

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)

——出口俄国重大进展，3季报业绩跟踪

事件：

沃森生物公告，与俄罗斯 Allergen 公司签署协议，待 HIB 在俄罗斯注册完成后，Allergen 将向玉溪沃森采购 HIB 疫苗，第一年采购金额不低于 200 万美元，用于俄罗斯联邦地区的销售。

与俄罗斯 Biomed 公司签署协议，80 万美元转让 13 价肺炎结合疫苗生产质控技术，同时在注册完成后，Biomed 第一年采购不低于 30 万剂的 13 价肺炎球菌结合疫苗原液，第二年起采购不低于 100 万剂的 13 价肺炎球菌结合疫苗原液，并由其在俄罗斯联邦、独联体和乌克兰地域内，生产和销售已注册的 13 价肺炎球菌结合疫苗成品制剂。

与俄罗斯 Biomed 公司签署协议，100 万美元转让 DTP+Hib 联合疫苗生产质控技术，同时在注册完成后，Biomed 自其 DTP+Hib 联合疫苗上市第二年起，采购 Hib 疫苗原液不低于 100 万剂。

沃森生物公布 12 年 3 季报，收入同比增长 19%，净利润同比增长 15%。

点评：

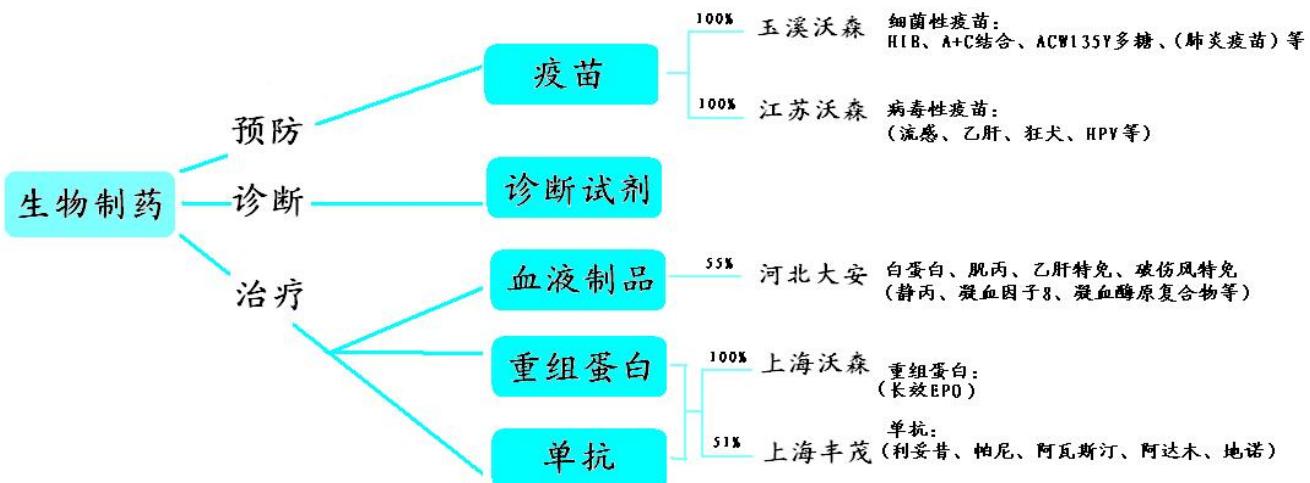
- **国际化战略取得重大进展。** 沃森生物的企业愿景是“让人人生而健康”，立志成为一家国际化的现代生物制药企业，疫苗的海外出口是公司国际化战略的重要一步。继今年 6 月 16 日公司的 Hib 疫苗第一批产品出口菲律宾，本次公司 3 大重要产品又与俄罗斯实现出口合作，同时公司目前还在推进自主研发产品在俄罗斯、印度、泰国的注册工作。当前国内医药企业中，出口原料药走在前列的有华海、海正，制剂出口走在前列的有恒瑞、天士力等标杆企业，但能实现生物制品出口的企业寥寥无几。沃森本次 3 大重要协议的签署，为开拓俄罗斯市场走出实质性一步，也证明了公司强大的技术研发实力和优异的产品品质赢得了国际市场的认可。2014 年底公司疫苗产业三期工程建设完成后，将进行 WHO 疫苗预体系认证，其生产标准将全面超越欧美 GMP 标准，将撬开超 10 亿美金/年的联合国疫苗采购市场大门。
- **俄罗斯市场大小约为中国市场的 1/10。** 俄罗斯人口总数 1.43 亿人，按照 12‰ 的人口出生率计算，每年新生儿人数约为 170 万人，约为中国新生儿人口的 1/10。随着俄罗斯鼓励生育的政策实施，新生儿人数有望逐年提升，未来市场将有所扩大。HIB 疫苗在俄罗斯被列为国家计划免疫疫苗，Allergen 公司具有像俄罗斯提供



计免疫苗的资格，按照 3+1 的接种规程，我们预计 HIB 疫苗在俄罗斯市场的需求量为 680 万剂。我们预计 HIB 疫苗在俄罗斯的注册工作将在 2 年左右完成，届时将为沃森开辟另一遍广阔市场。DTP+Hib 和 13 价肺炎结合疫苗也将陆续实现原液出口。预计公司未来更多疫苗储备将逐步实现更多国家的出口。

- **疫苗出口有利强化沃森品牌优势和国内注册工作、市场推广。**13 价肺炎疫苗在国内处于临床审批阶段，DTP+Hib 处于临床阶段，此次技术出口俄罗斯市场体现了公司在结合疫苗上的技术实力。预计该事件可能加快 2 个疫苗在国内的注册工作，重磅产品 13 价肺炎结合疫苗有望在国内获得首仿。
- **三季报略低预期，主要是受季节和行业因素影响。**1-9 月批签发情况：Hib 疫苗（西林瓶）314.09 万剂，较去年同期减少 24.73%，Hib 疫苗（预灌封）159.94 万剂，较去年同期增长 59.18%，两种品规增减不一，主要是公司根据市场策略、生产情况与库存情况，调整批签发报批节奏；流脑 A、C 结合疫苗批签发 255.96 万剂，较去年同期增长 14.22%。我们认为 3 季度单季销售低于预期主要受 2 方面因素影响：一是季节性因素，受夏天影响，历年 3 季度销售情况都不太理想；二是行业性因素，受 CDC 承担国家计免任务，3 季度占用 CDC 资源，导致二类苗整体销售情况不乐观。
- **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。我们预测 2012-2014 年 EPS 为：1.50 元、2.18 元、2.58 元，对应回顾前 PE25 倍、17 倍、15 倍。我们认为公司价值仍然存在低估，维持“强烈推荐”评级，建议长线投资者买入并持有。
- **风险提示** 3 个出口产品的俄罗斯注册时间进程存在不确定性。

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



盈利预测

资产负债表					利润表				
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					
负债合计	294	289	466	571					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	150	180	180	180					
资本公积	2149	2119	2119	2119					
留存收益	414	639	1002	1416					
归属母公司股东权益	2713	2938	3301	3716					
负债和股东权益	3007	3228	3767	4286					
现金流量表					主要财务比率				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	92	174	71	212	成长能力				
净利润	208	270	392	464	营业收入	32.1%	30.0%	50.0%	25.5%
折旧摊销	0	18	20	21	营业利润	37.2%	30.9%	46.6%	18.6%
财务费用	-40	-38	-24	-12	归属于母公司净利润	34.4%	30.1%	45.2%	18.3%
投资损失	0	2	1	1	获利能力				
营运资金变动	0	-78	-327	-269	毛利率 (%)	91.2%	88.0%	82.0%	80.0%
其他经营活动现金流	-75	0	10	7	净利率 (%)	43.8%	43.8%	42.4%	40.0%
投资活动现金流	-209	22	-7	-5	ROE (%)	7.6%	9.2%	11.9%	12.5%
资本支出	198	0	0	0	ROIC (%)	22.9%	29.2%	33.6%	33.7%
长期投资	-12	-6	1	0	偿债能力				
其他投资现金流	-23	16	-6	-4	资产负债率 (%)	9.8%	9.0%	12.4%	13.3%
筹资活动现金流	-229	-18	35	-7	净负债比率 (%)	18.15%	14.63%	17.72%	19.79%
短期借款	-110	0	36	30	流动比率	9.30	7.48	4.62	3.62
长期借款	-78	0	0	0	速动比率	9.04	7.11	4.09	3.01
普通股增加	50	30	0	0	营运能力				
资本公积增加	-50	-30	0	0	总资产周转率	0.16	0.23	0.37	0.47
其他筹资现金流	-41	-18	-1	-38	应收账款周转率	2	2	2	2
现金净增加额	-346	178	100	200	应付账款周转率	0.76	1.07	1.09	0.92

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提供。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