



非经营因素导致亏损, 2016 将迎业绩拐点

- **事件:** 公司公告业绩快报, 2015 年实现收入和归母净利润分别为 10 亿元(+40%), -3.9 亿元。
- **2015 年亏损主要由非经营因素引起, 预计 2016 年影响将大幅缓解。** 收入高速增长主要源于实杰流通平台的放量。我们估计公司 2015 年利润结构为: 经营性利润约 1.5 亿元, 员工持股计划成本 1.4 亿元, 费用化研发费用约 2 亿元, 财务费用约 1.5 亿元。其中: 1) 员工持股计划成本为一次性项目; 2) 随着在研产品陆续获批进入临床, 公司 2016 年的费用化研发支出将大幅下降(转为资本化); 3) 公司 2015 年已通过上市公司和子公司两个层面融资约 26 亿元, 预计 2016 年将置换部分债务, 财务费用负担将减轻。
- **2016 年为主营业务重启增长的元年。** 1) 公司过去收入主要来自于 Hib 疫苗、流脑 A+C 疫苗、ACYW135 多糖疫苗、AC 多糖疫苗, 受 GMP 改造及竞争日趋激烈影响, 近年增速下滑趋势明显, 目前 GMP 改造影响已过去, 市场竞争格局逐渐稳定, 预计 16 年将步入恢复期。2) 2015 年新获批的 23 价肺炎多糖疫苗、吸附无细胞百白破疫苗、吸附破伤风疫苗将贡献业绩增量, 其中 23 价肺炎多糖疫苗为重磅品种, 估计 2015 年国内销售额 10 亿余元; 3) 山东实杰流通平台已完成整合, 预计平台效应将于 16 年爆发, 预计收入增速在 30% 以上; 4) 血制品领域: 河北大安与广东卫伦的组分调拨已步入国家卫计委备案阶段, 预计将于 16 年获批, 300 余吨存量浆将有望贡献业绩增量。
- **重磅品种研发有序推进, 目前为业绩爆发前夜。** 1) 2 价 HPV 疫苗已步入临床 III 期尾声, 预计将于 18 年获批生产, 我们估计上市首年将贡献 10 亿元收入; 2) 13 价肺炎结合疫苗已于 2015 年获批临床, 预计将于 2018 年上市; 3) 曲妥珠单抗 III 期入组已完成, 预计将于 2017-2018 年上市贡献业绩增量; 4) 后续重磅产品梯队还有 4 价流脑结合疫苗(已获批临床)、治疗性 HPV 疫苗(正在申请临床)、9 价 HPV 疫苗(临床前安评)、4 个生物类似药(除赫赛汀, 预计 17 年将全部进入临床)、7 个生物创新药(2 个已申请临床), 未来增长动力充足。
- **业绩预测与估值:** 考虑到实杰平台效应加速爆发、23 价肺炎多糖疫苗放量、债务压力减轻等业绩利好因素, 我们预测公司 2016-2017 年 EPS 分别为 0.08 元和 0.18 元(原预测 0.01 元、0.07 元), 研发费用、财务费用仍拖累业绩, 预计 2016 年主营业务利润约 2.5 亿元, 若考虑 HPV 疫苗、单抗等业务的放量, 则目前价值处于低估状态, 上调至“买入”评级。
- **风险提示:** 研发进度或不及预期, 新产品放量或不及预期。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	719.02	1006.05	1513.56	2117.96
增长率	23.31%	39.92%	50.45%	39.93%
归属母公司净利润(百万元)	143.42	-389.37	119.28	254.06
增长率	199.47%	-371.48%	-69.37%	112.99%
每股收益 EPS(元)	0.10	-0.28	0.08	0.18
净资产收益率 ROE	3.01%	-10.31%	2.25%	4.41%
PE	107	-39	128	60
PB	4.76	4.18	2.47	2.37

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

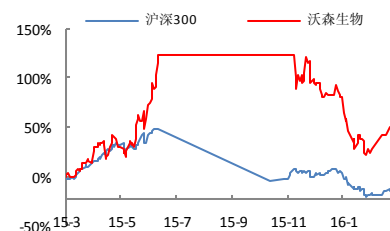
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

联系人: 张肖星

电话: 021-68415020

邮箱: zxing@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)	14.04
流通 A 股(亿股)	10.22
52 周内股价区间(元)	7.02-16.49
总市值(亿元)	152.90
总资产(亿元)	66.30
每股净资产(元)	6.15

相关研究

1. 沃森生物(300142): 短期业绩承压, 长期增长可期 (2015-08-27)
2. 沃森生物(300142): 三驾马车征远途, 疫苗血制品立当下 (2014-04-16)

盈利预测关键假设：

（1）传统 4 个自产疫苗：利空因素稳定，进入恢复期，GMP 改造以来的短期成本变动影响已消化完毕，毛利率回升。

（2）16 年增量为 23 价肺炎多糖+百白破+破伤风、17 年增量为曲妥珠单抗。

（3）13 价肺炎结合疫苗、英夫利昔单抗获得临床批件后，费用化研发支出大幅降低。

（4）2015 年所筹资金部分用于置换债务，财务压力减轻。

（5）2016 年上半年完成非公开发行。

表 1：收入成本预测表

百万元	2014A	2015E	2016E	2017E
合计				
营业收入	719.0	1,004.8	1,511.6	2,115.2
yoy	23.31%	39.92%	50.45%	39.93%
营业成本	407.0	553.7	751.1	987.6
毛利率	43.40%	44.89%	50.31%	53.31%
代理（山东实杰）				
收入	432.12	734.60	1,028.45	1,388.40
yoy	370.77%	70.00%	40.00%	35.00%
成本	326.16	514.22	709.63	944.11
毛利率	24.52%	30.00%	31.00%	32.00%
传统疫苗				
收入	247.76	260.15	273.16	286.81
yoy	-44.25%	5.00%	5.00%	5.00%
成本	64.08	39.02	40.97	43.02
毛利率	74.14%	85.00%	85.00%	85.00%
血制品				
收入	32.88			
yoy	6.72%			
成本	16.36			
毛利率	50.24%			
其它				
收入	6.26	10.00	10.00	10.00
成本	0.36	0.50	0.50	0.50
23 价、百白破、破伤风				
收入			200.00	400.00
成本			10.00	20.00
毛利率			95.00%	95.00%
曲妥珠单抗				

百万元	2014A	2015E	2016E	2017E
收入				30.00
成本				1.50
毛利率				95.00%

数据来源: wind, 西南证券

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	1006.05	1513.56	2117.96	净利润	96.71	-377.18	139.28	284.06
营业成本	406.96	554.46	752.07	988.92	折旧与摊销	123.95	115.65	166.98	197.68
营业税金及附加	7.46	9.01	13.96	19.76	财务费用	154.16	146.58	83.92	80.88
销售费用	187.47	158.60	200.16	250.11	资产减值损失	87.74	62.74	30.00	30.00
管理费用	307.29	466.22	296.89	375.46	经营营运资本变动	-546.99	-87.95	-887.72	-987.68
财务费用	154.16	146.58	83.92	80.88	其他	18.51	-61.79	-35.26	-39.01
资产减值损失	87.74	62.74	30.00	30.00	经营活动现金流净额	-65.93	-201.96	-502.79	-434.07
投资收益	560.21	0.90	5.46	8.60	资本支出	-666.49	-330.00	-410.00	-410.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	416.17	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-250.32	-330.00	-410.00	-410.00
营业利润	128.16	-390.66	142.01	381.44	短期借款	-131.50	-325.69	-710.31	905.56
其他非经营损益	9.80	13.48	-2.73	-2.69	长期借款	0.00	100.00	0.00	0.00
利润总额	137.96	-377.18	139.28	378.75	股权融资	0.00	850.00	2308.00	0.00
所得税	41.25	0.00	0.00	94.69	支付股利	-9.00	-26.95	73.17	-22.42
净利润	96.71	-377.18	139.28	284.06	其他	-189.00	-146.58	-583.92	-80.88
少数股东损益	-46.72	12.19	20.00	30.00	筹资活动现金流净额	-329.50	450.78	1086.94	802.27
归属母公司股东净利润	143.42	-389.37	119.28	254.06	现金流量净额	-645.75	-81.18	174.16	-41.80
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	503.03	677.18	635.39	成长能力				
应收和预付款项	1477.65	1934.36	2929.87	4123.91	销售收入增长率	23.31%	39.92%	50.45%	39.93%
存货	155.68	212.92	291.89	387.19	营业利润增长率	3552.91%	-404.82%	-63.65%	168.60%
其他流动资产	3.18	4.45	6.69	9.37	净利润增长率	1880.93%	-490.03%	-63.07%	103.95%
长期股权投资	476.32	477.22	482.68	491.28	EBITDA 增长率	127.98%	-131.61%	205.93%	67.97%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	1286.69	1410.36	1482.68	1524.32	毛利率	43.40%	44.89%	50.31%	53.31%
无形资产和开发支出	1743.22	1839.07	2014.91	2190.76	三费率	90.25%	76.68%	38.38%	33.36%
其他非流动资产	240.77	235.61	230.45	225.29	净利率	13.45%	-37.49%	9.20%	13.41%
资产总计	5967.72	6617.01	8116.37	9587.50	ROE	3.01%	-10.31%	2.25%	4.41%
短期借款	1036.00	710.31	0.00	905.56	ROA	1.62%	-5.70%	1.72%	2.96%
应付和预收款项	206.33	572.71	677.87	881.07	ROIC	5.14%	-5.89%	4.65%	5.75%
长期借款	0.00	100.00	100.00	100.00	EBITDA/销售收入	56.50%	-12.77%	25.96%	31.16%
其他负债	1513.41	1576.15	1160.19	1260.92	营运能力				
负债合计	2755.74	2959.16	1938.06	3147.55	总资产周转率	0.12	0.16	0.21	0.24
股本	234.00	1404.00	1541.16	1541.16	固定资产周转率	1.35	1.23	1.23	1.54
资本公积	1904.41	1584.41	3755.25	3755.25	应收账款周转率	1.42	1.69	1.59	1.59
留存收益	744.50	328.18	520.63	752.28	存货周转率	1.49	2.88	2.87	2.84
归属母公司股东权益	2882.91	3316.59	5817.04	6048.68	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	124.90%	—	—	—
少数股东权益	329.07	341.26	361.26	391.26	资本结构				
股东权益合计	3211.98	3657.85	6178.30	6439.95	资产负债率	46.18%	44.72%	23.88%	32.83%
负债和股东权益合计	5967.72	6617.01	8116.37	9587.50	带息债务/总负债	73.55%	60.86%	30.48%	47.54%
					流动比率	1.57	1.75	3.91	2.34
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	速动比率	1.46	1.61	3.62	2.16
EBITDA	406.27	-128.43	392.92	660.00	股利支付率	6.28%	-6.92%	-61.34%	8.82%
PE	106.60	-39.27	128.18	60.18	每股指标				
PB	4.76	4.18	2.47	2.37	每股收益	0.10	-0.28	0.08	0.18
PS	21.26	15.20	10.10	7.22	每股净资产	2.29	2.61	4.40	4.59
EV/EBITDA	9.36	-127.68	42.01	26.45	每股经营现金	-0.05	-0.14	-0.36	-0.31
股息率	0.06%	0.18%	—	0.15%	每股股利	0.01	0.02	-0.05	0.02

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

蒋诗烽（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（地区销售总监）

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

广深地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

任骁

0755-26820395

18682101747

rxiao@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn