跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 1039 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定将云南沃森生物技术股份有限公司主体长期信用等级由 A^+ 调整为 A，评级展望调整为负面，并将“13 沃森 MTN001（3 年期）”和“13 沃森 MTN001（5 年期）”的信用等级由 A^+ 调整为 A。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年六月二十四日

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中期票据跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：A	评级展望：负面
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：2016年6月24日

财务数据

项　目	2013年	2014年	2015年	16年3月
现金类资产(亿元)	12.71	6.28	10.58	16.17
资产总额(亿元)	61.36	59.68	62.58	69.55
所有者权益合计(亿元)	29.38	32.12	30.24	29.73
短期债务(亿元)	11.76	10.36	13.87	13.57
全部债务(亿元)	21.65	20.27	19.82	22.45
营业收入(亿元)	5.83	7.19	10.06	2.11
利润总额(亿元)	0.10	1.38	-8.85	-0.48
EBITDA(亿元)	2.09	4.35	-6.51	--
经营性净现金流(亿元)	-1.22	-0.66	-0.69	-1.10
营业利润率(%)	71.51	42.36	42.44	40.42
净资产收益率(%)	0.17	3.01	-30.58	--
资产负债率(%)	52.11	46.18	51.68	57.26
全部债务资本化比率(%)	42.42	38.69	39.60	43.02
流动比率(%)	143.22	156.90	108.19	115.23
全部债务/EBITDA(倍)	10.37	4.66	-3.04	--
EBITDA利息倍数(倍)	2.98	2.52	-4.42	--
经营现金流动负债比(%)	-6.48	-4.66	-3.17	--

注：1. 2016年一季度财务数据未经审计。
2. 现金类资产已剔除受限货币资金。

分析师

王叶笛　马 栋　魏铭江

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、核心技术以及产品质量等方面具有的优势。同时联合资信也关注到，因“山东非法经营疫苗案”，公司子公司山东实杰生物科技股份有限公司（以下简称“山东实杰”）和圣泰（莆田）药业有限公司被当地药监部门撤销和收回了《药品经营质量管理规范认证证书》（GSP证书），并采取吊销《药品经营许可证》的行政处罚。公司商誉资产减值损失大，公司疫苗流通业务因此将受到重大影响。此外，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也可能对公司经营发展带来不利影响。

未来，全球生物仿制药市场发展空间巨大，中国药品支出将高速增长，疫苗领域将保持增长态势，公司储备的二类疫苗产品将得到进一步释放，但随着行业竞争加压，药品管制流通领域的影响短期内仍将存在。

综合考虑，联合资信将公司的主体长期信用等级由A^+调整为A，评级展望由稳定调整为负面；将“13沃森MTN001（3年期）”和“13沃森MTN001（5年期）”的信用等级由A^+调整为A。

优势

1. 全球生物仿制药市场发展空间巨大，疫苗领域将保持增长态势。
2. 公司技术研发实力强，产品研发能力保持领先，百白破联合疫苗获得了生产批件和GMP认证，成为公司下一个上市的疫苗产品。
3. 公司作为高新技术企业，获得了政府在资金

补助与税收优惠方面的较大支持。

4. 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”。

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. 跟踪期内，公司商誉减值损失和期间费用对利润侵蚀严重，公司严重亏损。
4. 因子公司山东实杰被撤销 GSP 证书及药品经营许可证书，且由于《国务院关于修改<疫苗流通和预防接种管理条例>的决定》的实施，公司疫苗流通业务将受到重大影响。

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（以下简称“公司”或“沃森生物”）主体长期信用及“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 2016 年 3 月底，公司总股本 140400.00 万股，其中自然人李云春持股 11.55%、刘俊辉持股 9.85%、陈尔佳持股 5.53%、创金合信基金-招商银行-创金合信-方略沃森-未来 1 号特定多客户资产管理计划持股 5.00%、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的选任或董事会对相关事项的决议，因此公司不存在控股股东和实际控制人。

公司的经营范围主要为：生物制剂的研究与开发；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（以上经营范围中涉及国家法律、行政法规规定的专项审批，按审批的项目和时限开展经营活动）。

截至 2016 年 3 月底，公司下设财务部、运营管理部、审计监察部等 10 个职能部门；纳入合并报表范围内子公司 14 家。

截至 2015 年底，公司资产总额 62.58 亿元，所有者权益合计 30.24 亿元（含少数股东权益 7.39 亿元）；2015 年公司实现营业收入 10.06 亿元，利润总额-8.85 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司资产总额 69.55 亿元，所有者权益合计 29.73 亿元（含少数股东权益 7.30 亿元）；2016 年 1～3 月，公司实现营业收入 2.11 亿元，利润总额-0.48 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

1. 宏观经济

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP 同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015 年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

根据国家统计局初步核算，2015 年，中国

国内生产总值（GDP）67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低；分季度看，GDP 增幅分别为 7.0%、7.0%、6.9%和 6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

从消费、投资和进出口情况看，2015 年，市场销售增速走势较为平稳，固定资产投资增速回落较大，进出口增速回落。社会消费品零售总额 30.10 万亿元，同比增长 10.70%。固定资产投资（不含农户）55.20 万亿元，比上年名义增长 10.00%（扣除价格因素实际增长 12.00%）。全年进出口总额 4.00 万亿元人民币，比上年下降 8.00%。

2015 年，中国继续实施积极的财政政策。中国一般公共预算收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共预算支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3%的预算赤字率。

2015 年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015 年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到 125BP 和 300BP。在公开市场操作方面，央行多次开展逆回购操作，并通过短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）分别向市场净投放资金 5200 亿元、213 亿元和 10811.89 亿元，向市场注入流动性。此外，自 2015 年 10 月起，央行在上海、江苏等 11 省（市）推广信贷资产质押再贷款试点，截至 2015 年末，共向 31 家地方法人金融机构合计发放信贷政策支持再贷款 49.73 亿元，资金流动性保持宽松状态。

2016 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，2016 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 6.5%~7.0%，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，进出口回稳向好，国际收支基本平衡，居民收入增长和经济增长基本同步。2016 年是中国“十三五”开局之年，也是推进结构性改革的攻坚之年。政府将稳定和完善宏观经济政策，保持经济运行在合理区间，进一步加强供给侧结构性改革，推进新一轮高水平对外开放，加强民生保障，切实防控风险，努力实现“十三五”时期经济社会发展良好开局。

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生物医药有限公司（以下简称“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

2015年，世界经济增长低于普遍预期，根据国际货币基金组织（IMF）数据，2015年全球经济增长率为3.1%，全球经济活动依然低迷。2015年全球医药市场增速预计约为5%，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。

总体而言，2015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

2015 年，FDA 共批准了 45 个新药，包括 33 个新分子实体（NME）和 12 个生物制品许可申请（BLA）,这一数字高于 2014 年的 41 个和 2013 年的 27 个。创下近十年来新药批准数量的新高。这其中，肿瘤治疗领域有 14 个药物获得批准，由此成为获批药物最多的治疗领域。其次为心血管类和抗感染类新药，分别有 6 个和 2 个。

（二）大额并购多发

据不完全统计，2015 年全球医药行业进行

了超过 7240 亿美元的并购重组业务，这一数字是 2014 年的三倍多，成为所有行业中并购额居首位的行业。随着生物医药产业兼并收购进程的不断加深，很多大型制药公司不约而同选择了兼并收购战略，希望借由优化重组自身的业务结构、扩充产品线或者兼并变更本公司的注册地进而降低税率。

表 1　2015 年全球医药行业主要并购案

（单位：亿美元）

先导公司	被并购公司	交易金额
辉瑞	艾尔建	1600.00
阿特维斯（Actavis）	艾尔建全球仿制药业务	405.00
艾伯维	Pharmacyclics	208.00
辉瑞	赫尔瑞	160.00
瓦兰特制药国际公司	Salix	160.00
Danaher	Pall	136.00
BoehringerIngelheim	赛诺菲动物保健业务	124.00
AlexionPharmaceuticals	Synageva	88.60
Endo International	Par Pharmaceutical	81.40
新基（Celgene）	Receptos	76.26

资料来源：公司年报

（三）生物类似药开始崛起

统计数据表明，2011年以后，部分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。在全球十大制药公司中，有一半正在开发生物类似药。2016年，至少有4种生物类似药正在申请FDA审查，而另有50种正在接受FDA审查。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。

中国医药行业发展概况

2015 年中国经济增长速度放缓，据国家统计局最新发布的经济数据显示，2015 年中国 GDP 增速为 6.9%。受宏观经济影响，中国医药行业发展增速放缓，2015 年，中国医药制造业的销售收入同比增长 9.1%，增速同比略有下滑；累计完成利润总额同比增长 12.9%，增速同比下滑 0.85 个百分点。

2015 年国内企业获得批文数量呈现前高后低的态势，尤其是在下半年，批文数急剧减少。政策的变化将带来医药行业整体升级，为企业创新提供良好的环境，但社会对医药行业的刚性需求犹存，国内医药行业将在持续的行业升级中不断前行。

另一方面，成长型医药企业将拥抱千亿市值。目前国内医药企业的市值分别呈现“三足鼎立”之势，大部分医药企业市值规模达到50亿至200亿之间，国内医药企业已进入快速成长期。但在行业寒冬中，仍有机会邂逅未来千亿市值的成长型医药企业，这些医药企业必定根植与成长空间巨大的市场行业中，肿瘤、糖尿病、心脑血管疾病、骨科和肝病将是培育千亿市值医药企业的最适土壤。

从2015年开始，中国步入“十三五”期间，是医药行业转型发展的关键时期。“十三五”规划对国家的发展战略布局有着重要的影响。到2020年，是中国实现全面建成小康社会目标的最后五年，医药是保障全民健康的物质基础。“十三五”规划是在中国制造2025的框架下必须编制的国家级的专项规划，生物医药和高端医疗装备制造是重点领域之一。国务院发布了促进发展战略性新兴产业文件，里面确定了7个重点领域，生物产业就是其中之一。

疫苗领域发展概况

全球人用疫苗市场继续保持较快增长，2015 年全球预防类疫苗市场总规模约 250 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，2020 年全球人用疫苗都会维持快速增长态势。据 EvaluatePharma 预测，到 2020 年全球疫苗行业仍将以 7%的速度增长，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 310 亿元，其主要推动力仍将是 13 价肺炎球菌结合疫苗与重组 HPV 疫苗（宫颈癌疫苗）。

从全球范围来看，新型、重磅疫苗将是未来重要增长动力，其中最具代表性的重磅疫苗即为 13 价肺炎球菌结合疫苗。目前全球仅有两家企业的三个肺炎结合疫苗批准生产和销售，分别是辉瑞旗下惠氏公司的 7 价肺炎球菌结合疫苗（Prevenar-7）、13 价肺炎球菌结合疫苗（Prevenar-13），以及 GSK 的 10 价肺炎球菌结合疫苗（Synflorix）。2015 年辉瑞的 13 价肺炎球菌结合疫苗的全球销售额达到 61.14 亿美元，较上年增长 36.96%，预计到 2020 年，辉瑞的 13 价肺炎结合疫苗市场销售额将达到 69 亿美元，当之无愧的成为疫苗领域的“王者”。

就中国而言，2008 年，7 价肺炎球菌结合疫苗登陆中国，取名“沛儿”，是中国唯一可用于 2 岁以下婴幼儿的肺炎疫苗。2015 年 4 月，辉瑞中国宣布暂停该疫苗在中国的业务，不再继续供货。最后一批 Prevenar-7（7 价肺炎球菌结合疫苗）将在 2016 年 5 月以后过期。中国有四家企业研发的 13 价肺炎球菌多糖结合疫苗已经进入临床申报程序，玉溪沃森生物技术有限公司、北京民海生物科技有限公司、北京科兴生物制品有限公司和兰州生物制品研究所有限责任公司先后获得国家药监总局颁发的《药物临床试验批件》，截至 2015 年底，玉溪沃森研发的 13 价肺炎球菌多糖结合疫苗即将进入 III 期临床试验阶段。由于中国近年每年新生儿达 1600~1700 万，全面二孩政策后可能增加到 1800~2000 万，考虑到庞大的人口基数及 13 价肺炎球菌多糖结合疫苗的高市场价值，国内婴幼儿肺炎疫苗市场潜力巨大。

另外，HPV 疫苗是目前世界上唯一一种可以预防宫颈癌的疫苗，是市场规模仅次于 13 价肺炎球菌多糖结合疫苗的重磅疫苗品种。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 Gardsil 以及葛兰素史克的 Cervarix 和 Cervarix 9。2015 年，全球 HPV 疫苗市场规模已超过 20 亿美元。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，每年新发宫颈癌病例约为 13 万，每年有约有 5 万人因宫颈癌死亡。随着经济支付能力的提升，人们对健康需求的提高，中国对 HPV 疫苗的需求也急剧增加，但中国目前尚无 HPV 疫苗产品上市，中国企业中上海泽润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。

山东非法疫苗事件及相关影响

2016 年 3 月，山东疫苗事件逐渐发酵并波及全国 24 省，引起了政府的高度关注和追责。2016 年 4 月 13 日，国务院常务会议通过《国务院关于修改<疫苗流通和预防接种管理条例>的决定》，并于 4 月 25 日发布施行。《决定》主要对以下几方面做了修改：

1.改革第二类疫苗流通方式，取消疫苗批发企业经营疫苗的环节。同时明确规定，疫苗的采购全部纳入省级公共资源交易平台，其中第一类疫苗维持现行的政府采购方式，由省级疾病预防控制机构逐级分发至接种单位；第二类疫苗由省级疾病预防控制机构组织在平台上集中采购，由县级疾病预防控制机构向生产企业采购后供应给本行政区域的接种单位。

2. 强化疫苗全程冷链储存、运输管理制度。一是明确配送责任。第二类疫苗应由生产企业直接配送给县级疾病预防控制机构或者由其委托具备冷链储存、运输条件的企业配送。二是强化储存、运输的冷链要求。疫苗储存、运输的全过程应当始终处于规定的温度环境，不得脱离冷链，并定时监测、记录温度，按要求加贴温度控制标签。三是增设接收环节索要温度监测记录的义务。疾病预防控制机构、接种单位接收或者购进疫苗时，应当索要储存、运输全过程的温度监测记录，发现无全过程温

度监测记录或者温度控制不符合要求的疫苗，不得接收或者购进，并应向药品监督管理、卫生主管部门报告。

3. 完善疫苗全程追溯管理制度。国家建立疫苗全程追溯制度，生产企业、疾病预防控制机构、接种单位应当依照药品管理法、本条例和国务院有关部门的规定记录疫苗流通、使用信息，实现疫苗最小包装单位的生产、储存、运输、使用全程可追溯；食品药品监管总局会同卫生计生委要建立疫苗全程追溯协作机制；实施接种，应当记录疫苗的品种、生产企业、最小包装单位的识别信息、有效期、接种时间、实施接种的医疗卫生人员、受种者等内容，接种记录保存时间不得少于 5 年；对包装无法识别、超过有效期、脱离冷链、经检验不符合标准、来源不明的疫苗，应当如实登记并向药品监督管理部门报告，由药品监督管理部门会同卫生主管部门按规定监督销毁。

4. 加大处罚及问责力度。一是针对向县级疾病预防控制机构以外的单位或者个人销售第二类疫苗，未在规定的冷藏条件下储存、运输疫苗等严重违法行为，提高罚款金额，增设给予责任人员 5 年至 10 年的禁业处罚。二是增加规定未通过省级公共资源交易平台采购疫苗、未索要温度监测记录等行为的法律责任。三是为严格落实地方政府的属地监管责任，加大了对地方政府以及监管部门主要负责人的问责力度。四是针对疾病预防控制机构、接种单位违法购进第二类疫苗以及生产企业违法销售第二类疫苗的行为，作了刑事责任的衔接规定。

山东疫苗事件的影响，主要会对国产二类疫苗的销售产生阻力，而一类疫苗由于政策垄断受到影响较小。短期来看，将促使行业成本整体上升，对疫苗价格形成压力，行业门槛提升，集中度随之提高，规模小、质控差的企业会被逐步淘汰；而规模大、管理规范的大型企业较有望借机扩大市场份额。长期来看，监管部门对现行疫苗行业政策的修改和升级促使行业更加规范。

综上所述，《决定》的实施将对现有的疫苗生产企业尤其是自身开展疫苗流通业务的企业产生重大影响，中国疫苗流通行业或将面临洗牌。

2015年全国疫苗产品批签发情况

2015 年全国疫苗批签发总量约为 5.76 亿剂，较 2014 年的 6.45 亿剂减少了 10.70%。其中二类疫苗批签发总量约为 1.92 亿剂，较 2014 年的 2.35 亿剂减少 18.38%。

（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。2015 年，全国 Hib 的批签发数量约为 1648.05 万剂，较 2014 年下降 26.29%。其中公司子公司玉溪沃森 Hib 批签发 390.19 万剂，同比下降 27.91%，批签发市场占有率为 23.68%，排名第二。

（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。2015 年，全国 AC 结合疫苗的批签发数量约为 479.22 万剂，较 2014 年下降 37.40%。其中，公司子公司玉溪沃森 AC 结合疫苗批签发 27.95 万剂，同比下降 86.77%，批签发市场占有率为 5.83%，排名第三，较排名第二的北京智飞绿竹市场占有率少 27.43 个百分点。

（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，可使基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。2015 年中国 AC 多糖疫苗的批签发数量为 2714.74 万剂，较 2014 年下降 3.20%。其中公司子公司玉溪沃森 AC 多糖疫苗批签发 446.83 万剂，同比上升 5.18%，批签发市场占有率为 16.46%，排名第二，较排名第一的兰州所市场占有率少 55.00 个百分点。

（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。2015 年全国流脑 ACYW135 多糖疫苗的批签发数量为 646.83 万剂，较 2014 年下降 36.49%。其中子公司玉溪沃森流脑 ACYW135 多糖疫苗批签发量 72.15 万剂，同比上升 16.63%，批签发市场占有率 11.15%，排名第四。

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，2015 年 10 月 30 日，十八届五中全会通过二胎政策全面放开，未来 10 年儿童人口将持续增长，到 2024 年，儿童人口占比有望超过 18.3%。在我国免疫规划政策下，新生儿童数量的增加直接带动疫苗的需求。广证恒生预计 2014 年到 2024 年，我国将迎来新生人口的第四次高峰（婴儿潮），每年新生的数量有望提升到 1900 万。预计到 2024 年，儿童人口有望达到 2.65 亿。根据 Kalorama Information 公司 2014 年报告，2017 年国内儿童疫苗市场势必突破 80 亿。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

1. 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。2015 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。公司经营范围扩展，综合竞争力提升。

2. 研发实力

跟踪期内，公司 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和 ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗等各主要产品顺利通过了新版 GMP 认证，取得了 GMP 证书；吸附无细胞百白破联合疫苗获得了生产批件并顺利通过新版 GMP 认证；23 价肺炎球菌多糖疫苗申请生产注册，已完成补充资料提交，肺炎疫苗生产车间已完成工艺验证等各项准备工作，进入产业化试生产阶段。另外，公司 13 价肺炎球菌多糖结合疫苗处于临床研究阶段，即将进入 III 期临床；HPV 疫苗 III 期临床已完成全程免疫接种，并进入妇科随访收集病例阶段；子公司嘉和生物药业有限公司（以下简称“嘉和生物”）注射用重组抗 HER-2 人源化单克隆抗体（曲妥珠单抗类似药）II 期临床试验基本完成，进入 III 期临床试验准备阶段；注射用重组抗 TNF-alpha 人鼠嵌合单克隆抗体（英夫利昔单抗类似药）获得临床试验批件，并顺利启动临床研究工作，目前，临床病例入组已完成；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）在韩国启动了 I 期临床试验，I 期病例已完成入组。公司 ACYW135 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗、13 价肺炎球菌多糖结合疫苗、伤寒 Vi 多糖疫苗和子公司嘉和生物注射用重组抗 TNF-alpha 人鼠嵌合单克隆抗体获得了临床试验批件；嘉和生物对外合作研发产品重组抗 CD20 人鼠嵌合单克隆抗体注射液（利妥昔单抗类似药）与合作伙伴共同申报临床研究获得受理，并进入技术审评阶段；嘉和生物第一个创新型单抗药物杰瑞单抗注射液申请临床研究获得受理；子公司江苏沃森生物技术有限公司（以下简称“江苏沃森”）4 价流感病毒裂解疫苗申请临床研究获得受理；公司 13 价肺炎球菌多糖结合疫苗在俄罗斯获得了 III 期临床试验批件。

截至 2015 年末，公司共有 20 个产品进入申报注册阶段，其中 9 个产品正在申报临床研究，7 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 2015 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 12 月底，公司及控股子公司获得发明专利授权 50 项，新申请发明专利 33 项，获得外观设计专利授权 18 项。2015 年，公司研发投入金额 2.68 亿元，同比增长 18.24%，研发投入占营业收入比例为 26.60%。

3. 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。2015 年，公司累计获得政府补助 2.14 亿元，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。2015 年公司通过了高新技术企业的重新认定，更新证书编号 GR201553000152，有效期三年，根据国家对高新技术企业的税收优惠政策，2015 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。子公司玉溪沃森生物技术有限公司（以下简称“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。

综上所述，公司作为研发实力较强的高新技术企业，承担了相关的课题研究和开发，政府在资金补助与税收优惠方面给予了公司较大支持。

六、重大事项

1. 山东实杰定向增发

2015年6月10日，云南沃森将全资子公司山东实杰生物药业有限公司（以下简称“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）（以下简称“德润天清”），股权转让款合计人民币1.8亿元，此次股权转让后，云南沃森持有山东实杰85%股权，德润天清持有15%股权。

公司子公司山东实杰于2015年12月17日在全国中小企业股份转让系统顺利挂牌交易。根据2016年1月29日的公告（公告编号2016-17），山东实杰拟向睿德信实杰1号契约型私募股权投资基金发行不超过41833333股，募集资金金额预计不超过2.51亿元；拟向华创证券股份有限公司（以下简称“华创证券”）等具有做市商资金的券商发行总计不超过3000000股，募集资金不超过0.18亿元。其中，睿德信实杰1号契约型私募股权投资基金的发起人为深圳德润天清投资管理合伙企业（有限合伙），基金管理人为石河子德润信股权投资管理合伙企业（有限合伙）。此次定向发行股票数量不超过44833333股，公司持有山东实杰1.7亿股，此次发行后，公司对山东实杰的持股比例不低于69.43%，对公司的控股股东地位无实质性影响。

2. 山东非法疫苗事件的影响

因“山东非法经营疫苗案”，2016年4月13日，国务院常务会议通过《国务院关于修改<疫苗流通和预防接种管理条例>的决定(以下简称“《决定》”)，并于4月25日发布施行。《决定》明确“改革第二类疫苗流通方式，取消疫苗批发企业经营疫苗的环节”、“疫苗的采购全部纳入省级公共资源交易平台，其中第一类疫苗维持现行的政府采购方式，由省级疾病预防控制机构逐级分发至接种单位；第二类疫苗由省级疾病预防控制机构组织在平台上集中采购，由县级疾病预防控制机构向生产企业采购后供应给本行政区域的接种单位”。这一政策的实施将对中国疫苗流通行业产生重大影响。

截至2016年4月30日，公司子公司山东实杰生物科技股份有限公司（原名称为山东实杰生物药业有限公司，于2015年6月进行股份制改造后变更为山东实杰生物科技股份有限公司）和圣泰（莆田）药业有限公司被当地药监部门撤销和收回了《药品经营质量管理规范认证证书》（GSP证书），并采取吊销《药品经营许可证》的行政处罚（公告编号：2016-051）。山东疫苗事件发生后，2016年4月29日，公司已与德润天清及山东实杰签署了《收购意向协议》。德润天清有意通过自身或其指定的第三方收购公司持有的山东实杰股权，成为山东实杰的控股股东。根据收购协议，德润天清或其指定的第三方将持有山东实杰的控股权，山东实杰将成为公司的参股公司。

截至2016年5月16日，根据公司公告，鉴于国务院于2016年4月25日发布了《关于修改<疫苗流通和预防接种管理条例>的决定》（国务院令第668号）对原《疫苗流通和预防接种管理条例》作出了修订，导致山东实杰所处的行业环境发生了较大变化，山东实杰拟申请股票在全国中小企业股份转让系统终止挂牌。

截至2016年5月26日，公司召开2013年第一期中期票据持有人会议，会议通过了公司提出的“公司转让山东实杰的部分股权”及“设立本

期中期票据还款资金专户”的议题。

截至2015年12月31日，公司合并财务报表中因并购山东实杰（含其所属子公司圣泰莆田、宁波普诺生物医药有限公司和重庆倍宁生物医药有限公司）所形成的商誉原值8.43亿元、无形资产净值1.30亿元，依据上海立信资产评估有限公司（信资评报字（2016）第2035-1号、信资评报字（2016）第2035-2号、信资评报字（2016）第2035-3号、信资评报字（2016）第2035-4号）评估报告，合计计提了商誉减值准备4.81亿元、无形资产减值准备0.28亿元。减值后的商誉净额3.62亿元、无形资产净额1.02亿元。

表2　商誉减值准备　（单位：亿元）

被投资单位名称	本期减少		期末余额
	处置	评估	
山东实杰	--	1.91	1.91
宁波普诺	--	0.83	0.83
圣泰莆田	--	0.90	0.90
重庆倍宁	--	1.17	1.17
合计	--	**4.81**	**4.81**

资料来源：公司审计报告

3. 沃森生物定向增发

截至2016年5月17日，中国证券监督管理委员会《关于核准云南沃森生物技术股份有限公司向新余方略知润投资管理中心（有限合伙）发行股份购买资产并募集配套资金的批复》（证监许可〔2016〕[111]号）核准，同意公司向新余方略知润投资管理中心（有限合伙）（以下简称“新余方略”）发行68577982股股份，用于购买新余方略所持有的嘉和生物药业有限公司15.45%股权和上海泽润生物科技有限公司33.53%股权。公司此次向特定对象募集资金净额为人民币5.81亿元。此次募集配套资金主要用于支付嘉和生物治疗性单抗药物产业化项目支出、支付嘉和生物和上海泽润的研发费用支出。

表3　募集资金使用情况　（单位：亿元）

序号	募集配套资金规定用途	金额
1	嘉和生物治疗性单抗药物产业化项目支出	2.46
2	嘉和生物研发项目费用	1.72
3	上海泽润研发项目费用	1.80
合计		**5.98**

资料来源：公司公告

七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构及管理体制及高管人员无重大变化。

八、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。公司主营业务范围包括 Hib 疫苗和流脑疫苗等自主疫苗产品、疫苗代理及药品代理等业务等。2015 年公司主营业务收入较上年大幅增加，同比增长 37.74%，主要系公司疫苗代理业务收入大幅增长所致。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，但公司调整了销售策略，除冻干 A+C 疫苗群脑膜炎球菌多糖结合疫苗收入较去年有大幅下滑外，其余疫苗产品销售金额都有一定提升，疫苗收入水平仍较去年同期有一定上升。

基于以上原因，公司 2015 年主营业务收入构成较 2014 年产生了较大变化。2015 年，公司自主经营疫苗占比 27.16%，较 2014 年占比下降 7.46 个百分点；同期，疫苗代理产品业务占比为 58.76%，同比增加 10.43 个百分点；无人血白蛋白业务；其他业务（代理药品和服务收入）占比 14.08%，同比上升 1.65 个百分点。

毛利率方面，2015 年，公司自主疫苗中，Hib 疫苗毛利率 81.51%，较去年上升 2.76 个百分点，主要系公司加强成本管控，降低流通公司的采购成本所致；流脑疫苗毛利率 53.64%，较去年下滑 4.01 个百分点，主要系毛利率较高的 AC 多糖结合疫苗销量下滑较大所致；疫苗代理毛利率 33.79%，较去年上升 5.15 个百分点，主要也是流通成本降低所致；其他业务毛利率 16.27%，较去年上升 5.58 个百分点，主要系公司新开展的服务收入业务毛利率较高。总体看，公司流脑疫苗毛利率下降较大导致公司整体主营业务毛利率较去年有略微下滑。

表 4　2014～2016 年 3 月公司主营业务构成情况（单位：万元，%）

分产品	2014 年			2015 年			2016 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									
Hib(西林瓶)	7306.13	10.21	72.92	8568.90	8.70	84.01	1013.31	4.80	74.18
Hib(预灌封)	9548.27	13.35	83.22	11383.84	11.55	79.63	2022.81	9.59	74.79
小计	**16854.40**	**23.56**	**78.75**	**19952.74**	**20.25**	**81.51**	**3036.12**	**14.39**	**74.58**
2.流脑疫苗									
AC 结合疫苗	4388.94	6.14	63.45	1654.15	1.68	2.42	1046.93	4.96	70.19
AC 多糖疫苗	1193.29	1.67	4.64	2472.43	2.51	66.31	461.02	2.19	0.74
ACYW135 多糖疫苗	2339.71	3.27	73.79	2686.41	2.73	73.51	745.27	3.53	52.83
小计	**7921.94**	**11.07**	**57.65**	**6812.99**	**6.91**	**53.64**	**2253.22**	**10.68**	**50.24**
3.人血白蛋白	3288.45	4.60	50.26	--	--	--	--		--
4.代理疫苗产品	34572.64	48.33	28.64	57892.27	58.76	33.79	13182.44	62.48	32.62
5.其他	8894.86	12.43	10.69	13869.89	14.08	16.27	2625.81	12.45	16.33
合计	**71532.30**	**100.00**	**42.42**	**98527.89**	**100.00**	**42.36**	**21097.59**	**100.00**	**38.51**

资料来源：公司提供

2016 年 1~3 月，公司实现主营业务收入 2.11 亿元，为 2015 年的 21.41%，同比增长 24.19%。从收入构成看，Hib 疫苗占主营业务收入的 14.39%，较 2015 年下降 5.86 个百分点；流脑疫苗占主营业务收入的 10.68%，较 2015 年增加 3.77 个百分点；代理疫苗业务占主营业务收入的 62.48%，较 2015 年上升 3.72 个百分点；其他业务占主营业务收入的 12.45%，较 2015 年下降 1.63 个百分点。2016 年一季度，公司主营业务综合毛利率为 38.51%，同比下降 1.39 个百分点。

总体看，跟踪期内，由于代理疫苗收入不断提高，2015 年公司主营业务收入同比上升 37.74%，2016 年一季度主营业务收入同比上升 24.19%。但因 2016 年 4 月山东疫苗事件影响，公司子公司山东实杰被撤销 GSP 证书及药品经营许可证书，且由于后续《国务院关于修改<疫苗流通和预防接种管理条例>的决定》的实施，公司已停止疫苗代理等相关业务，这将对公司后续的营业收入产生重大影响。

2. 成本构成

2015年，公司成本构成由疫苗的原材料、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86.64%。

疫苗产品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。2015年公司向前五名供应商合计采购金额2.74亿元，占公司采购总额的57.25%，公司对主要供应商依赖度较高。

表5　2015年公司前5大供应商　（单位：亿元、%）

序号	供应商	采购额	占比
1	辽宁成大生物股份有限公司	0.88	14.52
2	长春百克生物科技股份有限公司	0.75	12.37
3	北京科园信海医药经营有限公司	0.44	7.30
4	德国奥普蒂玛集团制药有限公司MP公司	0.42	6.93
5	宁波荣安生物药业有限公司	0.24	16.13
合计		2.74	57.25

资料来源：公司审计报告

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，国家药监总局要求 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。

公司子公司玉溪沃森于 2014 年 10 月 31 日取得国家食品药品监督管理总局颁发的“b 型流感嗜血杆菌结合疫苗”药品 GMP 证书，证书编号为 CN20140402，有效期至 2019 年 10 月 30 日；于 2015 年 11 月 18 日收到国家食品药品监督管理总局颁发的“b 型流感嗜血杆菌结合疫苗”产品的药品补充申请批件，批件号为 2015B01708，审批结论：同意在原址（玉溪市高新区东风南路 83 号）新建的三期生产车间用于本品生产，原一期生产车间不再用于本品生产，分包装车间不变。

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；于 2015 年 11 月 20 日取得国家食品药品监督管理总局颁发的“ACYW135 群脑膜炎球菌多糖疫苗”药品 GMP 证书，证书编号为 CN20150183，有效期至 2020 年 11 月 19 日。

子公司玉溪沃森于 2015 年 8 月 10 日收到国家食品药品监督管理总局颁发的“吸附无细胞百白破联合疫苗”产品的药品生产注册批件，药品批准文号为：国药准字 S20150010；于 2015 年 10 月 30 日取得国家食品药品监督管理总局颁发的吸附无细胞百白破联合疫苗药品 GMP 证书，证书编号为 CN20150168，有效期至 2020 年 10 月 29 日。目前还在进行产品的上市准备工作。

目前，公司上市销售的产品主要有 4 个产品（5 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。

（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。

2015 年公司 Hib 疫苗批签发数量为 390.19 万剂，较 2014 年下降 27.91%；Hib 疫苗批签发市场占有率为 23.68%，同比减少 0.53 个百分点；实现营业收入 2.00 亿元，同比上升 18.38%。

表 6　Hib 疫苗批签发与销售情况　（单位：剂、%）

产品	2014 年批签发量	2015 年批签发量	批签发增长率
Hib 西林瓶	2477271.00	2540117.00	2.54
Hib 预灌封	2935358.00	1361824.00	-53.61
产品	**销量变动比例**	**单价变动比例**	
Hib 西林瓶	-14.56	-18.74	
Hib 预灌封	23.59	-11.32	

资料来源：公司提供

2015 年，公司 Hib 西林瓶销量与单价均呈持续下降趋势，Hib 预灌封销量呈上升趋势，但是单价较 2014 年呈下降趋势。主要因为：Hib 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。另外，2015 年预灌封的批签量较 2014 年大幅下滑，但是收入较 2014 年有所增长，主要是 2015 年公司消化了之前的库存。

（2） 流脑 AC 结合疫苗

表 7 AC 结合疫苗批签发与销售情况

（单位：剂、%）

产品	2014 年批签发量	2015 年批签发量	批签发增长率
AC 结合疫苗	2111910.00	279457.00	-86.77
产品	**销量变动比例**	**单价变动比例**	
AC 结合疫苗	-7.93	-34.24	

资料来源：公司提供

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。

2015 年公司流脑 AC 结合疫苗批签发数量 27.95 万剂，较 2014 年同比大幅下降 86.77%；流脑 AC 结合疫苗批签发占有率为 5.83%，较 2014 年减少 21.76 个百分点；实现营业收入 4388.94 万元，较上年同比下降 43.67%。

2015 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 8 流脑 AC 多糖疫苗批签发与销售情况

（单位：剂、%）

产品	2014 年批签发量	2015 年批签发量	批签发增长率
流脑 AC 多糖疫苗	4248170.00	4468270.00	5.18%
产品	**销量变动比例**	**单价变动比例**	
流脑 AC 多糖疫苗	-1.44	40.64	

资料来源：公司提供

2015 年公司流脑 AC 多糖疫苗获得批签发数量为 446.83 万剂，同比上升 5.18%；流脑 AC 多糖疫苗批签发占有率为 16.46%，同比上升 1.31 个百分点；2015 年实现营业收入 1654.15 万元，同比增长 38.62%，主要系 AC 多糖疫苗 2015 年招投标单价较 2014 年提高所致。

（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 9 流脑 ACYW135 疫苗批签发与销售情况

（单位：剂、%）

产品	2014 年批签发量	2015 年批签发量	批签发
流脑	618643.00	721530.00	16.63%
产品	**销量变动比例**	**单价变动比例**	
流脑	-56.25	4.75	

资料来源：公司提供

2015 年公司流脑 ACYW135 多糖疫苗正式获得批签发数量为 72.15 万剂，同比小幅上升 16.63%；流脑 ACYW135 多糖疫苗批签发占有

率为 11.15%，较 2014 年增加 5.08 个百分点。

2015 年，公司流脑 ACYW135 多糖疫苗销售数量呈下降趋势，销售价格较上年略有上升。

4. 代理疫苗产品

跟踪期内，公司疫苗代理产品业务主要由四家全资子公司宁波普诺生物有限公司（以下简称“宁波普诺”）、山东实杰生物药业有限公司（以下简称“山东实杰”）、圣泰（莆田）药业有限公司（以下简称“莆田圣泰”）和重庆倍宁生物医药有限公司（以下简称“重庆倍宁”）经营。2013年，公司完成对上述前三家企业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，公司完成对重庆倍宁的收购，并将宁波普诺、莆田圣泰和重庆倍宁100%股权转让给山东实杰，并于2015年6月10日，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）。因公司子公司山东实杰生物科技股份有限公司和圣泰（莆田）药业有限公司被当地药监部门撤销和收回了《药品经营质量管理规范认证证书》（GSP证书），并采取吊销《药品经营许可证》的行政处罚。2016年4月29日，公司已与深圳德润天清投资管理合伙企业（有限合伙）（以下简称“德润天清”）及山东实杰签署了《收购意向协议》。德润天清有意通过自身或其指定的第三方收购公司持有的山东实杰股权，成为山东实杰的控股股东。截至2016年5月26日，公司召开2013年第一期中期票据持有人会议，会议通过了公司提出的“公司转让山东实杰的部分股权”及“设立本期中期票据还款资金专户”的议题。2016年1季度，公司未提供代理疫苗产品等相关业务数据。

2015 年，公司代理疫苗产品实现营业收入 5.79 亿元，同比增长 67.45%，占公司 2015 年主营业务收入比例为 57.55%，同比增加 9.47 个百分点。

5. 其他

公司其他业务主要包括特许权使用费、自主疫苗的销售和其他疫苗代理，其中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”）。2015 年公司其他业务实现营业收入 1.36 亿元，同比增长 53.56%，主要是公司代理药品业务收入大幅上升所致。2016 年 1 季度，由于山东疫苗事件影响，公司未提供其他业务板块数据。

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。

2016 年，公司将继续以产品经营为先导，强化产品经营，并通过深度营销扩大市场占有率，积极寻求多方、多形式的合作，提升销售水平。

在产品研发方面，集中优势资源，积极推进新产品上市的步伐。加快 HPV 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申报进度，充分发挥公司产业化的优秀经验，依托现有产业园区，全力推进 HPV 疫苗和单抗生产车间的建设、调试和验证，争取早日实现自有新产品的销售。同时，公司将继续强化国际合作，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、出口和研发合作。

同时，针对《国务院关于修改〈疫苗流通和预防接种管理条例〉的决定》发布施行以及公司子公司山东实杰生物科技股份有限公司和圣泰（莆田）药业有限公司被当地药监部门撤销和收回了《药品经营质量管理规范认证证书》（GSP 证书）等事项，公司将在认真学习、领会国家相关政策的基础上，提出确实可行的方

案，对渠道公司采取主动积极的整改、整合、转型措施，最大程度降低由此给公司造成的损失。

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、玉溪沃森疫苗研发中心扩建项目和治疗性单抗药物产业化项目。以上在建项目预计总投资 12.79 亿元，截至 2016 年 3 月底已完成投资 9.59 亿元，未来仍需投资 3.20 亿元，其中 2016 年 4～12 月计划投资 1.07 亿元，2017 年计划投资 1.26 亿元。

表 10　截至 2016 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2016年3月底已完成投资	2016年投资额（4-12月）	2017年投资额	主要资金来源
江苏沃森流感疫苗项目	1.91	1.31	0.07	0.06	上市已募集资金
玉溪沃森疫苗研发中心扩建项目	1.10	0.73	0.17	0.20	上市已募集资金
玉溪沃森疫苗产业园三期工程	7.27	6.43	0.34	0.50	上市已募集资金
治疗性单抗药物产业化项目	2.51	1.12	0.49	0.50	贷款及自筹
总计	**12.79**	**9.59**	**1.07**	**1.26**	--

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2016年3月底，该项目已投入1.31亿元，预计2017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2016年3月底已投入6.43亿元。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11　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
13 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。

治疗性单抗药物产业化项目

该项目拟实施产业化的注射用重组抗HER-2人源化单克隆抗体为曲妥珠单抗，是赫赛汀生物类似药，主要适应症为HER2阳性的乳腺癌、胃癌、卵巢癌等疾病；注射用重组抗TNF-alpha人鼠嵌合单克隆抗体为英夫利昔单抗，是类克生物类似药，主要治疗适应症为类风湿关节炎，强直性脊柱炎，克罗恩氏病，溃疡性结肠炎，银屑病性关节炎和牛皮癣等疾病。二个产品均属于全球10大畅销药，单个产品市场规模超过100亿美元，国内市场依赖进口且售价昂贵，嘉和生物的产品技术先进性和研发进度均走在国内前列。

项目建设期为24个月，于项目签署投资协议、并立项备案后启动建设，12个月内完成建设施工，24个月完成验证和试生产，建成投产将创造巨大的社会效益和经济效益。按单班年生产能力76万剂规模设计，市场增长后可增加班次来增加产能，且考虑到将来进口产品降价等竞争因素，按不高于现有产品市场售价30%的保守估算法测算，达产年工业产值不低于16.28亿元，实现税收约2亿元。

总体看，公司在建项目投资规模较大，结合公司目前的经营状况，公司存在一定的融资压力。

九、募集资金使用情况

公司于 2013 年 12 月 13 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：7.55 亿元用于偿还银行贷款；2.21 亿元用于补充营运资金；0.24 亿元用于河北大安 GMP 生产车间改造。

截至 2016 年 3 月底，募集资金已全部使用完毕。

十、财务分析

公司提供的 2013～2015 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，并对 2013 年和 2014 年的财务报表出具了标准无保留的审计意见。信永中和会计事务所（特殊普通合伙）对公司提供的 2015 年财务报表出具了保留意见，主要是因为沃森生物子公司山东实杰持续经营能力存在重大不确定性，会计事务所无法获取充分、适当的审计证据以证实山东实杰运用持续经营假设编制财务报表的合理性。公司 2016 年 1～3 月财务数据未经审计。

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。截至 2015 年底，公司合并范围新增重庆倍宁生物医药有限公司（以下简称“重庆倍宁”）、玉溪嘉和生物技术有限公司和上海沃森医药科技有限公司，合并范围子公司共计 14 家。2016 年 3 月底，公司合并范围较 2015 年底无变化。

截至 2015 年底，公司资产总额 62.58 亿元，

所有者权益合计 30.24 亿元（含少数股东权益 7.39 亿元）；2015 年公司实现营业收入 10.06 亿元，利润总额-8.85 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司资产总额 69.55 亿元，所有者权益合计 29.73 亿元（含少数股东权益 7.30 亿元）；2016 年 1～3 月，公司实现营业收入 2.11 亿元，利润总额-0.48 亿元。

1. 盈利能力

2015 年，因将 2014 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 39.92%至 10.06 亿元；同期营业成本 5.75 亿元，同比增长 41.27%，略高于营业收入的增长速度。营业利润率为 42.44%，同比上升 0.08 个百分点。

从期间费用来看，跟踪期内，公司期间费用持续增加，2015 年为 7.31 亿元，同比增长 12.63%。公司期间费用的增长主要由于收购重庆倍宁和实施员工持股计划导致销售费用和管理费用增加所致。2015 年，公司销售费用 2.08 亿元，同比增长 11.04%；管理费用 3.76 亿元，同比增长 22.45%；财务费用 1.47 亿元，同比下降 4.44%；期间费用营业收入比为 72.74%，同比下降 17.51 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。

2015 年，公司资产减值损失 6.01 亿元，主要为商誉减值损失（占 80.04%），公司合并范围内山东实杰所形成的商誉原值 8.43 亿元，根据上海立信资产评估有限公司的评估报告，合计计提了商誉减值准备 4.81 亿元；投资收益 772.98 万元，主要系确认河北大安制药有限公司投资 385.90 万元及取得玉溪市商业银行现金分红 347.57 万元。

2015 年，公司实现营业利润-8.98 亿元，同比大幅下滑 800.81%；同期公司营业外收入 0.23 亿元，主要系政府补助。2015 年公司利润总额为-8.85 亿元，同比大幅下滑 741.27%；同期净利润-9.25 亿元，同比大幅下降 1056.16%。

从盈利指标来看，2015 年，公司营业利润率为 42.44%，同比上升 0.08 个百分点；总资本收益率与净资产收益率均大幅下降，分别为-15.53%、-30.58%。

2016 年 1～3 月，公司实现营业收入 2.11 亿元，同比上升 22.67%；营业成本为 1.25 亿元，较上年同期上升 22.55%；期间费用合计 1.21 亿元，期间费用营业收入比为 57.63%。2016 年一季度，公司营业利润率为 40.42%，较 2015 年进一步下降；实现利润总额-0.48 亿元，同比减少亏损-127.91%。

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 2015 年营业收入与营业成本大幅增长，同时销售费用和管理费用大幅增长。公司持续加大对重点研发产品的投入，研发费用上升较快，财务费用较去年有所下降，公司 2015 年期间费用小幅上涨，期间费用营业收入比达 72.74%。另外，因山东实杰计提商誉减值准备金额巨大，公司利润受到严重侵蚀。

2. 现金流及保障

从经营活动来看，2015 年公司经营活动产生的现金流入 9.74 亿元，同比增长 4.03%，主要为销售商品、提供劳务收到的现金增长所致。2015 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金 9.12 亿元，受营业收入增加影响，较 2014 年同比增长 1.53%。2014 年公司经营活动产生的现金流出 10.44 亿元，同比增长 4.11%，主要为购买商品、接受劳务支付的现金增长所致。2015 年，公司购买商品、接受劳务支付的现金为 5.42 亿元，同比增长 9.70%。2015 年公司收到其他与经营活动有关的现金 0.62 亿元，主要为收到的政府补助、利息收入、保证金等；2015 年公司支付其他与经营活动有关的现金 2.84 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。2015 年公司经营活动产生的现金流量净额为-0.69 亿元。现金收入比为 90.64%，受回款力度减弱影响较 2014 年大幅下滑 34.26 个百分点。

从投资活动来看，2015 年公司投资活动现金流入 1.85 亿元，主要为收到的山东实杰部分股权转让款 1.80 亿元。同期公司投资活动现金流出 6.36 亿元，同比下降 29.05%，主要是公司放缓并购力度，取得子公司支付的现金等大幅减少所致。2015 年，公司支付其他与投资活动有关的现金 0.28 亿元，主要系公司购买理财产品。2015 年，公司投资活动产生的现金流净额为-4.51 亿元，同比下降 80.23%，主要系公司 2014 年收到河北大安制药有限公司（以下简称“河北大安”）股权转让款 6.35 亿元，而 2015 年公司收到山东实杰部分股权转让款 1.80 亿元，同期公司增加支付单抗产业化及 HPV 产业化项目建设工程款 1.10 亿元。

从筹资活动前产生的现金流来看，2015 年公司筹资活动前产生的现金流量净额为-5.20 亿元，较 2014 年的-3.16 亿元缺口小幅增加 2.04 亿元，公司经营活动产生的现金流无法覆盖投资活动需求，公司存在对外融资压力。

从筹资活动来看，2015 年，公司筹资活动现金流入 22.48 亿元，其中取得借款收到的现金 10.10 亿元，同比下降 6.99%，主要为子公司取得的借款。吸收投资收到的现金为 7.00 亿元，主要系嘉和生物收到的增资款 5.00 亿元和上海泽润生物科技有限公司（以下简称“上海泽润”）收到的的债转股款 2.00 亿元。收到其他与筹资活动有关的现金 5.38 亿元，主要系收到河北大安还款、玉溪高新房地产开发有限公司借款和政府补助。同期，筹资活动现金流出 13.19 亿元，以偿还债务支付的现金为主（占 82.31%）。2015 年，公司筹资活动现金流净额为 9.29 亿元，较上年同比增长 381.93%，主要系：1.子公司嘉和生物收到增资款 5.00 亿元；2.子公司上海泽润收到北京信中利盈达股权投资中心（有限合伙）债转股款 2.00 亿元；3.公司收到河北大安还款 2.50 亿元；4.公司收到玉溪高新房地产开发有限公司借款 1.00 亿元。

2016 年 1～3 月，公司经营活动现金流净额-1.10 亿元，同比下降 137.34%，主要系购买商品接受劳务支付的现金和支付的其他与经营活动有关的现金较上年有大幅上升，主要系公司的渠道公司和部分供应商签订了疫苗全国总代理协议，保证金支出增加。投资活动产生的现金流净额为-0.50 亿元，主要系单抗及 HPV 产业化项目建设所产生的构建固定资产、无形资产等支付的现金 0.50 亿元。筹资活动产生的现金流净额 7.41 亿元，其中吸收投资收到的现金 5.81 亿元，为公司发行股份购买资产并募集配套资金 5.81 亿元；收到其他与筹资活动有关的先 4.39 亿元，其中 2.31 亿元为收到中建投租赁（上海）有限责任公司售后回租款 3.30 亿元及李云春董事长借款 1 亿元所致；支付其他与筹资活动有关的现金 2.31 亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营获现能力继续下降；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，公司面临对外融资压力。

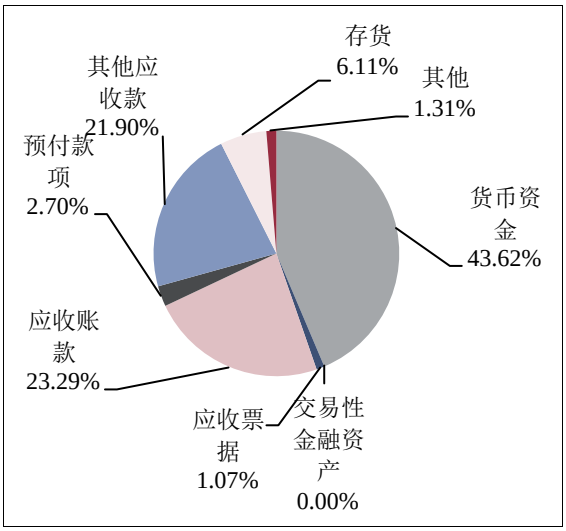
3. 资本及债务结构

资产

截至 2015 年底，公司资产总额 62.58 亿元，同比上升 4.86%，其中流动资产占比 37.82%，非流动资产占比 62.18%。公司资产以非流动资产为主。

截至 2015 年底，公司流动资产合计 23.67 亿元，同比上升 6.57%，主要为货币资金和应收账款的增加。

图 1 截至 2015 年底公司流动资产构成



资料来源：根据公司审计报告整理

截至 2015 年底，公司货币资金 10.32 亿元，同比大幅上升 76.70%，主要系子公司嘉和生物收到阳光人寿保险股份有限公司等机构投资款 5.00 亿元和子公司上海润泽收到北京信中利盈达股权投资中心（有限合伙）债转股款 2.00 亿元等投资款所致。截至 2015 年底公司货币资金中其他货币资金 3971.01 万元，为各类保证金，使用受限。

截至 2015 年底，公司应收账款账面余额 6.57 亿元，共计提坏账准备 1.06 亿元，账面价值 5.51 亿元，同比上升 31.81%，主要为公司回款催收力度下降所致。其中，有两笔共计 0.11 亿元的应收账款预计无法收回并做了单项 100%计提；按账龄分析法计提坏账准备的应收账款 6.41 亿元，账龄在 1 年以内的占 67.51%，1-2 年的占 17.39%，2-3 年的占 9.60%。2015 年，公司应收账款前 5 名欠款方占比为 40.59%，集中度较去年有所下降，但仍较高。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 2015 年底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
四川省疾病预防控制中心	0.72	1 年以内；1-2 年	10.94
广东润德生物药业有限公司	0.59	1 年以内；1-2 年	8.84
山东省疾病预防控制中心	0.51	6 个月以内	7.70
河南省金鼎医药有限公司	0.44	1 年以内；1-2 年；2-3 年	6.63
浙江省疾病预防控制中心	0.43	6 个月以内	6.48
合计	**2.67**	--	**40.59**

资料来源：公司审计报告

截至 2015 年底，公司预付账款 0.64 亿元，同比上升 28.48%，主要为预付的设备款和货款。

截至 2015 年底，公司其他应收款账面余额 5.82 亿元，共计提坏账准备 0.64 亿元，账面价值 5.18 亿元，同比下降 46.33%，主要是河北大安偿还 2.5 亿借款所致。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 1.87 亿元，共计提坏账准备 0.23 亿元，账面价值 1.65 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 0.09 亿元；关联方组合计提坏账准备的其他应收款账面余额 3.75 亿元，计提坏账准备 0.37 亿元，账面价值 3.38 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 2015 年底，公司存货账面余额 1.66 亿元，共计提存货跌价准备 0.22 亿元，存货账面价值 1.45 亿元，主要由原材料（占 24.41%）、库存商品（占 43.16%）和发出商品（占 10.08%）构成。存货同比下降 7.12%，主要系库存商品较去年有所下降。

截至 2015 年底，公司非流动资产 38.91 亿元，同比增长 3.85%，主要为长期股权投资、固定资产和开发支出等增加所致。

截至 2015 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。主要包括投资玉溪市商业银行的 1.07 亿元、江苏康淮生物科技有限公司 0.12 亿元和上海沃喜投资管理有限公司 50 万元。

截至 2015 年底，公司长期股权投资 6.03 亿元，主要为河北大安剩余股权。

截至 2015 年底，公司固定资产账面原值 10.55 亿元，累计折旧 2.80 亿元，共计提减值准备 0.05 亿元，账面价值 7.70 亿元，主要由房屋建筑物及专用设备构成，同比上升 48.39%，主要是由于在建工程转入 3.00 亿元所致。

截至 2015 年底，公司在建工程 6.26 亿元，同比下降 18.49%，规模较大的在建工程包括江苏沃森流感疫苗项目、玉溪沃森疫苗产业园三期工程和治疗性单抗药物产业化项目。2015 年公司在建工程下降主要系玉溪沃森疫苗产业园三期项目转入固定资产 2.95 亿元所致。

截至 2015 年底，公司无形资产 2.49 亿元，同比上升 50.32%，主要为增加的内部研发的专利技术 0.99 亿元、收购重庆倍宁转入特许经营权 0.05 亿元和销售网络 0.43 亿元。

截至 2015 年底，公司商誉账面原值 9.51 亿元，主要包括山东实杰商誉 2.30 亿元、宁波普诺商誉 2.25 亿元、莆田圣泰商誉 1.28 亿元和重庆贝宁商誉 2.61 亿元，公司对以上子公司计提了商誉减值准备，分别计提减值 1.91 亿元、0.83 亿元、0.90 亿元和 1.17 亿元，合计 4.81 亿元，公司商誉账面价值 4.70 亿元。

跟踪期内，公司继续加大对各类疫苗、注射液、抗体等的研发投入，开发支出较去年小幅增长。截至 2015 年底，公司开发支出 9.23 亿元，同比增长 3.96%，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 14.08%）、注射用重组抗 HER2 单克隆抗体研发支出（占 20.04%）、子公司上海泽润 HPV 预防性疫苗开发支出（占 32.06%）等。

截至 2015 年底，公司长期待摊费用 0.43 亿元，主要为装修费用等；递延所得税资产 0.55 亿元，主要为坏账准备、递延收益、可弥补亏损等。

截至 2016 年 3 月底，公司资产总额 69.55 亿元，较 2015 年底上升 11.14%，主要系货币资金的增加所致。其中流动资产占 43.71%，非流动资产占 56.29%，流动资产占比由于货币资金的增加较 2015 年底进一步上升。

总体看，跟踪期内，受子公司山东实杰疫苗事件影响，公司多项资产均有波动，尤其是商誉和无形资产大幅计提了减值准备；受货币资金大幅增加影响，公司流动资产在资产总额中的占比逐步增加，且流动资产中货币资金占比高，其他应收款和存货占比持续下降，公司资产流动性有所增强。整体看，公司资产质量一般。

负债

截至 2015 年底，公司负债合计 32.34 亿元，受其他应付款及一年内到期的非流动负债大幅增加影响同比上升 17.36%。其中流动负债占比 67.64%，非流动负债占比 32.36%。

截至 2015 年底，公司流动负债合计 21.87 亿元，同比上升 54.54%。其中短期借款 8.65 亿元，同比下降 16.51%；应付账款 2.13 亿元，同比增长 32.35%；其他应付款 5.03 亿元，同比大幅增长 238.62%，主要系：1.上海泽润收到的北京信中利盈达股权投资中心（有限合伙）债转股款 2.00 亿元,增加其他应付款；2.公司向股东玉溪高新房地产开发有限公司借款 1.00 亿元,增加其他应付款；3.本年收购重庆倍宁，增加公司应付股权款 0.88 亿元。一年内到期的非流动负债 4.98 亿元，主要系公司 2013 年发行的 3 年期 5 亿元中期票据。

截至 2015 年底，公司非流动负债合计 10.47 亿元，主要由公司 2013 年发行“13 沃森 MTN1

（5 年期）”5.00 亿元应付债券及递延收益、递延所得税负债构成。

截至 2016 年 3 月底，公司负债合计 39.82 亿元，较 2015 年底增长 23.13%，主要为其他应付款和长期应付款的增加所致。其中，其他应付款 9.77 亿元，较去年增长 4.74 亿元，主要系公司收到发行股份购买资产并募集资金 5.81 亿元（因公司停牌期间，深交所不受理非公开发行股份登记上市，因此在财务处理上放在其他应收款中）；长期应付款 2.92 亿元，主要系公司收到中建投租赁（上海）有限责任公司售后回租款 3.30 亿元所致。公司流动负债占比 66.25%，非流动负债占 33.75%，流动负债占比较 2015 年底进一步提升。

跟踪期内，公司资产负债率和全部债务资本化比率均呈上升趋势，长期债务资本化比率呈下降趋势，2015 年底分别为 51.68%、39.60%和 16.45%，资产负债率和全部债务资本化比率较 2014 年底分别上升了 5.50 个百分点和 0.91 个百分点；长期债务资本化比率较 2014 年下降 7.12 个百分点；2016 年 3 月底以上指标分别为 57.26%、43.02%、23.00%。

总体看，跟踪期内，公司债务负担有所加重。

所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益有所下降，主要为资本公积与未分配利润的大幅下滑。截至 2015 年底，公司所有者权益 30.24 亿元，同比下滑 5.86%。其中实收资本 14.04 亿元，同比增长 500.00%。根据 2015 年 4 月 14 日召开的 2014 年年度股东大会的决议，公司以 2014 年 12 月 31 日总股本 23400.00 万股为基数，以资本公积转增股本，每 10 股转增 10 股，共计转增股本 23400.00 万股；根据公司 2015 年 9 月 25 日召开的公司 2015 年第三次临时股东大会的决议，公司以 2015 年 6 月 30 日总股本 46800.00 万股为基数，以资本公积转增股本，每 10 股转增 20 股，共计转增股本 93600.00 万股，截至 2015 年 12 月 31 日，公司总股本达到 14.04 亿股。截至 2015 年底，公司未分配利润-1.45 亿元，同比大幅下滑 120.49%，主要系归属母公司所有者的净利润（-8.41 亿元）下滑所致。截至 2015 年底，公司归属于母公司的所有者权益合计 22.85 亿元，其中实收资本占 61.44%、资本公积占 43.28%、盈余公积占 1.62%。

截至 2016 年 3 月底，公司所有者权益 29.73 亿元，同比下降 1.68%。其中归属于母公司的所有者权益 22.43 亿元，较 2015 年底下降 1.84%，构成较 2015 年底变化不大；少数股东权益 7.30 亿元，较 2014 年上升 124.61%，主要为嘉和生物增资 5 亿元所致。

总体看，受净利润大幅下滑影响公司未分配利润大幅减少，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，2015年，公司流动比率、速动比率和经营现金流动负债比分别为108.19%、101.58%和-3.17%，主要系其他应付款及一年内到期的非流动负债大幅上升的影响导致流动负债快速增长，其中，流动比率和速动比率分别下降48.71个百分点和44.32个百分点；经营现金流动负债比较上年上升1.49个百分点。2016年3月底以上三项指标分别为115.23%、108.79%和-16.62%。尽管公司货币资金大幅上升，但其他应付款快速上升，且短期借款规模大，短期支付能力尚可。

从长期偿债指标来看，跟踪期内，公司因利润大幅下滑导致EBITDA较去年有大幅减少，2015年为-6.51亿元，同比下滑249.89%。同期EBITDA利息倍数下降至-4.42倍。总体看，跟踪期内，公司长期偿债能力加速弱化。

截至2016年3月底，公司无合并口径外的对外担保。

截至2016年3月底，公司共获得商业银行授信29.65亿元，已使用10.55亿元，尚未使用19.10亿元。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：B201605180136648758），截至 2016 年 5 月 18 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，在疫苗研发能力和核心技术以及产品质量等方面具有优势。跟踪期内，因“山东非法经营疫苗案”，公司子公司山东实杰和莆田圣泰被当地药监部门撤销和收回了《药品经营质量管理规范认证证书》（GSP证书），并采取吊销《药品经营许可证》的行政处罚。公司因此对山东实杰及其子公司商誉做了大幅计提资产减值准备，导致公司利润大幅下滑，公司疫苗流通业务也因此将受到重大影响。同时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等因素可能对公司经营发展带来的不利影响。

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较弱。

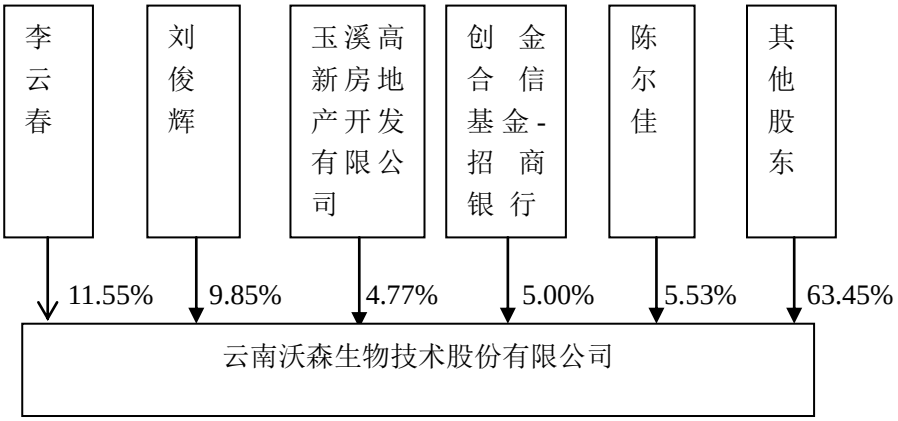
十一、存续期债券偿债能力

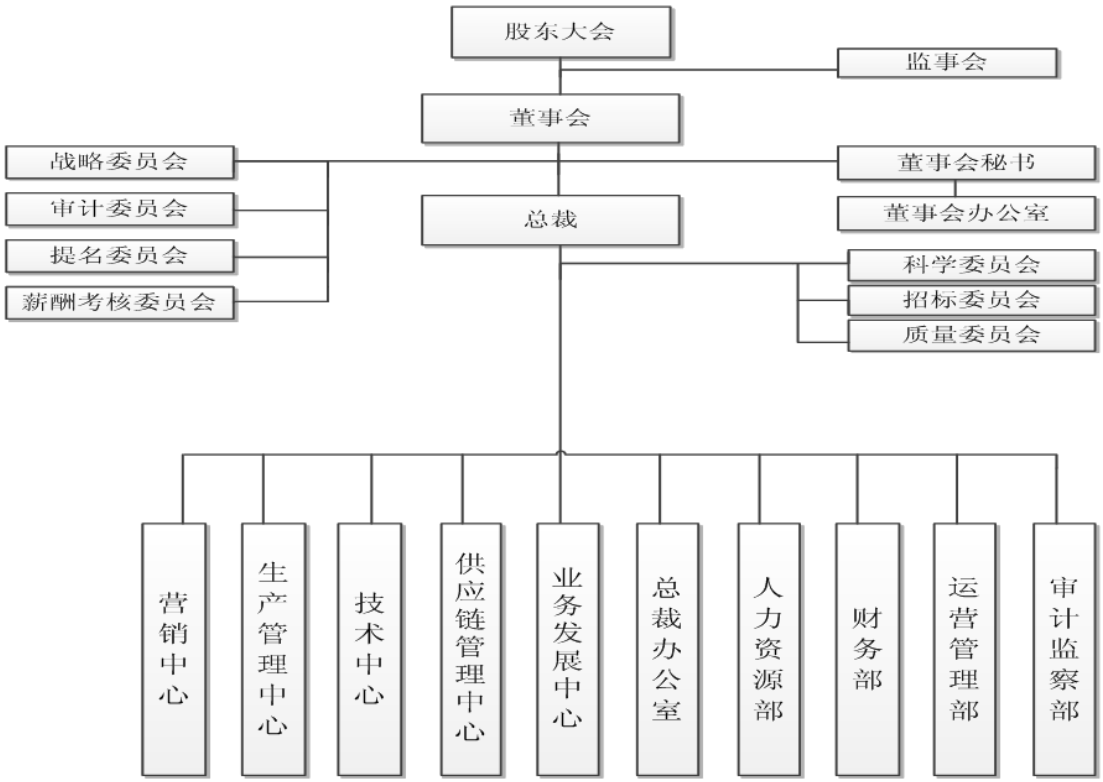
截至 2015 年底，公司经营活动现金流入为 9.74 亿元，为待偿债券“13 沃森 MTN001（3 年期）”的 1.95 倍，为待偿债券“13 沃森 MTN001（5 年期）”的 1.95 倍，为两期债券合计的 0.97 倍。2015 年，公司 EBITDA 为-6.51 亿元。公司经营活动现金流入量对待偿债券保障能力较好， EBITDA 对待偿还债券不具备保障能力。

十二、结论

综合考虑，联合资信对公司的主体长期信用等级由 A^+调整为 A，评级展望由稳定调整为负面；对“13 沃森 MTN001（3 年期）”和“13 沃森 MTN001（5 年期）”的信用等级由 A^+调整为 A。

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	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	12.71	6.28	10.58	16.17
资产总额(亿元)	61.36	59.68	62.58	69.55
所有者权益(亿元)	29.38	32.12	30.24	29.73
短期债务(亿元)	11.76	10.36	13.87	13.57
长期债务(亿元)	9.88	9.91	5.95	8.89
全部债务(亿元)	21.65	20.27	19.82	22.45
营业收入(亿元)	5.83	7.19	10.06	2.11
利润总额(亿元)	0.10	1.38	-8.85	-0.48
EBITDA(亿元)	2.09	4.35	-6.51	-0.17
经营性净现金流(亿元)	-1.22	-0.66	-0.69	-1.10
财务指标				
销售债权周转次数(次)	0.92	1.31	1.94	--
存货周转次数(次)	0.44	1.55	3.83	--
总资产周转次数(次)	0.10	0.12	0.16	--
现金收入比(%)	84.35	124.90	90.64	70.60
营业利润率(%)	71.51	42.36	42.44	40.42
总资本收益率(%)	1.47	5.14	-15.53	--
净资产收益率(%)	0.17	3.01	-30.58	--
长期债务资本化比率(%)	25.16	23.57	16.45	23.00
全部债务资本化比率(%)	42.42	38.69	39.60	43.02
资产负债率(%)	52.11	46.18	51.68	57.26
流动比率(%)	143.22	156.90	108.19	115.23
速动比率(%)	123.61	145.90	101.58	108.79
经营现金流动负债比(%)	-6.48	-4.66	-3.17	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.98	2.52	-4.42	--
全部债务/EBITDA(倍)	10.37	4.66	-3.04	--

注：　1. 2016 年一季度财务数据未经审计；2. 现金类资产已剔除受限货币资金。

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+一年内到期的长期非流动负债+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。