



300142.SZ

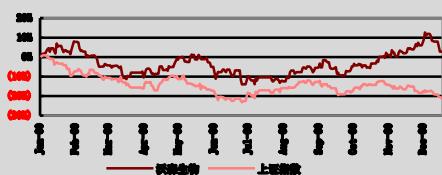
增持

原评级: 增持

市场价格: 人民币 15.20

板块评级: 强大于市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(19.1)	(28.6)	(27.7)	(14.0)
相对深证成指	11.6	(20.8)	(11.5)	17.0
发行股数(百万)				1,537
流通股(%)				90
流通股市值(人民币 百万)				20,931
3个月日均交易额(人民币 百万)				234
净负债比率%(2018E)				8
主要股东(%)				13
云南省工业投资控股集团有限责任公司				

资料来源: 公司数据, 聚源及中银证券
以 2018 年 10 月 22 日收市价为标准

相关研究报告

《沃森生物: 硕产品陆续上市, 生物药龙头再起航》 20180425

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格
制药

张威亚

(8610)66229354

weiya.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517070002

邓周宇

(0755)82560525

zhouyu.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517050001

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

ruiting.gao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517080001

沃森生物

盈利能力根本性提升, 业绩拐点逐步确立

公司 2018 年前三季度业绩扭亏, 公司自主疫苗产品保持快速增长, 公司经营已经大幅改善, 盈利能力发生根本性的提升; 主要股东和部分董监高看好公司未来发展, 计划在 6 个月内增持不超过 2 亿公司股票。我们上调 2018-2020 净利润预测, 预计实现净利润分别为 1.14 亿元、2.35 亿元、3.45 亿元, 维持增持评级。

支撑评级的要点

- **公司经营大幅改善, 业绩拐点逐步确立。**公司 2018 年前三季度实现营收 5.73 亿元(+31.8%), 归母净利润 9,112.6 万元(+331.77%), 扣非归母净利润 6,010.43 万元(+236.79%), 公司业绩扭亏。其中, Q3 单季度实现营收 1.99 亿元(+11.48%), 归母净利润 1,796.04 万元(+385.16%), 扣非归母净利润 1,621.72 万元(+518.67%)。我们推测公司的传统疫苗保持稳定增长, 23 价肺炎疫苗快速放量。公司在三季度对资产进行全面清查, 对清查后确定已销毁和无使用价值的存货和固定资产进行核销, 存货核销减少当期净利润 442.15 万元, 固定资产核销减少当期净利润 29.15 万元, 核销共计减少当期净利润 471.31 万元、归母净利润 368.86 万元。在研重磅品种 13 价肺炎疫苗已纳入优先审评, 预计上市后显著增厚业绩, 2 价 HPV 疫苗已经进入Ⅲ期临床试验病例收集的最后阶段, 预计上市后也能贡献部分业绩弹性。
- **财务指标稳健, 公司盈利能力得到根本性提升。**公司整体毛利率 80.2%, 较去年同期大幅提升 12.8pct; 销售净利润率 18.96%, 去年同期为 -11.94%, 随着公司经营改善, 公司盈利能力已经得到根本性提升。期间费用率 48.83%, 较去年同期减少 28.05pct, 其中销售费用率 36.77%, 同比提升 4.7pct, 主要原因自主疫苗产品收入大幅增长导致销售费用同步增长; 管理费用率 12.23%, 同比减少 2.6pct。
- **主要股东和部分董监高计划 6 个月内增持公司股票 2 亿元。**公司同时发布增持公告, 主要股东和部分董监高计划在 6 个月内增持公司股票不少于 2 亿元; 9 月 29 日, 公司发布公告, 2018 年股票期权激励计划首次授予登记完成, 向公司共计 209 名核心员工授予了 6,090 万份股票期权。股票期权激励计划和公司董监高的增持行为, 彰显了公司对自身经营发展和产品的坚定信心。

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

- 公司经营改善, 盈利能力大幅提升, 我们上调 2018-2020 净利润预测, 预计实现净利润分别为 1.14 亿元、2.35 亿元、3.45 亿元, 维持增持评级。

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)	114	235	345
全面摊薄每股收益(人民币)	0.046	(0.349)	0.074	0.153	0.224
变动(%)	(107.7)	(862.3)	(121.2)	106.5	46.8
先前预测每股收益(人民币)			0.025	0.111	0.169
调整幅度(%)			96	38	33
全面摊薄市盈率(倍)	331.7	(43.5)	205.3	99.4	67.8
价格/每股现金流量(倍)	(259.8)	(409.7)	(17.7)	68.2	107.3
每股现金流量(人民币)	(0.06)	(0.04)	(0.86)	0.22	0.14
企业价值/息税折旧前利润(倍)	(1,859.6)	1,558.2	82.3	47.4	34.5
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
股息率(%)	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.	n.a.

资料来源: 公司数据及中银证券预测



图表 1. 公司 2018 年三季报财务摘要

(人民币, 百万)	2017 年前三季度	2018 年前三季度	同比(%)
营业收入	435.03	573.37	31.80
营业成本	155.15	113.51	(26.84)
毛利润	279.88	459.86	64.31
营业税金及附加	5.20	6.06	16.51
管理费用	13,669.24	7,010.85	(48.71)
销售费用	139.47	210.80	51.14
营业利润	(85.96)	134.34	256.28
资产减值	31.94	(14.66)	(145.91)
财务费用	58.31	(0.94)	(101.62)
投资收益	(1.26)	30.35	2,506.57
营业外收入	6.66	4.87	(26.90)
营业外支出	0.47	2.40	412.87
利润总额	(79.77)	136.81	271.51
所得税	(27.83)	28.08	200.91
少数股东损益	311.53	1,328.95	326.59
归属于母公司的净利润	(39.31)	91.12	331.77
基本每股收益(元)	(0.03)	0.06	331.64
毛利率(%)	64.33	80.20	15.87
净利率(%)	(11.94)	18.96	30.90

资料来源：万得、中银证券

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)	(334)	(755)	(1,028)
息税折旧前利润	(12)	14	285	499	691
折旧及摊销	(102)	(109)	(133)	(156)	(182)
经营利润(息税前利润)	(114)	(95)	152	343	509
净利润收入/(费用)	(120)	(103)	(53)	(95)	(126)
其他收益/(损失)	270	(413)	40	40	40
税前利润	35	(611)	139	288	423
所得税	(5)	18	(21)	(43)	(63)
少数股东权益	(40)	(21)	5	10	14
净利润	70	(537)	114	235	345
核心净利润	16	(614)	120	241	351
每股收益(人民币)	0.046	(0.349)	0.074	0.153	0.224
核心每股收益(人民币)	0.010	(0.399)	0.078	0.157	0.228
每股股息(人民币)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
收入增长(%)	(41)	13	31	80	33
息税前利润增长(%)	(85)	(17)	(260)	125	48
息税折旧前利润增长(%)	(98)	(220)	1,886	75	39
每股收益增长(%)	(108)	(862)	(121)	106	47
核心每股收益增长(%)	(101)	(3,982)	(120)	101	46

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)	139	288	423
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	(21)	(43)	(63)
其他经营现金流	(7)	32	(207)	(231)	294
经营活动产生的现金流	(90)	(57)	(1,323)	343	218
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)	384	166	224
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)	500	(41)	117
现金变动	422	(214)	(1,045)	71	78
期初现金	1,032	1,423	1,211	166	237
公司自由现金流	21	(71)	(1,545)	112	(38)
权益自由现金流	(529)	(517)	(1,108)	373	312

资料来源: 公司数据及中银证券预测

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	338	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	2,161	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	5,831	7,564	7,400
应付帐款	152	213	103	346	189
短期债务	180	220	50	309	547
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	1,082	2,651	2,042
长期借款	100	0	398	247	323
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	1,607	1,840	2,185
股东权益	3,207	2,905	3,145	3,377	3,723
少数股东权益	316	530	535	545	559
总负债及权益	6,324	5,876	5,831	7,564	7,400
每股帐面价值(人民币)	2.09	1.89	2.05	2.20	2.42
每股有形资产(人民币)	1.27	0.95	1.02	1.08	1.23
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.74)	(0.64)	0.08	0.17	0.31

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	32.5	31.5	32.8
息税前利润率(%)	(19.4)	(14.2)	17.3	21.7	24.2
税前利润率(%)	5.9	(91.4)	15.9	18.2	20.1
净利率(%)	11.9	(80.4)	13.0	14.9	16.4
流动性					
流动比率(倍)	1.5	1.5	2.0	1.4	1.8
利息覆盖率(倍)	(0.9)	(0.9)	2.9	3.6	4.0
净权益负债率(%)	净现金	净现金	7.6	8.1	13.0
速动比率(倍)	1.5	1.4	1.9	1.3	1.7
估值					
市盈率(倍)	331.7	(43.5)	205.3	99.4	67.8
核心业务市盈率(倍)	1,478.4	(38.1)	195.0	97.0	66.6
市净率(倍)	7.3	8.0	7.4	6.9	6.3
价格/现金流(倍)	(259.8)	(409.7)	(17.7)	68.2	107.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	(1,859.6)	1,558.2	82.3	47.4	34.5
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(%)	0.0	n.a.	0.0	0.0	0.0
净资产收益率(%)	2.6	(17.6)	3.8	7.2	9.7
资产收益率(%)	(1.6)	(1.6)	2.2	4.4	5.8
已运用资本收益率(%)	0.4	(3.6)	0.7	1.4	1.8

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资料来源: 公司数据及中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买 入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增 持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中 性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减 持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中 性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371