

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)

### ——获白蛋白生产批件，大安复产在即

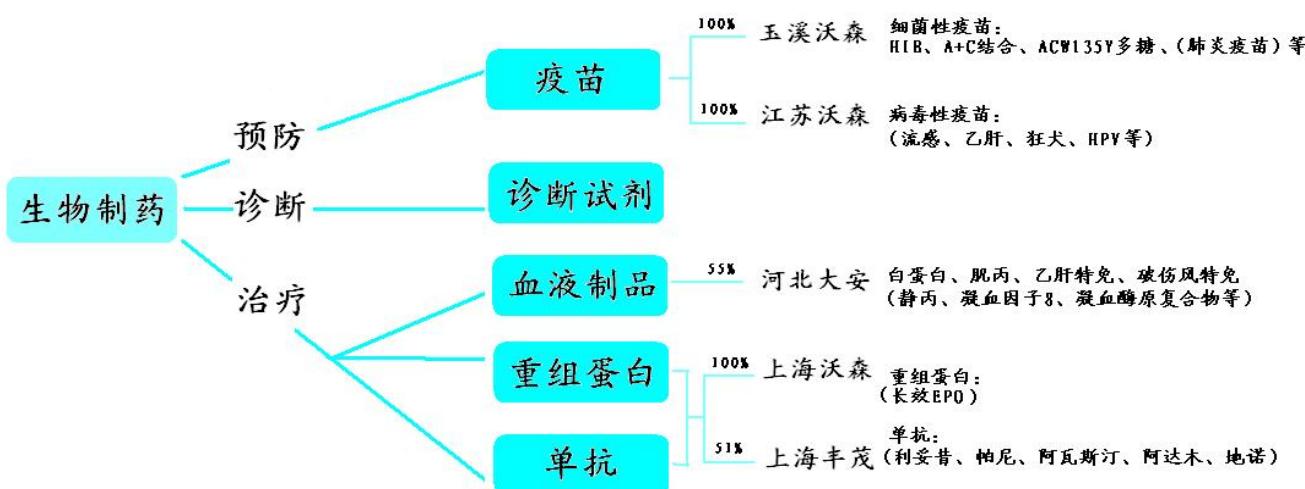
**事件：**沃森生物公告，近日，公司控股子公司河北大安制药有限公司（以下简称“大安制药”）获得国家食品药品监督管理局颁发的人血白蛋白（10g【20%，50ml】/瓶）产品《药品补充申请批件》（批件号：2012B01653）。批件审批结论为：批准本规格的生产工艺变更申请，即以低温乙醇压缩过滤法替代低温乙醇离心法。

#### 点评：

- **白蛋白复产在即，预计明年3月上市销售。**河北大安是公司收购55%股权的河北省唯一的血液制品生产企业，3个浆站在采，2个在建，年采浆量达100吨/年，历史存浆150吨。4年前由于搬迁和生产工艺改进的原因，导致4个品种（白蛋白、肌丙、乙肝特免、破伤风特免）停产再注册。目前第一个主要品种白蛋白已获生产批件，公司已做好了复产的一切准备工作，复产在即。考虑到白蛋白的生产周期和2个月的批签发周期，我们预计白蛋白有望在2013年3月份实现上市销售，形成新的利润增长点。
- **生产工艺提升，收率提高约30%** 公司此次生产工艺变更，是将传统的低温乙醇离心法改进为低温乙醇压缩过滤法，新的生产工艺达到了行业先进水平，比传统的离心法收率提升30%。传统的离心法白蛋白收率在2200-2500瓶/吨血浆，我们预计改进后的压滤法收率可达到2800-3000瓶/吨血浆（按10g/瓶的规格计算）。
- **肌丙预计明年5月获批，2个特免有望明年底获批。**公司的肌丙、乙肝特免、破伤风特免已报生产批件，预计肌丙将于明年5月份获批，2个特免有望在明年底获批。同时公司的静丙已报生产批件处于技术审评阶段，预计2014年将获批。公司入主大安后将大力加强其研发力量，加快在研产品凝血因子八和凝血酶原复合物的研发注册进度。
- **维持“强烈推荐”评级。**公司收购大安后，血液制品和疫苗在研发、生产、销售方面有诸多协同效应，大大增强了公司的实力。复产后将加大采浆力度，采浆量有望超预期。我们预测2012-2014年EPS为：1.50元、2.18元、2.58元，对应当前PE24倍、16倍、14倍。我们认为公司价值已被低估，重申“强烈推荐”评级。
- **风险提示** 血液制品审批进程具有一定不确定性。

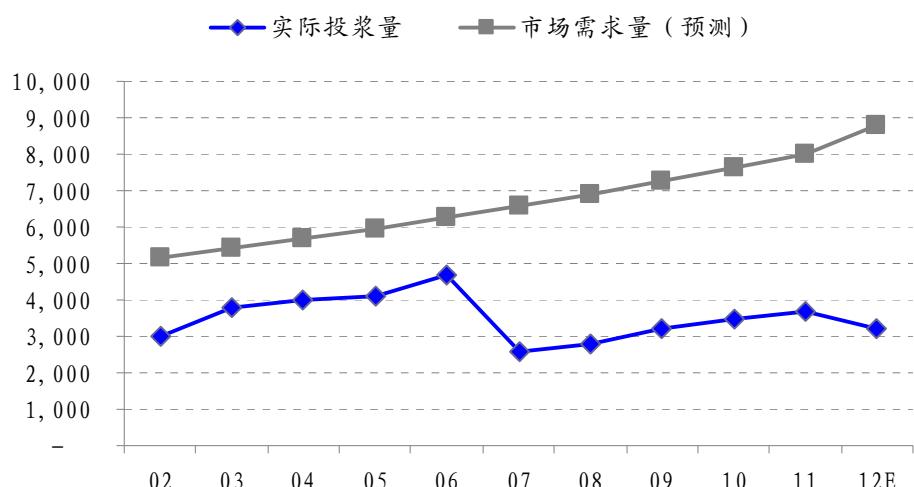


图表 1: 生物制药细分行业及沃森生物的“大生物”产业战略布局 (注: 括号内为在研品种)



数据来源: 公司公告, 第一创业研究所

图表 3: 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 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

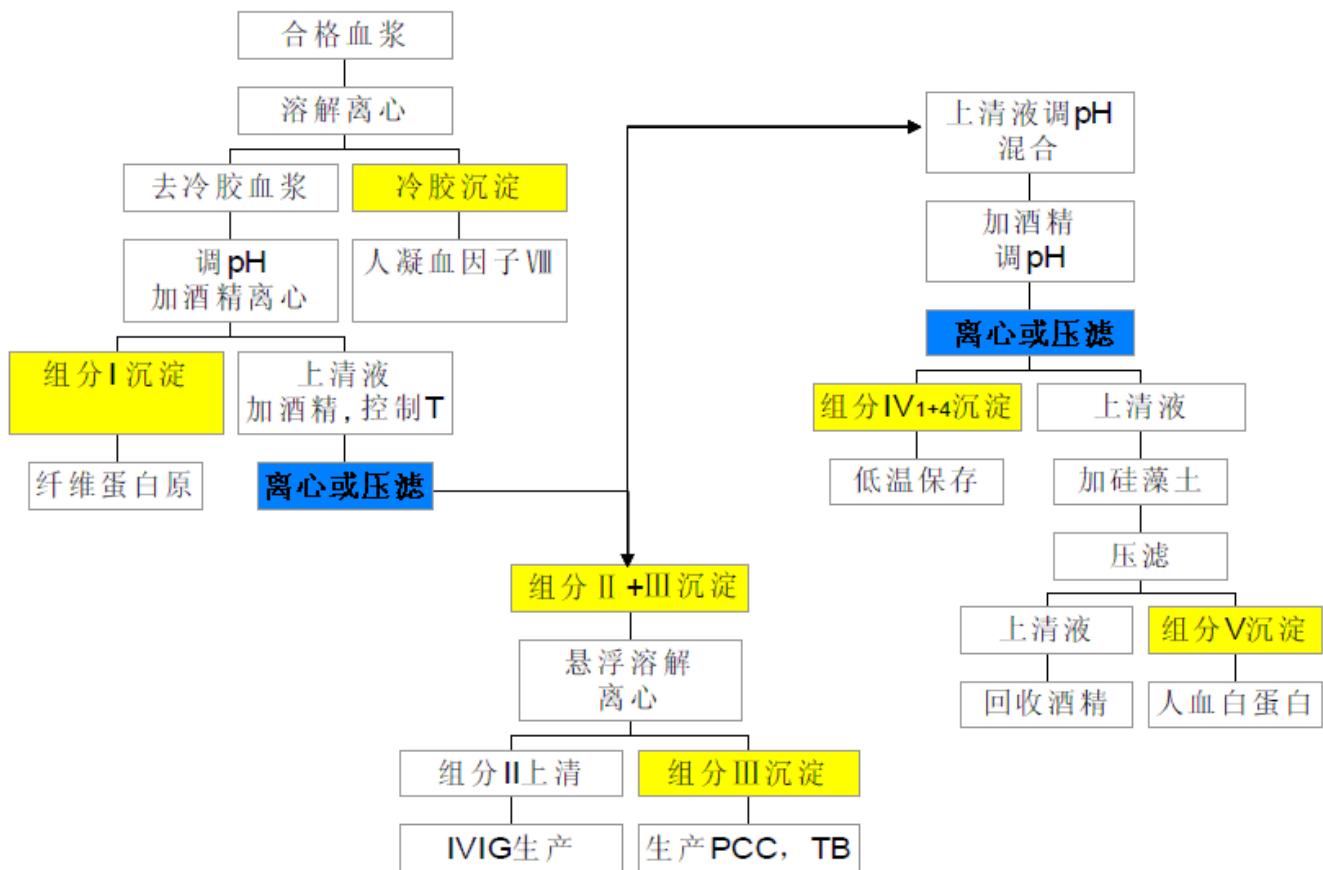
类别	血液制品名称	中国生物	华兰生物	天坛生物	上海莱士	四川蜀阳	博雅生物	大安制药
人血白蛋白	人血白蛋白	√	√	√	√	√	√	√
人免疫球蛋白	静注人免疫球蛋白 (静丙)	√	√	√	√	√	√	即将获批
	肌注人免疫球蛋白 (肌丙)	√	√	√		√	√	√
	乙肝人免疫球蛋白	√	√	√		√	√	√
	破伤风人免疫球蛋白	√	√	√		√		√
	狂犬病人免疫球蛋白	√	√			√	√	
	组织胺人免疫球蛋白				√		√	
人凝血因子类	人凝血因子 VIII			√		√		在研
	人凝血酶原复合物			√		√		在研
	外科用冻干人纤维蛋白胶		√					
	外用冻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

### 血浆的处理工艺



数据来源：公司公告，第一创业研究所



图表 7：河北大安业绩预测模型

时间	2012年8月前	2012年9-12月	2013年	2014年	2015年
采浆量	150吨	30吨	120吨	150吨	170吨
累计采浆量	150吨	180吨	300吨	450吨	620吨
剩余存浆	150吨	160吨	80吨	30吨	0吨
投浆量		20吨	200吨	200吨	200吨
产量		白蛋白56万克	白蛋白560万克	白蛋白600万克	白蛋白600万克
			肌丙85万克	肌丙90万克	静丙100万克
产率假设		2.8万克白蛋白/吨血浆 4250克球蛋白/吨血浆	2.8万克白蛋白/吨血浆 4500克球蛋白/吨血浆	3万克白蛋白/吨血浆 4500克球蛋白/吨血浆	3万克白蛋白/吨血浆 5000克球蛋白/吨血浆
价格假设		31元/克白蛋白 180元/克肌丙 210元/克静丙			
销售收入		560万*31+85万*180 3.26亿元	600*31+90+180 3.48亿元	600*31+100*210 3.96亿元	
血浆成本		75万元/吨 1.65亿元	75万元/吨 1.2亿元	60万元/吨 1.2亿元	60万元/吨 1.2亿元
毛利		1.61亿元	2.28亿元	2.76亿元	
销售费用 (参照博雅)		0.06亿元	0.07亿元	0.08亿元	
管理费用 (含研发)		3.26*20%=0.65亿元	3.48*25%=0.87亿元	3.96*25%=0.99亿元	
税前利润		0.90亿元	1.34亿元	1.69亿元	
净利润		0.76亿元	1.14亿元	1.44亿元	
增厚沃森EPS		0.23元	0.35元	0.44元	

数据来源：公司公告，第一创业研究所

注：以上业绩预测模型是基于血液制品行业的现状和产品价格进行假设。

不确定因素：

- 1、大安制药历史累计有 2.05 亿元亏损，按照现行税法，恢复正常生产后的税前利润可以弥补历史亏损，所得税将会减免，所以对 2013、2014 年业绩有正向修正。
- 2、或有负债中有 1800 万元欠款纠纷尚未裁决，如果裁决对 2013、2014 年业绩有负向修正。
- 3、大安制药 7251 万元其他应收款已全额计提了坏账准备，该部分款项如追缴成功将对 2013、2014 年业绩有正向修正。



## 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
<b>流动资产</b>	2499	1979	2037	1975	<b>营业收入</b>	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
<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	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
<b>资产总计</b>	3007	2456	2496	2415	<b>利润总额</b>	246	320	464	549
<b>流动负债</b>	269	265	441	546	所得税	38	50	72	85
短期借款	0	0	36	67	<b>净利润</b>	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
<b>非流动负债</b>	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					
<b>负债合计</b>	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					
<b>负债和股东权益</b>	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
<b>经营活动现金流</b>	92	174	71	212	<b>成长能力</b>				
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	<b>获利能力</b>				
营运资金变动	0	-78	-327	-269	毛利率 (%)	91.2%	88.0%	82.0%	80.0%
其他经营现金流	-75	0	10	7	净利率 (%)	43.8%	43.8%	42.4%	40.0%
<b>投资活动现金流</b>	-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	<b>偿债能力</b>				
其他投资现金流	-23	16	-6	-4	资产负债率 (%)	9.8%	9.0%	12.4%	13.3%
<b>筹资活动现金流</b>	-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	<b>营运能力</b>				
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
<b>现金净增加额</b>	-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](http://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