



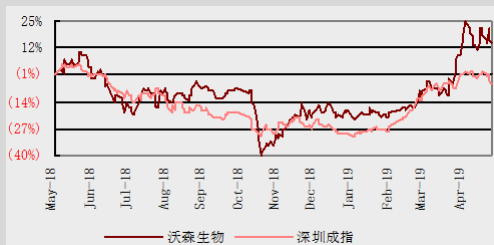
300142.SZ

增持

市场价格：人民币 27.43

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	50.2	(2.4)	1.6	31.1
相对深证成指	18.8	(4.8)	4.5	28.8

发行股数(百万)	1,537
流通股(%)	89
总市值(人民币 百万)	42,526
3个月日均交易额(人民币 百万)	378
净负债比率(%) (2019E)	净现金
主要股东(%)	
云南省工业投资控股集团有限责任公司	7

资料来源：公司公告，聚源，中银国际证券
以2019年7月31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

医药生物:生物制品

柴博

(0755)82560525

bo.chai@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300518010003

邓周宇

075582560525

zhouyu.deng@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300517050001

沃森生物

经营拐点确立，自主疫苗产品保持稳健增长

公司2019 Q1, 营业收入实现1.76亿元(+49.72%)，归母净利润4010.39万元(+68.8%)，扣非归母净利润3863.31万元(+2144.1%)，经营活动现金流净额-378.44万元(+93.28%)。公司调整业务结构聚焦疫苗行业，新产品研发和注册稳步推进，重磅在研产品取得重大进展，业绩拐点确立，维持“增持”评级。

支撑评级的要点

- 我们认为“2017年将是公司未来发展业绩最低点，18年起业绩反转”，2018年业绩符合我们的判断。自主疫苗产品销售持续稳定增长，2018年实现销售收入8.26亿元，同比增长60.4%。其中Hib疫苗（预灌封）实现营收1.76亿元(+32.06%)；Hib疫苗（西林瓶）实现营收1.04亿元(-10.2%)；AC结合疫苗营收6906万元(-14.25%)；ACYW多糖疫苗营收7069万元(+61.74%)；AC多糖疫苗营收8008万元(+112.34%)；23价肺炎球菌多糖疫苗快速放量，实现收入3.15亿元(+208.61%)。
- 从批签发量上来看，产品批签发量大幅增长，2018年子公司玉溪沃森获批签发产品数量合计2888剂，较上年同期增长63.40%，其中Hib疫苗西林瓶和预灌封分别实现批签发113万剂(-23.87%)、191万剂(+43.64%)，AC结合疫苗批签发82万剂(-7.38%)，AC多糖疫苗批签发1750万剂(+50.48%)，ACYW多糖疫苗批签发163万剂(+89%)，百白破疫苗批签发428万剂(+1351.01%)，23价肺炎疫苗批签发162万剂(+35.74%)。
- 业务结构调整聚焦疫苗行业，新产品研发注册稳步推进。2018年公司转让了嘉和生物合计45.65%股权，获得投资收益11.76亿元，公司将进一步集中优势资源专注疫苗核心业务的发展。公司疫苗新产品的研发和注册稳步推进，重磅在研产品取得重大进展，13价肺炎结合疫苗处于申报生产的审评阶段，预计年底获批上市销售；2价HPV疫苗已进入三期关键时点，处于收集病例及分析阶段；九价HPV疫苗处于临床一期阶段；重组EV71疫苗申请临床研究获得受理。2019年公司集中优势资源于疫苗核心业务，持续重点推进自主疫苗产品的产销工作，自主疫苗产品将继续保持稳健增速。

估值

- 根据公司经营情况和重磅产品即将上市销售，我们略微调整盈利预测及财务费用，预计2019-2021年公司归母净利润分别为2.82、3.74、5.41亿，EPS分别为0.19、0.25、0.36元，对应PE分别为149、112、77倍，维持“增持”评级。

评级面临的主要风险

- 疫苗接种出现事故，新品种上市低于预期，已上市品种销售不达预期。

投资摘要

年结日：12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入(人民币 百万)	668	879	1,791	2,579	3,470
变动(%)	13	32	104	44	35
净利润(人民币 百万)	(537)	1,046	282	374	541
全面摊薄每股收益(人民币)	(0.355)	0.692	0.186	0.247	0.357
变动(%)	(862.3)	(294.8)	(73.1)	32.8	44.5
原先预测摊薄每股收益(人民币)			0.15	0.22	-
调整幅度(%)			24.0	12.3	-
全面摊薄市盈率(倍)	(77.9)	40.0	148.5	111.8	77.4
价格/每股现金流量(倍)	(733.5)	(641.5)	(25.8)	22.7	(20.2)
每股现金流量(人民币)	(0.04)	(0.04)	(1.07)	1.22	(1.37)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	2,892.1	136.0	116.1	76.0	58.5
每股股息(人民币)	0.000	0.030	0.008	0.007	0.014
股息率(%)	0.1	0.1	0.0	0.0	0.1

资料来源：公司公告，中银国际证券预测

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
销售收入	668	879	1,791	2,579	3,470
销售成本	(223)	(182)	(281)	(372)	(480)
经营费用	(431)	(402)	(1,154)	(1,693)	(2,294)
息税折旧前利润	14	295	356	515	696
折旧及摊销	(109)	(116)	(130)	(145)	(148)
经营利润(息税前利润)	(95)	179	226	370	548
净利息收入/(费用)	(103)	(16)	21	26	29
其他收益/(损失)	(413)	1,131	74	32	42
税前利润	(611)	1,295	321	428	618
所得税	18	(121)	(35)	(47)	(68)
少数股东权益	(21)	16	4	7	10
净利润	(537)	1,046	282	374	541
核心净利润	(614)	1,152	290	378	545
每股收益(人民币)	(0.355)	0.692	0.186	0.247	0.357
核心每股收益(人民币)	(0.406)	0.761	0.192	0.250	0.360
每股股息(人民币)	0.000	0.030	0.008	0.007	0.014
收入增长(%)	13	32	104	44	35
息税前利润增长(%)	(17)	(288)	26	64	48
息税折旧前利润增长(%)	(220)	1,951	21	45	35
每股收益增长(%)	(862)	(295)	(73)	33	44
核心每股收益增长(%)	(3,982)	(288)	(75)	30	44

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
税前利润	(611)	1,295	321	428	618
折旧与摊销	109	116	130	145	148
净利息费用	103	16	(21)	(26)	(29)
运营资本变动	278	(11)	(1,978)	1,446	(2,680)
税金	32	(216)	(35)	(47)	(68)
其他经营现金流	32	(1,265)	(36)	(102)	(62)
经营活动产生的现金流	(57)	(65)	(1,620)	1,844	(2,073)
购买固定资产净值	189	(623)	(249)	(451)	(414)
投资减少/增加	30	1,247	(0)	(0)	(0)
其他投资现金流	(233)	(5)	769	857	769
投资活动产生的现金流	(14)	619	520	406	354
净增权益	0	(46)	(12)	(11)	(21)
净增债务	(549)	(139)	159	(103)	26
支付股息	0	27	53	103	221
其他融资现金流	407	870	(327)	(32)	(132)
融资活动产生的现金流	(142)	712	(127)	(43)	93
现金变动	(214)	1,266	(1,227)	2,207	(1,625)
期初现金	1,423	1,211	2,484	1,257	3,464
公司自由现金流	(71)	554	(1,100)	2,250	(1,718)
权益自由现金流	(517)	430	(963)	2,121	(1,721)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
现金及现金等价物	1,220	2,489	1,420	3,523	1,915
应收帐款	798	1,377	3,721	3,096	6,116
库存	211	236	230	466	476
其他流动资产	18	37	41	56	76
流动资产总计	2,247	4,139	5,412	7,141	8,582
固定资产	1,525	1,300	1,149	986	756
无形资产	1,451	827	600	167	(166)
其他长期资产	420	416	436	446	451
长期资产总计	3,395	2,543	2,184	1,599	1,041
总资产	5,876	7,237	7,867	9,031	9,954
应付帐款	213	252	251	478	512
短期债务	220	30	50	50	50
其他流动负债	1,042	1,254	1,652	2,190	2,554
流动负债总计	1,475	1,536	1,953	2,719	3,116
长期借款	0	0	10	10	10
其他长期负债	843	445	669	653	589
股本	1,513	1,513	1,513	1,513	1,513
储备	1,490	3,037	3,035	3,444	4,023
股东权益	3,003	2,905	4,548	4,956	5,536
少数股东权益	530	682	686	693	703
总负债及权益	5,876	7,237	7,867	9,031	9,954
每股帐面价值(人民币)	1.98	1.92	3.01	3.28	3.66
每股有形资产(人民币)	1.03	1.37	2.61	3.17	3.77
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.66)	(1.62)	(0.79)	(2.25)	(1.18)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测

主要比率

年结日: 12月31日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	2.1	33.5	19.9	20.0	20.1
息税前利润率(%)	(14.2)	20.3	12.6	14.3	15.8
税前利润率(%)	(91.4)	147.3	17.9	16.6	17.8
净利率(%)	(80.4)	119.0	15.7	14.5	15.6
流动性					
流动比率(倍)	1.5	2.7	2.8	2.6	2.8
利息覆盖率(倍)	(0.9)	11.5	n.a.	n.a.	n.a.
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.4	2.5	2.7	2.5	2.6
估值					
市盈率(倍)	(77.9)	40.0	148.5	111.8	77.4
核心业务市盈率(倍)	(68.2)	36.3	144.4	110.8	76.8
市净率(倍)	14.0	14.4	9.2	8.4	7.6
价格/现金流(倍)	(733.5)	(641.5)	(25.8)	22.7	(20.2)
企业价值/息税折旧前利润(倍)	2,892.1	136.0	116.1	76.0	58.5
周转率					
存货周转天数	299.5	447.3	302.5	341.8	358.1
应收帐款周转天数	476.3	451.6	519.3	482.4	484.4
应付帐款周转天数	99.8	96.6	51.3	51.7	52.1
回报率					
股息支付率(%)	n.a.	4.4	4.4	2.9	3.9
净资产收益率(%)	(17.4)	35.4	7.6	7.9	10.3
资产收益率(%)	(1.6)	2.5	2.7	3.9	5.1
已运用资本收益率(%)	(3.6)	7.1	1.6	1.7	2.3

资料来源: 公司公告, 中银国际证券预测