

评级：强烈推荐

生物医药

公司跟踪报告

证券研究报告

分析师 吕丽华 S1080510120003

联系人 陈继业 S1080111070050

电话：0755-25832617

邮件：chenjiye@fcsc.cn

沃森生物(300142)

——业绩符合预期，价值已被低估

摘要：

- **事件：**沃森生物公布 2011 年业绩预告，归属于上市公司股东的净利润约 19300 万元~20850 万元，比上年同期增长约 25%~35%。报告期内，公司非经常性损益预计为 3550 万元。
- **点评：**
- **业绩增长符合预期。**我们预计公司 2011 年全年净利润实现 30% 左右的增长，预计全年净利润 2 亿元。从中检院批签发的数据来看，我们预计 2011 年全年 HIB 批签发 790 万剂，同比增长 49%；A+C 结合全年批签发 270 万剂，同比增长 36%。11 年是疫苗行业的动荡年，受新版药典标准升级的影响，二类疫苗批签发不正常。我们预计 11 年二类疫苗全行业批签发同比下滑 20%，在这样的行业背景下，沃森生物仍能实现 30% 以上的增长，是难能可贵的，同时也是疫苗企业中表现最好的。我们认为 12 年二类疫苗行业环境将好于 11 年，批签发不正常因素将消除，预计沃森 12 年批签发仍能保底 30% 以上增长。
- **利息收入贡献净利润 3550 万元。**非经常性损益主要为利息收入 3550 万元。公司上市时募集资金 23 亿元，超募 18 亿元，截止 11 年 3 季度末，账面现金仍有 19 亿元，大额超募资金预计贡献全年利息收入 3550 万元。随着募集资金的逐步投入，我们预计 2012 年利息收入将会减少至 2600 万元左右。
- **销售费用、管理费用大幅增长侵蚀利润。**公司上市后加快了市场渠道和终端网络的建设投入，加大了研发和人力资源投入，使得 11 年销售费用和管理费用大幅上升侵蚀利润。我们预计 11 年销售费用为 1.29 亿元，同比增长 40%；管理费用 7500 万元，同比增长 42%。我们预计 11 年销售渠道建设的大幅投入将会在 12 年看到效果，2 个新疫苗也将会在一季度获批上市，所以预计 12 年销售收入增速将大于费用增速，销售费用率和管理费用率会逐步下降。
- **维持“强烈推荐”评级。**我们预计 2011-2013 年 EPS 为 1.33 元，1.82 元，2.54 元；对应 1 月 16 日收盘价 37 元，PE 分别为 27 倍，20 倍，14 倍。我们认为，12 年净利润能保持 30% 以上增速，12 年 PE 仅为 20 倍，公司价值已被低估，维持“强烈推荐”。
- **风险提示：**新疫苗研发进度和上市推广低于预期。

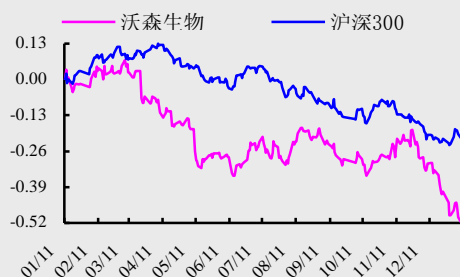
交易数据

上一日交易日股价（元）	36.99
总市值（百万元）	5,549
流通股本（百万股）	52
流通股比率（%）	34.49

资产负债表摘要（09/11）

股东权益（百万元）	2,641
每股净资产（元）	17.61
市净率（倍）	2.10
资产负债率（%）	8.80

公司与沪深 300 指数比较



相关报告

《深度报告：高品质、高成长，成就优势疫苗企业》-20111107

《中报点评：优质疫苗进口替代优势明显，下半年关注新品上市》-20110810



表 1: 公司的主要财务数据

单位(亿元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2.39	3.59	4.45	6.43	9.17
同比(%)	184.31%	50.04%	24.01%	44.50%	42.70%
营业毛利	2.07	3.26	4.03	5.79	8.21
同比(%)	186%	57.80%	23.62%	43.67%	41.80%
归属公司净利润	0.76	1.54	2.00	2.73	3.82
同比(%)	119.98%	102.30%	30.00%	36.70%	39.50%
总股本(亿股)	0.75	1.00	1.50	1.50	1.50
每股收益(元)(摊薄后)	0.51	1.03	1.33	1.82	2.54
ROE	43.70%	6.05%	7.40%	9.20%	11.40%
PE(倍)	72	36	27	20	14

数据来源：公司公告，第一创业研究所



盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2607	2162	1952	1861	营业收入	359	445	643	917
现金	2340	1850	1500	1200	营业成本	33	42	64	96
应收账款	195	212	311	450	营业税金及附加	3	4	6	8
其他应收款	6	8	10	15	营业费用	92	129	180	248
预付账款	7	19	29	39	管理费用	53	75	103	138
存货	37	51	71	110	财务费用	4	-47	-39	-30
其他流动资产	22	22	32	46	资产减值损失	2	3	4	3
非流动资产	380	374	367	355	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	-4	-4	-3
固定资产	88	199	247	262	营业利润	173	234	321	451
无形资产	34	40	46	51	营业外收入	10	9	9	9
其他非流动资产	258	135	74	43	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	2986	2536	2319	2217	利润总额	183	242	329	459
流动负债	331	175	214	274	所得税	29	42	56	77
短期借款	110	0	0	0	净利润	154	200	273	382
应付账款	61	65	93	149	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	160	110	121	125	归属母公司净利润	154	200	273	382
非流动负债	104	102	103	102	EBITDA	189	195	295	436
长期借款	78	78	78	78	EPS (元)	1.54	1.33	1.82	2.54
其他非流动负债	26	24	25	23					
负债合计	436	277	318	376	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	100	150	150	150	成长能力				
资本公积	2199	2149	2149	2149	营业收入	50.0%	24.0%	44.5%	42.7%
留存收益	251	407	680	1062	营业利润	94.5%	34.8%	37.5%	40.2%
归属母公司股东权益	2551	2706	2979	3361	归属于母公司净利润	102.3%	29.6%	36.7%	39.5%
负债和股东权益	2986	2983	3297	3737	获利能力				
					毛利率(%)	90.9%	90.5%	90.0%	89.5%
					净利率(%)	43.0%	45.0%	42.6%	41.6%
					ROE(%)	6.1%	7.4%	9.2%	11.4%
					ROIC(%)	33.2%	29.7%	38.2%	46.7%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	14.6%	9.3%	9.6%	10.1%
					净负债比率(%)	53.34%	36.97%	33.35%	28.60%
					流动比率	7.87	12.38	9.10	6.79
					速动比率	7.76	12.09	8.77	6.39
					营运能力				
					总资产周转率	0.21	0.16	0.26	0.40
					应收账款周转率	2	2	2	2
					应付账款周转率	0.89	0.67	0.81	0.80
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	1.03	1.33	1.82	2.54
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.58	0.64	1.00	1.47
					每股净资产(最新摊薄)	17.01	18.04	19.86	22.41
					估值比率				
					P/E	51.97	40.10	29.34	21.03
					P/B	3.15	2.97	2.69	2.39
					EV/EBITDA	31	30	20	14

数据来源: 公司公告, 第一创业研究所



免责声明:

本报告仅供第一创业证券有限责任公司(以下简称“本公司”)研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权归本公司所有,未经本公司授权,不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用,否则本公司保留追究法律责任的权利;任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任,因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告,未经授权的任何使用行为都是不当的,都构成对本公司权利的损害,由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险,投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL:010-63197788 FAX:010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135