

2018年03月28日

证券研究报告·动态跟踪报告

沃森生物 (300142) 医药生物

买入 (维持)

当前价: 20.90 元

目标价: ——元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

13价肺炎疫苗被纳入拟优先审评名单 研发长跑进入收官阶段

投资要点

- **事件:** 国家食品药品监督管理局公示最新拟优先审评名单, 公司子公司玉溪沃森的13价肺炎球菌多糖结合疫苗进入名单。
- **13价肺炎疫苗峰值期或贡献10亿元以上利润, 有望19年上市销售。**该疫苗为全球最畅销疫苗, 目前仅辉瑞 (Pfizer) 独家生产销售, 2015-2017年的销售额分别为62亿、57亿、56亿美元。辉瑞产品于2017年国内上市, 截止日前已获批签发119万余支, 由于市场需求极为旺盛, 多地出现过“疫苗荒”。随着13价肺炎结合疫苗进入优先审评审批通道, 我们预计最快半年内拿到生产批件。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。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, 2019年可以产生销售。国内市场方面, 我们假定公司定价500元/支, 净利率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。
- **多个其它在研品种大概率将陆续上市, 公司业绩有望爆发。**1) 2价HPV疫苗已经进入III期临床研究中收集主要临床终点—癌前病变II期 (CIN2) 病例样本阶段, 预计该品种2019-2020年上市, 销售峰值期每年可以贡献5亿元以上利润; 2) 公司9价HPV疫苗于2018年1月10获得临床批件。我们认为公司有2价HPV疫苗积累经验, 9价HPV疫苗成功概率较大; 3) HER-2单抗、TNF-alpha单抗处于临床III期病例入组阶段, 预计这两种单抗将会在2019年左右上市, 峰值期每年合计贡献利润超过5亿元; 4) 公司另有PD-1单抗 (II期临床)、IL-6单抗、新型HER-2单抗、RANKL单抗、ADC药物、四价脑膜炎球菌多糖结合疫苗、重组手足口病毒疫苗等在研品种, 已形成丰富的后续产品梯队储备。
- **盈利预测与评级。**预计2017-2019年EPS分别为-0.35元、0.10元、0.33元, 对应2018-2019年PE分别为215倍、64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	456	-60	215	64
PB	10.02	12.10	11.03	9.48

数据来源: Wind, 西南证券

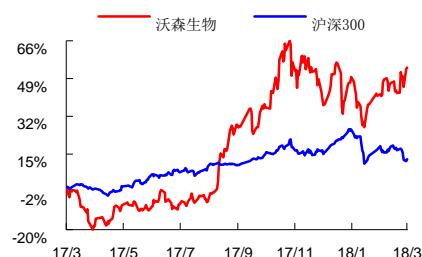
西南证券研究发展中心

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



数据来源: 聚源数据

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)	10.65-22.0
总市值(亿元)	321.32
总资产(亿元)	57.20
每股净资产(元)	2.06

相关研究

1. 沃森生物 (300142): 首个重磅品种临床成功, 疫苗研发跻身国际一流 (2018-01-14)
2. 沃森生物 (300142): 主业恢复良好, 全年有望实现盈利 (2017-10-30)
3. 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%
					流动比率	1.53	1.25	5.87	2.24
						1.45	1.13	5.54	2.14
					股利支付率	100.00%	-2.62%	-72.02%	5.90%
					每股指标				
					每股收益	0.05	-0.35	0.10	0.33
					每股净资产	2.09	1.73	1.89	2.20
					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
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	83.50	-621.79	249.52	747.56					
PE	456.05	-59.79	215.31	63.51					
PB	10.02	12.10	11.03	9.48					
PS	54.37	45.84	38.02	18.00					
EV/EBITDA	372.91	-51.07	130.90	45.11					
股息率	0.22%	0.04%	—	0.09%					

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 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
	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
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@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