

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
研究助理 陈继业 S1080111070050
电话：0755-83026492
邮件：chenjiye@fcsc.cn

沃森生物(300142)

——上海泽润收购敲定，大生物战略再下一城

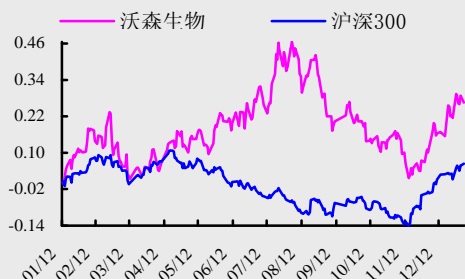
交易数据

上一日交易日股价（元）	40.48
总市值（百万元）	7,377
流通股本（百万股）	62
流通股比率（%）	34.18

资产负债表摘要（09/12）

股东权益（百万元）	2,872
每股净资产（元）	15.76
市净率（倍）	2.57
资产负债率（%）	16.95

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

事件：

- 沃森生物公告，出于战略考虑，决定通过收购上海泽润部分股权并对其增资，从而快速进入 HPV 疫苗研发领域，进一步丰富公司疫苗产品品种。公司共出资 2.65 亿元，收购上海泽润生物 50.69% 的股权，其中，出资 1.22 亿元，受让惠生投资持有的 40.6% 股权，并增资 1.43 亿元，增资后持股 50.69%。

点评：

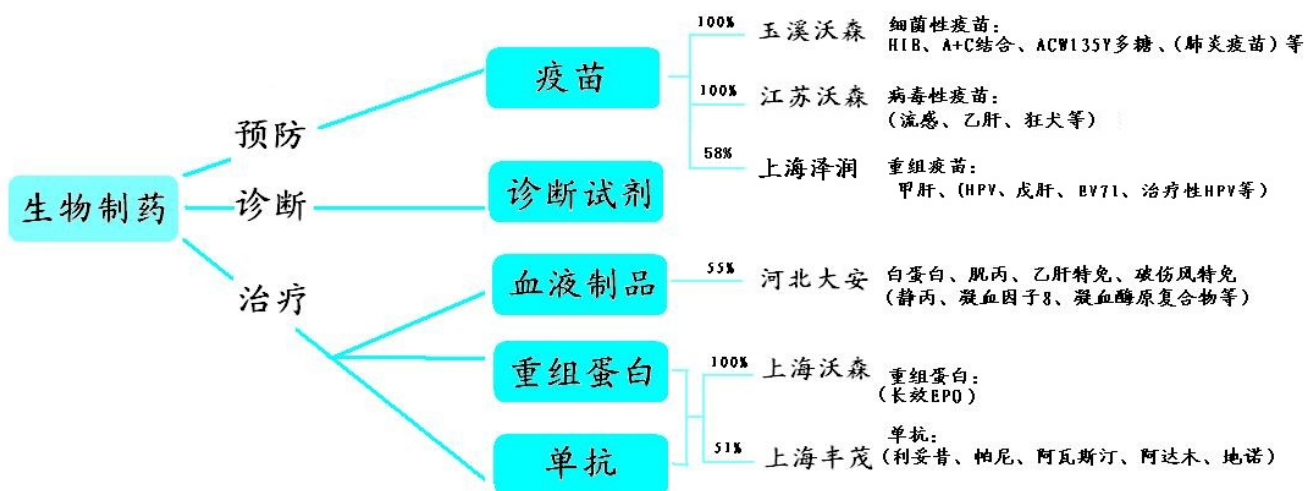
- 20 亿美元市场的宫颈癌疫苗，预计 2018 年上市。HPV 疫苗是目前世界上唯一一种可以预防宫颈癌的疫苗，HPV 疫苗是人类征服癌症的开始。全球每年约有 50 万妇女被诊断为宫颈癌，每年约有 26 万患者死亡，在国内，每年新增宫颈癌病例约 13.5 万，每年约有 8 万人因此死亡，随着近年来性观念的进一步开放，中国的 HPV 感染率呈逐年递增趋势。2011 年该疫苗全球销售额约 20 亿美元（其中默克 12.09 亿美元，葛兰素史克 5.06 亿英镑）。默沙东和默克在中国的注册仍处于三期临床阶段，国内企业也仅有上海泽润和厦门万泰 2 家获得临床批件，处于一期临床阶段。HPV 疫苗是典型的具有高附加值的重磅疫苗产品，按泽润的上市后 230 元/支计算，保守预计每年销售 500 万支，贡献收入 11.5 亿元，40% 净利润率计算，贡献净利润约 4.6 亿元。我国有适龄妇女约 2 亿人，每年新生女性约 800 万人，按每人接种 3 针计算，我国 HPV 疫苗市场存量约 6 亿支+2400 万支每年增量，市场空间广阔。
- 已完成一期临床，在国内企业中处于领先地位。根据流行病学资料，绝大部分宫颈癌由 HPV16 和 18 型感染引起。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。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，是国内第一家采用真核表达系统研发并获得临床试验批件的 HPV 疫苗，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。



- **优秀研发团队，股权激励到位。**上海泽润拥有一支 50 余人的专职研发团队，其中 60%以上具有博士、硕士学位，团队带头人史力博士是世界上第一个宫颈癌预防疫苗 Gardasil 的制剂设计者，入选中组部“千人计划”，核心团队成员具有 20 多年国际研发经验。团队掌握 4 大核心技术平台：病毒样颗粒制备技术平台（VLP）、重组蛋白表达技术平台、灭活病毒疫苗平台、佐剂研发评估平台。该 HPV 疫苗项目获科技部“十二五”国家科技重大新药创制临床前药物专项课题资助。本次收购增资完成后，研发管理团队出资 796 万美元，持股 7.4%，股权激励到位。
- **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。我们预计 2012-2014 年 EPS 为 1.38 元，1.60 元，1.81 元；对应当前 PE 分别为 29 倍，25 倍，22 倍。我们预计公司未来 2 年将保持扣非后净利润 20%以上增长，公司价值低估，建议长线投资者买入。
- **风险提示：**新产品研发进度和上市推广低于预期。



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）



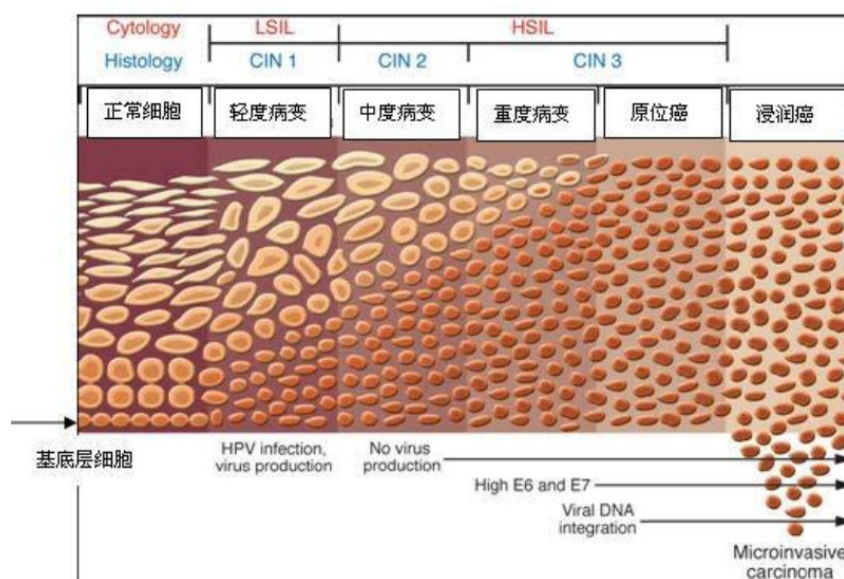
数据来源：公司公告，第一创业研究所

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：宫颈癌发病机理示意图



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

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 5: 上海泽润生物简要资产负债表 (单位: 元)

项目	2012 年 9 月 30 日	2011 年 12 月 31 日
资产总额	276,391,405.15	466,155,500.01
流动资产合计	215,907,098.10	359,996,164.77
非流动资产合计	60,484,307.05	106,159,335.24
负债合计	89,392,600.25	213,086,028.56
流动负债合计	81,157,000.25	208,655,908.56
非流动负债合计	8,235,600.00	4,430,120.00
股东权益合计	186,998,804.90	253,069,471.45
负债及股东权益总计	276,391,405.15	466,155,500.01

数据来源: 公司公告, 第一创业研究所

图表 6: 上海泽润生物简要利润表 (单位: 元)

项目	2012 年 1-9 月	2011 年度
营业收入	576,600.55	5,274,678.62
营业利润	-64,454,683.14	-77,382,978.70
利润总额	-66,070,666.55	-76,942,696.92
净利润	-66,070,666.55	-76,942,696.92

数据来源: 公司公告, 第一创业研究所



图表 7：上海泽润生物简要现金流量表（单位：元）

项目	2012 年 1-9 月	2011 年度
经营活动产生的现金流量净额	-31,780,492.12	-482,495,723.45
投资活动产生的现金流量净额	-4,905,403.83	-12,017,204.39
筹资活动产生的现金流量净额	33,994,756.04	500,565,740.45
汇率变动对现金及现金等价物的影响		-5,421,638.81
现金及现金等价物净增加额	-2,691,139.91	631,173.80
期末现金及现金等价物余额	2,466,711.63	5,157,851.54

数据来源：公司公告，第一创业研究所

图表 8：收购及增资前后股权结构

收购前			收购后		
股东名称	出资额	股权比例	股东名称	出资额	股权比例
惠生（中国）投资有限公司	8000万美元	100%	云南沃森生物	5451万美元	50.69%
			惠生（中国）投资有限公司	4507万美元	41.91%
			上海泽润管理团队公司或合伙企业	796万美元	7.40%
合计	8000万美元	100%	合计	10754万美元	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
流动资产	2499	1878	1583	1609	营业收入	474	559	693	846
现金	1994	1350	800	600	营业成本	42	67	125	169
应收账款	313	322	415	508	营业税金及附加	4	4	6	7
其他应收款	7	8	10	12	营业费用	144	145	146	169
预付账款	70	72	141	203	管理费用	77	87	101	118
存货	65	86	168	230	财务费用	-40	-38	-22	-1
其他流动资产	51	41	50	56	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	285	334	377
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	2355	2043	2049	利润总额	246	293	342	385
流动负债	269	256	382	700	所得税	38	45	53	60
短期借款	0	0	31	300	净利润	208	248	289	325
应付账款	49	81	162	211	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	220	176	188	190	归属母公司净利润	208	248	289	325
非流动负债	25	25	25	25	EBITDA	198	265	333	397
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	1.38	1.38	1.60	1.81
其他非流动负债	25	25	25	25					
负债合计	294	281	407	725	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%	18.0%	24.0%	22.0%
留存收益	414	617	879	1167	营业利润	37.2%	19.7%	17.4%	12.7%
归属母公司股东权益	2713	2916	3178	3466	归属于母公司净利润	34.4%	19.3%	16.7%	12.5%
负债和股东权益	3007	3197	3585	4191	获利能力				
					毛利率 (%)	91.2%	88.0%	82.0%	80.0%
					净利率 (%)	43.8%	44.3%	41.7%	38.4%
					ROE (%)	7.6%	8.5%	9.1%	9.4%
					ROIC (%)	22.9%	28.0%	29.8%	30.5%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	9.8%	8.8%	11.3%	17.3%
					净负债比率 (%)	18.15%	15.07%	19.11%	47.71%
					流动比率	9.30	7.33	4.15	2.30
					速动比率	9.04	6.98	3.69	1.95
					营运能力				
					总资产周转率	0.16	0.21	0.32	0.41
					应收账款周转率	2	2	2	2
					应付账款周转率	0.76	1.04	1.03	0.91
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新摊薄)	1.38	1.38	1.60	1.81
					每股经营现金流 (最新摊薄)	0.51	1.08	0.70	0.96
					每股净资产 (最新摊薄)	15.07	16.20	17.66	19.26
					估值比率				
					P/E	34.69	29.09	24.93	22.15
					P/B	2.65	2.47	2.27	2.08
					EV/EBITDA	27	20	16	13

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