

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 阳来军 S1080513060003  
 研究助理 陈继业 S1080111070050  
 电话：0755-83026492  
 邮件：chenjiye@fcsc.cn

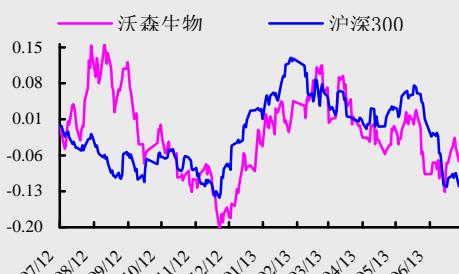
## 交易数据

上一日交易日股价（元）	40.67
总市值（百万元）	7,411
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）	2.49
资产负债率（%）	28.53

## 公司与沪深300指数比较



## 相关报告

**沃森生物(300142)**
**——整合渠道资源，CpG 佐剂乙肝苗获临床批件**
**事件：**

- 公司公告，拟以 76250 万元收购隆臣投资持有的宁波普诺、莆田圣泰、山东实杰 100% 股权。收购价款根据对赌协议分 5 期支付。
- 公司公告，获得新型 CpG ODN 佐剂乙肝疫苗临床批件。
- 公司半年报业绩预告，盈利同比-30%~0%，非经常损益约 300 万。

**点评：**

- 整合优质疫苗渠道资源，收购对价静态市盈率在 12.5 倍左右，动态市盈率仅 7.2 倍。公司此次收购的宁波普诺、莆田圣泰、山东实杰 3 家公司，分别为浙江、福建、山东省实力最强、规模最大的疫苗及血液制品代理商，在业内较为知名。收购对价静态市盈率 12.5 倍，动态市盈率仅 7.2 倍（详见图表 1），较为合理。预计收购整合后，根据对赌协议，2013-2015 年增厚公司 EPS 约 0.34 元、0.38 元、0.46 元，业绩增速为 14%、20%。从公司的战略思路来看，不排除公司未来进一步收购整合其他省份二类疫苗渠道资源，成为疫苗品牌合作代理商，形成新的利润增长点。
- 整合渠道资源具有 3 重战略意义：一是短期来说，可以增厚公司业绩，降低沃森自有品种的销售费用；二是增加沃森疫苗代理品种，3 家公司代理品种包括 23 价肺炎疫苗、戊肝疫苗、狂犬疫苗、人血白蛋白等 10 多个优势品种，为沃森迅速补充代理产品线；三是整合优势渠道资源，提高公司营销体系核心能力，为沃森未来大品种上市提供高效销售平台，实现快速放量。
- 新型 CpGODN 佐剂乙肝疫苗获批临床批件，有望 3 年后上市。新型 CpGODN 佐剂疫苗是未来最具看点的疫苗研制技术。CpGODN 为非甲基化的短核苷酸(胞嘧啶和鸟嘌呤，CpG)为基序的寡脱氧核苷酸(ODN)短序列，是迄今发现的人和动物的强烈免疫刺激因子。CpGODN 不仅可增强乙肝疫苗的体液免疫应答，还可增强其细胞免疫应答，这正是氢氧化铝佐剂所达不到的，且 CpGODN 与铝佐剂具有协同效应，是安全有效的新型佐剂，能够增强疫苗的免疫原性，提高免疫应答率，刺激机体形成更有效的保护。相较传统乙肝疫苗（有 5%-15% 的接种者免疫无应答），CpGODN 佐剂乙肝疫苗可以解决这一问题，以使无应答者在短时



间内显著提高乙肝抗体产生水平。同时，据国外文献报道，CpGODN 佐剂乙肝疫苗具有激活细胞免疫效果，对乙肝治疗也有一定效果。美国的 Coley 公司和美国 Dynavax 公司的 CpGODN 佐剂疫苗已进入三期临床，国内在进行 CpGODN 相关产品研制的企业仅云南沃森。公司获临床批件，体现了 CFDA 对公司创新研发技术的认可和支持，同时也体现了公司在生物创新技术研发上的不懈努力。

- **半年报低于预期，受财务费用及并购产生的无形资产摊销拖累。**上半年由于疫苗市场竞争加剧，限制了公司销售规模的增长，我们预计上半年营业收入同比持平，但受财务费用及并购产生的无形资产摊销拖累，预计上半年净利润增长约-20%，扣非后净利润增长约-5%。由于血液制品在上半年并未实现销售，血液制品对业绩的贡献未体现，但河北大安并表后导致无形资产摊销约 2000 万元。同时由于超募资金的使用及债券发行，使得财务费用大幅增长，去年同期为 1000 多万利息收入，今年上半年为 2000 万财务费用。我们预计，下半年随着收购渠道的整合以及血液制品的销售，公司业绩有望恢复较快增长。
- **维持“强烈推荐”评级。**我们认为公司疫苗研发技术国内领先，产品质量标准高，随着近期国家在药品、食品领域打击外资企业，国内优质民族品牌的“进口替代”将显著受益。公司的竞争对手 GSK 涉嫌经济犯罪被调查，对公司来说反而是利好。我们预计 13-15 年 EPS 为 1.60 元，1.81 元，2.00 元；对应 PE 为 25 倍，22 倍，20 倍。当前估值偏低，未来无处方药企业的降价等政策风险，建议耐心持有，静待成长。
- **风险提示 业绩不达预期风险。**

图表 1：公司收购宁波普诺、莆田圣泰、山东实杰 3 家公司 100% 股权对价情况

年度		2013	2014	2015	2016
宁波普诺	当年对赌净利润（万元）	2400	2730	3280	
	当年支付股权转让价款（万元）	17325	8265	2940	1470
	累计支付股权转让价款（万元）	17325	25590	28530	30000
莆田圣泰	当年对赌净利润（万元）	1300	1480	1780	
	当年支付股权转让价款（万元）	9382	4476	1592	795
	累计支付股权转让价款（万元）	9382	13858	15450	16250
山东实杰	当年对赌净利润（万元）	2400	2730	3280	
	当年支付股权转让价款（万元）	17325	8265	2940	1470
	累计支付股权转让价款（万元）	17325	25590	28530	30000
3 家公司对赌净利润合计（万元）		6100	6940	8340	
累计支付股权转让价款（万元）		44032	65038	72510	76250
收购动态 PE（倍）		7.2	9.4	8.7	
增厚上市公司业绩 EPS（元）		0.34	0.38	0.46	

数据来源：公司公告，第一创业研究所



图表 2：宁波普诺简要资产负债表（单位：元）

项目	2013 年 5 月 31 日	2012 年 12 月 31 日
资产总额	114,880,760.94	60,122,885.67
流动资产合计	113,668,061.24	58,740,095.06
非流动资产合计	1,212,699.70	1,382,790.61
负债合计	83,638,847.81	39,029,700.12
流动负债合计	83,638,847.81	39,029,700.12
非流动负债合计	0	0
股东权益合计	31,241,913.13	21,093,185.55
负债及股东权益总计	114,880,760.94	60,122,885.67

数据来源：公司公告，第一创业研究所

图表 3：宁波普诺简要利润表（单位：元）

项目	2013 年 1-5 月	2012 年度
营业收入	84,220,668.53	64,299,236.09
净利润	10,148,727.58	15,159,762.41

数据来源：公司公告，第一创业研究所

图表 4：宁波普诺简要现金流量表（单位：元）

项目	2013 年 1-5 月	2012 年度
经营活动产生的现金流量净额	-9,353,478.59	-17,161,848.02
投资活动产生的现金流量净额	-82,117.68	3,015,645.36
筹资活动产生的现金流量净额	15,653,390.03	13,181,804.78
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	6,217,793.76	-964,397.88
期末现金及现金等价物余额	10,597,649.21	4,379,855.45

数据来源：公司公告，第一创业研究所



图表 5：宁波普诺盈利预测表（单位：万元）

	2013	2014	2015
收入	19,114.11	24,419.80	28,000.70
净利润	2400	2730	3280

数据来源：公司公告，第一创业研究所

图表 6：莆田圣泰简要资产负债表（单位：元）

项目	2013 年 5 月 31 日	2012 年 12 月 31 日
资产总额	35,700,363.47	31,493,278.40
流动资产合计	35,529,607.31	31,306,942.01
非流动资产合计	170,756.16	186,336.39
负债合计	22,185,221.30	21,915,309.48
流动负债合计	22,185,221.30	21,915,309.48
非流动负债合计	0	0
股东权益合计	13,515,142.17	9,577,968.92
负债及股东权益总计	35,700,363.47	31,493,278.40

数据来源：公司公告，第一创业研究所

图表 7：莆田圣泰简要利润表（单位：元）

项目	2013 年 1-5 月	2012 年度
营业收入	24,638,927.87	37,817,227.64
净利润	3,937,173.25	5,108,670.05

数据来源：公司公告，第一创业研究所



图表 8: 莆田圣泰简要现金流量表 (单位: 元)

项目	2013 年 1-5 月	2012 年度
经营活动产生的现金流量净额	2,924,584.85	-6,921,530.73
投资活动产生的现金流量净额	0	-10,189,354.70
筹资活动产生的现金流量净额	-1,400,000.00	16,469,200.00
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	1,524,584.85	-641,685.43
期末现金及现金等价物余额	2,122,545.79	597,960.94

数据来源: 公司公告, 第一创业研究所

图表 9: 莆田圣泰盈利预测表 (单位: 万元)

	2013	2014	2015
收入	6,688.22	8,609.00	10,215.20
净利润	1300	1480	1780

数据来源: 公司公告, 第一创业研究所

图表 10: 山东实杰简要资产负债表 (单位: 元)

项目	2013 年 5 月 31 日	2012 年 12 月 31 日
资产总额	132,819,897.81	111,256,893.96
流动资产合计	120,079,977.91	105,125,611.69
非流动资产合计	12,739,919.90	6,131,282.27
负债合计	101,154,743.50	86,772,450.10
流动负债合计	101,154,743.50	86,772,450.10
非流动负债合计	0	0
股东权益合计	31,665,154.31	24,484,443.86
负债及股东权益总计	132,819,897.81	111,256,893.96

数据来源: 公司公告, 第一创业研究所



图表 11：山东实杰简要利润表（单位：元）

项目	2013 年 1-5 月	2012 年度
营业收入	84,238,962.58	111,825,793.57
净利润	7,180,710.45	15,038,317.61

数据来源：公司公告，第一创业研究所

图表 12：山东实杰简要现金流量表（单位：元）

项目	2013 年 1-5 月	2012 年度
经营活动产生的现金流量净额	18,982,667.34	-21,262,834.93
投资活动产生的现金流量净额	-1,910,499.60	-8,646,296.74
筹资活动产生的现金流量净额	-3,693,334.23	31,713,980.00
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	13,378,833.51	1,804,848.33
期末现金及现金等价物余额	16,423,003.13	3,044,169.62

数据来源：公司公告，第一创业研究所

图表 13：山东实杰盈利预测表（单位：万元）

	2013	2014	2015
收入	16,922.90	20,652.49	25,022.34
净利润	2400	2730	3280

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				
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	归属母公司净利润	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					
少数股东权益	215	211	204	197					
股本	182	182	182	182					
资本公积	2170	2170	2170	2170					
留存收益	602	893	1202	1542					
归属母公司股东权益	2954	3245	3554	3894					
<b>负债和股东权益</b>	4450	4317	5466	6320					
现金流量表									
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E					
<b>经营活动现金流</b>	78	9	108	119					
净利润	225	286	324	357					
折旧摊销	39	42	52	57					
财务费用	-31	-19	3	40					
投资损失	0	0	0	0					
营运资金变动	-209	-132	-318	-373					
其他经营现金流	55	-168	48	38					
<b>投资活动现金流</b>	-1066	-279	-520	-539					
资本支出	356	0	0	0					
长期投资	0	-2	1	-0					
其他投资现金流	-710	-281	-519	-539					
<b>筹资活动现金流</b>	416	-235	701	320					
短期借款	537	-250	755	409					
长期借款	0	-28	-27	-23					
普通股增加	32	0	0	0					
资本公积增加	21	0	0	0					
其他筹资现金流	-173	42	-27	-66					
<b>现金净增加额</b>	-571	-506	289	-99	<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