

## 短期业绩承压，长期增长可期

- **业绩总结:** 2015H1 实现营收 4.1 亿元 (+3%)，归母净利润-6712 万元；从单季度数据来看，2015Q2 实现营收 2.4 亿元 (+12%)，归母净利润-1887 万元。
- **自产疫苗收入继续下滑，短期业绩继续承压。** 1) 2015H1 公司整体收入规模同比增长 3%，主要为代理业务规模提升所致，其中代理疫苗同比增长 27.7%，代理药品同比增长 51.9%；自产疫苗销售额同比下降 43.1%，几个核心自产品种收入均处于下滑趋势，我们认为这主要是行业增速下滑及市场竞争日趋激烈所致。2) 从盈利能力来看，2015H1 毛利率同比下降 3 个百分点，主要是毛利率较低的代理业务占比提升所致；但自产疫苗的毛利率同比均有所提升，Hib 系列同比提升 6 个百分点，主要原因是 2014 年 GMP 改造后的成本结转已步入正轨，我们认为公司自产疫苗的毛利率已经回归到合理水平。期间费用方面，财务费用与研发费用仍是拖累公司业绩的主要因素（财务费用率 14.5%，管理费用率 25.6%），预计随着子公司战略投资者的引进，未来财务费用对净利润的影响将有所缓解。3) 从子公司角度来看，除山东实杰、云南鹏桥外所有子公司均表现为亏损，其中泽润生物亏损 888 万元，嘉和生物亏损 3145 万元，由于各子公司的核心产品均处于研发阶段，短期来看公司业绩将继续承压。
- **在研产品进展顺利，长期业绩可期。** 公司在研产品进展顺利，其中：1) 疫苗领域：预计 23 价肺炎球菌多糖疫苗 2015 年内有望获批生产，2016 年或可贡献收入；CYW135 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗、13 价肺炎球菌多糖结合疫苗获得临床试验批件；吸附无细胞百白破联合疫苗获得生产批件；2) HPV 疫苗 II 期和 III 期临床研究按计划有序推进，四个临床研究机构均已开始进行第三剂疫苗的接种工作；3) 单抗领域：曲妥珠 III 期临床试验正在进行前期准备；英夫利西获得临床试验批件。我们预计 2018 年后，公司在研的新产品有望逐渐贡献收入，HPV 疫苗有望成为国内首个上市，单抗将释放增长潜力，长期业绩可期。
- **融资问题或将解决，大生物布局基本成型。** 公司为国内领先的传统疫苗供应商，近年来通过并购跨入了空间大、增速高的新型疫苗、单抗和血制品领域，生物药大产业布局基本成型。但频繁的并购与高额研发支出导致公司现金流紧张。2015 年以来，公司已通过为嘉和生物和泽润生物引入战略投资者的渠道进行融资，同时山东世杰也正在筹划新三板挂牌，预计合计将引入 20 亿元现金。我们认为融资问题的解决将为公司的高额研发支出提供支持，并降低财务压力，从而加速公司在研产品产业化的进程。
- **盈利预测及评级:** 预计公司 2015-2017 年归母净利润分别为 -7913 万元、1576 万元、1.1 亿元，2017 年利润大幅增加的主要原因是 23 价肺炎多糖疫苗放量。公司大部分产品为在研状态，短期内难以贡献业绩，但长期来看 HPV 疫苗、单抗、13 价肺炎结合疫苗的投产都带来巨额收益，故维持“增持”评级。
- **风险提示:** 新产品研发失败风险、资金引进计划进展不及预期风险。

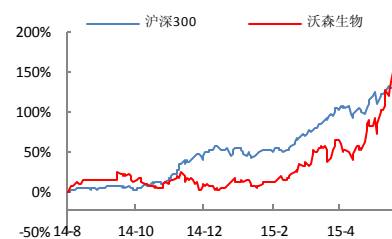
指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	719.02	787.93	937.92	1360.39
增长率	23.31%	9.58%	19.04%	45.04%
归属母公司净利润(百万元)	143.42	-79.13	15.76	110.81
增长率	199.47%	—	—	603.27%
每股收益 EPS(元)	0.31	-0.17	0.03	0.24
净资产收益率 ROE	3.01%	-3.34%	0.52%	3.50%
PE	159	—	1446	206
PB	7.10	5.77	4.47	4.32

数据来源: Wind, 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: 021-68413530  
 邮箱: zhugg@swsc.com.cn  
 联系人: 陈铁林  
 电话: 023-67909731  
 邮箱: cti@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 西南证券

### 基础数据

总股本(亿股)	4.68
流通 A 股(亿股)	3.37
52 周内股价区间(元)	18.29-49.25
总市值(亿元)	227.92
总资产(亿元)	58.26
每股净资产(元)	12.11

### 相关研究

1. 沃森生物(300142): 三驾马车征征途，疫苗血制品立当下 (2014-04-16)

**附表：财务预测与估值**

利润表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	719.02	787.93	937.92	1360.39	净利润	96.71	-131.88	26.26	184.69
营业成本	406.96	460.38	552.02	673.45	折旧与摊销	123.95	109.73	146.94	161.04
营业税金及附加	7.46	7.06	8.65	12.69	财务费用	154.16	75.73	48.87	49.55
销售费用	187.47	157.59	140.69	204.06	资产减值损失	87.74	30.36	36.14	52.42
管理费用	307.29	212.74	150.07	176.85	经营营运资本变动	-546.99	221.35	-297.54	-712.99
财务费用	154.16	75.73	48.87	49.55	其他	18.51	-40.36	-48.98	-67.17
资产减值损失	87.74	30.36	36.14	52.42	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>-65.93</b>	<b>264.93</b>	<b>-88.31</b>	<b>-332.46</b>
投资收益	560.21	11.85	13.04	14.34	资本支出	-666.49	-160.00	-160.00	-160.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	416.17	11.85	13.03	14.34
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-250.32</b>	<b>-148.15</b>	<b>-146.96</b>	<b>-145.66</b>
<b>营业利润</b>	<b>128.16</b>	<b>-144.08</b>	<b>14.52</b>	<b>205.71</b>	短期借款	-131.50	-1036.00	0.00	0.00
其他非经营损益	9.80	12.20	11.74	11.57	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>137.96</b>	<b>-131.88</b>	<b>26.26</b>	<b>217.28</b>	股权融资	0.00	900.00	1100.00	0.00
所得税	41.25	0.00	0.00	32.59	支付股利	-9.00	-26.95	14.87	-2.96
净利润	96.71	-131.88	26.26	184.69	其他	-189.00	-75.73	-48.87	-49.55
少数股东损益	-46.72	-52.75	10.50	73.88	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-329.50</b>	<b>-238.68</b>	<b>1066.00</b>	<b>-52.51</b>
归属母公司股东净利润	143.42	-79.13	15.76	110.81	<b>现金流量净额</b>	<b>96.71</b>	<b>-131.88</b>	<b>26.26</b>	<b>184.69</b>
资产负债表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	584.21	462.31	1293.03	762.40	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	1477.65	1524.03	1838.96	2660.20	销售收入增长率	23.31%	9.58%	19.04%	45.04%
存货	155.68	175.23	211.74	260.80	营业利润增长率	3552.91%	—	—	1316.74%
其他流动资产	3.18	3.48	4.15	6.02	净利润增长率	1880.93%	—	—	603.27%
长期股权投资	476.32	476.32	476.32	476.32	EBITDA 增长率	127.98%	—	408.24%	97.93%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1286.69	1226.67	1129.85	1019.32	毛利率	43.40%	41.57%	41.14%	50.50%
无形资产和开发支出	1743.22	1858.67	1973.71	2088.36	三费率	90.25%	56.61%	36.21%	31.64%
其他非流动资产	240.77	235.61	230.45	225.29	净利率	13.45%	-16.74%	2.80%	13.58%
<b>资产总计</b>	<b>5967.72</b>	<b>5962.32</b>	<b>7158.22</b>	<b>7498.72</b>	ROE	3.01%	-3.34%	0.52%	3.50%
短期借款	1036.00	0.00	0.00	0.00	ROA	1.62%	-2.21%	0.37%	2.46%
应付和预收款项	206.33	473.04	488.83	595.96	ROIC	5.05%	-1.72%	1.56%	4.71%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	56.50%	5.25%	22.42%	30.60%
其他负债	1513.41	1536.13	1575.11	1626.75	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>2755.74</b>	<b>2009.17</b>	<b>2063.94</b>	<b>2222.72</b>	总资产周转率	0.12	0.13	0.14	0.19
股本	234.00	468.00	468.00	468.00	固定资产周转率	1.35	1.04	0.91	1.33
资本公积	1904.41	2570.41	3670.41	3670.41	应收账款周转率	1.42	1.54	1.44	1.61
留存收益	744.50	638.42	669.04	776.90	存货周转率	1.49	2.65	2.72	2.74
归属母公司股东权益	2882.91	3676.82	4807.45	4915.30	销售商品/提供劳务收到的现金/营业收入	124.90%	—	—	—
少数股东权益	329.07	276.32	286.83	360.70	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>3211.98</b>	<b>3953.15</b>	<b>5094.28</b>	<b>5276.01</b>	资产负债率	46.18%	33.70%	28.83%	29.64%
负债和股东权益合计	5967.72	5962.32	7158.22	7498.72	带息债务/总负债	73.55%	49.31%	48.00%	44.57%
					流动比率	1.57	3.24	4.63	4.18
					速动比率	1.46	2.98	4.33	3.89
					股利支付率	6.28%	-34.06%	-94.37%	2.67%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	<b>每股指标</b>				
EBITDA	406.27	41.38	210.33	416.30	每股收益	0.31	-0.17	0.03	0.24
PE	158.91	—	1446.45	205.67	每股净资产	6.86	8.45	10.89	11.27
PB	7.10	5.77	4.47	4.32	每股经营现金	-0.14	0.57	-0.19	-0.71
PS	31.70	28.93	24.30	16.75	每股股利	0.02	0.06	-0.03	0.01
EV/EBITDA	31.13	558.94	106.03	54.84					
股息率	0.04%	0.12%	—	0.01%					

数据来源：Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 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

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本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。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@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 楼

邮编：100033

### 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

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

### 上海地区

蒋诗峰（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

### 北京地区

赵佳（地区销售负责人）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

### 深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn