

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：0755-83026492
 邮件：chenjiye@fcsc.cn

沃森生物(300142)

——增持大安股权至 90%，决心做大血液制品

事件：沃森生物公告，公司拟以33,691万元受让瑞聚全持有的大安制药35%股权。收购完成后，公司将持有大安制药90%的股权。

点评：

- **实现绝对控股，利于高效决策。**本次增持大安 35% 的股权，共计金额为 3.37 亿元，与去年 9 月份的 5.29 亿元受让 55% 的股权相比，对价相同。通过增持大安制药 35% 股权，公司持有的大安制药股权将增至 90%，从而实现公司对大安制药的绝对控股，有利于提高大安制药重大事项决策效率，加强公司对大安制药的统筹规划管理以及大安制药整体战略规划的实施，保障公司做大做强血液制品业务战略目标的达成。同时，公司选择目前的时点收购瑞聚全持有的大安制药 35% 股权，可避免未来大安制药企业估值上升造成收购对价的增加。
- **白蛋白已恢复生产，1-5 月采浆 40 吨。**大安制药已获得包括人血白蛋白、人免疫球蛋白（肌注）、人乙肝免疫球蛋白、人破伤风免疫球蛋白 4 个品种 22 个规格的药品生产批准文号。其中人血白蛋白产品（10g【20%，50ml】/瓶）已于 2012 年 11 月获得《药品补充申请批件》，恢复生产并于 2013 年 3 月获得中检院的批签发。人免疫球蛋白（肌注）已通过补充申请的生产现场检查，处于审评过程中，预计 7 月份获批。人乙肝免疫球蛋白、人破伤风免疫球蛋白正在进行生产工艺变更补充申请的准备。大安制药 1-5 月采浆量约 40 吨，同比大幅增长，预计全年可达 100 吨。
- **未来具有开拓新浆站巨大潜力。**大安制药目前在河北省用药 5 家浆站，3 个正常采浆（河间、怀安、邢邑）形成年采浆量 100 吨/年，2 个在建浆站（魏县、栾城）。大安制药在 2005 年取得河北省卫生厅《关于同意河北大安制药有限公司设置单采血浆站的批复》，规划中同意大安制药在河北省境内设置 16 家浆站。
- **维持“强烈推荐”评级。**我们认为公司的“疫苗+单抗+血液制品”的大生物战略已初步成型。疫苗和血液制品将成为未来 3 年主要收入和利润的贡献来源。随着我国“二胎政策”的放宽，疫苗行业将显著受益。另外新版 GSP 已于 6 月 1 日正式实施，对于冷链配送规范的疫苗企业也将更加受益。我们预计 13-15 年 EPS 为 1.60 元，1.81 元，2.00 元；对应 PE 为 23 倍，20 倍，18 倍。当前估值偏低，且无处方药企业的降价风险，建议战略性加强配置。

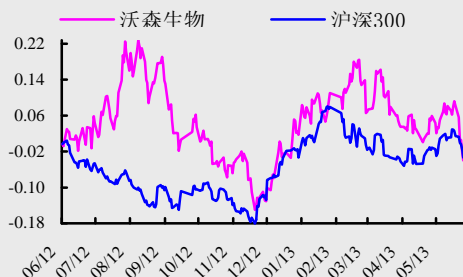
交易数据

上一日交易日股价（元）	36.68
总市值（百万元）	6,684
流通股本（百万股）	62
流通股比率（%）	33.81

资产负债表摘要（03/13）

股东权益（百万元）	2,980
每股净资产（元）	16.35
市净率（倍）	2.24
资产负债率（%）	28.53

公司与沪深 300 指数比较

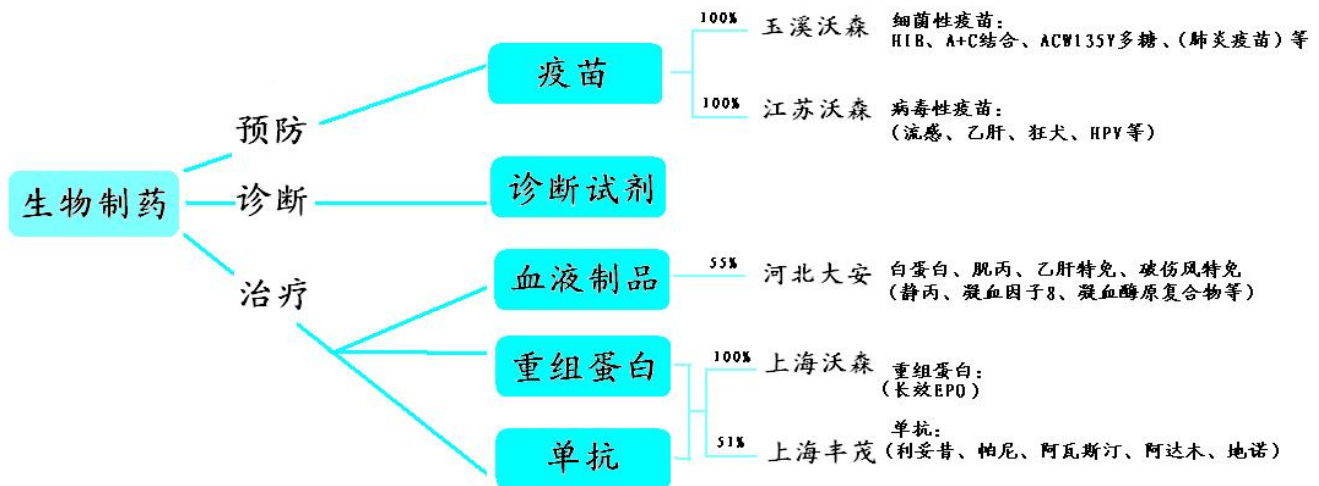


相关报告



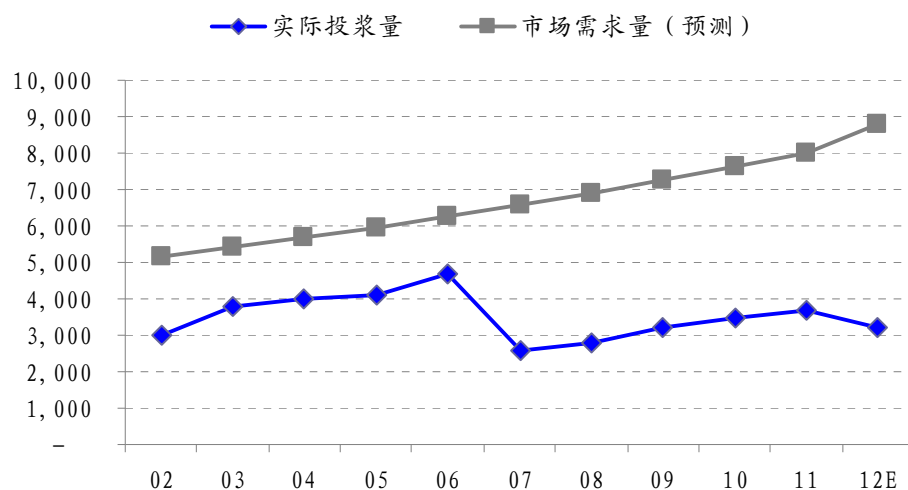
- **风险提示** 新产品审批进程具有一定不确定性。

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 2：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 3：两次收购河北大安前后股权结构情况

收购前		第一次收购后（12年9月）		第二次收购后（13年6月）	
股东名称	股权比例	股东名称	股权比例	股东名称	股权比例
四川方向药业	35%	沃森生物	55%	沃森生物	90%
成都镇泰投资	20%	石家庄瑞聚全医药技术咨询	35%	成都煌基商贸	10%
石家庄瑞聚全医药技术咨询	35%	成都煌基商贸	10%		
成都煌基商贸	10%				

数据来源：公司公告，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 2013 年 6 月 13 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	141亿元	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	103亿元	100%	100%	59%	300吨/年	10个采浆	2个在建
天坛生物	81亿元	53%	45%	58%	350吨/年	15个采浆	0个在建
博雅生物	31亿元	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+150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	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
	静注人免疫球蛋白（静丙）	✓	✓	✓	✓	✓	✓	在研
	肌注人免疫球蛋白（肌丙）	✓	✓	✓		✓	✓	即将获批
	乙肝人免疫球蛋白	✓	✓	✓		✓	✓	补充申请
人免疫球蛋白	破伤风人免疫球蛋白	✓	✓	✓		✓		补充申请
	狂犬病人免疫球蛋白	✓	✓			✓	✓	
	组织胺人免疫球蛋白			✓		✓		
	人凝血因子VIII		✓		✓			在研
人凝血因子类	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：大安制药简要资产负债表（单位：元）

项目	2013 年 3 月 31 日	2012 年 12 月 31 日
资产总额	283,917,499.43	258,995,272.68
流动资产合计	180,688,208.86	154,208,087.64
非流动资产合计	103,229,290.57	104,787,185.04
负债合计	426,745,876.74	395,708,415.31
流动负债合计	424,693,856.74	393,656,395.31
非流动负债合计	2,052,020.00	2,052,020.00
股东权益合计	-142,828,377.31	-136,713,142.63
负债及股东权益总计	283,917,499.43	258,995,272.68

数据来源：公司公告，第一创业研究所

图表 7：大安制药简要利润表（单位：元）

项目	2013 年 1-3 月	2012 年度
营业收入	0	0
净利润	-6,115,234.68	-67,786,748.68

数据来源：公司公告，第一创业研究所

图表 8：大安制药简要现金流量表（单位：元）

项目	2013 年 1-3 月	2012 年度
经营活动产生的现金流量净额	-38,556,507.15	-65,070,444.40
投资活动产生的现金流量净额	-3,943,422.80	-6,710,735.41
筹资活动产生的现金流量净额	43,863,040.28	73,873,936.10
汇率变动对现金及现金等价物的影响	0	0
现金及现金等价物净增加额	1,363,110.33	2,092,756.29
期末现金及现金等价物余额	4,817,197.55	3,454,087.22

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
流动资产	2387	2017	2699	3071	营业收入	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
非流动资产	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	营业利润	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
资产总计	4450	4317	5466	6320	利润总额	267	339	384	423
流动负债	1020	746	1599	2133	所得税	42	53	60	66
短期借款	537	287	1042	1451	净利润	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	归属母公司净利润	233	291	330	364
非流动负债	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					
负债合计	1281	861	1707	2229	主要财务比率				
少数股东权益	215	211	204	197	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
股本	182	182	182	182	成长能力				
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%
负债和股东权益	4450	4317	5466	6320	获利能力				
					毛利率(%)	88.1%	85.0%	82.0%	79.0%
现金流量表					净利率(%)	43.3%	41.0%	38.8%	35.0%
单位: 百万元					ROE(%)	7.9%	9.0%	9.3%	9.3%
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	ROIC(%)	7.5%	9.0%	8.6%	8.5%
经营活动现金流	78	9	108	119	偿债能力				
净利润	225	286	324	357	资产负债率(%)	28.8%	20.0%	31.2%	35.3%
折旧摊销	39	42	52	57	净负债比率(%)	42.13%	33.15%	59.20%	62.60%
财务费用	-31	-19	3	40	流动比率	2.34	2.70	1.69	1.44
投资损失	0	0	0	0	速动比率	2.14	2.37	1.45	1.18
营运资金变动	-209	-132	-318	-373	营运能力				
其他经营现金流	55	-168	48	38	总资产周转率	0.14	0.16	0.17	0.18
投资活动现金流	-1066	-279	-520	-539	应收账款周转率	1	1	1	1
资本支出	356	0	0	0	应付账款周转率	0.75	0.72	0.72	0.70
长期投资	0	-2	1	-0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	-710	-281	-519	-539	每股收益(最新摊薄)	1.28	1.60	1.81	2.00
筹资活动现金流	416	-235	701	320	每股经营现金流(最新摊薄)	0.43	0.05	0.59	0.65
短期借款	537	-250	755	409	每股净资产(最新摊薄)	16.21	17.81	19.50	21.37
长期借款	0	-28	-27	-23	估值比率				
普通股增加	32	0	0	0	P/E	30.88	24.71	21.78	19.75
资本公积增加	21	0	0	0	P/B	2.43	2.22	2.02	1.85
其他筹资现金流	-173	42	-27	-66	EV/EBITDA	25	19	15	13
现金净增加额	-571	-506	289	-99					

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