

三驾马车征远途，疫苗血制品立当下

投资要点

- 事件:** 2013年公司营业收入、归属上市公司股东净利润分别为5.83亿元、0.48亿元，同比增长8.47%、-79.43%，扣非后归属上市公司股东净利润为0.67亿，同比下降65.29%；销售费用、管理费用、财务费用分别为1.04亿、2.35亿、0.46亿，同比增长-14.97%、122.03%、248.62%；基本每股收益为0.27元，同比下降79.07%。
- 财务状况:** 营业收入增加的主要原因是AC多糖结合、ACYW135多糖疫苗营收同比增加1196.08%、574.43%，另外新增甲型肝炎灭活疫苗、人血白蛋白、疫苗代理业务、药品代理业务、特许权使用费分别创收719.64万、3080.61万、7981.91万、476.53万、475.86万。扣非后净利润同比大幅下降的原因是：1) 管理费用同比上升122.03%，原因是并购五家公司增加管理费用0.25亿和大安制药商誉摊销0.70亿；2) 财务费用上升248.62%，系短期贷款增加和本期发行中期票据利息费用增加所致。
- 疫苗业务稳扎稳打，后续产品值得期待。**公司在疫苗研发领域居于行业领先地位，目前上市销售的有AC脑膜炎多糖、冻干AC脑膜炎结合、ACYW135脑膜炎多糖、Hib多糖结合疫苗，13年营收比分别为1.67%、9.75%、8.36%、57.94%。公司目前在研的疫苗有生产批件在审的23价肺炎球菌多糖疫苗（国内第二家，有望15年上市），处于临床试验的百白破-乙肝-Hib联合、百白破-Hib联合、CpGODN佐剂乙肝、重组乙肝、9价肺炎球菌多糖结合、感冒裂解病毒等疫苗，临床试验批件在审的有甲型、乙型副伤寒结合、伤寒Vi多糖结合、ACYW135-Hib多糖结合、13价肺炎球菌多糖结合疫苗；公司在炎疫苗储备丰富，后续新疫苗的持续上市保证了公司在疫苗领域稳固地位。公司持股50.69%的上海泽润拥有16/18型重组人HPV疫苗已经完成I期临床，正在有序开展II期临床，有望成为国内第一家上市的HPV疫苗；另外润泽有上市的Vero甲肝疫苗和临床批件在审的16型E7融合蛋白HPV疫苗。疫苗业务作为公司布局大生物产业重要的一架马车，内生式增长和外延式并购的规模雏形已现，曙光已见。

指标/年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	583.09	817.57	1133.11	1442.59
增长率	8.47%	40.21%	38.60%	27.31%
归属母公司净利润(百万元)	47.89	130.13	205.07	283.05
增长率	-79.43%	171.70%	57.59%	38.03%
每股收益EPS(元)	0.27	0.72	1.14	1.57
净资产收益率ROE	1.75%	4.62%	7.01%	9.19%
PE	178.90	65.84	41.78	30.27
PB	3.12	3.05	2.93	2.78

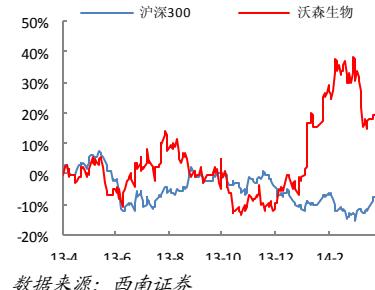
数据来源：西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：朱国广
执业证号：S1250513070001
电话：023-63812537
邮箱：zhugg@swsc.com.cn

研究助理：何治力
电话：023-67898264
邮箱：hzl@swsc.com.cn

相对指数表现

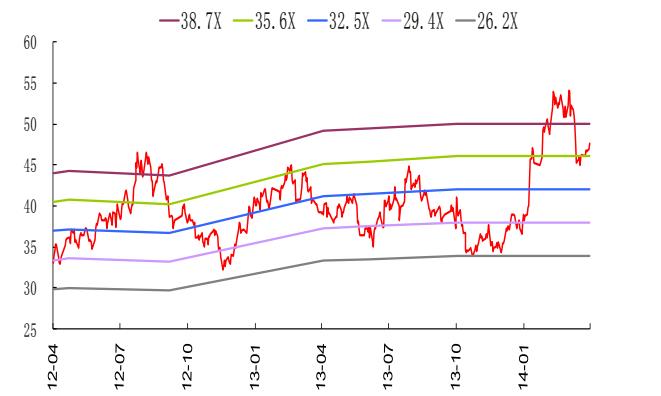


基础数据

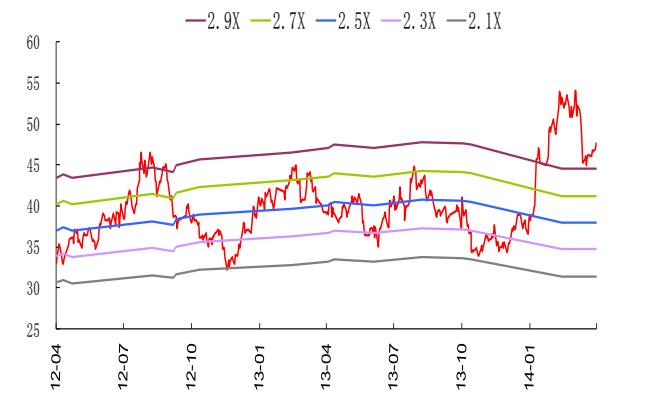
总股本(亿股)	1.8
流通A股(亿股)	1.21
52周内股价区间(元)	33.69-57.13
总市值(亿元)	85.68
总资产(亿元)	61.36
每股净资产(元)	15.24

相关研究

- **大安制药新版 GMP 认证获突破进展，复产在望。**公司 8.66 亿控股 90% 的大安制药是河北省内唯一具有单采血浆站的血液制品企业，拥有 3 个血浆站（河间、怀安、邢邑血浆站，魏县、栾城采浆站已获批筹建中，预计未来在河北省将有新的血浆站获批），年采浆能力约 100 吨，目前储存血浆约 250 吨，已获得包括人血白蛋白等药品生产批准文号，共 4 个品种 22 种规格。此次获得新版 GMP 认证后人血白蛋白和肌肉注射人免疫球蛋白（肌丙）两个产品可恢复生产，预计将对 14 年业绩贡献较大。另外公司获批的还有乙肝特免、破伤风特免，但因生产工艺的改进处于生产批件补充生产阶段。在研的有处于临床试验的静丙和临床前的凝血因子 8、凝血酶原复合物等。13 年大安制药营业收入 0.25 亿，净利润 -0.24 亿，净利润为负的原因是采浆成本的上升和 GMP 改造拖累，相信 14 年将有所改善。
- **着眼生物大健康，长远布局单抗领域。**公司持股 63.58% 的上海嘉和赫赛汀类似单抗在澳大利亚和国内都处于 I 期临床，另外重组 TNF- α 全人源、人鼠嵌合单克隆抗体处于临床试验批件在审阶段。上海沃森正积极研发长效 EPO。
- **构建完整产业链，销售网络全面铺开。**13 年公司收购宁波普诺（100% 股权）、山东实杰（100% 股权）、莆田圣泰（100% 股权）、云南鹏侨（51% 股权）。13 年公司收购宁波普诺（100% 股权）、山东实杰（100% 股权）、莆田圣泰（100% 股权）、云南鹏侨（51% 股权）等渠道商，实现了销售网络的自我控制，构建了疫苗、血制品、单抗研发、生产、销售、流通完整的产业链，即有利于公司现有疫苗产品提高市场占有率，也有利于血液制品打开医院市场，保证公司产销率的平衡。
- **估值分析与投资策略。**我们预测：2014 年、2015 年、2016 年的 EPS 分别为 0.72 元、1.14 元、1.57 元，对应 PE 分别为 66X、42X、30X。我们认为：公司长远布局生物大健康领域，疫苗、血制品、单抗在研产品丰富，短期关注疫苗和血制品业务的增长（14 年预计有 40% 增长）。近来公司收购控股子公司较多，内部资源整合将给公司长足发展奠定基础。大股东李云春持有公司 15.05% 的股权，其通过平安大华汇盈 1 号资产管理计划增持公司股份，实现可表决权 19.99%，显示了对公司长期发展的看好。建议投资者关注，首次给予“增持”评级。
- **风险提示：**1) 疫苗市场竞争加剧；2) 新品研发低于预期；3) 大安制药新版 GMP 认证速度低于预期；4) 销售网络整合低于预期；5) 无形资产摊销过大。

图 1：公司 PE-Band 分布


数据来源：Wind,西南证券

图 2：PB-Band 分布


数据来源：Wind,西南证券

附：财务预测表（单位：百万元）

资产负债表	2013	2014E	2015E	2016E	利润表	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	962.99	8.18	11.33	14.43	营业收入	583.09	817.57	1133.11	1442.59
应收和预付款项	1088.66	1273.16	2033.88	2215.59	减:营业成本	161.63	264.08	383.75	509.22
存货	368.27	471.55	748.81	870.57	营业税金及附加	4.50	6.31	8.74	11.13
其他流动资产	1.25	1.25	1.25	1.25	营业费用	104.34	134.90	169.97	201.96
长期股权投资	118.40	118.40	118.40	118.40	管理费用	235.15	245.27	294.61	331.80
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	46.38	55.56	76.43	97.12
固定资产和在建工程	1232.69	1145.92	1059.15	972.38	资产减值损失	27.71	18.39	18.39	18.39
无形资产和开发支出	2057.66	2033.59	2009.53	1985.47	加:投资收益	0.12	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	5.59	2.80	0.00	0.00	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	5835.52	5054.85	5982.36	6178.09	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	1167.50	111.88	943.81	767.90	营业利润	3.51	93.06	181.23	272.97
应付和预收款项	626.04	872.93	899.50	1159.54	加:其他非经营损益	6.79	9.43	9.43	9.43
长期借款	988.10	988.10	988.10	988.10	利润总额	10.30	102.49	190.66	282.40
其他负债	115.42	115.42	115.42	115.42	减:所得税	5.42	15.37	28.60	42.36
负债合计	2897.06	2088.32	2946.82	3030.96	净利润	4.88	87.12	162.06	240.04
股本	180.00	180.00	180.00	180.00	减:少数股东损益	-43.01	-43.01	-43.01	-43.01
资本公积	1958.41	1958.41	1958.41	1958.41	归属母公司股东净利润	47.89	130.13	205.07	283.05
留存收益	604.15	675.23	787.24	941.85	现金流量表	2013	2014E	2015E	2016E
归属母公司股东权益	2742.56	2813.64	2925.65	3080.26	经营性现金净流量	-121.3	231.80	-659.01	401.50
少数股东权益	195.90	152.89	109.88	66.87	投资性现金净流量	-1429.	8.02	8.02	8.02
股东权益合计	2938.46	2966.53	3035.53	3147.13	筹资性现金净流量	1358.2	-1194.63	654.15	-406.42
负债和股东权益合计	5835.52	5054.85	5982.36	6178.09	现金流量净额	-192.2	-954.82	3.16	3.09

数据来源：西南证券

独立性与免责声明

本报告主要作者具有证券分析师资格，报告所采用的数据均来自合法、合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，研究过程及结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，仅限内部使用，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上

增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间

中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间

回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上

跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间

弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

西南证券研究发展中心

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

电话：(023) 63725713

网站：www.swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层

邮编：100033

电话：(010) 57631234

邮箱：research@swsc.com.cn