

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

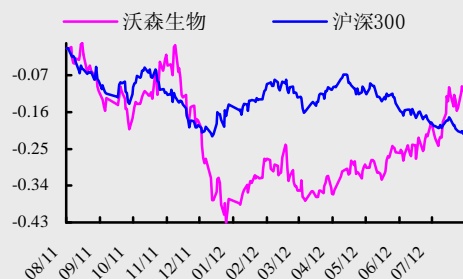
交易数据

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)

——收购泽润生物，获宫颈癌疫苗重磅品种

事件：沃森生物公告，签订投资上海泽润生物框架协议，拟以 3.1 亿元收购上海泽润生物共 58.09% 的股权。收购分 2 步进行，第 1 步以 1.31 亿元折价收购 43.67% 股权，第 2 步以 1.79 亿元平价增资获得 25.61% 股权，收购完成后持有上海泽润生物 58.09% 股权。泽润生物拥有二价 HPV（16/18 型）疫苗、治疗性 HPV 疫苗、灭活甲肝疫苗、戊肝疫苗、手足口病（EV71）疫苗等多个重磅品种，HPV 疫苗研发居国内领先地位，已申请多项专利，获多项国家重大新药创制支持。

点评：

- **接种 HPV 疫苗是预防宫颈癌最有效手段。**宫颈癌在全球妇女癌症死亡率中位居第二，在一些发展中国家甚至居于首位，全球每年约有 50 万妇女被诊断为宫颈癌，每年约有 26 万患者死亡。在国内，每年新增宫颈癌病例约 13.5 万，每年约有 8 万人因此死亡。根据流行病学资料，绝大部分宫颈癌由 HPV16 和 18 型感染引起。接种疫苗是预防 HPV 感染以及由 HPV 感染引起并发展为宫颈癌的有效方法。由于宫颈癌的高危害性，HPV 疫苗市场前景广阔。
- **已完成一期临床，在国内企业中处于领先地位。**目前全球仅有默沙东（Merck）和 GSK 的两种宫颈癌疫苗上市，技术壁垒较高。默沙东开发的 HPV 疫苗（Gardasil）2006 年上市，包含 HPV16、18、6、11 四个型别，采用酿酒酵母表达系统生产。GSK 的二价（16/18 型）HPV 疫苗（Cervarix）2008 年上市，采用昆虫细胞表达系统生产。默沙东的 Gardasil 目前处在 III 期临床阶段，GSK 的 Cervarix 尚未在中国开展注册流程。国内企业中，仅有厦门万泰（厦门大学）和上海泽润生物的二价 HPV（16/18 型）疫苗已经获得临床批件。厦门万泰采用大肠杆菌表达系统生产。上海泽润生物的二价 HPV 疫苗采用毕赤酵母（真核）表达系统，绕开了国外专利，具有自主知识产权，已申请 10 多项国内外专利。
- **重磅品种（20 亿美元），未来销售无忧。**HPV 疫苗是目前世界上唯一一种可以预防宫颈癌的疫苗，HPV 疫苗是人类征服癌症的开始，具有良好的市场前景。2011 年全球重组 HPV 疫苗销售额约 20 亿美元（其中默克 12.09 亿美元，葛兰素史克 5.06 亿英镑）。重组 HPV 疫苗目前已在 100 多个国家使用，美国市场上 HPV 疫苗零售价格约 130 美元/剂，是典型的具有高附加值的重磅疫苗产品。宫颈癌疫苗虽然还未在内地上市，不过已有很多人专程飞去

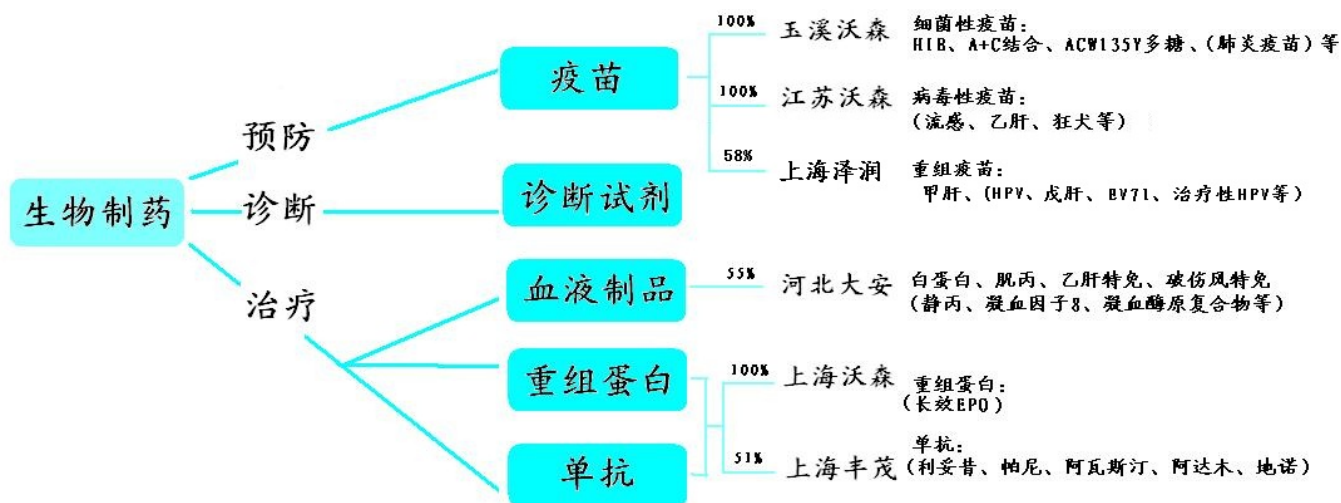


香港接种疫苗，参照香港地区 HPV 疫苗价格 1000 港币/剂，假设内地上市后每针价格约 800 元左右，全程接种三针共计 2400 元，假设每年 100 万人接种计算，国内市场保守预计约 24 亿元。

- **短期业绩影响不大，提升公司长期价值。**上海泽润拥有一支具有国际水平和经验的研发管理团队，其核心管理团队平均海外工作经验接近 20 年，具有在 Merck、Genzyme、GSK、Amgen 等国外知名生物医药公司研发和生产管理经验，其中一人入选中组部“千人计划”。上海泽润已构建并拥有病毒样颗粒制备技术（VLP）、重组蛋白表达技术、佐剂研发评估、灭活病毒疫苗 4 大技术平台，上述技术平台与沃森现有的疫苗技术平台之间具有良好的互补性和协同性，此次与上海泽润的整合，将极大地提高公司在重组疫苗方面的研发能力。
- **维持“强烈推荐”评级。**我们认为公司布局长远，收购上海泽润后，“大生物”战略又走出了坚实的一步。此次收购对提升公司研发实力，搭建重组疫苗平台具有积极意义。我们预测 2012-2014 年 EPS 为：1.50 元、2.18 元、2.58 元，对应当前 PE23 倍、16 倍、13 倍，维持“强烈推荐”评级，建议长期投资者买入。
- **风险提示** 本次收购进程和 HPV 疫苗研发进程具有不确定性。



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：国内外 HPV 疫苗研发进展比较

公司	名称	预防类型	表达载体	国际上市时间	11年全球销售额	国内研发进展
默沙东	Gardasil	16、18、6、11四价	酿酒酵母	2006年	12.09亿美元	3期临床
GSK	Cervarix	16、18二价	昆虫细胞	2008年	5.06亿英镑	未查询到注册申请
上海泽润	—	16、18二价	毕赤酵母	—	—	已获临床批件：一期临床
厦门万泰	—	6、11二价	大肠杆菌	—	—	已获临床批件：一期临床
丽珠集团	—	16、18二价	毕赤酵母	—	—	临床前

数据来源：公司公告，第一创业研究所

图表 3：上海泽润的产品线和研发进度

品种	研发进度
甲肝灭活疫苗	2009年已获生产批文
HPV疫苗（16/18）	2011年6月已获临床批件，目前处于1期临床阶段
HPV治疗性疫苗	2012年9月已申报临床并获受理
多价预防性宫颈癌疫苗	临床前
重组手足口病（EV71）疫苗	临床前
重组戊肝疫苗	临床前

数据来源：公司公告，第一创业研究所



图表 4：上海泽润的产品线和研发进度

时间进程	收购事项及对赌协议
第一步收购	出资1.31 亿元收购43.67%股权
第二步增资	增资1.79 亿元取得25.61%股权，摊薄后共计取得58.09%股权
	若HPV疫苗研发获得成功，收购方案：
第一个里程碑	HPV疫苗完成临床三期总结报告，出资3.25亿收购20.96%股权
第二个里程碑	HPV疫苗获得中国新药证书或生产批件，出资3.9 亿元收购20.96%股权
	以上收购完成后实现100%控股
	若HPV疫苗研发未获得成功，收购方案：
EV71 项目	获得合格的三期临床总结报告，支付4000万元
戊肝项目	获得合格的三期临床总结报告，支付2000万元
治疗性 HPV 项目	获得合格的三期临床总结报告，支付1亿元
	以上支付完成后实现100%控股

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					
负债合计	294	289	466	571	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	180	180	180	成长能力				
资本公积	2149	2119	2119	2119	营业收入	32.1%	30.0%	50.0%	25.5%
留存收益	414	639	1002	1416	营业利润	37.2%	30.9%	46.6%	18.6%
归属母公司股东权益	2713	2938	3301	3716	归属于母公司净利润	34.4%	30.1%	45.2%	18.3%
负债和股东权益	3007	3228	3767	4286	获利能力				
					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