

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
 研究助理 陈继业 S1080111070050
 电话：0755-25832617
 邮件：chenjiye@fcsc.cn

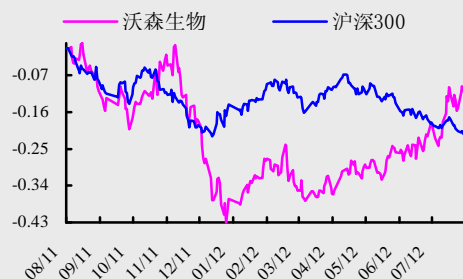
交易数据

上一日交易日股价（元）	45.35
总市值（百万元）	8,163
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）	2.49
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
 《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——“外延式”合作 6 个重磅级生物仿制药》-20120427
 《事件点评：沃森生物——疫苗+单抗+血液制品，大生物战略扬帆启航》-20120804

沃森生物(300142)

——收购河北大安，进军血液制品

事件：沃森生物公告，拟以 5.29 亿元（超募资金 5 亿元，自有资金 0.29 亿元）受让方向药业和镇泰投资合计持有的大安制药的 55% 股权。收购完成后，公司持有大安制药 55% 的股权。大安制药是河北省境内唯一一家血液制品生产企业，已成年 100 吨左右的采浆能力。公司现已储备了约 180 吨血浆，已成年处理 200 吨人血浆生产能力的生产厂房并取得 GMP 证书。

点评：

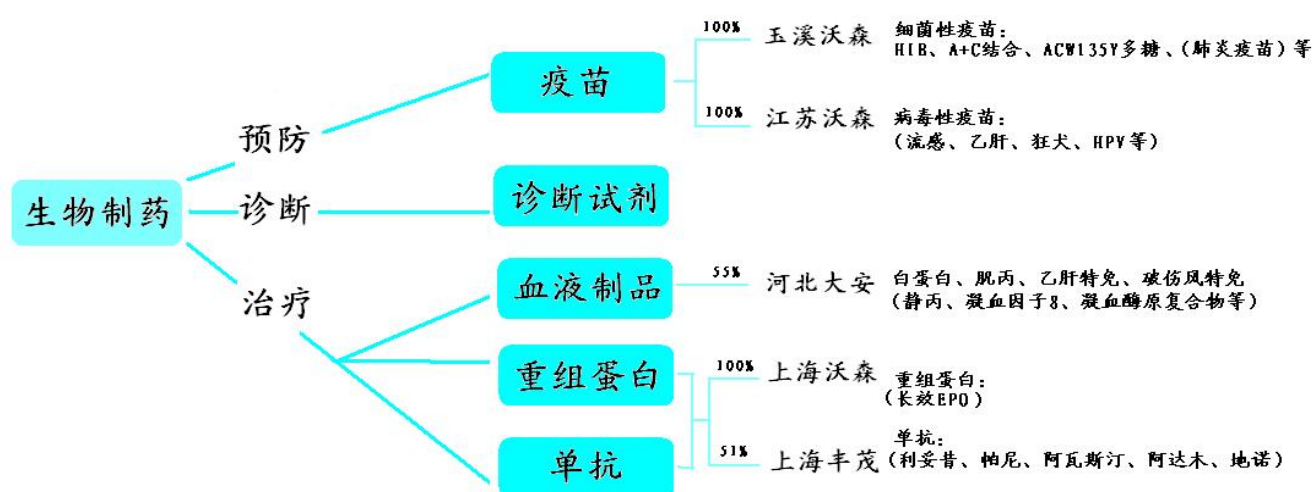
- **收购价格 5.29 亿元，约 14 倍 PE。**我们按照未来正常生产后，年投浆量 150 吨进行计算，假设每吨血浆收入 150 万元（博雅生物为 158 万元收入/吨血浆，上海莱士为 188 万元收入/吨血浆），净利润率按 30% 计算（博雅为 33%，上海莱士为 38%），则大安制药年净利润约为 0.68 亿元，公司此次收购大安制药 55% 股权价格为 5.29 亿元，收购市盈率约为 14 倍。血液制品行业属于稀缺牌照，大安制药是沃森生物进军血液制品领域的难得标的，且大安制药具有难得的巨大浆站开拓潜力，未来成长性非常优良。
- **2013 年增厚公司 EPS 约 0.26 元。**大安制药拥有 180 吨存浆，且年采浆量 100 吨，我们预计 11 月份即可复产。由于 180 吨存浆接近有效期，必须在 2013 年底前生产掉，我们假设 2013 年投浆量为 200 吨，生产人血白蛋白和人免疫球蛋白（肌注）2 个品种，假设吨血浆收入为 140 万元，假设 30% 净利润率，则 2013 年可产生净利润=200*140*0.3=8400 万元，按 55% 股权扣除少数股东损益后，增厚公司 13 年净利润 0.46 亿元，增厚 EPS 约 0.26 元。血液制品供不应求，销售费用率较低 3-5%，血液制品企业均有良好的盈利能力和快速回款能力，能为公司提供充裕的现金流。
- **品种资源丰富，拥有 4 个品种 22 个规格。**大安制药已获得包括人血白蛋白、人免疫球蛋白（肌注）、人乙肝免疫球蛋白、人破伤风免疫球蛋白 4 个品种 22 个规格的药品生产批准文号，目前上述产品因异地建厂以及生产工艺变更原因从 2007 年至今暂停生产，处于向国家食品药品监督管理局申报生产工艺变更补充申请阶段，其中，主要产品人血白蛋白已通过监管部门现场核查，预计本年内可以获得批件恢复生产；人免疫球蛋白（肌注）即将进行现场核查。预计 2014 年人乙肝免疫球蛋白、人破伤风免疫



球蛋白、静脉注射人免疫球蛋白可获得生产批件。另公司在研品种还有人凝血因子 VIII、人凝血酶原复合物等。

- **未来具有开拓新浆站巨大潜力。**大安制药目前在河北省用药 5 家浆站，3 个正常采浆（河间、怀安、邢邑）形成年采浆量 100 吨/年，2 个在建浆站（魏县、栾城）已基本建成，待获得单采浆许可证后便可采浆。大安制药在 2005 年取得河北省卫生厅《关于同意河北大安制药有限公司设置单采血浆站的批复》，规划中同意大安制药在河北省境内设置 16 家浆站。由于国家规定血液制品企业需要具有 6 个品种以上才能开拓新的浆站，但拥有疫苗业务的企业可以减少到 5 个品种，所以大安制药待静丙获批后即可在河北省境内开拓新浆站，也不排除在河北省外开拓新的浆站资源。河北省拥有良好的血浆资源，仅怀安一个浆站就达到 50 吨/年采浆量，如果河北省 16 家浆站建成，采浆能力将超华兰生物。
- **维持“强烈推荐”评级。**我们认为公司已从一家单纯的疫苗公司外延式拓展成为“疫苗+单抗+血液制品”的大生物战略公司，管理层布局“大生物”产业战略清晰。公司收购大安制药 55% 股权，快速进入血液制品领域，公司未来将充分发挥其在生物制药领域积累的先进研发、制造、质量控制及其产业管理经验，使大安制药的血浆资源优势转化为品牌优势和盈利能力，形成公司新的利润增长点。我们预测 2012-2014 年 EPS 为：1.50 元、2.18 元、2.58 元，对应当前 PE30 倍、20 倍、17 倍。我们认为公司基本面已发生重大变化，价值仍然存在低估，重申“强烈推荐”评级。
- **风险提示** 静丙等产品审批进程具有一定不确定性。

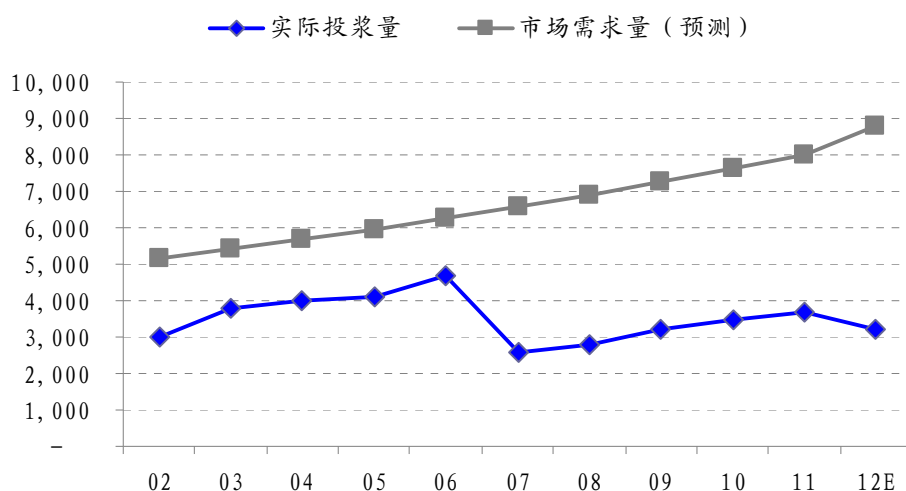
图表 1：生物制药细分行业及沃森生物的“大生物”产业战略布局（注：括号内为在研品种）



数据来源：公司公告，第一创业研究所



图表 2：我国血液制品投浆量与需求量情况



数据来源：卫生部，第一创业研究所

图表 3：沃森生物收购河北大安制药后股权结构情况

收购前		收购后	
股东名称	股权比例	股东名称	股权比例
四川方向药业有限责任公司	35%	沃森生物	55%
成都镇泰投资有限公司	20%	石家庄瑞聚全医药技术咨询有限公司	35%
石家庄瑞聚全医药技术咨询有限公司	35%	成都煌基商贸有限公司	10%
成都煌基商贸有限公司	10%		

数据来源：公司公告，第一创业研究所

图表 4：血液制品公司市值比较（上市公司市值取 2012 年 8 月 3 日收盘价，大安制药市值为预估值）

公司	市值	血液制品收入贡献占比	血液制品毛利贡献占比	血液制品毛利率	年投浆量	采浆中浆站	在建浆站
华兰生物	143亿元	78%	76%	68%	450吨（贵州关停事件前）； 200吨（关停后）+200吨（重庆）=400吨/年	12个采浆（11年贵州关停5个后）	1个在建
上海莱士	60亿元	100%	100%	59%	300吨/年	10个采浆	2个在建
天坛生物	74亿元	53%	45%	58%	350吨/年	15个采浆	0个在建
博雅生物	23亿元	100%	100%	58%	97吨/年	4个采浆	1个在建
大安制药	20-25亿元（预测）	100%	100%	58%-62%（预测）	100吨/年+180吨储备	3个采浆	2个在建

数据来源：公司公告，第一创业研究所



图表 5: 血液制品公司产品线品种批文比较

类别	血液制品名称	中国生物	华兰生物	天坛生物	上海莱士	四川蜀阳	博雅生物	大安制药
人血白蛋白	人血白蛋白	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
人免疫球蛋白	静注人免疫球蛋白（静丙）	✓	✓	✓	✓	✓	✓	即将获批
	肌注人免疫球蛋白（肌丙）	✓	✓	✓		✓	✓	✓
	乙肝人免疫球蛋白	✓	✓	✓		✓	✓	✓
	破伤风人免疫球蛋白	✓	✓	✓		✓		✓
	狂犬病人免疫球蛋白	✓	✓			✓	✓	
	组织胺人免疫球蛋白			✓		✓		
人凝血因子类	人凝血因子VIII		✓		✓			在研
	人凝血酶原复合物		✓		✓			在研
	外科用冻干人纤维蛋白胶		✓					
	外用冻干人纤维蛋白粘合剂				✓			
	外用冻干人凝血酶		✓		✓			
	人纤维蛋白原		✓		✓		✓	

数据来源：公司公告，第一创业研究所

图表 6: 大安制药简要资产负债表（单位：元）

项目	2012 年 8 月 31 日	2011 年 12 月 31 日
资产总额	284,223,058.14	224,132,003.70
流动资产合计	173,923,097.51	107,962,538.10
非流动资产合计	110,299,960.63	116,169,465.60
负债合计	341,686,922.61	377,558,300.11
流动负债合计	341,686,922.61	375,058,300.11
非流动负债合计	0	2,500,000.00
股东权益合计	-57,463,864.47	-153,426,296.41
负债及股东权益总计	284,223,058.14	224,132,003.70

数据来源：公司公告，第一创业研究所

图表 7: 大安制药简要利润表（单位：元）

项目	2012 年 1-8 月	2011 年度
营业收入	0	0
营业利润	-25,777,682.57	-32,589,517.50
利润总额	-27,037,568.06	-32,685,086.62
净利润	-27,037,568.06	-32,685,086.62

数据来源：公司公告，第一创业研究所



图表 8: 大安制药简要现金流量表 (单位: 元)

项目	2012 年 1-8 月	2011 年度
经营活动产生的现金流量净额	-50,705,525.46	-37,943,376.29
投资活动产生的现金流量净额	-1,369,483.23	-11,644,216.35
筹资活动产生的现金流量净额	90,781,516.61	37,919,144.85
汇率变动对现金及现金等价物的影响	-	-
现金及现金等价物净增加额	38,706,507.92	-11,668,447.79
期末现金及现金等价物余额	40,130,605.58	1,424,097.66

数据来源: 公司公告, 第一创业研究所

图表 9: 大安制药即将到期血浆情况

剩余有效期	数量 (吨)	平均库存单价	库存成本
1 个月内	2.66	753,699.42	2,004,840.46
1-2 个月	2.38	753,699.42	1,793,804.62
2-3 个月	3.25	753,699.42	2,449,523.12
3-4 个月	4.45	753,699.42	3,353,962.43

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	1979	2037	1975	营业收入	474	616	924	1160
现金	1994	1400	1000	600	营业成本	42	74	166	232
应收账款	313	355	553	697	营业税金及附加	4	5	7	9
其他应收款	7	8	13	16	营业费用	144	160	185	232
预付账款	70	79	187	278	管理费用	77	95	129	151
存货	65	94	224	315	财务费用	-40	-38	-24	-12
其他流动资产	51	43	59	69	资产减值损失	9	6	3	5
非流动资产	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	营业利润	238	311	457	541
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
资产总计	3007	2456	2496	2415	利润总额	246	320	464	549
流动负债	269	265	441	546	所得税	38	50	72	85
短期借款	0	0	36	67	净利润	208	270	392	464
应付账款	49	89	216	289	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	220	176	189	190	归属母公司净利润	208	270	392	464
非流动负债	25	25	25	25	EBITDA	198	291	452	550
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.38	1.50	2.18	2.58
其他非流动负债	25	25	25	25	主要财务比率				
负债合计	294	289	466	571	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	150	180	180	180	营业收入	32.1%	30.0%	50.0%	25.5%
资本公积	2149	2119	2119	2119	营业利润	37.2%	30.9%	46.6%	18.6%
留存收益	414	639	1002	1416	归属于母公司净利润	34.4%	30.1%	45.2%	18.3%
归属母公司股东权益	2713	2938	3301	3716	获利能力				
负债和股东权益	3007	3228	3767	4286	毛利率(%)	91.2%	88.0%	82.0%	80.0%
现金流量表					净利率(%)	43.8%	43.8%	42.4%	40.0%
单位: 百万元					ROE(%)	7.6%	9.2%	11.9%	12.5%
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	ROIC(%)	22.9%	29.2%	33.6%	33.7%
经营活动现金流	92	174	71	212	偿债能力				
净利润	208	270	392	464	资产负债率(%)	9.8%	9.0%	12.4%	13.3%
折旧摊销	0	18	20	21	净负债比率(%)	18.15%	14.63%	17.72%	19.79%
财务费用	-40	-38	-24	-12	流动比率	9.30	7.48	4.62	3.62
投资损失	0	2	1	1	速动比率	9.04	7.11	4.09	3.01
营运资金变动	0	-78	-327	-269	营运能力				
其他经营现金流	-75	0	10	7	总资产周转率	0.16	0.23	0.37	0.47
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	1.07	1.09	0.92
长期投资	-12	-6	1	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	-23	16	-6	-4	每股收益(最新摊薄)	1.38	1.50	2.18	2.58
筹资活动现金流	-229	-18	35	-7	每股经营现金流(最新摊薄)	0.51	0.96	0.40	1.18
短期借款	-110	0	36	30	每股净资产(最新摊薄)	15.07	16.32	18.34	20.64
长期借款	-78	0	0	0	估值比率				
普通股增加	50	30	0	0	P/E	39.33	30.23	20.82	17.60
资本公积增加	-50	-30	0	0	P/B	3.01	2.78	2.47	2.20
其他筹资现金流	-41	-18	-1	-38	EV/EBITDA	31	21	14	11
现金净增加额	-346	178	100	200					

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