

首个重磅品种临床成功，疫苗研发跻身国际一流

投资要点

- 事件:**公司公告 1) 13 价肺炎球菌多糖结合疫苗Ⅲ期临床试验结果达到预设评价标准; 2) 2017 年业绩修正预告, 预计公司 2017 年亏损 5.34-5.39 亿元。
- 13 价肺炎结合疫苗为疫苗之王, 公司为全球第二家研发成功的厂家。**2018 年 1 月 12 日, 公司收到在研 13 价肺炎疫苗Ⅲ期临床试验的《统计分析报告》, 安全性结果和免疫原性结果已全面达到临床试验预设评价标准。该疫苗为全球最畅销疫苗, 目前仅辉瑞 (Pfizer) 独家生产销售, 2015 年、2016 年的销售额分别为 62 亿美元和 57 亿美元。辉瑞产品于 2017 年国内上市, 从 3 月到 11 月已获批签发 70 余万支, 由于市场需求极为旺盛, 目前多地出现“疫苗荒”。
- 13 价肺炎疫苗有望 19 年上市销售, 峰值期或贡献 10 亿元以上利润。**随着 CDE 改革的推进, 我们预计沃森 13 价肺炎结合苗作为儿童急需用药, 极有可能进入优先审评审批通道, 并最快于 2018 年底拿到生产批件。以康希诺的埃博拉病毒疫苗为例, 2017 年 5 月受理, 纳入优先审评后, 2017 年 10 月底便获批。另外, 公司 23 价肺炎疫苗从拿到生产批件 (2017 年 3 月 31 日) 到上市销售 (2017 年 8 月) 耗时 4 个多月, 基于 23 价肺炎疫苗历史及 13 价肺炎结合疫苗生产工艺, 我们预计 13 价疫苗拿到生产批件至产品上市销售需时约 5 个月, 最快于 2019 年上市销售。国内市场方面, 我们假定公司定价 500 元/支, 净利润率 50%, 1800 万新生儿接种渗透率 7% 以上, 得出销售峰值期或可贡献 10 亿元以上净利润。同时, 该产品为全球急需, 根据盖茨基金会预测目前全球有 1.8 亿剂缺口, 国际市场可期。
- 大幅亏损修正主要源于河北大安历史原因, 公司未来盈利可期。**公司于 2014 年和 2016 年签署河北大安股权转让协议, 协议约定河北大安在 2017-2019 年血浆采集规模应不低于 150 吨、200 吨和 250 吨。2017 年河北大安的实际采浆量为 91.13 吨, 仅完成应采规模的 61%, 且 2018/2019 年也存在较大可能无法完成应采规模。基于上述情况, 公司将承担河北大安赔付责任产生的应收账款损失 3.34 亿元, 计提资产减值 1.22 亿元。我们认为该损失为一次性事件, 对未来业绩影响预计不超过 1 个亿。
- 盈利预测与投资建议:**考虑到河北大安对赌损失为一次性事件, 结合公司业绩指引, 我们下调公司 2017 年业绩预测, 但维持之后两年的业绩预测不变。预计 2017-2019 年 EPS 分别为 -0.35 元、0.10 元、0.33 元, 对应的 PE 分别为 59 倍、211 倍、62 倍。维持“买入”评级。
- 风险提示:**疫苗行业动荡风险, 核心产品获批进度及销售或低于预期, 河北大安对赌损失事件导致的实际损失和持续时间或超预期。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	591.00	701.00	845.26	1785.03
增长率	-41.25%	18.61%	20.58%	111.18%
归属母公司净利润 (百万元)	70.46	-537.43	149.24	505.95
增长率	108.38%	-862.75%	127.77%	239.02%
每股收益 EPS (元)	0.05	-0.35	0.10	0.33
净资产收益率 ROE	0.85%	-19.69%	3.47%	13.00%
PE	447	-59	211	62
PB	9.82	11.86	10.82	9.30

数据来源: Wind, 西南证券

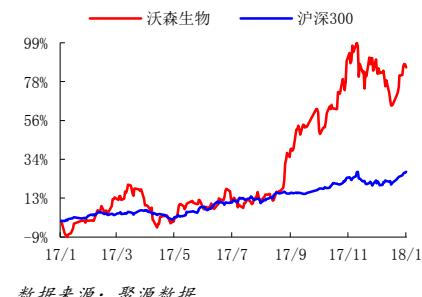
西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
执业证号: S1250513110001
电话: 021-68413530
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 陈铁林
执业证号: S1250516100001
电话: 023-67909731
邮箱: ctl@swsc.com.cn

联系人: 张祝源
邮箱: zzy@swsc.com.cn

相对指数表现



基础数据

总股本(亿股)	15.37
流通 A 股(亿股)	13.50
52 周内股价区间(元)	10.07-22.00
总市值(亿元)	315.02
总资产(亿元)	57.20
每股净资产(元)	2.06

相关研究

- 沃森生物 (300142): 主业恢复良好, 全年有望实现盈利 (2017-10-30)
- 沃森生物 (300142): 中报符合预期, 疫苗研发龙头爆发在即 (2017-08-23)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	591.00	701.00	845.26	1785.03	净利润	30.02	-577.43	109.24	465.95
营业成本	280.72	239.46	160.03	250.76	折旧与摊销	123.39	108.26	139.94	169.61
营业税金及附加	6.77	6.19	7.54	12.32	财务费用	120.46	41.02	72.64	121.48
销售费用	150.37	189.27	228.22	481.96	资产减值损失	17.57	30.00	30.00	30.00
管理费用	249.98	291.13	309.88	432.05	经营营运资本变动	218.05	159.17	-951.98	-1370.02
财务费用	120.46	41.02	72.64	121.48	其他	-599.44	651.15	-38.85	-26.60
资产减值损失	17.57	30.00	30.00	30.00	经营活动现金流净额	-89.94	412.17	-639.01	-609.58
投资收益	74.51	-675.00	0.00	0.00	资本支出	68.15	-300.00	-300.00	-300.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	42.42	-675.00	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	110.56	-975.00	-300.00	-300.00
营业利润	-160.36	-771.07	36.94	456.47	短期借款	-685.00	-180.00	0.00	870.67
其他非经营损益	195.04	91.75	91.58	91.71	长期借款	0.00	0.00	1000.00	0.00
利润总额	34.68	-679.33	128.52	548.17	股权融资	852.20	0.00	0.00	0.00
所得税	4.66	-101.90	19.28	82.23	支付股利	-70.46	-14.09	107.49	-29.85
净利润	30.02	-577.43	109.24	465.95	其他	304.84	-554.13	-72.64	-121.48
少数股东损益	-40.44	-40.00	-40.00	-40.00	筹资活动现金流净额	401.58	-748.22	1034.85	719.35
归属母公司股东净利润	70.46	-537.43	149.24	505.95	现金流量净额	422.45	-1311.04	95.84	-190.24
资产负债表 (百万元)	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	1423.29	112.25	208.09	17.85	成长能力				
应收和预付款项	978.89	1101.69	1282.81	2751.74	销售收入增长率	-41.25%	18.61%	20.58%	111.18%
存货	155.04	125.41	89.06	137.29	营业利润增长率	82.15%	-380.85%	104.79%	1135.70%
其他流动资产	474.88	13.67	16.48	34.81	净利润增长率	103.25%	-2023.45%	118.92%	326.54%
长期股权投资	228.31	228.31	228.31	228.31	EBITDA 增长率	112.56%	-844.64%	140.13%	199.60%
投资性房地产	30.67	30.67	30.67	30.67	获利能力				
固定资产和在建工程	1361.26	1391.87	1409.80	1417.05	毛利率	52.50%	65.84%	81.07%	85.95%
无形资产和开发支出	1369.25	1531.95	1675.64	1800.34	三费率	88.12%	74.38%	72.25%	58.01%
其他非流动资产	302.41	300.85	299.29	297.72	净利率	5.08%	-82.37%	12.92%	26.10%
资产总计	6324.01	4836.67	5240.15	6715.79	ROE	0.85%	-19.69%	3.47%	13.00%
短期借款	180.00	0.00	0.00	870.67	ROA	0.47%	-11.94%	2.08%	6.94%
应付和预收款项	189.99	148.65	112.10	190.25	ROIC	-1.25%	-26.03%	3.15%	11.49%
长期借款	100.00	100.00	1100.00	1100.00	EBITDA/销售收入	14.13%	-88.70%	29.52%	41.88%
其他负债	2330.39	1655.90	879.20	969.93	营运能力				
负债合计	2800.38	1904.55	2091.31	3130.84	总资产周转率	0.09	0.13	0.17	0.30
股本	1537.44	1537.44	1537.44	1537.44	固定资产周转率	0.81	0.91	0.93	1.79
资本公积	1707.45	1707.45	1707.45	1707.45	应收账款周转率	1.53	2.57	2.40	3.06
留存收益	-37.64	-589.16	-332.43	143.67	存货周转率	1.72	1.62	1.41	2.15
归属母公司股东权益	3207.25	2655.73	2912.46	3388.56	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	123.90%	—	—	—
少数股东权益	316.38	276.38	236.38	196.38	资本结构				
股东权益合计	3523.64	2932.12	3148.84	3584.94	资产负债率	44.28%	39.38%	39.91%	46.62%
负债和股东权益合计	6324.01	4836.67	5240.15	6715.79	带息债务/总负债	10.00%	5.25%	52.60%	62.94%
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E	流动比率	1.53	1.25	5.87	2.24
EBITDA	83.50	-621.79	249.52	747.56		1.45	1.13	5.54	2.14
PE	447.10	-58.62	211.08	62.26	股利支付率	100.00%	-2.62%	-72.02%	5.90%
PB	9.82	11.86	10.82	9.30	每股指标				
PS	53.30	44.94	37.27	17.65	每股收益	0.05	-0.35	0.10	0.33
EV/EBITDA	365.36	-50.06	128.37	44.27	每股净资产	2.09	1.73	1.89	2.20
股息率	0.22%	0.04%	—	0.09%	每股经营现金	-0.06	0.27	-0.42	-0.40
					每股股利	0.05	0.01	-0.07	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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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。

本报告版权归西南证券所有，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 20 楼

邮编：200120

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

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn