



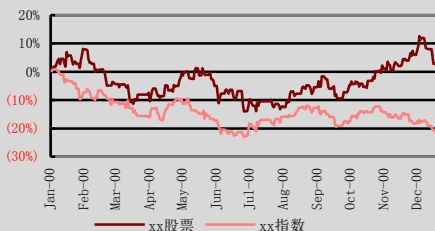
300142.SZ

增持

市场价格：人民币 18.98

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	9.0	(19.6)	6.5	73.6
相对深证成指	25.6	(8.9)	17.2	83.7

发行股数(百万)	1,537
流通股(%)	88
流通股市值(人民币 百万)	27,655
3个月日均交易额(人民币 百万)	435
净负债比率(%) (2018E)	10
主要股东(%)	
云南省工业投资控股集团有限责任公司	13

资料来源：公司数据，聚源及中银证券

以2018年6月28日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

邓周宇

(86)55)82560525

zhouyuiding@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517050001

张威亚

(86)10)66229354

weilia.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：s1300517070002

柴博

(0755)82560525

bo.chai@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300518010003

高睿婷

(8621)20328514

gaoping.gao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517080001

沃森生物

重磅产品陆续上市，生物药龙头再起航

受累于近年来高比例研发投入（研发占营收比例超30%），重磅品种尚未上市销售；加之2016年疫苗行业“黑天鹅事件”“山东疫苗案”影响，公司近年来业绩波动较大。公司这种发展模式正是美股处于研发期的生物医药公司典型表现，未来一旦重磅品种上市销售，业绩将实现跨越式发展。23价肺炎多糖疫苗是短期业绩增长点；重磅品种13价肺炎结合疫苗申报生产已受理，预计18年底-19年初获批；2价HPV疫苗处于临床三期，有望成为首个国产HPV疫苗；单抗平台布局完善，多个重磅品种处于临床三期阶段。同时考虑到，公司在2017年一次性计提河北大安股权赔偿，导致17年业绩亏损，经营最大的不确定性已经排除。我们认为17年将是公司未来发展的业绩最低点，未来随着传统疫苗业务稳健增长、重磅产品陆续获批上市，18年起业绩开始反转，19-20年将是业绩爆发期。预计18-20年公司实现净利润0.39亿元、1.71亿元、2.59亿元，给予增持评级。

支撑评级的要点

- 新型疫苗陆续获批上市，公司业绩将实现跨越式发展。23价肺炎球菌多糖疫苗2017年8月份上市销售；13价肺炎球菌结合疫苗进入生产申报阶段；2价HPV疫苗处于临床三期阶段。其中，23价肺炎多糖疫苗是短期业绩增长点，竞争格局良好，18年批签发量占比有望40%以上；13价肺炎疫苗预计18年底或19年获批，2价HPV有望成为首个国产HPV疫苗，这两个新型疫苗上市形成销售后，预计每个单品可为公司带来利润10亿以上。
- 单抗平台布局完善，多个重磅品种处于临床三期阶段。控股子公司嘉和生物是国内领先的单抗研发平台，拥有的在研项目超过10个，覆盖了治疗性单抗和类胰岛素蛋白等药物种类。曲妥珠单抗和英夫利昔单抗仿制药的研发均已进入了III期临床试验阶段，研发进度处于国内领先水平，预计将于2018年内完成全部临床试验，2019-2020年实现上市销售。抗PD-1人源化单抗和重组抗IL-6人源化单抗等均已进入了临床阶段。
- 2017年将是公司未来发展业绩最低点，18年起业绩反转。2017年将是公司未来发展业绩最低点，18年起业绩反转。公司在2017年一次性计提河北大安股权赔偿，导致17年业绩亏损5.35亿，经营最大的不确定性已经排除。我们认为17年将是公司的未来发展的业绩最低点，未来随着传统疫苗业务稳健增长、重磅产品陆续获批上市，18年起业绩开始反转，19-20年将是业绩爆发期。

评级面临的主要风险

- 已上市品种销售不达预期；在研品种研发进度慢于预期

估值

- 我们预计18-20年公司实现净利润0.39亿元、1.71亿元、2.59亿元，给予增持评级。

投资摘要

年结日：12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入(人民币 百万)	591	668	878	1,581	2,104
变动(%)	(41)	13	31	80	33
净利润(人民币 百万)	70	(537)	39	171	259
全面摊薄每股收益(人民币)	0.046	(0.349)	0.025	0.111	0.169
变动(%)	(107.7)	(862.3)	(107.2)	341.9	51.9
市场预期每股收益(人民币)			0.086	0.470	0.640
原先预测摊薄每股收益(人民币)			0.025	0.111	0.169
调整幅度(%)			0.0	0.0	0.0
全面摊薄市盈率(倍)	447.1	(58.6)	816.3	184.7	121.6
价格/每股现金流量(倍)	(350.3)	(552.2)	(22.5)	114.4	245.3
每股现金流量(人民币)	(0.06)	(0.04)	(0.91)	0.18	0.08
企业价值/息税折旧前利润(倍)	(2,540.1)	2,124.6	164.2	76.1	55.0
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.001	0.004	0.006
股息率(%)	0	0	0	0	0

资料来源：公司数据及中银证券预测

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
销售收入	591	668	878	1,581	2,104
销售成本	(287)	(223)	(259)	(327)	(386)
经营费用	(315)	(431)	(426)	(834)	(1,133)
息税折旧前利润	(12)	14	193	419	585
折旧及摊销	(102)	(109)	(133)	(156)	(182)
经营利润 (息税前利润)	(114)	(95)	60	264	404
净利息收入/(费用)	(120)	(103)	(53)	(95)	(126)
其他收益/(损失)	270	(413)	40	40	40
税前利润	35	(611)	47	209	317
所得税	(5)	18	(7)	(31)	(48)
少数股东权益	(40)	(21)	2	7	11
净利润	70	(537)	39	171	259
核心净利润	16	(614)	45	177	265
每股收益 (人民币)	0.046	(0.349)	0.025	0.111	0.169
核心每股收益 (人民币)	0.010	(0.399)	0.029	0.115	0.172
每股股息 (人民币)	0.000	0.000	0.001	0.004	0.006
收入增长(%)	(41)	13	31	80	33
息税前利润增长(%)	(85)	(17)	(163)	340	53
息税折旧前利润增长(%)	(98)	(220)	1,244	117	40
每股收益增长(%)	(108)	(862)	(107)	342	52
核心每股收益增长(%)	(101)	(3,982)	(107)	296	50

资料来源: 公司数据及中银证券预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
税前利润	35	(611)	47	209	317
折旧与摊销	102	109	133	156	182
净利息费用	120	103	53	95	126
运营资本变动	(296)	278	(1,420)	78	(744)
税金	(45)	32	(7)	(31)	(48)
其他经营现金流	(7)	32	(207)	(231)	294
经营活动产生的现金流	(90)	(57)	(1,401)	275	128
购买固定资产净值	90	189	219	233	256
投资减少/增加	811	30	0	0	0
其他投资现金流	(791)	(233)	(441)	(464)	(512)
投资活动产生的现金流	111	(14)	(222)	(231)	(256)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(670)	(549)	428	268	314
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	1,072	380	63	(310)	(329)
融资活动产生的现金流	402	(142)	544	61	206
现金变动	422	(214)	(1,080)	105	78
期初现金	1,032	1,423	1,211	132	237
公司自由现金流	21	(71)	(1,623)	45	(128)
权益自由现金流	(529)	(517)	(1,143)	408	312

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
现金及现金等价物	1,898	1,220	303	456	449
应收帐款	946	798	1,710	2,990	2,929
库存	155	211	65	334	161
其他流动资产	33	18	48	39	55
流动资产总计	3,032	2,247	2,126	3,819	3,594
固定资产	1,361	1,525	1,491	1,428	1,375
无形资产	1,262	1,451	1,569	1,711	1,838
其他长期资产	423	420	197	115	(33)
长期资产总计	3,046	3,395	3,257	3,253	3,179
总资产	6,324	5,876	5,796	7,564	7,400
应付帐款	152	213	103	346	189
短期债务	180	220	55	344	627
其他流动负债	1,649	1,042	929	1,997	1,306
流动负债总计	1,981	1,475	1,087	2,686	2,122
长期借款	100	0	437	357	479
其他长期负债	719	843	671	744	753
股本	1,537	1,537	1,537	1,537	1,537
储备	1,670	1,490	1,532	1,700	1,960
股东权益	3,207	2,905	3,069	3,237	3,497
少数股东权益	316	530	532	539	550
总负债及权益	6,324	5,876	5,796	7,564	7,400
每股帐面价值 (人民币)	2.09	1.89	2.00	2.11	2.27
每股有形资产 (人民币)	1.27	0.95	0.98	0.99	1.08
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.74)	(0.64)	0.13	0.27	0.47

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	(2.0)	2.1	22.0	26.5	27.8
息税前利润率(%)	(19.4)	(14.2)	6.8	16.7	19.2
税前利润率(%)	5.9	(91.4)	5.4	13.2	15.1
净利率(%)	11.9	(80.4)	4.4	10.8	12.3
流动性					
流动比率(倍)	1.5	1.5	2.0	1.4	1.7
利息覆盖率(倍)	(0.9)	(0.9)	1.1	2.8	3.2
净权益负债率(%)	净现金	净现金	10.0	12.3	19.5
速动比率(倍)	1.5	1.4	1.9	1.3	1.6
估值					
市盈率(倍)	447.1	(58.6)	816.3	184.7	121.6
核心业务市盈率(倍)	1,992.9	(51.3)	706.5	178.4	118.8
市净率(倍)	9.8	10.8	10.2	9.7	9.0
价格/现金流(倍)	(350.3)	(552.2)	(22.5)	114.4	245.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	(2,540.1)	2,124.6	164.2	76.1	55.0
周转率					
存货周转天数	190.2	299.5	194.0	223.0	234.5
应收帐款周转天数	630.1	476.3	521.4	542.6	513.4
应付帐款周转天数	120.1	99.8	65.8	51.8	46.4
回报率					
股息支付率(%)	n.a.	n.a.	3.2	3.5	3.6
净资产收益率(%)	2.6	(17.6)	1.3	5.4	7.7
资产收益率(%)	(1.6)	(1.6)	0.9	3.4	4.6
已运用资本收益率(%)	0.4	(3.6)	0.2	1.0	1.3

资料来源: 公司数据及中银证券预测