

跟踪评级公告

联合[2015] 973 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级, 确定维持云南沃森生物技术股份有限公司主体长期信用等级为 A⁺, 评级展望为稳定, 并维持“13 沃森 MTN001 (3 年期)” 和 “13 沃森 MTN001 (5 年期)” 的信用等级为 A⁺。

特此公告。



地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

<http://www.lhratings.com>

云南沃森生物技术股份有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: A⁺ 评级展望: 稳定
上次评级结果: A⁺ 评级展望: 稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
13 沃森 MTN001 (3 年期)	5 亿元	2013/12/17 2016/12/17	A ⁺	A ⁺
13 沃森 MTN001 (5 年期)	5 亿元	2013/12/17 2018/12/17	A ⁺	A ⁺

跟踪评级时间: 2015 年 6 月 29 日

财务数据

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
现金类资产(亿元)	14.65	12.71	6.28	3.86
资产总额(亿元)	44.50	61.36	59.68	58.26
所有者权益合计(亿元)	31.70	29.38	32.12	31.55
短期债务(亿元)	5.40	11.76	10.36	8.70
全部债务(亿元)	5.40	21.65	20.27	18.61
营业收入(亿元)	5.38	5.83	7.19	1.72
利润总额(亿元)	2.67	0.10	1.38	-0.52
EBITDA(亿元)	3.16	2.09	4.35	--
经营性净现金流(亿元)	0.78	-1.22	-0.66	-0.46
营业利润率(%)	87.39	71.51	42.36	39.89
净资产收益率(%)	7.11	0.17	3.01	--
资产负债率(%)	28.78	52.11	46.18	45.85
全部债务资本化比率(%)	14.55	42.42	38.69	37.11
流动比率(%)	234.08	143.22	156.90	162.75
全部债务/EBITDA(倍)	1.71	10.37	4.66	--
EBITDA 利息倍数(倍)	31.72	2.98	2.52	--
经营现金流负债比(%)	7.69	-6.48	-4.66	--

注: 2015 年一季度财务数据未经审计。

分析师

王叶笛 荣毅
lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司 (以下简称“联合资信”) 对云南沃森生物技术股份有限公司 (以下简称“公司”或“沃森生物”) 的评级反映了公司作为国内发展较快的疫苗生产企业, 在疫苗研发能力、市场占有率、核心技术以及产品质量等方面具有的优势。跟踪期内, 公司合并了山东实杰生物药业有限公司等渠道公司全年销售收入, 带动营业收入和利润总额大幅增长。同时联合资信也关注到公司自主疫苗品种市场竞争激烈、期间费用对利润侵蚀严重, 经营性净现金流持续为负等因素可能对公司经营发展带来的不利影响。

未来, 中国医药市场支出仍将快速增加, 疫苗领域将保持平稳增长。

综合考虑, 联合资信维持公司主体长期信用等级为 A⁺, 评级展望为稳定; 维持“13 沃森 MTN001 (3 年期)”和“13 沃森 MTN001 (5 年期)”A⁺的信用等级。

优势

1. 公司技术研发实力强, 产品研发能力保持领先。
2. 公司产品具有一定市场知名度, “沃森”和“邦贝克”被认定为“云南省著名商标”。
3. 公司主要疫苗产品 Hib 疫苗与流脑疫苗批签发市场占有率位列前列, 产品生产能力强。

关注

1. 公司自主疫苗品种同类产品市场竞争激烈, 对公司产品销量与价格形成一定冲击。
2. 新版 GMP 的实施, 导致公司主要产品批签发量大幅下降。
3. 公司利润总额对非经营性收益依赖度高, 若扣除非经营性收益, 公司主业亏损。
4. 公司期间费用占营业收入比例高, 对利润侵蚀大, 且一定时期内扭转的可能性较低。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与云南沃森生物技术股份有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与云南沃森生物技术股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因云南沃森生物技术股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由云南沃森生物技术股份有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于云南沃森生物技术股份有限公司主体长期信用及存续期内相关债券“13 沃森 MTN001（3 年期）”和“13 沃森 MTN001（5 年期）”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

云南沃森生物技术股份有限公司（以下简称“公司”或“沃森生物”）的前身为由昆明润生药业有限公司、昆明伯沃特生物技术有限公司以及云南盟生药业有限公司于 2001 年 1 月共同出资创立的云南沃森生物技术有限公司。成立时注册资本为 126.00 万元，其中上述三家企业的出资额占比分别为 20%、30%和 50%。

经历次增资、股权转让后，2009 年 6 月 22 日，经公司股东会决议，全体股东作为股份有限公司的发起人，以其持有的截至 2009 年 5 月 31 日的审定净资产 7762.65 万元按 1:0.9662 比例折股（折合股本 7500.00 万元，其余部分计入资本公积），整体变更为股份有限公司，并于 2009 年 6 月 25 日完成工商登记变更手续。

经中国证券监督管理委员会证监许可[2010]1440 号文批准，公司于 2010 年 11 月 1 日公开发行人民币普通股 2500.00 万股，发行后股本总额变更为 10000.00 万股。公司于 2010 年 11 月 12 日在深圳证券交易所创业板市场上市，股票简称“沃森生物”，证券代码“300142”。

截至 2015 年 3 月底，公司总股本 23400.00 万股，其中自然人李云春持股 15.05%、刘俊辉持股 11.35%、玉溪高新房地产开发有限公司持股 9.53%、红塔创新投资股份有限公司持股 6.82%，陈尔佳持股 5.38%，其余无持股超过 5.00%的股东。公司股权较为分散，无任一股东可通过直接或间接持有公司股份或通过投资关系对公司形成实际控制；任何股东也不能控制董事会半数以上成员选任或董事会对相关事项的决议；公司主要股东亦不存在一致行动关系，

因此公司不存在控股股东和实际控制人。

公司的经营范围为：生物制剂的研究与开发（不含管理商品）；生物项目的引进、合作与开发；生物技术相关项目的技术服务研究与开发；技术进出口。

截至 2015 年 3 月底，公司下设财务部、运营管理部、审计监察部等职能部门；纳入合并报表范围内子公司 11 家。

截至 2014 年底，公司资产总额 59.68 亿元，所有者权益合计 32.12 亿元（含少数股东权益 3.29 亿元）；2014 年公司实现营业收入 7.19 亿元，利润总额 1.38 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司资产总额 58.26 亿元，所有者权益合计 31.55 亿元（含少数股东权益 3.20 亿元）；2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 1.72 亿元，利润总额-0.52 亿元。

公司注册地址：云南省昆明市高新开发区北区云南大学科技园 2 期 A3 幢 4 楼；法定代表人：李云春。

三、宏观经济和政策环境

2014 年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值 636463 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为，在实现 7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322 万，调查失业率稳定在 5.1%左右，居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，

市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共预算收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共预算支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0%左右，居民消费价格涨幅 3%左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5%以内，进出口增长 6%左右。2015 年是全面深化改革的关键

之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业概况

公司主要从事疫苗产品的研发、生产制造和销售，主要产品为 b 型流感嗜血杆菌结合疫苗（Hib），流脑疫苗等，隶属于医药工业行业中的生物制药业。2013 年，公司收购了宁波普诺、山东实杰等公司，进入了疫苗流通领域。

医药行业发展概况

2014 年，全球经济增速略有提升，但仍表现脆弱。经济合作与发展组织发表报告称，全球经济增速在 2014 年略有提升，欧元区出现了温和的回复，印度的增速抬头，抵消了中国和日本经济的放缓。经济合作与发展组织指出，合并计算 20 个最大经济体的国内生产总值，在 2014 年有 3.4% 的增长，略高于 2013 年时候的 3.2%。报告称，经济增速的提升受到欧元区恢复增长的带动，相比 2013 年 0.5% 的萎缩，2014 年时候实现了 0.9% 的增长。美国的经济增长趋势没有明显变化，中国的增长率从 7.7% 放缓至 7.4%。印度和英国在 2014 年有明显的经济增长加速，而日本的增幅明显放缓。2014 年全球药品市场增长 8.8%，销售额超过 1 万亿美元，受新兴国家需求拉动，预计 2015~2018 年销售额年增长 4~7%，而中国、巴西和印度等国年增长 10~11%，表现超越经济增长速度，医药行业依旧是推动经济发展的重要引擎之一。

生物技术处于发展的黄金时代，不少国家都已将其提升为重点战略发展方向。2014 年吉利德 Sovaldi 天价药物风波、肿瘤免疫疗法兴起、生物医药并购狂潮迭起都在影响世界生物医药发展的进程。

总体而言，2014 年全球医药行业的发展主要表现为以下几个特点：

（一）创新药成为行业发展的重要引擎

吉利德创新型药物 Sovaldi 自上市以来就引起行业巨大震动，上市第一个完整年度销售即突破 100 亿美元，肿瘤免疫疗法兴起，抗 PD-1 药物赢得全世界瞩目，默沙东的 Keytruda 以及百事美施贵宝 Opdivo 也相继在欧美上市，这类产品有望取代目前世界排名第一的修美乐，并将强力提升人们对单药销售额的认知高度。细胞治疗技术逐渐走向成熟，像 Juno、Bluebird 这类掌握着最先进细胞治疗技术的潜力股很难不被巨头盯住。

（二）超级并购暴增

据粗略统计，2014 年全球生物医药行业进行了超过 2350 亿美元的并购重组业务。这一数字甚至是 2013 年的三倍之多，2014 年也成为过去十年中生物医药产业并购重组最激烈的一年。今年的并购呈现一个鲜明的横盘调整特色，一改以往做大的风格，今年并购以做强为目的。各大制药巨头通过并购增强其产品线，丰富产品多样化，剥离非核心业务领域，集中企业的资源，倾力打造强势领域，以期在该领域拔得头筹。

表 1 2014 年全球医药行业主要并购案
(单位: 亿美元)

并购方	被并购公司	交易金额
Actavis	Allergen	660
美敦力	Covidien	430
Actavis	森林实验室	250
葛兰素史克	诺华	200
默沙东	Sigma	170
拜耳	默沙东保健业务	142
捷迈	Biomet	133.5
BD	康尔福盛	122
默沙东	Cubist	95
罗氏	InterMune	83

资料来源：公司年报

从国内情况来看，2014 年国内医药行业横向及纵向兼并重组案例增多，企业聚焦于产业布局以及产业结构调整。90 家上市药企年内接

踵停牌，并购重组大戏愈演愈烈。截至 2014 年 12 月 23 日，医疗保健行业的并购重组规模达到 637.62 亿元。12 家上市医药企业设立超百亿元并购基金。腾讯 4.3 亿元战略投资丁香园，BAT 争相布局互联网医疗。

表 2 2014 年国内医药行业主要并购案
(单位: 亿美元)

时间	事项
2014年1月	梅花生物 6 亿元收购大连汉信100%股权，进入疫苗领域。
2014年1月	智飞生物拟收购荣盛生物 85%股权，加码病毒性疫苗。
2014年3月	华北制药 5524 万元增持金坦生物25%股权，全资控股生物制品子公司。
2014年3月	美罗药业 3.5 亿元收购苏州诺信生物100%股权，获得抗体药物研发平台。
2014年10月	上海莱士收购以 47.58 亿元收购同路生物89.77%股权，进一步增强其在血液制品领域的地位。
2014年11月	信立泰收购成都金凯 80%股权、苏州金盟58%股权，进入生物制药领域。
2014年12月	博雅生物 5751 万元出售海康生物32%股权，调整血液制品业务布局。
2014年12月	博晖创新拟收购大安制药 46%股权及广东卫伦 30%股权，拟进入血液制品行业。

资料来源：公司年报

（三）仿制药引行业关注

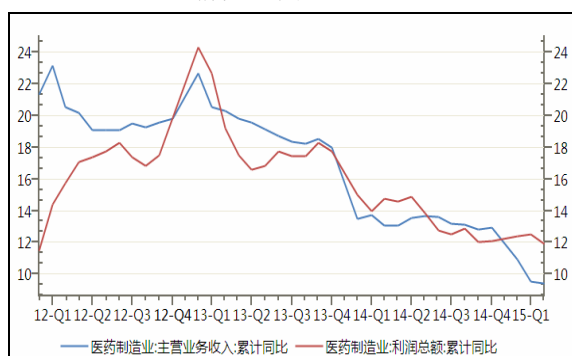
统计数据表明，2011 年之后，最畅销的生物药专利逐步到期，销售规模预计将达到 1600 亿美元。生物仿制药审批成为行业关注焦点。截至 2014 年底，全球正在进行临床试验的生物类似药共有 280 只，年增长率为 20%。其中欧洲、美国和印度共有 57 只。从全球布局来看，目前除了俄罗斯、中亚及非洲等地，其他地区基本已经开放生物类似药审批。中国于 2015 年 3 月发布了《生物类似药研发与评价技术指导原则（试行）》，成为世界上第 21 个发布生物类似药清晰发展路径的国家。

2014 年中国经济增长速度放缓，据国家统计局最新发布的数据显示，2014 年中国

GDP 增速为 7.4%，创 24 年来新低，中国经济换挡中速发展。

受宏观经济影响，国内医药行业整体增速放缓成为“新常态”。2014 年，国内医药制造业累计实现主营收入 23325.6 亿元，累计同比增长仅为 12.94%，与去年同期 18.00%相比下降 5.06 个百分点。利润总额为 2322.2 亿元，累计同比增长 12.09%，与去年同期 17.76%相比下降了 5.67 个百分点。

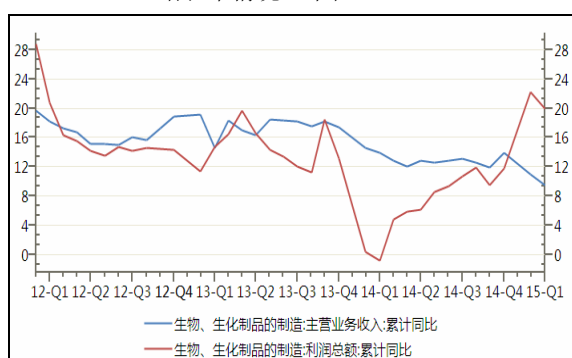
图 1 2012 年以来国内医药制造业收入及利润增长率情况（单位：%）



数据来源：Wind 资讯

2014 年国内生物制药子行业整体发展更弱于整体医药制造业的发展速度。截至 2014 年底，生物、生化制药行业主营业务收入累计同比增长 13.95%，较去年同期的 17.46% 下降 3.51 个百分点；利润总额累计同比增长 11.82%，较去年同期的 13.17% 降低 1.35 个百分点。主营收入累计同比增长率略高于整体医药制造业水平，而利润累计同比增长率略低于整体行业水平。

图 2 国内生物、生化制品制造业收入及利润增长率情况（单位：%）



数据来源：Wind 资讯

疫苗领域发展概况

全球人用疫苗市场继续保持较快增长，2013 年全球预防类疫苗市场总规模达到 239 亿美元，其中儿童疫苗市场规模超过 136 亿美元。在新产品进入市场以及疫苗覆盖率扩大的推动下，到 2020 年全球人用疫苗都会维持快速增长势态。预计 2015 年到 2020 年期间，全球预防类疫苗市场年化复合增长率将保持在 7.6%，在 2020 年底全球疫苗市场规模预计将达到 391 亿美元。

中国疫苗市场增长速度较全球疫苗市场快，预计在 2015~2020 年期间，中国疫苗市场的年化复合增长率将保持在 9% 左右，到 2020 年疫苗市场规模将达到 30.9 亿美元。

另一方面，疫苗领域也正在经历从传统疫苗到新型疫苗的升级过程，HPV 疫苗即为新型疫苗的代表之一。HPV 疫苗是目前世界上唯一一种可以预防宫颈癌的疫苗，具有良好的市场前景，2006 年第一个 HPV 疫苗上市，当年即实现 2.35 亿美元的销售收入，随后保持快速增长，至 2014 年，全球 HPV 疫苗市场规模已超过 20 亿美元。目前，全球仅有两家企业的 HPV 预防性疫苗获批准生产和销售，分别是默沙东的 Gardasil 以及葛兰素史克的 Cervarix。超过 160 个国家或地区已批准 HPV 疫苗上市，很多国家已开始推行将适龄女性纳入 HPV 疫苗免疫规划。

就中国而言，中国每年新增宫颈癌病例约为 15 万，每年有约 8 万人因宫颈癌死亡，宫颈癌是我国女性面临的重大威胁。随着经济支付能力的提升，人们对健康需求的提高，国内对 HPV 疫苗的需求也急剧增加，但我国目前尚无 HPV 疫苗产品上市，国内企业中上海泽润（公司子公司）和厦门万泰研发的重组 HPV 疫苗均处于 III 期临床研究阶段，市场潜力巨大。

医药流通领域发展概况

医药流通领域具体是指药品从生产企业进入流通领域之后的环节，是整个医药产业链

中关键的一环，是连接医药制造企业和终端消费者（包括医院药房和社会零售药房）的桥梁。由于药品的特殊性及其终端的复杂程度高，药品流通行业在整个产业链中具有很高的话语权。据估算，通过医药流通企业销售的药品占药品销售额的 90%。

美国、日本、欧盟等发达国家和地区的医药商业相对成熟，行业集中度高。美国药品商业流通市场整合已经基本完成。经过充分竞争，美国前三家商业流通企业的市场占有率从 31% 提升到 96%。日本前三家医药流通企业市场份额超过 67%，欧盟的前三家医药流通企业市场占有率也达到了 65%。这三个发达国家和地区的医药流通企业已处于相对垄断地位，企业寡头化、经营规模化是国际医药商业产业的总体特点和发展趋势。

国内商业流通领域相对处于小散乱状态，国家不断推出监管政策和推动行业整合并购的相关法规，旨在通过政策力量推进行业的整体发展和提高。根据商务部发布的《2013 年药品流通行业运行统计分析报告》，随着相关政府主管部门先后颁布医药物流的行业标准和新版 GSP，2013 年各药品流通企业继续加大在物流建设上的投入，加快发展现代物流和第三方物流业务，加快兼并重组的步伐。从行业市场占有率来看，2013 年前 100 位药品批发企业主营业务收入占同期全国医药市场总规模为 64.3%，其中前三位药品批发企业仅占 29.7%。2011 年 5 月，商务部正式出台了全国药品流通行业发展规划纲要。在该纲要里，明确提出了药品流通行业的发展目标，到 2015 年，形成 1~3 家年销售额过千亿的全国性大型医药商业集团，20 家年销售额过百亿的区域性药品流通企业，药品批发百强企业年销售额占药品批发总额 85% 以上。发达国家已完成行业集约化发展历程，这也将成为我国医药流通行业发展的方向和参考范本，近几年将成为中国医药流通领域高速发展和蜕变的阶段。

GMP 认证

新版 GMP（即“药品生产质量管理规范（2010 年修订）”）自 2011 年 3 月 1 日起实施，新版 GMP 与旧版 GMP（即“药品生产质量管理规范（1998 年修订）”）相比从技术及管理要求上都有了相当大的进步，特别是对无菌制剂和原料药的生产方面提出了很高的要求。国家药监局要求 2013 年 12 月 31 日后没有通过认证的血液制品、疫苗、注射剂等无菌药品以及在 2015 年 12 月 31 日后未能通过认证的其他药品生产企业（车间），必须按照国食药监安（2011）101 号文件要求停止生产。新版 GMP 认证的实施，将促进企业优胜劣汰，兼并重组，有利于提高行业集中度，形成以大集团为首的行业结构。同时新版 GMP 与国际标准接轨，有利于中国药品进入国际市场。生产企业一旦没有获得新版 GMP 证书，不仅无法展开生产，还将可能失去部分省份的药品招标市场。

2014 年全国疫苗产品批签发情况

2014 年全国疫苗批签发总量约为 6.45 亿剂，较 2013 年的 7.55 亿剂减少了 14.57%。其中二类疫苗批签发总量约为 2.35 亿剂，较 2013 年的 2.17 亿剂增长了 8.29%。

（一）Hib 疫苗

Hib（b 型流感嗜血杆菌）为嗜血杆菌属，革兰氏阴性球杆菌，可导致多种侵袭性疾病，如脑膜炎、肺炎、会厌炎、败血症、蜂窝组织炎、心包炎、脊髓炎等。Hib 疫苗是 b 型流感嗜血杆菌结合疫苗的简称，是由纯化的 Hib 荚膜多糖与破伤风类毒素共价结合生产的 Hib 结合疫苗，其作用是通过刺激机体产生抗 b 型流感嗜血杆菌的免疫力，用于预防由 b 型流感嗜血杆菌引起的感染性疾病。

Hib 疫苗属于二类疫苗。2014 年，全国 Hib 的批签发数量约为 2235.96 万剂，较 2013 年下降 40.64%。其中公司子公司玉溪沃森 Hib 批签发 541.26 万剂，同比下降 47.45%，批签发市场占有率为 24.21%，排名第一。

（二）AC 结合疫苗

AC 结合疫苗是冻干 A、C 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗的简称，是利用现代生物技术，将脑膜炎球菌 A 群多糖、C 群多糖分别与破伤风类毒素共价结合，并经纯化、冷冻干燥而成的疫苗，用于 3 月龄至 5 岁人群接种，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（全身感染）等。

AC 结合疫苗是二类疫苗。2014 年，全国 AC 结合疫苗的批签发数量约为 765.59 万剂，较 2013 年增长 2.20%。其中，公司子公司玉溪沃森 AC 结合疫苗批签发 211.19 万剂，同比下降 24.78%，批签发市场占有率为 27.59%，排名第二。

（三）AC 多糖疫苗

AC 多糖疫苗的通用名称为 A 群、C 群脑膜炎球菌多糖疫苗。接种该疫苗后，可使机体产生体液免疫应答，用于预防 A 群和 C 群脑膜炎球菌引起的流行性脑脊髓膜炎，适用于 2 周岁以上儿童及成人。

AC 多糖疫苗属于一类疫苗，由政府统一采购，价格较二类疫苗低，毛利率较低。2014 年中国 AC 多糖疫苗的批签发数量为 2804.47 万剂，较 2013 年下降 20.38%。其中公司子公司玉溪沃森 AC 多糖疫苗批签发 424.82 万剂，同比下降 32.97%，批签发市场占有率为 15.15%，排名第二。

（四）流脑 ACYW135 多糖疫苗

流脑 ACYW135 多糖疫苗的通用名称为 ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗。接种该疫苗后，可使机体产生体液免疫应答，用于预防 A、C、Y、及 W135 群脑膜炎球菌引起的流行性脑脊髓膜炎。该疫苗适用于 2 周岁以上儿童和成人。

流脑 ACYW135 多糖疫苗是二类疫苗。2014 年全国流脑 ACYW135 多糖疫苗的批签发数量为 1018.47 万剂，较 2013 年增长 36.37%。其中子公司玉溪沃森流脑 ACYW135 多糖疫苗批签发量 61.86 万剂，同比下降 75.89%，批签

发市场占有率 6.07%，排名第五。

行业发展

根据 IMS Institute 发布的《全球药品使用：到 2017 年的展望》预测，全球药品支出到 2017 年将达到 1.17~1.20 万亿美元，其中北美、欧洲和日本市场年增长率仅为 1~4%，新兴市场增长率为 10~13%，中国增长率为 14~17%，中国医药市场仍将为全球增长最快的市场，预计 2017 年中国药品费用支出可达 1600~1900 亿美元。随着品牌药品专利到期，全球仿制药费用支出的比例将从目前的 27%左右上升到 2017 年的 36%左右，全球生物仿制药市场发展空间巨大。

疫苗领域，疫苗接种人群为健康人群，且主要为婴幼儿。目前国内计生政策出现微调，部分省市“单独二孩”政策已经落地，随着落实“单独二孩”政策省市的逐渐增多，将会导致出生人口有所增加，疫苗需求随之上升。从接种率来看，国内儿童主要一类疫苗的接种率处于较高水平，提升空间很小，市场很难保持高速增长。与国际其他国家相比，国内主要儿童疫苗的接种率也比较高，很难通过提高接种率增加市场。比较而言，国内二类疫苗接种率很低，以流感疫苗为例，国内易感人群的接种率不足 2%，而欧美发达国家接种率普遍达到了 20%~30%，加拿大更达到 45%的接种率，其他疫苗如 Hib 疫苗、水痘疫苗、轮状病毒疫苗等儿童疫苗接种率也较低，还有很大的提升空间。

未来，疫苗领域将保持平稳增长，创新性疫苗上市和二类疫苗接种率提高是疫苗市场增长的两大推动力。

五、基础素质分析

企业规模与竞争力

公司是一家专业从事人用疫苗产品、血液制品、治疗性单抗药物研发、生产、销售的生物制药企业，致力于向国内外市场提供安全有效、品质优异、技术先进的生物医药产品，是

国内第一家同时拥有两个细菌结合疫苗上市销售的疫苗企业。公司现拥有四个先进的疫苗研发中心，建成了两个现代化疫苗生产基地，构建了一个覆盖全国 30 个省区、2000 多个县市、14000 多个接种点的营销网络。“沃森”和“邦贝克”被认定为“云南省著名商标”，“walvax”被认定为“昆明市知名商标”，“邦贝克”获得“玉溪知名商标”称号。2014 年，公司传统疫苗产品 Hib 疫苗、AC 结合疫苗、AC 多糖疫苗和流脑 ACYW135 多糖疫苗批签发市场占有率均排名前列，同时向单抗领域拓展，收购的下游渠道公司经营逐步稳定。公司经营范围扩展，综合竞争力提升。

研发实力

跟踪期内，公司 23 价肺炎球菌多糖疫苗、吸附破伤风疫苗完成了临床研究，申报生产批件并获得受理，ACYW135 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗 2015 年 2 月获得临床试验批件；上海泽润 HPV 疫苗顺利进入 III 期临床试验；嘉和生物注射用重组抗 HER2 人源化单克隆抗体（曲妥珠单抗类似药）进入 II 期临床试验，注射用重组抗 TNF- α 人鼠嵌合单克隆抗体（英夫利西单抗类似药）2015 年 2 月获得临床试验批件，重组抗血管内皮生长因子人源化单克隆抗体注射液（贝伐珠单抗类似药）申报临床批件并获得受理；另外，嘉和生物重组抗肿瘤坏死因子- α 全人源单克隆抗体注射液（阿达木单抗类似药）在韩国获得临床试验批件。截至 2014 年末，公司共有 21 个产品进入申报注册阶段，其中 12 个产品正在申报临床研究，6 个产品处在临床研究阶段。3 个产品在申报生产批件。同时，公司还有 10 余个产品处于临床前研究中，各项目在 2014 年度进展顺利，形成了短、中、长期的产品开发格局，产品开发能力持续保持领先。

截至 2015 年 4 月底，公司及控股子公司获得发明专利授权 38 项（国内专利 29 项、国外专利 9 项），新申请发明专利 42 项。2014 年，公司研发投入金额 2.26 亿元，同比增长

227.52%，研发投入占营业收入比例为 31.48%。

外部支持

公司所获外部支持主要体现在获得的政府资金支持与税收优惠政策。

公司作为国家级高新技术企业，在疫苗行业内具备较强的技术研发能力，承担了一系列国家相关部委、云南省、昆明市以及玉溪市相关技术课题的研究和开发，因此获得较多的各级政府扶持资金，2014 年，公司累计获得政府补助 1.08 元，体现在递延收益科目，待研究课题或开发完成验收后，结转至相应损益科目。

税收优惠方面，公司于 2009 年 8 月被云南省科学技术厅、云南省财政厅、云南省国家税务局、云南省地方税务局认定为高新技术企业，并于 2012 年顺利通过复审，颁发了高新技术企业证书（证书编号：GF201253000062），发证时间为 2012 年 9 月 13 日，有效期三年。根据国家对高新技术企业的税收优惠政策，2014 年公司的企业所得税适用税率为 15%。

根据财税[2011]58 号及国家税务总局公告 2012 年第 12 号《关于深入实施西部大开发战略有关企业所得税问题的公告》，自 2011 年 1 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日，对设在西部地区以《西部地区鼓励类产业目录》中规定的产业项目为主营业务，且其当年度主营业务收入占企业收入总额 70% 以上的企业，经企业申请，主管税务机关审核确认后，可减按 15% 税率缴纳企业所得税。子公司玉溪沃森适用以上优惠政策，本年减按 15% 的税率计算缴纳企业所得税。

六、管理分析

跟踪期内，公司原董事会秘书徐可仁先生现任公司副总裁兼董事会秘书、原财务总监王云华女士，原研发总监兼质量总监马波先生离任，新聘任周华女士为公司财务总监、王伟军女士为营销总监，周新华先生为公司副总裁兼研发总监、史力先生为公司副总裁、水承静女士为公司人力资源总监。

徐可仁先生，1968年生，经济学学士。中国国籍，无境外永久居留权。曾任职于昆明市税务局五华国税分局，曾任云南袁野律师事务所主任、云南创泰律师事务所主任、合伙人、福记食品服务控股有限公司副总裁、公司副总经理。现任公司副总裁、董事会秘书。

周华女士，1967年生，高级工商管理硕士，高级会计师。中国国籍，无境外永久居留权。曾任云南天然气化工厂驻成都办事处财务负责人，云南云通房地产开发经营有限公司财务部经理，云天化集团有限责任公司资产财务部副部长，云南云天化石化有限公司财务总监。现任公司财务总监。

王伟军女士，1966年生，毕业于华西医科大学公共卫生学院预防医学专业，本科（6年制），医学学士。中国国籍，无境外永久居留权。王伟军女士具有二十余年从事疾病预防控制工作的经验，曾任重庆市疾病预防控制中心免疫规划所所长，重庆市预防医学会免疫专委会主任，重庆市预防医学会第二届理事会常务理事，西南免疫规划协作委员会委员兼秘书；历任公司营销中心医学市场总监、副总经理、总经理。现任公司营销总监。

周新华先生，1953年生，美国国籍。英国 Belfast 女王大学药学院生物制剂学博士，英国伯明翰大学和美国 OKLAHOMA 大学博士后。曾任美国 BACTEX 公司研发科学家，美国 ENTREMED 公司工艺研发科学家，美国人基因组科学（HGS）公司工艺研发高级科学家，美国安进（AMGEN）公司工艺研发首席科学家、工艺研发科学总监。现任公司副总裁、研发总监、嘉和生物首席执行官（CEO）。

史力先生，1959年生，美国国籍。美国加州大学生物物理学博士，美国斯克里普斯研究所结构分子生物学博士后。曾任美国默克制药公司医药研发部（生物药）资深研究员、副总监，美国默克制药公司生物医药工程开发部副

总监，美国健赞生物医药公司工程技术开发部资深（高级）总监。现任公司副总裁、上海泽润首席执行官（CEO）。

水承静女士，1969年生，硕士研究生，副教授。中国国籍，无境外永久居留权。曾任昆明贵金属研究所助理工程师，昆明理工大学管理与经济学院副教授，云南白药集团企业发展部项目经理、行政人事部副经理、人力资源部副经理（主持工作），云南白药置业有限公司总经理助理，云南白药文化、旅游项目经理，云南出版集团云南人民出版社社长助理、新项目开发办主任。现任公司人力资源总监。

除以上变动外，公司法人治理结构及管理体制无重大变化。

总体看，跟踪期内，随着业务的调整、管理幅度的扩大，为保证管理工作有序进行，提高综合管理水平，公司对管理人员作出了较大幅度的调整。

七、经营分析

1. 经营概况

公司传统业务为 Hib 疫苗和流脑疫苗的生产与销售。2013 年，在传统业务竞争压力逐年加大的背景下，公司拓展产品范围，收购河北大安制药有限公司（以下简称“河北大安”），增加了人血白蛋白产品的生产与销售。同时，向生物制药领域的下游产业链延伸，收购了山东实杰生物药业有限公司（以下简称“山东实杰”）等渠道公司，新增了疫苗代理、药品代理等业务。2014 年，公司主营业务范围包括 Hib 疫苗、流脑疫苗、人血白蛋白的生产销售及疫苗代理业务等，主营业务收入大幅增加，同比增长 25.04%，主要是 2014 年公司合并了 2013 年并购的山东实杰等渠道公司全年的销售收入。公司自主经营的疫苗品种 Hib 疫苗和流脑疫苗受市场竞争激烈影响，尽管公司调整了销售策略，但收入水平仍较上年同期有大幅下降。

表 3 公司下属渠道公司 2014 年财务情况（单位：万元）

子公司名称	资产总额	所有者权益合计	营业收入	利润总额	经营性净现金流	2013 年合并期间 确认营业收入
宁波普诺	10773.87	7283.89	23229.79	3688.59	3817.60	4381.88
山东实杰	13293.50	7642.65	18151.87	3700.06	1184.54	7614.16
莆田圣泰	5031.42	3839.82	6740.42	2041.89	1551.41	2983.26
鹏侨医药	4556.94	1434.68	8603.40	131.22	-1121.96	476.53

资料来源：公司提供

基于以上原因，公司 2014 年主营业务收入构成较 2013 年产生了较大变化。2014 年，公司自主经营疫苗品种 Hib 疫苗和流脑疫苗占比分别为 19.08%、8.23%，较 2013 年占比分别减少 38.86 个百分点和 11.55 个百分点；同期，疫苗代理产品业务占比为 48.36%，同比增加 34.40 个百分点。人血白蛋白收入变化不大。

毛利率方面，2014 年，除人血白蛋白业务毛利率大幅上升以外，公司其余业务毛利率均呈下降趋势。2014 年公司自主疫苗产品 Hib 疫

苗和流脑疫苗毛利率分别为 78.75%和 64.32%，分别同比减少 7.56 个百分点和 6.65 个百分点，主要因为新版 GMP 的实施，导致公司主导产品产量减少，生产成本上升。2014 年，公司与客户签订了《2014 年度代理商联盟总协议》及补充协议，对代理联盟成员单位依据 2014 年全年指标完成情况给予赠苗激励，导致疫苗平均销售单价降低，因此公司 2014 年代理疫苗业务毛利率下降。

表 4 2012~2015 年 3 月公司主营业务构成情况（单位：万元，%）

分产品	2013 年			2014 年			2015 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
1.Hib 疫苗									
其中：Hib(西林瓶)	16610.40	29.05	88.15	7306.13	10.22	72.92	1596.60	9.40	82.96
Hib(预灌封)	16518.37	28.89	84.46	9548.27	13.36	83.22	1727.75	10.17	82.23
小计	33128.77	57.94	86.31	16854.40	19.08	78.75	3324.35	19.57	82.58
2.流脑疫苗									
其中：AC 结合疫苗	5573.76	9.75	76.62	4388.94	6.14	63.45	648.06	3.81	86.13
AC 多糖疫苗	955.21	1.67	5.79	1193.29	1.67	48.95	484.99	2.85	54.16
ACYW135 多糖疫苗	4781.45	8.36	77.39	2339.71	3.27	73.79	632.45	3.72	80.93
小计	11310.42	19.78	70.97	7921.94	8.23	64.32	1765.50	10.39	75.49
3.人血白蛋白	3080.61	5.39	25.78	3288.45	4.60	50.26	--	--	--
4.代理疫苗产品	7981.91	13.96	33.08	34572.64	48.36	28.64	9270.63	54.57	27.84
5.其他	1672.04	2.92	57.15	8850.15	12.38	10.29	2627.06	15.46	4.53
合计	57173.75	100.00	71.73	71487.58	100.00	43.13	16987.54	100.00	39.90

资料来源：公司提供

2015 年 1~3 月，公司实现主营业务收入 16987.54 万元，为 2014 年全年的 23.76%，同比下降 8.76%。从收入构成看，Hib 疫苗占主营

业务收入的 19.57%，较 2014 年增加 0.49 个百分点；流脑疫苗占主营业务收入的 10.39%，较 2014 年增加 2.16 个百分点；2014 年 10 月，公

司转让了河北大安 46%的股权，河北大安不再纳入公司合并范围，人血白蛋白产品从公司主营业务中退出；代理疫苗产品实现收入 9270.63 万元，占公司主营业务收入的 54.57%，较 2014 年增加 6.21 个百分点。2015 年 1 季度，公司主营业务综合毛利率为 39.90%，同比下降 5.59 个百分点。

总体看，跟踪期内，受自主经营疫苗品种同类产品市场竞争激烈及新版 GMP 实施的影响，公司自主疫苗品种收入与毛利率总体呈下降趋势。但因公司合并了 2013 年收购的山东实杰等渠道公司全年销售收入，2014 年公司主营业务收入同比增长 25.04%；毛利率快速下降，同比减少 28.60 个百分点。

2. 成本构成

2014 年，公司成本构成由疫苗和血液制品的原材料、人工、制造费用和疫苗代理、药品代理成本构成。其中疫苗代理成本和药品代理成本占公司营业成本比重为 80.21%。

疫苗产品和血液制品的成本主要为折旧费等制造费用以及人工费用，原材料占比相对较低，且所用原材料种类繁多，主要系包装物及疫苗生产所需的少量化学原料。

公司生产制造疫苗产品所用的培养基和化学试剂等化学原料在疫苗生产成本中占 8~10% 左右，药品包装形成的成本占公司疫苗生产成本的 10%~30% 左右；由于培养基、化学试剂及包装材料行业发展较为成熟且竞争充分、价格较低，因此公司生产原料供应稳定。公司主要疫苗产品属二类疫苗，二类疫苗实行自主定价，行业利润率较高，因此化学原料价格波动对公司疫苗产品的成本影响较小。

公司对原材料供应商实施严格的合格供应商准入管理制度，所有生产用原辅料均从合格供应商名录中采购。2014 年公司向前五名供应商合计采购金额 3194.68 万元，占公司采购总额的 53.83%，公司对主要供应商依赖度较高。

3. 主要疫苗产品生产

公司采取以销定产的模式组织生产。销售部门每年底根据中国流行病发展情况、市场需求状况制定次年销售计划，生产部门根据销售计划及阶段性安全库存制定各产品生产计划并组织生产，各批产品经中国药品生物制品检定所检定合格并批签发后上市销售。

国内新版 GMP（即“药品生产质量管理规范（2010 年修订）”）认证自 2011 年 3 月 1 日起实施，国家药监局要求 2013 年 12 月 31 日后没有通过认证的血液制品、疫苗、注射剂等无菌药品以及在 2015 年 12 月 31 日后未能通过认证的其他药品生产企业，必须按照国食药监安【2011】101 号文件要求停止生产。

2014 年，因公司办理新版 GMP 证书的认证，主要产品批签发量均大幅下降。2015 年 5 月 8 日，国家食品药品监督管理总局网站公布了《关于玉溪沃森生物技术有限公司药品 GMP 公告（2015 年第 18 号）》：玉溪沃森生物技术有限公司（以下简称“玉溪沃森”）符合《药品生产质量管理规范（2010 年修订）》要求，国家食品药品监督管理总局同意发给《药品 GMP 证书》。证书编号为：CN20150036。认证范围：A 群 C 群脑膜炎球菌多糖疫苗，冻干 A、C 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗。认证日期：2015 年 5 月 8 日。有效期至：2020 年 5 月 7 日。

目前，公司上市销售的产品主要有 5 个产品（6 个品规）：Hib（西林瓶和预灌封型），流脑 AC 结合疫苗，流脑 AC 多糖疫苗、流脑 ACYW135 多糖疫苗以及人血白蛋白（10g）。

（1）Hib 疫苗

通用名称：b 型流感嗜血杆菌结合疫苗

作用与用途：接种该疫苗可刺激机体产生抗 b 型流感嗜血杆菌的免疫力，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、会厌炎等感染性疾病。

2014 年公司 Hib 疫苗批签发数量为 541.26 万剂，较 2013 年下降 47.45%；Hib 疫苗批签发市场占有率为 24.21%，同比减少 3.14 个百分

点；实现营业收入 16854.40 万元，同比下降 49.12%

表 5 Hib 疫苗批签发与销售情况（单位：剂、%）

产品	2013 年批签发量	2014 年批签发量	批签发增长率
Hib 西林瓶	6288819.00	2477271.00	-60.61
Hib 预灌封	4011761.00	2935358.00	-26.83
产品	销量变动比例	单价变动比例	
Hib 西林瓶	-48.44	-23.91	
Hib 预灌封	-44.87	-25.22	

资料来源：公司公告

2014 年，公司 Hib 疫苗销量与单价均呈同比大幅下降趋势，主要因为：①Hib 疫苗非公司独家品种，目前国内 Hib 疫苗竞争激烈，且陆续仍有新厂家加入，这些都对公司 Hib 疫苗的市场占有率和销售价格造成了不利影响。在此背景下，公司 2014 年与客户签订了《2014 年度代理商联盟总协议》及补充协议，对代理商联盟成员单位依据 2014 年全年指标完成情况给予赠苗激励，导致平均销售单价拉低。②2013 年 11 月以来，深圳康泰乙肝疫苗事件，引发了公众对疫苗的信任危机，致使疫苗接种率下降。根据中国疾控中心的调查表明，国家免疫规划疫苗接种率下降了 10%~30%，一些影响大的省份，接种率下降更多。

（2）流脑 AC 结合疫苗

表 6 AC 结合疫苗批签发与销售情况

（单位：剂、%）

产品	2013 年批签发量	2014 年批签发量	批签发增长率
AC 结合疫苗	2807651.00	2111910.00	-24.78
产品	销量变动比例	单价变动比例	
AC 结合疫苗	-23.57	-4.49	

资料来源：公司公告

通用名称：冻干 A、C 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗该疫苗用于预防由脑膜炎奈瑟氏菌

（脑膜炎球菌）A 群或 C 群引起的疾病，使机体产生保护性抗体。2 岁以下婴幼儿推荐使用结合疫苗。该疫苗用于预防 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（全身感染）等。该产品不能预防其他脑膜炎球菌群或其它引发脑膜炎或败血症的病原体产生的感染。

2014 年公司流脑 AC 结合疫苗批签发数量 211.19 万剂，较 2013 年同比下降 24.78%；流脑 AC 结合疫苗批签发占有率为 27.59%，较 2013 年减少 9.89 个百分点；实现营业收入 4388.94 万元，较上年同比下降 21.26%。

2014 年，公司流脑 AC 结合疫苗销售数量与单价同比均呈下降趋势，原因同 Hib 疫苗类似。

（3）流脑 AC 多糖疫苗

通用名称：A 群 C 群脑膜炎球菌多糖疫苗，属于国家免疫规划疫苗（一类疫苗）。

作用与用途：接种该疫苗后，可使机体产生体液免疫应答。用于预防 A 群和 C 群脑膜炎球菌引起的流行性脑脊髓膜炎。该产品接种对象为 2 周岁以上儿童及成人。

表 7 流脑 AC 多糖疫苗批签发与销售情况

（单位：剂、%）

产品	2013 年批签发量	2014 年批签发量	批签发增长率
流脑 AC 多糖疫苗	6337770	4248170	-32.97
产品	销量变动比例	单价变动比例	
流脑 AC 多糖疫苗	16.47	7.26	

资料来源：公司公告

2014 年公司流脑 AC 多糖疫苗获得批签发数量为 424.82 万剂，同比下降 32.97%；流脑 AC 多糖疫苗批签发占有率为 15.15%，同比减少 2.84 个百分点；2014 年实现营业收入 1193.29 万元，同比增长 24.92%。

2014 年，因流脑 AC 多糖疫苗全国总招标量增加，公司中标数量与中标价格均较 2013 年

提高。

(4) 流脑 ACYW135 多糖疫苗

通用名称：ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗

作用与用途：接种该疫苗后，可使机体产生体液免疫应答。用于预防 A、C、Y 及 W135 群脑膜炎球菌引起的流行性脑脊髓膜炎。该产品适用于 2 周岁以上儿童和成人。

表 8 流脑 ACYW135 疫苗批签发与销售情况

(单位：剂、%)

产品	2013 年批签发量	2014 年批签发量	批签发增长率
流脑 ACYW135 疫苗	2565535.00	618643.00	-75.89
产品	销量变动比例	单价变动比例	
流脑 ACYW135 疫苗	-15.05	-29.81	

资料来源：公司公告

2014 年公司流脑 ACYW135 多糖疫苗正式获得批签发数量为 61.86 万剂，同比大幅下降 75.89%；流脑 ACYW135 多糖疫苗批签发占有率为 6.07%，较 2013 年减少 28.28 个百分点。

2014 年，公司流脑 ACYW135 多糖疫苗销售数量与单价同比均呈下降趋势，原因同 Hib 疫苗类似。

(5) 人血白蛋白

人血白蛋白具有增加循环血容量和维持血浆渗透压的作用，用于失血、创伤及烧伤等引起的休克，脑水肿及大脑损伤所致的脑压增高，防治低蛋白血症及肝硬化或肾病引起的水肿和腹水。

公司人血白蛋白产品主要由子公司河北大安生产。该公司主要从事血液制品、体外诊断试剂的生产及销售。2012 年 9 月 12 日，公司与四川方向药业有限责任公司和成都镇泰投资有限公司签订股权转让协议，公司以 52900 万

元受让上述公司合计持有的河北大安 55%的股权。收购完成后，公司持有大安制药 55%的股权。2013 年 6 月，公司以自有资金 33691 万元收购石家庄瑞聚全医药技术咨询有限公司持有的河北大安制药有限公司 35%股权，收购完成后，公司总计控股河北大安 90%股权，进一步加大了对河北大安的统筹规划管理。2014 年 10 月 9 日，公司与杜江涛先生签署了《杜江涛先生与云南沃森生物技术股份有限公司关于河北大安制药有限公司附条件生效之股权转让协议书》，将河北大安 46%股权转让给杜江涛先生，股权转让款合计 63480 万元（河北大安整体作价 138000 万元）。目前公司持有河北大安 44%股权，河北大安已不再纳入公司合并范围。

2013 年，河北大安获得人血白蛋白（10g）批签发合格证并上市销售。2014 年公司人血白蛋白获得批签发量 38.18 万剂，同比大幅下降 72.46%；实现营业收入 1652.63 万元，同比下降 46.35%。

4. 代理疫苗产品

跟踪期内，公司疫苗代理产品业务主要由三家全资子公司宁波普诺、山东实杰、莆田圣泰经营。三家子公司均具有多年的生物制品代理经验，为多家生物制品制药公司代理过相关产品。2013 年，公司完成对上述三家企业 100%股权收购，进一步加强了公司销售渠道网络建设，进入生物制品代理销售领域，延伸公司产业价值链。2015 年，公司将宁波普诺、莆田圣泰 100%股权转让给山东实杰，并于 2015 年 6 月 10 日，拟将山东实杰 15%的股权转让给深圳德润天清投资管理合伙企业（有限合伙）。

2014 年，公司代理疫苗产品实现营业收入 34572.64 万元，同比增长 333.14%，占公司 2014 年主营业务收入比例为 48.36%，同比增加 15.28 个百分点。2015 年 1 季度，代理疫苗产品实现营业收入 9270.63 万元，同比变化不大；占公司主营业务收入比重为 54.57%，较 2014 年增加 6.21 个百分点。

5. 其他

公司其他业务主要包括特许权使用费、甲型肝炎灭活疫苗和代理药品，其中甲型肝炎灭活疫苗主要经营子公司为上海润泽生物科技有限公司（以下简称“上海润泽”），代理药品业务主要经营子公司为云南鹏侨医药有限公司（以下简称“鹏侨医药”）。2014年公司其他业务实现营业收入 8850.15 万元，同比增长 429.30%，主要是公司代理药品业务收入大幅上升所致。

6. 未来发展

基于公司的长期发展规划目标，公司将在深入研究国际、国内医药行业的发展趋势与市场环境变化趋势的基础上，发挥资源优势，继续沿着既定的发展战略，进行战略细分、发展要素调整和结构优化，进一步提升资源的使用效率，加速优势资源的业绩释放，发展成为世界生物制药领域值得信赖的企业。

2015 年，公司将围绕“开源、节流、财管、资本”的整体思路开展经营管理工作。公司将

以产品经营为先导，发挥渠道资源优势，加大渠道平台的产品叠加，通过实施有效的激励措施进一步调动渠道各层级的积极性，持续提升销售水平，强化原有产品的经营，通过深度营销进一步扩大市场占有率，加速平台价值的释放。

在产品研发方面，推进新产品上市的步伐，加快 HPV 疫苗、23 价肺炎球菌多糖疫苗、13 价肺炎球菌多糖结合疫苗、单抗药物等重点产品的研发和产业化进度，争取早日实现自有新产品的销售。同时，公司将强化国际合作，加强与盖茨基金会等国际组织的合作与交流，努力开拓国际市场，积极推进疫苗海外市场的注册和出口进程。

公司目前的在建项目主要有江苏沃森流感疫苗项目、玉溪沃森疫苗产业园三期工程和玉溪沃森疫苗研发中心扩建项目。以上在建项目预计总投资 10.28 亿元，截至 2015 年 3 月底已完成投资 8.49 亿元，未来仍需投资 1.79 亿元，其中 2015 年 4~10 月计划投资 0.41 亿元，2016 年计划投资 1.38 亿元。

表 9 截至 2015 年 3 月底公司重点在建工程项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划投资额	截至2015年3月底 已完成投资	2015年投资额 (4-12月)	2016年投资额	主要资金来源
江苏沃森流感疫苗项目	1.91	1.56	0.10	0.25	上市已募集资金
玉溪沃森疫苗研发中心扩建项目	1.10	0.70	0.04	0.36	上市已募集资金
玉溪沃森疫苗产业园三期工程	7.27	6.23	0.27	0.77	上市已募集资金
总计	10.28	8.49	0.41	1.38	--

资料来源：公司提供

江苏沃森流感疫苗项目

公司全资子公司江苏沃森生物技术有限公司正在建设的“流感病毒裂解疫苗建设项目”（以下简称“江苏流感项目”）总投资 1.91 亿元。江苏流感项目将建成符合 2010 版 GMP 要求的流感裂解疫苗生产车间、分包装车间、质检、库房、废胚无害化处理车间、配电、污水处理站等公用工程及配套辅助设施。江苏流感项目建成后，公司流感裂解疫苗产品将实现产业化，

未来形成年产 400 万人份成人型（西林瓶），400 万人份儿童型（西林瓶）疫苗的生产能力。截至 2015 年 3 月底，该项目已投入 1.56 亿元，预计 2016 年将建成并投入使用。

根据《江苏沃森生物技术有限公司流感病毒裂解疫苗建设项目可行性研究报告》预测，该项目的投资利润率将达 55.36%，内部收益率（税后）为 29.85%，投资回收期为 5.88 年（税

后)。

玉溪沃森疫苗产业园三期工程

国家主管部门就2010版GMP标准(1998版GMP标准的截止日期是2013年12月;2010版GMP标准在技术要求水准上基本相当于WHO和欧盟GMP标准。)执行的相关政策出台后,公司经过充分论证,决定实施“玉溪沃森疫苗产业园三期工程项目”(以下简称“玉溪三期项目”)。公司按照2010版GMP标准进行玉溪三期项目的建设,项目预算总投资7.27亿元,截至2015年3月底已投入6.23亿元。玉溪三期项目将实施Hib疫苗和系列流脑疫苗原液生产车间的易地新建,实施系列肺炎疫苗的产业化新建肺炎车间,同时建设动物房、科研质检楼、发货中心、综合楼、食堂等配套设施。

玉溪三期项目建成后,公司按WHO认证标准生产的13价肺炎链球菌结合疫苗和23价肺炎链球菌多糖疫苗产品将实现产业化。同时,随着公司无细胞百白破等疫苗产品的产业化,将实现公司疫苗产品的有序叠加。项目建成后形成生产能力如下:

表10 玉溪沃森疫苗产业园三期工程建成后生产能力情况

产品名称	产能 (万支)
冻干 A、C 群脑膜炎多糖结合疫苗	1000
冻干 A、C 群脑膜炎多糖疫苗	500
冻干 A、C、W135、Y 群脑膜炎多糖结合疫苗	200
冻干 A、C、W135、Y 群脑膜炎多糖疫苗	1000
b 型流感嗜血杆菌结合疫苗(西林瓶)	800
b 型流感嗜血杆菌结合疫苗(预充注射器)	400
无细胞百白破+Hib 联合疫苗	200
23 价肺炎球菌多糖疫苗	400
9 价肺炎球菌多糖结合疫苗	400
合计	4900

资料来源:公司提供

玉溪沃森疫苗研发中心扩建项目

该项目与公司玉溪沃森疫苗产业园三期工程统一规划,配套实施,两个项目于2011年9

月开工建设,预计工期5年。其中玉溪沃森疫苗研发中心扩建项目建成“科研质检楼”、“动物房”、“综合楼”。实验动物房地下1层地上4层,地上4层中该项目和玉溪沃森疫苗产业园三期工程项目各占2层;科研质检楼地下1层地上5层,地上5层中该项目占3层,玉溪沃森疫苗产业园三期工程项目占2层;综合楼地下1层地上9层,地上9层中该项目占3层,玉溪沃森疫苗产业园三期工程项目占6层。

总体看,公司在建项目投资规模较大,但结合公司投资计划、工程进度与目前经营状况,公司因在建工程产生的融资压力尚可。

八、重大事项

跟踪期内,公司为进一步夯实在疫苗和医药流通领域的业务能力,收购了北京瑞尔盟生物技术有限公司(以下简称“瑞尔盟生物公司”)和重庆倍宁生物医药有限公司(以下简称“倍宁生物医药公司”)。

(一)、公司计划以500万元收购瑞尔盟生物公司100%股权。瑞尔盟生物公司成立于2003年5月,是一家生物制品、疫苗的批发销售公司,2010年7月已取得了《药品经营许可证》,具备从事生物制品、疫苗的批发资格;瑞尔盟生物公司于2014年7月取得《药品经营质量管理规范认证证书》(GSP),符合《药品经营质量管理规范》的要求。目前,公司对瑞尔盟生物公司的收购尚未结束。

收购北京瑞尔盟生物公司权,符合公司着力构建国内疫苗与生物药品商业平台的战略,有利于公司疫苗代理经销平台的进一步打造和渠道网络的强化建设;通过收购瑞尔盟生物公司,公司还获得其拥有的江苏先声卫科生物制药有限公司生产的流感裂解疫苗全国总代理权,进一步丰富了公司疫苗代理品种,对公司业绩会产生积极影响。

(二)、公司拟以3.50亿元收购倍宁生物医药公司100%股权。倍宁生物医药公司成立于

2008年1月，致力于生物制药领域疫苗的流通及销售，该公司拥有《药品经营许可证》及《药品经营质量管理规范认证证书》，具备从事生物制品（含疫苗）的经营资质。倍宁生物医药公司销售网络已经基本覆盖四川省和重庆市大部分市区疾控中心，主要拥有玉溪沃森生物技术有限公司、中国医学科学院医学生物学研究所、大连汉信生物制药有限公司、长春百克生物科技股份有限公司、科兴（大连）疫苗技术有限公司、大连雅立峰生物制药有限公司等7家公司

等合计10个产品的重庆市、四川省或部分地区的区域销售代理权。作为西南地区的疫苗专业经销企业，重庆倍宁公司疫苗产品销量和市场占有率排名位于行业前列。2015年5月，公司已完成对倍宁生物医药公司的股权收购。

通过收购倍宁生物医药公司，公司将进入西南区域生物制品代理销售领域，有利于公司进一步夯实和完善营销渠道平台，提高公司核心竞争能力和盈利能力。

表 11 被收购企业 2014 年财务情况（单位：万元）

子公司名称	资产总额	所有者权益合计	营业收入	利润总额	经营性净现金流
瑞尔盟生物公司	990.80	97.65	474.27	187.47	-274.05
倍宁生物医药公司	9853.29	4695.82	14098.96	3447.18	1202.04

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内，通过上述股权收购，公司继续强化整合疫苗产业链，为公司后续在疫苗流动领域的发展奠定了基础。

九、募集资金使用情况

公司于 2013 年 12 月 17 日分别发行了“13 沃森 MTN001（3 年期）”、“13 沃森 MTN001（5 年期）”，共计募集资金 10 亿元，募集资金用途：5.7 亿元用于偿还银行贷款；4.05 亿元用于补充营运资金；0.25 亿元用于河北大安 GMP 生产车间改造。

截至 2015 年 3 月底，公司偿还银行贷款累计使用募集资金 7.55 亿元，河北大安 GMP 生产车间改造累计使用募集资金 0.25 亿元，补充运营资金累计使用 2.20 亿元，募集资金已全部使用完毕。

十、财务分析

公司提供的 2013~2014 年财务报表均经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计，且均出具了标准无保留的审计意见。公司 2015 年 1~3 月财务数据未经审计。

截至 2013 年底，公司纳入合并报表范围的子公司共计 13 家。截至 2014 年底，公司合并范围新增嘉和生物药业有限公司，减少河北大安及通过河北大安间接控制的子公司，合并范围子公司共计 11 家。2015 年 3 月底，公司合并范围较 2014 年底无变化。跟踪期内，因河北大安不再纳入合并报表范围对两年财务数据可比性有一定影响。

截至 2014 年底，公司资产总额 59.68 亿元，所有者权益合计 32.12 亿元（含少数股东权益 3.29 亿元）；2014 年公司实现营业收入 7.19 亿元，利润总额 1.38 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司资产总额 58.26 亿元，所有者权益合计 31.55 亿元（含少数股东权益 3.20 亿元）；2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 1.72 亿元，利润总额-0.52 亿元。

1. 盈利能力

2014 年，因将 2013 年收购的药品流通企业全年营业收入和成本纳入合并范围，公司营业收入同比增长 23.32%至 7.19 亿元；同期营业成本 4.07 亿元，同比增长 151.78%，远高于营业收入的增长速度。营业利润率为 42.36%，同

比下降 29.15 个百分点。

从期间费用来看，跟踪期内，公司期间费用大幅增加，2014 年为 6.49 亿元，同比增长 68.17%。公司期间费用的增长主要由于：①销售渠道战略布局、增加渠道推广费及下属渠道公司销售费用增加；②上海泽润及嘉禾生物等增加对重点产品的研发投入，研发费用上升快；③公司财务费用大幅增加。2014 年，公司销售费用 1.87 亿元，同比增长 79.68%；管理费用 3.07 亿元，同比增长 30.68%；财务费用 1.54 亿元，同比增长 232.40%；期间费用营业收入比为 90.25%，同比增加 24.07 个百分点。目前，公司多项产品尚处于研发或临床试验阶段，随着研发和临床试验的进行，公司高额的管理费用支出仍将持续。公司于 2013 年 12 月 17 日发行了共计 10 亿元的中期票据“13 沃森 MTN001（3 年期）”和“13 沃森 MTN001（5 年期）”，短期内公司财务费用将维持在较高水平。

2014 年，公司资产减值损失 0.88 亿元，主要为坏账损失（占 76.66%）；投资收益 5.60 亿元，为公司出售原合并范围子公司河北大安制药有限公司部分股权取得的投资收益。

2014 年，公司实现营业利润 1.28 亿元，同比大幅增长 3552.91%；同期公司营业外收入 0.16 亿元，主要为政府补助。2014 年公司利润总额为 1.38 亿元，同比增长 1239.24%；其中投资收益占比 406.08%，同期净利润 0.97 亿元，同比增长 1880.93%。若扣除非经营性损益，公司主营业务亏损。

从盈利指标来看，2014 年，公司营业利润率为 42.36%，同比大幅下降 29.15 个百分点；总资产收益率与净资产收益率有所提升，分别为 5.14%、3.01%。

2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 1.72 亿元，同比下降 7.76%；营业成本为 1.02 亿元，较上年同期变化不大；期间费用合计 1.18 亿元，期间费用营业收入比为 68.31%。2015 年 1 季度，公司营业利润率为 39.89%，较 2014 年进一步下降；实现利润总额-0.52 亿元，同比减少亏损

18.14%。

总体看，跟踪期内，因合并下属药品流通子公司全年营业收入及营业成本，公司 2014 年营业收入与营业成本大幅增长，同时销售费用大幅增长。公司加大了对重点研发产品的投入，研发费用上升快，同时财务费用大幅增加，导致公司 2014 年期间费用大幅上涨，期间费用营业收入比高达 90.25%。公司对外转让了河北大安部分股权，产生了大额投资收益，若扣除非经营性损益，公司主营业务亏损。未来，随着产品研发的持续投入，公司高额的管理费用支出仍将持续；因 2013 年底发行中期票据引起大额的财务费用支出仍将维持，对公司利润的侵蚀一定时期内消除可能性较低。

2. 现金流及保障

从经营活动来看，2014 年公司经营活动产生的现金流入 9.37 亿元，同比增长 63.99%，主要为销售商品、提供劳务收到的现金增长所致。2014 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金 8.98 亿元，受营业收入增加，同时加强应收款的催收影响较 2013 年同比增长 82.60%。2014 年公司经营活动产生的现金流出 10.02 亿元，同比增长 44.69%，主要为购买商品、接受劳务支付的现金增长所致。2014 年，公司购买商品、接受劳务支付的现金为 4.94 亿元，同比增长 56.49%。2014 年公司收到其他与经营活动有关的现金 0.38 亿元，主要为收到的利息收入及政府补助；2014 年公司支付其他与经营活动有关的现金 3.01 亿元，主要包括销售费用、管理费用及支付各单位往来款、手续费及保证金等。2014 年公司经营活动产生的现金流量净额为 -0.66 亿元。现金收入比为 124.90%，受回款力度加强影响较 2013 年大幅提升 40.55 个百分点。

从投资活动来看，2014 年公司投资活动现金流入 6.46 亿元，主要为公司收到河北大安股权转让款导致处置子公司及其他单位收到的现金净额增加 6.32 亿元。同期公司投资活动现金

流出 8.96 亿元，同比下降 37.30%，主要是放缓并购力度，构建固定资产、无形资产等支付的现金、投资支付的现金等大幅减少所致。2014 年，公司支付其他与投资活动有关的现金 2.37 亿元，主要为支付重庆贝宁生物医药有限公司履约保证金及股权转让款。2014 年，公司投资活动产生的现金流净额为-2.50 亿元，同比增长 82.48%。

从筹资活动前产生的现金流来看，2014 年公司筹资活动前产生的现金流量净额为-3.16 亿元，较 2013 年的-15.51 亿元缺口小幅缩小 12.35 亿元，但公司经营活动产生的现金流仍无法覆盖投资活动需求，公司存在一定对外融资压力。

从筹资活动来看，2014 年，公司筹资活动现金流入 11.29 亿元，其中取得借款收到的现金 10.86 亿元，同比下降 50.66%，主要为 2013 年公司收到发行 10.00 亿元中期票据款。收到其他与筹资活动有关的现金 0.43 亿元，主要政府补助。同期，筹资活动现金流出 14.58 亿元，以偿还债务支付的现金为主（占 83.50%）。2014 年，公司筹资活动现金流净额为-3.29 亿元。

2015 年 1~3 月，公司经营活动现金流入量为 1.45 亿元，经营活动产生的现金流量净额为-0.46 亿元；投资活动主要为现金流出，产生的现金流量净额为-0.33 亿元，主要为支付的工程款；筹资活动产生的现金流量净额为-1.53 亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营获现能力增强；受并购力度减小影响投资活动支出规模减少，但经营活动仍无法覆盖投资活动需求，面临一定对外融资压力。

3. 资本及债务结构

资产

截至 2014 年底，公司资产总额 59.68 亿元，同比下降 2.74%，其中流动资产占比 37.21%，非流动资产占比 62.79%。公司资产以非流动资产为主，且较 2013 年底相比公司非流动资产占

比有所提升。

截至 2014 年底，公司流动资产合计 22.21 亿元，同比下降 17.45%，主要为货币资金和存货的减少。

截至 2014 年底，公司货币资金 5.84 亿元，同比下降 52.50%，主要为归还银行借款、支付发行中期票据利息、支付与投资相关的各种保证金及其他长期资产的投资增加所致。截至 2014 年底公司货币资金中其他货币资金 47.00 万元，为各类保证金，使用受限。

截至 2014 年底，公司应收账款账面余额 4.84 亿元，共计提坏账准备 0.66 亿元，账面价值 4.18 亿元，同比下降 29.38%，主要为公司加强回款催收力度所致。其中，按账龄分析法计提坏账准备的应收账款 4.00 亿元，账龄在 1 年以内的占 74.07%，1-2 年的占 23.08%，2-3 年的占 2.85%。2014 年，公司应收账款前 5 名欠款方占比为 45.41%，集中度较高。由于疫苗行业最终客户均为各地疾病预防控制中心，而疾控中心属于国家事业单位，实行预算外资金财政专户管理，疫苗采购经费支付审批环节较多、周期较长，如管理不善可能造成应收账款增加、回收困难的后果，面临应收账款不能如期收回的风险。但疾控中心疫苗产品采购经费属政府预算，应收账款回收风险较小。公司与主要疫苗经销商、代理商合作关系良好，应收账款回款情况较为顺畅。

表 12 2014 年公司应收账款主要债务人情况

(单位: 亿元、%)

单位名称	金额	期限	占账面价值比例
广东润德生物药业有限公司	0.67	1 年以内 1-2 年	16.08
浙江省疾病预防控制中心	0.38	1 年以内	8.99
河南省金鼎医药有限公司	0.35	1 年以内 1-2 年	8.36
山东省疾病预防控制中心	0.30	1 年以内	7.29
重庆倍宁生物医药	0.20	1 年以内	4.69

有限公司		1-2 年	
合计	1.90	--	45.41

资料来源：公司 2014 年年报

截至 2014 年底，公司预付账款 0.50 亿元，同比下降 61.33%，主要为预付的设备款和货款。

截至 2014 年底，公司其他应收款账面余额 10.22 亿元，共计提坏账准备 0.56 亿元，账面价值 9.66 亿元。其中单项金额重大并单独计提坏账准备的其他应收款账面余额 3.88 亿元，共计提坏账准备 0.20 亿元，账面价值 3.68 亿元，主要为公司支付的各类保证金、押金等；按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款账面价值 0.04 亿元；关联方组合计提坏账准备的其他应收款账面余额 6.19 亿元，计提坏账准备 0.35 亿元，账面价值 5.84 亿元；单项金额不重大但单独计提坏账准备的其他应收款账面价值 0.10 亿元。

截至 2014 年底，公司存货账面余额 1.63 亿元，共计提存货跌价准备 0.07 亿元，存货账面价值 1.56 亿元，主要由原材料（占 19.17%）、库存商品（占 54.05%）和发出商品（占 10.31%）构成。存货同比下降 57.73%，主要由于公司出售子公司河北大安部分股权，河北大安不再纳入公司合并范围，血浆存货转出所致。

截至 2014 年底，公司非流动资产 37.47 亿元，同比增长 8.74%，主要为长期股权投资、开发支出增加所致。

截至 2014 年底，公司可供出售金融资产 1.19 亿元，为公司根据修订的《企业会计准则第 2 号--长期股权投资》，将原计入长期股权投资的投资调整至可供出售金融资产。

截至 2014 年底，公司长期股权投资 4.76 亿元，主要为河北大安剩余股权。

截至 2014 年底，公司固定资产账面原值 7.66 亿元，累计折旧 2.42 亿元，共计提减值准备 0.05 亿元，账面价值 5.19 亿元，主要由房屋建筑物及专用设备构成，同比下降 5.49%，主要是由于本年出售河北大安公司股权，其固定

资产转出所致。

截至 2014 年底，公司在建工程 7.68 亿元，同比增长 12.31%，规模较大的在建工程包括江苏沃森流感疫苗项目和玉溪沃森疫苗产业园三期工程。2014 年公司在建工程增长主要来自以上两个规模较大在建工程投入的增加。

截至 2014 年底，公司无形资产 1.66 亿元，同比下降 82.46%，主要为转出河北大安无形资产 7.64 亿元。

跟踪期内，公司加大对各类疫苗、注射液、抗体等的研发投入，开发支出大幅增长。截至 2014 年底，公司开发支出 8.88 亿元，同比增长 269.09%，主要包括单抗药物研发公共平台专利及相关技术研发支出（占 14.64%）、注射用重组抗 HER2 人源化单克隆抗体研发支出（占 23.92%）、子公司上海泽润 HPV 预防性疫苗开发支出（占 25.64%）等。

截至 2014 年底，公司商誉 6.89 亿元，同比下降 21.01%，主要为河北大安不再纳入公司合并范围减少商誉 2.57 亿元所致；长期待摊费用 0.52 亿元，主要为装修费用等；递延所得税资产 0.71 亿元，主要为坏账准备、递延收益、可弥补亏损等。

截至 2015 年 3 月底，公司资产总额 58.26 亿元，较 2014 年底下降 2.38%，主要为货币资金的减少。其中流动资产占比 35.67%，非流动资产占比 64.33%，非流动资产占比由于开发支出的增加较 2014 年底进一步上升。

总体看，跟踪期内，受子公司河北大安不再纳入合并报表影响，公司多项资产均有波动；受开发支出大幅增加影响，公司非流动资产在资产总额中的占比逐步增加，且流动资产中应收账款、其他应收款和存货占比高，资产流动性偏弱。整体看，公司资产质量一般。

负债

截至 2014 年底，公司负债合计 27.56 亿元，受借款及其他应付款减少影响同比下降 13.81%。其中流动负债占比 51.36%，非流动负债占比 48.64%。

截至 2014 年底，公司流动负债合计 14.15 亿元，同比下降 24.65%。其中短期借款 10.36 亿元，同比下降 11.26%；应付账款 1.61 亿元，同比增长 3.11%；其他应付款 1.49 亿元，同比下降 66.79%，主要为收购子公司支付的后续股权转让款。

截至 2014 年底，公司非流动负债合计 13.40 亿元，主要由公司 2013 年发行的中期票据“13 沃森 MTN1（3 年期）”和“13 沃森 MTN1（5 年期）”共计 10.00 亿元应付债券及递延收益、递延所得税负债构成。

截至 2015 年 3 月底，公司负债合计 26.71 亿元，较 2014 年底下降 3.07%，主要为短期借款的减少。其中流动负债占比 47.81%，非流动负债占比 52.19%，非流动负债占比较 2014 年底进一步提升。

跟踪期内，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均呈下降趋势，2014 年底分别为 46.18%、38.69% 和 23.57%，较 2013 年底分别下降了 5.93 个百分点、3.73 个百分点和 1.59 个百分点；2015 年 3 月底以上指标分别为 45.85%、37.11%、23.91%。

总体看，跟踪期内，受短期借款不断减少影响，公司债务负担有所减轻。

所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益有所增长，主要为实收资本与未分配利润的增加。截至 2014 年底，公司所有者权益 32.12 亿元，同比增长 9.31%。其中实收资本 2.34 亿元，同比增长 30.00%。根据 2014 年 4 月 14 日召开的公司第二届董事会第十七次会议通过的决议，公司拟以 2013 年 12 月 31 日总股本 18000.00 万股为基数，以资本公积转增股本，每 10 股转增 3 股，共计转增股本 5400.00 万股。截至 2014 年底，公司未分配利润 7.08 亿元，同比增长 25.48%，为归属母公司所有者的净利润增加所致。截至 2014 年底，公司归属于母公司的所有者权益合计 28.83 亿元，其中实收资本占 8.12%、资本公积占 66.06%、盈余公积占 1.28%、未分配利润

占 24.54%。截至 2014 年底公司少数股东权益 3.29 亿元，同比增长 67.98%，主要因为 2014 年 2 月纳入公司合并范围的嘉和生物评估增值，少数股东权益净增加 1.90 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司所有者权益 31.55 亿元，同比下降 1.78%。其中归属于母公司的所有者权益 28.35 亿元，较 2014 年底下降 1.67%，构成较 2014 年底变化不大；少数股东权益 3.20 亿元，较 2014 年底下降 2.68%。

总体看，公司所有者权益稳定性较好。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2014 年，公司流动比率与速动比率分别为 156.90%、145.90%，受流动负债和存货规模下降影响均较 2014 年底有所增长，分别增加 13.68 个百分点和 22.28 个百分点。2015 年 3 月底以上两项指标分别为 162.75%、149.59%，较 2014 年底进一步提升。但公司货币资金大幅下降，其他应收款快速上升，且短期借款规模大，存在短期支付压力。

从长期偿债指标来看，跟踪期内，公司因利润总额增加和发行中期票据引起财务费用上升影响，EBITDA 大幅增长，2014 年为 4.35 亿元，同比增长 108.17%。同期 EBITDA 利息倍数下降 0.46 个百分点至 2.52 倍；全部债务/EBITDA 快速下降，由 2013 年的 10.37 倍下降 5.70 个百分点至 2014 年的 4.66 倍。总体看，跟踪期内，公司长期偿债能力良好。

截至 2015 年 3 月底，公司无合并口径外的对外担保。

截至 2015 年 3 月底，公司共获得商业银行授信 11.20 亿元，已使用 7.50 亿元（未包含信托贷款 1 亿元），尚未使用 3.70 亿元，公司间接融资渠道有待扩宽。公司作为上市公司，具备直接融资渠道。

5. 过往债务履约情况

根据企业提供的中国人民银行征信中心企业信用报告（报告编号：

B201505140078830116), 截至 2015 年 5 月 14 日, 公司无未结清不良贷款信息记录, 过往债务履约情况良好。

6. 抗风险能力

公司作为国内发展较快的疫苗生产企业, 在疫苗研发能力、市场占有率、核心技术以及产品质量等方面具有优势。跟踪期内, 公司为进一步夯实在疫苗和医药流通领域的业务能力, 收购了瑞尔盟生物公司和倍宁生物医药公司, 分散了经营单一的风险, 综合竞争力有所提升。但公司期间费用维持较高水平, 且自主疫苗产品因竞争激烈等原因利润空间被压缩; 货币资金大幅减少, 其他应收款快速上升, 短期借款规模大等因素导致公司存在短期支付压力。

综合看, 基于公司自身经营特点与财务分析, 公司整体抗风险能力一般。

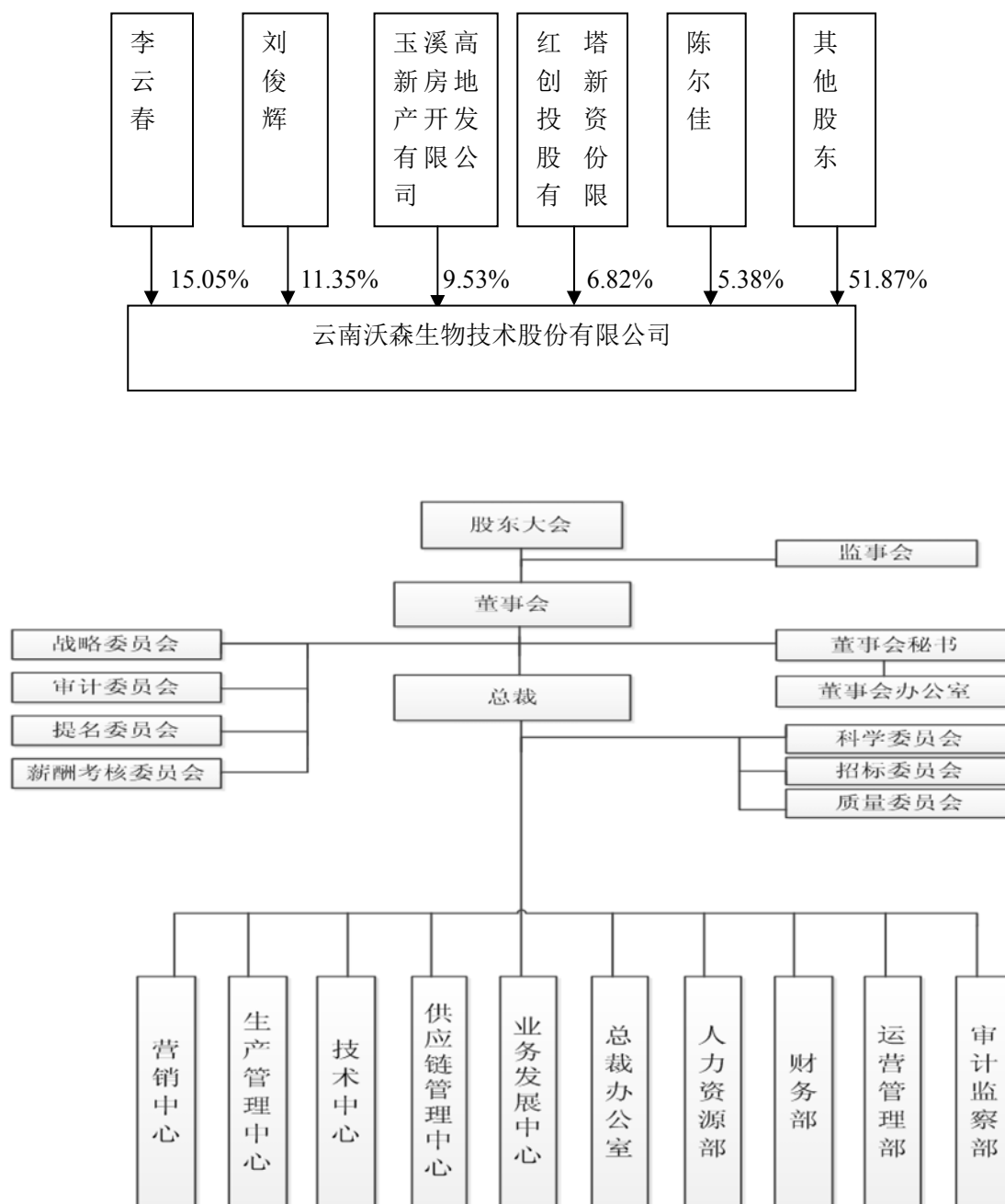
十一、存续期债券偿债能力

截至 2014 年底, 公司经营活动现金流入为 9.37 亿元, 为待偿债券“13 沃森 MTN001 (3 年期)”的 1.87 倍, 为待偿债券“13 沃森 MTN001 (5 年期)”的 1.87 倍。2014 年, 公司 EBITDA 为 4.35 亿元, 为待偿债券“13 沃森 MTN001 (3 年期)”的 0.87 倍, 为“13 沃森 MTN001 (5 年期)”的 0.87 倍。公司经营活动现金流入量对代偿债券保障能力良好, EBITDA 对待偿还债券保障能力较弱。

十二、结论

综合考虑, 联合资信维持公司 A⁺的主体长期信用等级, 评级展望为稳定, 并维持“13 沃森 MTN001 (3 年期)”和“13 沃森 MTN001 (5 年期)”A⁺的信用等级。

附件 1 公司股权结构图及组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	14.65	12.71	6.28	3.86
资产总额(亿元)	44.50	61.36	59.68	58.26
所有者权益(亿元)	31.70	29.38	32.12	31.55
短期债务(亿元)	5.40	11.76	10.36	8.70
长期债务(亿元)	--	9.88	9.91	9.91
全部债务(亿元)	5.40	21.65	20.27	18.61
营业收入(亿元)	5.38	5.83	7.19	1.72
利润总额(亿元)	2.67	0.10	1.38	-0.52
EBITDA(亿元)	3.16	2.09	4.35	--
经营性净现金流(亿元)	0.78	-1.22	-0.66	-0.46
财务指标				
销售债权周转次数(次)	2.23	1.04	1.31	--
存货周转次数(次)	0.65	0.57	1.55	--
总资产周转次数(次)	0.24	0.11	0.12	--
现金收入比(%)	67.34	84.35	124.90	75.34
营业利润率(%)	87.39	71.51	42.36	39.89
总资本收益率(%)	6.34	1.47	5.14	--
净资产收益率(%)	7.11	0.17	3.01	--
长期债务资本化比率(%)	--	25.16	23.57	23.91
全部债务资本化比率(%)	14.55	42.42	38.69	37.11
资产负债率(%)	28.78	52.11	46.18	45.85
流动比率(%)	234.08	143.22	156.90	162.75
速动比率(%)	214.79	123.61	145.90	149.59
经营现金流动负债比(%)	7.69	-6.48	-4.66	--
EBITDA 利息倍数(倍)	31.72	2.98	2.52	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.71	10.37	4.66	--

注：2015 年一季度财务数据未经审计。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

级别设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。