

评级：强烈推荐（维持）

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)

### ——增资丰茂生物，敲定单抗合作

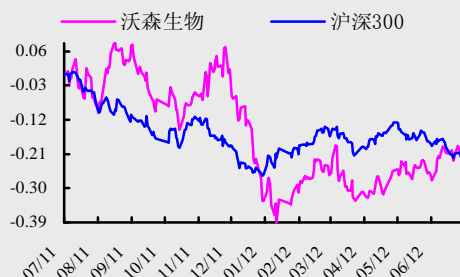
#### 交易数据

上一日交易日股价（元）	39.5
总市值（百万元）	7,110
流通股本（百万股）	62
流通股比率（%）	34.61

#### 资产负债表摘要（03/12）

股东权益（百万元）	2,737
每股净资产（元）	18.25
市净率（倍）	2.16
资产负债率（%）	8.12

#### 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
- 《事件点评：沃森生物——两新产品获批，股权激励推出》-20120406
- 《事件点评：沃森生物——“外延式”合作 6 个重磅级生物仿制药》-20120427

#### 事件：

- 沃森生物公告：签订关于上海丰茂生物技术有限公司增资协议。

#### 点评：

- 子公司涉及 6 个“重磅炸弹”级生物仿制药。上海丰茂生物共涉及 6 个重磅级生物仿制药，包括 5 个单抗和 1 个细胞因子，即：利妥昔、阿瓦斯汀、阿达木、帕尼、地诺和长效 EPO。6 个合作项目均是超 10 亿美金潜力的大品种：其中利妥昔、阿瓦斯汀、阿达木在 2010 年的全球销售额均超过了 50 亿美金，是全球药品销量排名前 10 的大品种；长效 EPO（促红细胞生成素）也是超 30 亿美金以上的大品种；帕尼、地诺是完全人源化的单抗，是第 4 代单抗产品，从技术水平上来讲远远优于其他单抗品种（具有更高的安全性和更好的特异性），目前国内能做完全人源化单抗的仅上海丰茂生物一家。由于 6 个合作项目均是重磅级别，我们认为只要成功 1 个都将会对沃森的业绩形成强大支撑。我国未来将颁布的生物仿制药政策将加快 6 个产品的上市进程，我们预计 6 个重磅生物仿制药产品将于 3-5 年后陆续上市销售。
- 沃森增资 1.02 亿元现金，持股 51%。继 4 月份合作框架协议签订之后，沃森本次公告了增资上海丰茂生物的增资协议。沃森以现金形式增资 10200 万元，持股 51%，原股东以单克隆抗体领域专有技术（包括单抗工程细胞株构建技术、大规模细胞培养及工艺放大技术、单抗药物生产设计技术）以及上述 6 个重磅级生物仿制药的无形资产增资，作价 9300 万元，持股 49%。原股东掌握单抗专有技术，具备丰富的单抗研发生产经验，沃森具有资金优势，我们认为此次增资合作是沃森进军单抗领域的完美联姻，即，技术优势（丰茂）+ 资金优势（沃森）=完美联姻。
- 合作条款权责清晰，30%股权为对原股东的分红期权。本次增资完成后，虽然沃森持有上海丰茂生物 51%的股权，但其在目标公司享有 81%的分红权，原股东享有 19%的分红权。自上述 6 种单抗等仿制药物中的每一种药物获得 SFDA 颁发的药物临床试验批件，沃森同意无偿将每 5%的分红权按照届时原股东各自持股比例分别转让给原股东享有，即，6 种药物全部获得 SFDA 颁发的药物临床试验批件后，沃森享有 51%的分红权，原股东按各自持



股比例合计最高享有 49%的分红权；上述每一种药物品种申请临床研究未获得 SFDA 批准（视为该种药物研发失败），沃森有权要求原股东提供沃森认可的与研发失败药物价值相当的新的药物品种作为替代品或要求原股东按届时各自持股比例将合计 5%的目标公司股权无偿转让给沃森。同时，原股东承诺将不以任何形式从事除目标公司体系之外的，相同、相似和竞争的业务或投资；在本协议签署后起至目标公司产品获得 SFDA 生产文号之日起五年内，不得离职；在本协议有效期内，原股东承诺不将本次合作范围内的产品技术（上述经评估单克隆抗体领域专有技术）转移、转让给其他第三方，否则将合计持有的目标公司 35%的股权全部无偿转让给沃森所有，同时技术转移、转让所得归沃森所有。

- **沃森另立全资子公司，建设生产基地。**沃森将设立全资子公司进行用于本协议约定 5 个单抗及长效 EPO 生产的产业园建设（包括生产车间及其配套建筑设施等），并将该产业园出租给上海丰茂生物使用，租金由双方另行协商确定。我们认为这样的生产安排方式利于沃森快速推进 6 个重磅产品的产业化，而且不会影响到上海丰茂生物的原股权结构。
- **维持“强烈推荐”评级。**我们对公司 12-14 年的 EPS 预测为 1.50 元，1.88 元，2.38 元；对应 PE 分别为 26 倍，21 倍，17 倍。我们认为，公司进军单抗领域的发展战略清晰，积极布局未来“疫苗+单抗”双轮驱动的“大生物”产业战略，基于公司未来的高成长潜力和目前合理偏低的估值水平，维持“强烈推荐”评级，建议长期投资者买入并持有。
- **风险提示：**生物仿制药研发属于风险较高活动，其研发及产业化进程具有一定的不确定性。

表 1：单抗药物占据全球畅销药排名半壁江山

排名	通用名	商品名	公司	适应症	10年销售额（亿美元）
1	阿托伐他汀	立普妥	辉瑞、安斯泰来	高胆固醇	114
2	氯吡格雷	波利维	赛诺菲、百时美施贵宝	动脉粥样硬化	96
3	依那西普\Etanercept	恩利	安进、辉瑞和武田制药	类风湿性关节炎	84
4	氟替卡松	Advair	葛兰素史克	哮喘	78
5	英夫利昔单抗\Infliximab	Remicade	强生、默沙东、三菱田边	类风湿性关节炎	74
6	贝伐单抗\Bevacizumab	阿瓦斯汀	罗氏	克罗恩病	69
7	利妥昔单抗\Rituximab	美罗华	罗氏	非霍奇金淋巴瘤	65
8	阿立哌唑	Abilify	大冢制药、百时美施贵宝	精神分裂症药物	62
9	缬沙坦	Diovan	诺华	高血压	61
10	瑞舒伐他汀	Crestor	阿斯利康、Shionoggi	高胆固醇	56
11	阿达木单抗\Adalimumab	Humira	雅培	类风湿性关节炎	54
12	曲妥珠单抗\Trastuzumab	赫赛汀	罗氏	乳腺癌	51

数据来源：公司年报，第一创业研究所



表 2：上海丰茂生物涉及的 6 个品种详细情况

品种	通用名	适应症	原研厂家	上市时间	专利到期时间	2011年全球销售额	备注
利妥昔	Rituximab	非何杰金氏淋巴瘤	罗氏	1997	2013	54亿美元	嵌合单抗
阿瓦斯汀	Bevacizumab	肺癌、肾癌、结直肠癌	罗氏	2004	2014	55亿美元	人源化单抗
阿达木	Adalimumab	类风湿性关节炎	雅培	2003	2018	66亿美元	人源化单抗
帕尼	Panibizumab	直肠癌	安进	2006	—	10亿美元	第一个完全人源化单抗
地诺	Denosumab	骨质疏松、骨转移癌	安进	2010	—	刚上市不久	完全人源化单抗
长效EPO	Aranesp	肾性贫血	安进	2007	—	32亿美元	细胞因子EPO的升级换代产品

数据来源：公司公告，第一创业研究所

表 3：本次增资前后，上海丰茂生物公司股东及股权结构变化

股 东	本次增资前		本次增资后	
	出资额	出资比例	出资额	出资比例
云南沃森生物技术股份有限公司	—	—	10,200 万元	51%
上海威陆工贸有限公司	170 万元	34%	5,180 万元	25.9%
王笑非	220 万元	44%	3,080 万元	15.4%
孔海燕	110 万元	22%	1,540 万元	7.7%
合 计	500 万元	100%	20,000 万元	100%

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
<b>流动资产</b>	2499	1936	1716	1531	<b>营业收入</b>	474	616	788	1009
现金	1994	1400	1000	600	营业成本	42	55	73	97
应收账款	313	355	472	607	营业税金及附加	4	5	6	8
其他应收款	7	8	11	14	营业费用	144	175	216	262
预付账款	70	59	82	116	管理费用	77	99	122	151
存货	65	71	98	131	财务费用	-40	-38	-26	-16
其他流动资产	51	43	54	63	资产减值损失	9	6	3	5
<b>非流动资产</b>	508	477	460	440	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	<b>营业利润</b>	238	312	393	500
无形资产	33	36	36	38	营业外收入	12	10	10	10
其他非流动资产	148	80	52	37	营业外支出	4	2	3	3
<b>资产总计</b>	3007	2413	2176	1971	<b>利润总额</b>	246	320	401	508
<b>流动负债</b>	269	242	283	311	所得税	38	50	62	79
短期借款	0	0	0	0	<b>净利润</b>	208	270	339	429
应付账款	49	67	94	121	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	220	176	188	190	<b>归属母公司净利润</b>	208	270	339	429
<b>非流动负债</b>	25	25	25	25	EBITDA	198	292	387	505
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.38	1.50	1.88	2.38
其他非流动负债	25	25	25	25					
<b>负债合计</b>	294	267	308	335	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	0	0	0	0	<b>会计年度</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
股本	150	180	180	180	<b>成长能力</b>				
资本公积	2149	2119	2119	2119	营业收入	32.1%	30.0%	28.0%	28.0%
留存收益	414	639	949	1335	营业利润	37.2%	31.1%	26.0%	27.1%
归属母公司股东权益	2713	2939	3248	3634	归属于母公司净利润	34.4%	30.3%	25.2%	26.7%
<b>负债和股东权益</b>	3007	3206	3556	3970	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	91.2%	91.0%	90.8%	90.4%
<b>现金流量表</b>					净利率(%)	43.8%	43.9%	42.9%	42.5%
单位: 百万元					ROE(%)	7.6%	9.2%	10.4%	11.8%
<b>会计年度</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	ROIC(%)	22.9%	30.1%	34.9%	38.8%
<b>经营活动现金流</b>	92	195	194	250	<b>偿债能力</b>				
净利润	208	270	339	429	资产负债率(%)	9.8%	8.3%	8.6%	8.5%
折旧摊销	0	18	20	21	净负债比率(%)	18.15%	15.85%	15.04%	13.74%
财务费用	-40	-38	-26	-16	流动比率	9.30	7.99	6.07	4.93
投资损失	0	2	1	1	速动比率	9.04	7.68	5.71	4.49
营运资金变动	0	-56	-144	-189	<b>营运能力</b>				
其他经营现金流	-75	-1	4	4	总资产周转率	0.16	0.23	0.34	0.49
<b>投资活动现金流</b>	-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	0.90	0.90
长期投资	-12	-6	1	0	<b>每股指标 (元)</b>				
其他投资现金流	-23	16	-6	-4	每股收益(最新摊薄)	1.38	1.50	1.88	2.38
<b>筹资活动现金流</b>	-229	-18	0	-27	每股经营现金流(最新摊薄)	0.51	1.08	1.08	1.39
短期借款	-110	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	15.07	16.33	18.04	20.19
长期借款	-78	0	0	0	<b>估值比率</b>				
普通股增加	50	30	0	0	P/E	34.26	26.29	21.00	16.58
资本公积增加	-50	-30	0	0	P/B	2.62	2.42	2.19	1.96
其他筹资现金流	-41	-18	0	-27	EV/EBITDA	26	18	13	10
<b>现金净增加额</b>	-346	199	187	218					

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。

本报告可能在今后的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