

评级：强烈推荐（维持）

医药

公司事件点评

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)

——两新产品获批，股权激励推出

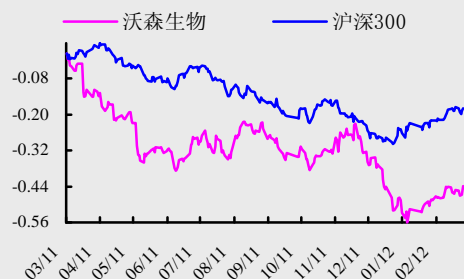
交易数据

上一日交易日股价（元）	45.73
总市值（百万元）	6,860
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）	2.60
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：沃森生物——高品质、高成长，成就优质疫苗企业》-20111107

《业绩预告点评：沃森生物——业绩符合预期，价值已被低估》-20120117

《事件点评：沃森生物——9价肺炎疫苗撤回对基本面无影响》-20120312

《年报点评：沃森生物——疫苗行业承压，沃森逆势增长》-20120314

事件：

- 沃森生物公告：两个自主研发疫苗产品获得新药生产注册批件，分别是流脑 AC 多糖疫苗，流脑 ACYW135 多糖疫苗。推出限制性股票激励计划（草案）。

点评：

- **2 新产品获生产批件，预期 9 月份上市销售。**2 个新获批疫苗分别是流脑 AC 多糖疫苗，流脑 ACYW135 多糖疫苗，对两个获批新疫苗，我们预期公司仍会坚持优质优价的定价策略。AC 多糖疫苗是一类苗，对利润贡献较小；ACYW135 多糖疫苗是二类苗，大品种，预计该品种 11 年市场规模为 8 亿元，我们预计 ACYW135 多糖 12 年贡献公司收入 5000 万元。2 个新产品尚需通过国家 GMP 认证后方可正式生产销售，我们预计 3 个月内公司能通过 GMP 认证，加上 2 个月的生产批签发周期，预计 2 个新产品 9 月份能上市销售。我们预计 2 个新产品将增厚 12 年 EPS=0.15 元。
- **股权激励草案推出，锁定扣非净利润 20%增速。**股权激励授予条件：12 年上半年扣非净利润不低于 7800 万元，同比 11 年扣非净利润 6489 万元，同比增长 20.2%；授予数量：200 万股，其中首次授予 186 万股，预留 14 万股；授予价格：26.29 元/股（6 折）；授予对象：主要为核心技术人员共 65 人；3 年解锁条件：12-14 年的扣非净利润同比 11 年分别增长 20%、40%、70%，ROE 分别不低于 6.5%、7.5%、9.0%；3 年解锁比例：达到解锁条件后分 3 年分别解锁 30%、30%、40%。**该股权激励方案锁定未来 3 年的业绩目标为扣非净利润年增长 20%左右，该增速高于 11 年的扣非净利润增速 14%，我们认为该目标是既有一定挑战又能顺利实现的。**该次激励计划共需激励费用约为 3500 万元，分 3 年分摊，对各期业绩影响很小。我们认为股权激励对象的选择考虑了员工对公司贡献和工龄的因素，该方案有利于让核心管理人员和技术骨干的利益与股东趋于一致，利于公司的长期健康稳定发展。
- **维持“强烈推荐”评级。**我们维持对公司 12-14 年的 EPS 预测为 1.82 元，2.31 元，2.92 元；对应 PE 分别为 22 倍，17 倍，14 倍。我们认为，公司战略明确，基于公司的长期成长潜力，目前估值处于合理偏低，维持“强烈推荐”。
- **风险提示：**产品销量低于预期。



表 1：限制性股票激励计划授予条件和解锁条件

授予条件	2011年1-6月扣非净利润	扣非净利润同比增速		
	7800万元	20.2%		
解锁条件	扣非净利润同比2011年增速	扣非净利润同比上年增速	ROE	解锁比例
2012年	20%	20%	6.5%	30%
2013年	40%	17%	7.5%	30%
2014年	70%	21%	9.0%	40%

数据来源：公司公告，第一创业研究所

表 2：限制性股票激励计划激励对象名单

序号	姓名	职务	获授股票数量 (万股)	获授股票占标的 股票总数的比例	获授股票占公司 总股本的比例
1	黄镇	副总经理	10	5%	0.07%
2	张翊	研发总监	6	3%	0.04%
3	徐可仁	董事会秘书	6	3%	0.04%
4	王云华	财务总监	6	3%	0.04%
5	核心技术（业务）人员 61 人		158	79%	1.05%
6	预留部分		14	7%	0.09%
合 计			200	100%	1.33%

数据来源：公司公告，第一创业研究所

表 3：股权激励计划费用分期摊销情况的测算（单位：万元）

需摊销总成本	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年
3504	681.33	1693.60	817.60	311.47

数据来源：公司公告，第一创业研究所



表 4: 拆分产品收入预测表

分产品	盈利预测	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
Hib (西林瓶)	销量 (万剂)	329.26	476.71	534.57	585	635	680
	单价 (元/剂)	47.4	49.37	49	49	49	49
	收入 (百万元)	156.06	235.35	261.94	286.65	311.15	333.2
Hib (预灌封)	销量 (万剂)		83.66	175	240	320	420
	单价 (元/剂)		64.62	64	64	64	64
	收入 (百万元)		54.06	112.09	153.6	204.8	269.8
A+C结合疫苗	销量 (万剂)	160.95	198.92	285.76	350	450	560
	单价 (元/剂)	20.19	34.87	34.9	34.8	34.8	34.8
	收入 (百万元)	32.5	69.37	99.73	121.8	156.6	194.88
A+C多糖疫苗	销量 (万剂)				120	200	300
	单价 (元/剂)				5	5	5
	收入 (百万元)				6	10	15
ACW135Y多糖疫苗	销量 (万剂)				150	200	325
	单价 (元/剂)				35	40	40
	收入 (百万元)				52.5	80	130
吸附无细胞百白破	销量 (万剂)					100	200
	单价 (元/剂)					15	15
	收入 (百万元)					15	30
流感裂解疫苗	销量 (万剂)					100	200
	单价 (元/剂)					20	20
	收入 (百万元)					20	40
吸附破伤风疫苗	销量 (万剂)					100	200
	单价 (元/剂)					10	10
	收入 (百万元)					10	20
收入合计 (百万元)		188.56	358.78	473.76	620.55	807.55	1032.88
营收增长率		29.92%	50.04%	32.06%	31.02%	30.12%	27.85%

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	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	2499	1940	1732	1553	营业收入	474	621	807	1033
现金	1994	1400	1000	600	营业成本	42	56	74	99
应收账款	313	357	483	621	营业税金及附加	4	5	6	8
其他应收款	7	8	12	15	营业费用	144	176	221	269
预付账款	70	60	84	119	管理费用	77	99	125	155
存货	65	71	100	135	财务费用	-40	-38	-26	-16
其他流动资产	51	43	54	64	资产减值损失	9	6	3	5
非流动资产	508	476	458	438	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	12	6	7	7	投资净收益	0	-2	-1	-1
固定资产	315	355	365	359	营业利润	238	314	402	511
无形资产	33	35	35	36	营业外收入	12	10	10	10
其他非流动资产	148	80	52	36	营业外支出	4	2	3	3
资产总计	3007	2416	2191	1991	利润总额	246	322	409	519
流动负债	269	243	285	314	所得税	38	50	63	81
短期借款	0	0	0	0	净利润	208	272	346	438
应付账款	49	67	97	123	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	220	176	188	190	归属母公司净利润	208	272	346	438
非流动负债	25	27	25	26	EBITDA	213	294	397	517
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.38	1.82	2.31	2.92
其他非流动负债	25	27	25	26					
负债合计	294	270	310	339	主要财务比率				
少数股东权益	0	0	0	0	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
股本	150	150	150	150	成长能力				
资本公积	2149	2149	2149	2149	营业收入	32.1%	31.0%	30.0%	28.0%
留存收益	414	686	1032	1471	营业利润	37.2%	32.0%	27.9%	27.2%
归属母公司股东权益	2713	2986	3332	3770	归属于母公司净利润	34.4%	31.2%	27.0%	26.8%
负债和股东权益	3007	3256	3642	4109	获利能力				
					毛利率(%)	91.2%	91.0%	90.8%	90.4%
现金流量表					净利率(%)	43.8%	43.9%	42.9%	42.5%
单位:百万元					ROE(%)	7.6%	9.1%	10.4%	11.6%
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	ROIC(%)	22.9%	30.2%	35.3%	39.1%
经营活动现金流	92	197	189	257	偿债能力				
净利润	208	272	346	438	资产负债率(%)	9.8%	8.3%	8.5%	8.3%
折旧摊销	16	18	21	22	净负债比率(%)	18.15%	15.68%	14.91%	13.60%
财务费用	-40	-38	-26	-16	流动比率	9.30	7.99	6.08	4.95
投资损失	0	2	1	1	速动比率	9.04	7.68	5.72	4.50
营运资金变动	-139	-60	-154	-193	营运能力				
其他经营现金流	48	2	2	4	总资产周转率	0.16	0.23	0.35	0.49
投资活动现金流	-209	22	-7	-5	应收账款周转率	2	2	2	2
资本支出	198	0	0	0	应付账款周转率	0.76	0.96	0.91	0.90
长期投资	-12	-6	1	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	-23	16	-6	-5	每股收益(最新摊薄)	1.38	1.82	2.31	2.92
筹资活动现金流	-229	27	30	16	每股经营现金流(最新摊薄)	0.61	1.31	1.26	1.71
短期借款	-110	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	18.09	19.90	22.21	25.13
长期借款	-78	0	0	0	估值比率				
普通股增加	50	0	0	0	P/E	34.33	26.17	20.60	16.25
资本公积增加	-50	0	0	0	P/B	2.63	2.39	2.14	1.89
其他筹资现金流	-41	27	30	16	EV/EBITDA	24	18	13	10
现金净增加额	-346	246	212	267					

数据来源: 第一创业研究所、公司公告

免责声明:

本报告仅供第一创业证券股份有限公司（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±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

第一创业证券股份有限公司

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