建设项目	2015.00
营销网络扩建和品牌建设项目	4100.00

其他与主营业务相关的营运资金项目

资料来源：公司招股书，民族证券

## 五、公司盈利预测与估值

### (一) 核心假设

**表 3：公司收入和毛利预测**

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
Hib	156	226	233	240
增长率 (%)	85.60%	45.00%	3.00%	3.00%
毛利率 (%)	90.30%	88.00%	85.00%	83.00%
<b>Hib (预灌装)</b>		<b>60</b>	<b>150</b>	<b>210</b>
增长率 (%)			150.00%	40.00%
毛利率 (%)		85.00%	85.00%	85.00%
<b>冻干 A、C 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗</b>	<b>33</b>	<b>59</b>	<b>88</b>	<b>123</b>
增长率 (%)		80.00%	50.00%	40.00%
毛利率 (%)	74.90%	80.00%	78.00%	75.00%
<b>A、C、W135、Y 群脑膜炎球菌多糖疫苗</b>			<b>74</b>	<b>163</b>
增长率 (%)				120.00%
毛利率 (%)			90.00%	90.00%
<b>冻干 A、C 群脑膜炎球菌多糖疫苗</b>			<b>25</b>	<b>30</b>
增长率 (%)				20.00%
毛利率 (%)			75.00%	75.00%
<b>吸附无细胞百白破联合疫苗</b>				<b>60</b>
增长率 (%)				70.00%
毛利率 (%)				80
<b>流感裂解疫苗</b>				
增长率 (%)				70.00%
毛利率 (%)				86
<b>总收入</b>	<b>189</b>	<b>345</b>	<b>570</b>	<b>906</b>
增长率 (%)	20.90%	82.88%	65.26%	58.94%
营业成本率	13.64%	13.88%	12.58%	16.15%
毛利率 (%)	86.36%	86.12%	87.42%	83.85%

数据来源：民族证券

### (二) 盈利预测和估值

预计公司 2010、2011、2012 年实现净利润 1.56 亿元、2.65 亿元、3.89 亿元，同比增长 104%、70%、47%，每股收益 1.56 元、2.65 元、3.89 元。公司研发实力雄厚，产品储备丰富，营销网络健全，新产品的陆续上市将引领公司持续增长，目前股价下跌提供良好的建仓机会，按照 2011 年 50 倍 PE 估值，6 个月目标价 132.5 元左右，给予公司“推荐”评级。

**表 4：盈利预测表**
**单位：万元**

	2009	2010E	2011E	2012E
<b>营业收入</b>	239	437	723	1149
营业成本	33	61	91	186
营业税金及附加	2	5	9	14
销售费用	61	114	188	299
管理费用	32	59	98	155
财务费用	3	0	0	0
资产减值损失	7	0	0	0
公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	-12	0	0	0
<b>营业利润</b>	89	199	338	496
营业外收入	5	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
<b>利润总额</b>	94	199	338	496
所得税	18	40	68	99
<b>净利润</b>	76	159	270	396
少数股东损益	0	3	5	8
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	76	156	265	389
EBITDA	111	199	338	496
EPS (元)	0.76	1.56	2.65	3.89

数据来源：民族证券

## 六、风险提示

- 1、疫苗产品质量风险；
- 2、研发和推广进程低于预期；
- 3、国家政策风险；

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E	单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
<b>流动资产</b>	234	450	810	1467	<b>营业收入</b>	239	437	723	1149
现金及等价物	80	167	348	703	营业成本	33	61	91	186
应收帐款	99	181	299	476	营业税金及附加	2	5	9	14
存货	23	43	65	132	销售费用	61	114	188	299
其它流动资产	32	59	98	156	管理费用	32	59	98	155
<b>非流动资产</b>	151	188	259	359	<b>财务费用</b>	3	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	7	0	0	0
固定资产及其他	109	166	231	322	公允价值变动净	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	投资净收益	-12	0	0	0
无形资产	35	15	20	30	<b>营业利润</b>	89	199	338	496
其它非流动资产	7	7	7	7	营业外收入	5	0	0	0
<b>资产总计</b>	371	623	1053	1810	营业外支出	0	0	0	0
<b>流动负债</b>	104	145	218	445	<b>利润总额</b>	94	199	338	496
短期借款	26	0	0	0	所得税	18	40	68	99
应付帐款	13	23	35	71	<b>净利润</b>	76	159	270	396
其它流动负债	66	122	183	373	少数股东损益	0	3	5	8
<b>非流动负债</b>	93	144	232	365	<b>归属于母公司所</b>	76	156	265	389
长期借款	87	134	217	334	EBITDA	111	199	338	496
其它非流动负债	5	10	15	30	EPS (元)	0.76	1.56	2.65	3.89
<b>负债合计</b>	197	289	450	809					
少数股东权益	0	3	9	17					
归属于母公司所有者权益	175	330	595	984					
<b>负债和股东权益</b>	371	623	1053	1810					

**现金流量表**

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
<b>经营活动现金流</b>	36	106	177	339	<b>成长能力</b>				
净利润	76	159	270	396	营业收入	29.9%	82.9%	65.3%	58.9%
资产减值准备	7	0	0	0	营业利润	153.6%	122.8%	70.0%	46.8%
折旧和摊销	12	9	13	18	归属母公司净利	120.0%	104.0%	70.0%	46.8%
公允价值变动损失	0	0	0	0					
财物费用	3	0	0	0	<b>盈利能力</b>				
营运资本变动	-75	-62	-106	-75	毛利率	86.4%	86.1%	87.4%	83.8%
投资收益	12	0	0	0	净利率	31.9%	35.6%	36.6%	33.8%
<b>投资活动现金流</b>	-47	-47	-83	-118	ROE	43.7%	47.1%	44.5%	39.5%
资本支出	-33	-47	-83	-118	ROIC	27.3%	33.3%	32.3%	29.1%
其它	-14	0	0	0	<b>偿债能力</b>				
<b>融资活动现金流</b>	53	25	88	133	资产负债率	53.0%	46.5%	42.7%	44.7%
权益性融资	0	0	0	0	流动比率	2.2	3.1	3.7	3.3
负债净变化	56	25	88	133	速动比率	2.0	2.8	3.4	3.0
财务费用	-3	0	0	0	<b>营运能力</b>				
<b>现金净增加额</b>	42	85	182	355	总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.6
期初现金余额	40	82	167	348	应收帐款周转率	2.4	2.4	2.4	2.4
期末现金余额	82	167	348	703	应付帐款周转率	2.6	2.6	2.6	2.6
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益	0.76	1.56	2.65	3.89
					每股经营现金	0.36	1.06	1.77	3.39
					每股净资产	1.75	3.30	5.95	9.84
					<b>估值比率</b>				
					P/E	0.0	0.0	0.0	0.0
					P/B	0.0	0.0	0.0	0.0
					EV/EBITDA	122.3	68.5	40.3	27.5

数据来源：公司报表、民族证券

## 分析师简介

西安交通大学硕士，曾就职于江中制药集团和某大型投资管理公司，具备8年医药行业的从业经验，以及8年证券行业的研究和投资经验，善于从投资的视角和公司基本面两方面挖掘公司的投资价值。

## 分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，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接受到任何形式的报酬。

## 投资评级说明

类别	级别	定义
行业投资评级	推荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

## 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。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。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，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

## 机构销售联系人

姓名	电话	手机	邮箱
袁泉	010—59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵玲	010—59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾荣	010—59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010—59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚丽	010—59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn