

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

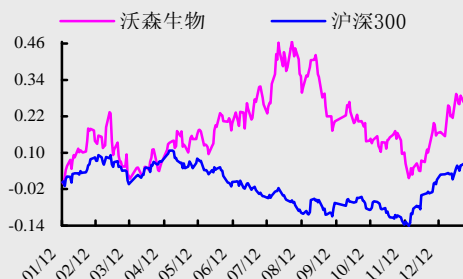
#### 交易数据

上一日交易日报价(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

## 沃森生物(300142) 2012 年年报点评

### ——河北大安并表拉低业绩, 13 年还看血液制品

#### 事件:

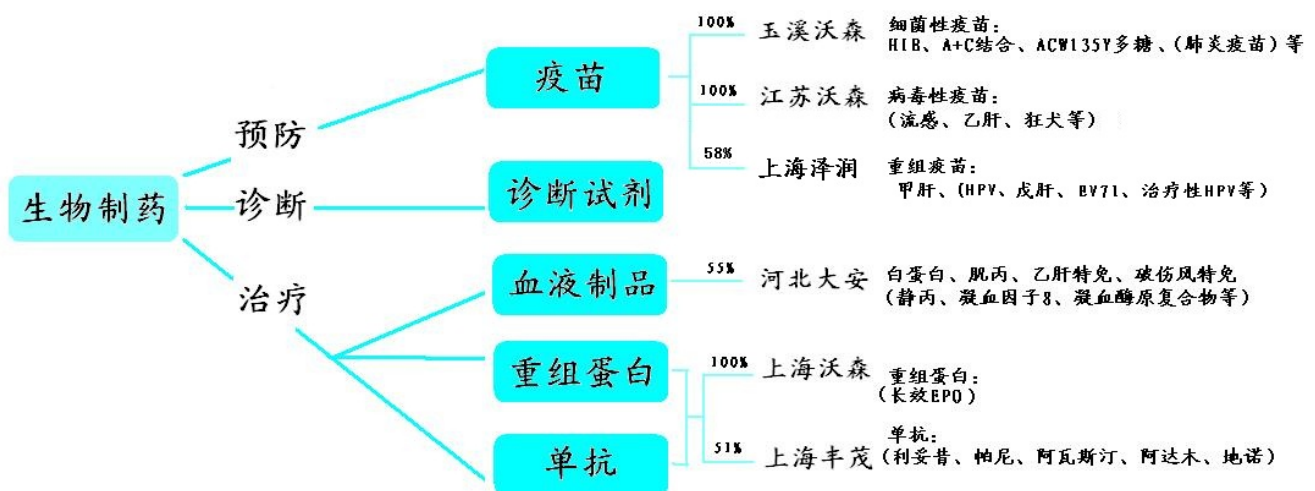
- 沃森生物公布年报: 12 年实现营业收入 5.38 亿元, 同比增 13.45%, 实现净利润 2.33 亿元, 同比增 12.17%, 扣非净利润 1.92 亿元, 同比增 15.62%, 年度实现 EPS=1.29 元。每 10 股派现金 2.5 元(含税)。

#### 点评:

- **收入增长 13.5%, 管理费用增长 37%, 销售费用减少 15%。**2012 年疫苗行业增速放缓, 竞争加剧。报告期内, Hib(西林瓶)销售 2.55 亿元, 同比小幅下滑-3%; Hib(预灌封)销售 1.70 亿元, 同比增长 51%; A+C 结合疫苗销售 1.05 亿元, 同比增长 6%, 新产品 ACWY135 多糖和 AC 多糖疫苗分别贡献 70 万和 700 万收入。管理费用增加的主要原因是增加股权激励成本 454 万元, 研发费用增加 2500 万元, 二期工程转固后, 新增折旧成本 2800 万元。销售费用减少的原因是加强了销售管理, 采取“明折明扣”模式, 销售费用同比减少 2200 万元。报告期内疫苗批签发下降-2.6%, 销量增长 26%, 主要为公司主动消化库存约 130 万剂。
- **河北大安并表拉低业绩。**公司 12 年收购河北大安在 4 季度并表, 由于河北大安的历史亏损原因, 并表后带来亏损约 900 万元(55% 股权)。河北大安并表后, 无形资产增加 8.4 亿元, 无形资产摊销增加 1387 万元, 计提坏账准备增加 1845 万元。并表后存货大幅增长 1.4 亿元主要是河北大安库存 150 吨血浆原料。
- **血液制品是 13 年的增长看点。**河北大安在公司接手后, 快速恢复生产, 已于今年 3 月份获第一批白蛋白批签发, 从二季度开始, 白蛋白将为公司贡献收入。我们预计 13 年 5-6 月份肌丙将获批, 下半年白蛋白和肌丙将同时销售, 成为公司新的利润增长点。我们预计 13 年血液制品投浆量可达 200 吨, 预计增厚 EPS 约 0.2 元。
- **维持“强烈推荐”评级。**我们认为公司“疫苗+血液制品+单抗”的“大生物”战略布局长远, 公司属研发型生物制药优质公司, 在研产品储备丰富, 3 大细分产业具有协同效应, 但短期内需要加强外延式收购子公司的管理和融合, 以及子公司亏损并表后的业绩消化。我们预计 2013-2015 年 EPS 为 1.60 元, 1.81 元, 2.00 元; 对应当前 PE 分别为 25 倍, 22 倍, 20 倍。
- **风险提示:** 外延并购管理整合风险, 业绩不达预期风险。



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（单位：元）

	营业收入	营业成本	毛利率(%)	营业收入比上年 同期增减 (%)	营业成本比上年 同期增减 (%)	毛利率比上年同 期增减 (%)
分行业						
疫苗产品	537,558,541.09	63,915,756.82	88.11%	13.47%	52.75%	-3.06%
分产品						
Hib(西林瓶)	254,612,764.41	19,250,709.21	92.44%	-2.8%	20.81%	-1.48%
Hib(预灌封)	169,609,229.17	27,910,584.15	83.54%	51.32%	96.37%	-3.78%
AC 结合疫苗	105,509,936.18	14,673,939.46	86.09%	5.8%	25.45%	-2.18%
AC 多糖疫苗	736,981.14	653,604.00	11.31%			
ACYW135 多糖疫苗	7,089,630.19	1,426,920.00	79.87%			

数据来源：公司公告，第一创业研究所



图表 3：公司疫苗批签发情况和消化库存情况

产品		2011 年 批签发量（剂）	2012 年 批签发量（剂）	批签发量增长率
Hib	西林瓶	6,118,911	5,263,344	-13.98%
	预灌封	2,211,405	2,316,623	4.76%
AC 结合疫苗		2,662,981	2,559,643	-3.88%
AC 多糖疫苗		0	297,960	——
ACYW135 多糖疫苗		0	269,595	——
总计		10,993,297	10,707,165	-2.60%

行业分类	项目	2012 年	2011 年	同比增减（%）
疫苗	销售量	11,845,009	9,395,875	26.07%
	生产量	10,707,165	10,993,217	-2.6%
	库存量	98,317	1,370,091	-92.82%

数据来源：公司公告，第一创业研究所

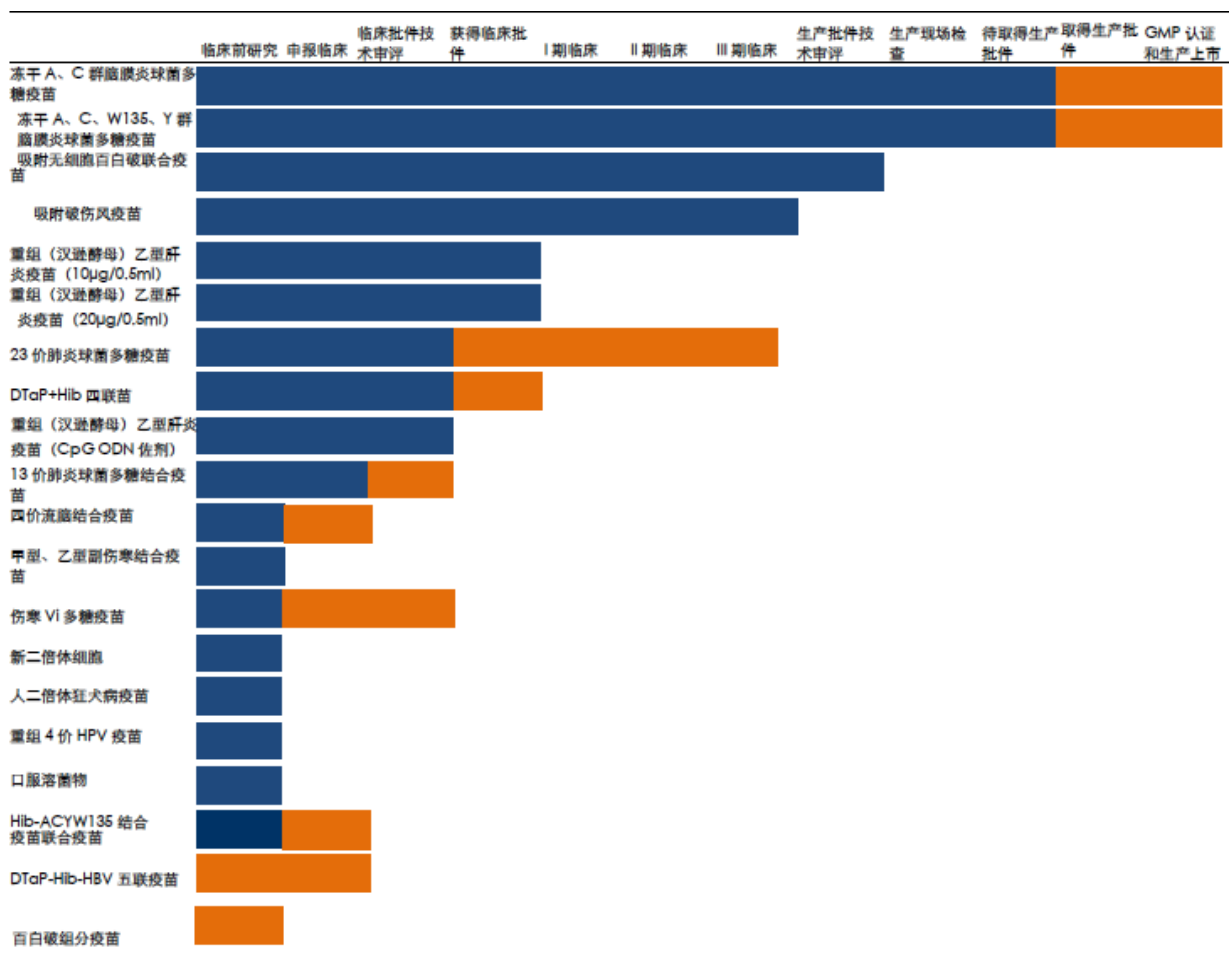
图表 4：报告期内公司费用情况（单位：元）

	2012 年	2011 年	同比增减（%）	重大变动说明
销售费用	122,698,570.70	144,179,357.92	-14.9%	报告期内，公司加强销售管理，销售费用降低。
管理费用	105,908,560.82	77,400,227.33	36.83%	报告期内，公司在并购活动、新增资产折旧及股权激励成本摊销等形成的管理费用增加。
财务费用	-31,205,481.14	-40,282,685.17	-22.53%	报告期内，募集资金使用导致募集资金利息收入减少。
所得税	42,109,455.58	38,369,852.80	9.75%	报告期内，公司利润总额增长，所得税费用增加。

数据来源：公司公告，第一创业研究所



图表 5：2012 年公司疫苗产品研发进度表（黄色标示报告期内研发最新进展）



数据来源：公司公告，第一创业研究所

图表 6：近 3 年公司研发投入情况（单位：元）

	2012 年	2011 年	2010 年
研发投入金额（元）	66,410,429.71	41,234,204.01	20,219,218.77
研发投入占营业收入比例（%）	12.35%	8.7%	5.64%

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	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
<b>流动资产</b>	2387	2017	2699	3071	<b>营业收入</b>	538	710	851	1039
现金	1423	917	1206	1107	营业成本	64	106	153	218
应收账款	440	513	634	779	营业税金及附加	4	5	6	8
其他应收款	149	127	170	218	营业费用	123	142	153	177
预付账款	109	154	241	339	管理费用	106	128	145	166
存货	197	238	367	535	财务费用	-31	-19	3	40
其他流动资产	69	68	80	94	资产减值损失	18	18	18	18
<b>非流动资产</b>	2063	2300	2766	3249	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	12	10	11	11	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	455	625	685	689	<b>营业利润</b>	254	328	373	411
无形资产	878	1292	1775	2293	营业外收入	14	13	13	13
其他非流动资产	719	373	296	256	营业外支出	1	2	2	1
<b>资产总计</b>	4450	4317	5466	6320	<b>利润总额</b>	267	339	384	423
<b>流动负债</b>	1020	746	1599	2133	所得税	42	53	60	66
短期借款	537	287	1042	1451	<b>净利润</b>	225	286	324	357
应付账款	121	175	253	368	少数股东损益	-7	-5	-6	-7
其他流动负债	362	284	304	313	<b>归属母公司净利润</b>	233	291	330	364
<b>非流动负债</b>	261	116	108	96	EBITDA	261	352	427	509
长期借款	0	-28	-54	-77	EPS (元)	1.28	1.60	1.81	2.00
其他非流动负债	261	143	163	173					
<b>负债合计</b>	1281	861	1707	2229	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	215	211	204	197	<b>会计年度</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
股本	182	182	182	182	<b>成长能力</b>				
资本公积	2170	2170	2170	2170	营业收入	13.5%	32.0%	20.0%	22.0%
留存收益	602	893	1202	1542	营业利润	6.7%	29.3%	13.5%	10.4%
归属母公司股东权益	2954	3245	3554	3894	归属于母公司净利润	12.2%	25.0%	13.5%	10.3%
<b>负债和股东权益</b>	4450	4317	5466	6320	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	88.1%	85.0%	82.0%	79.0%
					净利率(%)	43.3%	41.0%	38.8%	35.0%
					ROE(%)	7.9%	9.0%	9.3%	9.3%
					ROIC(%)	7.5%	9.0%	8.6%	8.5%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	28.8%	20.0%	31.2%	35.3%
					净负债比率(%)	42.13%	33.15%	59.20%	62.60%
					流动比率	2.34	2.70	1.69	1.44
					速动比率	2.14	2.37	1.45	1.18
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.14	0.16	0.17	0.18
					应收账款周转率	1	1	1	1
					应付账款周转率	0.75	0.72	0.72	0.70
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	1.28	1.60	1.81	2.00
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.43	0.05	0.59	0.65
					每股净资产(最新摊薄)	16.21	17.81	19.50	21.37
					<b>估值比率</b>				
					P/E	30.88	24.71	21.78	19.75
					P/B	2.43	2.22	2.02	1.85
					EV/EBITDA	25	19	15	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