

分析师: 涂羚波

执业证书编号: S0050208010103

Tel: 010-59355910

Email: tulb@chinans.com.cn

地址: 北京市金融大街5号新盛
大厦7层(100140)**医药生物**合理估值区间(元) **106****发行上市资料**发行价格(元) **95.00**发行市盈率(倍) **133.80**发行股数(万股) **2500**发行后总股本(万股) **12500**发行日期 **2010/11/1**

发行方式 网下向询价对象配售和网上定价发行相结合

主承销商 **平安证券**

上市日期

基础数据(发行前)每股净资产(元) **3.08**总股本/流通A股(万股) **10000/0**流通B股/H股(万股) **0/0**

2010年11月1日

相关研究**沃森生物(300142.SZ)****定位于中高端市场的二类疫苗企业****投资要点**

● 定位于中高端市场的二类疫苗民营企业。公司主要从事二类疫苗的生产、研发和销售，拥有覆盖国内29个省市、2000多个区县的营销网络。目前主导产品有HiB和冻干A、C群脑膜炎球菌多糖结合疫苗，为高附加值产品，能保证未来二年的快速增长。控股股东李云春先生，占发行后总股本的15.05%。

● 疫苗行业呈现高速成长态势。2001-2008年全球疫苗市场复合增长率超过20%，远高于药品市场的增长率。而我国疫苗行业的增速高达25%，随着政府投入的增加和对预防保健意识的日益增强，仍将保持高速增长态势。二类疫苗作为新型疫苗市场的代表，有望获得高于行业的增长速度。

● 竞争优势研发和丰富的产品储备。公司具有突出的研发能力，储备品种多达10余个，涵盖了病毒性疫苗、细菌性疫苗、基因工程疫苗、新型佐剂疫苗、联合疫苗等领域，其中，2个已经申请临床批件、2个已完成临床总结，1个正进行临床研究，预计将陆续上市，公司持续增长有保证。

● 募集资金投入研发和疫苗产业扩建。公司本次发行2,500万股，募集资金主要投向研发中心扩建、扩大现有产品产能及新产品生产线建设、加强销售网络渠道覆盖及品牌建设等。

● 合理估值106元。我们预计公司2010、2011、2012年实现净利润1.56亿元、2.65亿元、3.89亿元，同比增长104%、70%、47%，每股收益1.56元、2.65元、3.89元。我们给予公司2010年40倍PE估值，合理估值106元左右。

盈利预测

项目	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万)	184.06	239.13	437	723	1149
增长率(%)	42.28	29.91	82.88	65.26	58.94
净利润(百万)	34.70	76.33	155.73	264.74	388.57
增长率(%)	367.36	119.97	104	70	47
EPS(元)	0.77	1.02	1.56	2.65	3.89
毛利率(%)	78.86	86.36	86	87	84
净资产收益率(%)	35.28	43.70	47	44	39

财务指标

	流动比率	速动比率	资产负债率	应收账款周转率	存货周转率
2007A	0.56	0.51	91.88	0.00	0.00
2008A	0.89	0.80	67.42	3.06	2.74
2009A	2.25	2.03	54.75	2.79	1.56

来源: 招股说明书、民族证券

表 1：公司收入和毛利预测

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
Hib	156	226	233	240
增长率 (%)	85.60%	45.00%	3.00%	3.00%
毛利率 (%)	90.30%	88.00%	85.00%	83.00%
Hib (预灌装)		60	150	210
增长率 (%)			150.00%	40.00%
毛利率 (%)		85.00%	85.00%	85.00%
冻干 A、C 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗	33	59	88	123
增长率 (%)		80.00%	50.00%	40.00%
毛利率 (%)	74.90%	80.00%	78.00%	75.00%
A、C、W135、Y 群脑膜炎球菌多糖疫苗			74	163
增长率 (%)				120.00%
毛利率 (%)			90.00%	90.00%
冻干 A、C 群脑膜炎球菌多糖疫苗			25	30
增长率 (%)				20.00%
毛利率 (%)			75.00%	75.00%
吸附无细胞百白破联合疫苗				60
增长率 (%)				70.00%
毛利率 (%)				70.00%
流感裂解疫苗				80
增长率 (%)				70.00%
毛利率 (%)				70.00%
总收入	189	345	570	906
增长率 (%)	20.90%	82.88%	65.26%	58.94%
营业成本率	13.64%	13.88%	12.58%	16.15%
毛利率 (%)	86.36%	86.12%	87.42%	83.85%

资料来源：民族证券

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元

	2009	2010E	2011E	2012E	单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	234	450	810	1467	营业收入	239	437	723	1149
现金及等价物	80	167	348	703	营业成本	33	61	91	186
应收帐款	99	181	299	476	营业税金及附加	2	5	9	14
存货	23	43	65	132	销售费用	61	114	188	299
其它流动资产	32	59	98	156	管理费用	32	59	98	155
非流动资产	151	188	259	359	财务费用	3	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	7	0	0	0
固定资产及其他	109	166	231	322	公允价值变动净	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	投资净收益	-12	0	0	0
无形资产	35	15	20	30	营业利润	89	199	338	496
其它非流动资产	7	7	7	7	营业外收入	5	0	0	0
资产总计	371	623	1053	1810	营业外支出	0	0	0	0
流动负债	104	145	218	445	利润总额	94	199	338	496
短期借款	26	0	0	0	所得税	18	40	68	99
应付帐款	13	23	35	71	净利润	76	159	270	396
其它流动负债	66	122	183	373	少数股东损益	0	3	5	8
非流动负债	93	144	232	365	归属于母公司所	76	156	265	389
长期借款	87	134	217	334	EBITDA	111	199	338	496
其它非流动负债	5	10	15	30	EPS (元)	0.76	1.56	2.65	3.89
负债合计	197	289	450	809					
少数股东权益	0	3	9	17					
归属于母公司所有者权益	175	330	595	984					
负债和股东权益	371	623	1053	1810					

现金流量表

单位：百万元

	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	36	106	177	339	成长能力				
净利润	76	159	270	396	营业收入	29.9%	82.9%	65.3%	58.9%
资产减值准备	7	0	0	0	营业利润	153.6%	122.8%	70.0%	46.8%
折旧和摊销	12	9	13	18	归属母公司净利	120.0%	104.0%	70.0%	46.8%
公允价值变动损失	0	0	0	0					
财物费用	3	0	0	0	盈利能力				
营运资本变动	-75	-62	-106	-75	毛利率	86.4%	86.1%	87.4%	83.8%
投资收益	12	0	0	0	净利率	31.9%	35.6%	36.6%	33.8%
投资活动现金流	-47	-47	-83	-118	ROE	43.7%	47.1%	44.5%	39.5%
资本支出	-33	-47	-83	-118	ROIC	27.3%	33.3%	32.3%	29.1%
其它	-14	0	0	0	偿债能力				
融资活动现金流	53	25	88	133	资产负债率	53.0%	46.5%	42.7%	44.7%
权益性融资	0	0	0	0	流动比率	2.2	3.1	3.7	3.3
负债净变化	56	25	88	133	速动比率	2.0	2.8	3.4	3.0
财务费用	-3	0	0	0	营运能力				
现金净增加额	42	85	182	355	总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.6
期初现金余额	40	82	167	348	应收帐款周转率	2.4	2.4	2.4	2.4
期末现金余额	82	167	348	703	应付帐款周转率	2.6	2.6	2.6	2.6
					每股指标(元)				
					每股收益	0.76	1.56	2.65	3.89
					每股经营现金	0.36	1.06	1.77	3.39
					每股净资产	1.75	3.30	5.95	9.84
					估值比率				
					P/E	0.0	0.0	0.0	0.0
					P/B	0.0	0.0	0.0	0.0
					EV/EBITDA	122.3	68.5	40.3	27.5

资料来源：公司报表、民族证券

利润表

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	239	437	723	1149
营业成本	33	61	91	186
营业税金及附加	2	5	9	14
销售费用	61	114	188	299
管理费用	32	59	98	155
财务费用	3	0	0	0
资产减值损失	7	0	0	0
公允价值变动净	0	0	0	0
投资净收益	-12	0	0	0
营业利润	89	199	338	496
营业外收入	5	0	0	0
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	94	199	338	496
所得税	18	40	68	99
净利润	76	159	270	396
少数股东损益	0	3	5	8
归属于母公司所	76	156	265	389
EBITDA	111	199	338	496
EPS (元)	0.76	1.56	2.65	3.89

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	29.9%	82.9%	65.3%	58.9%
营业利润	153.6%	122.8%	70.0%	46.8%
归属母公司净利	120.0%	104.0%	70.0%	46.8%
盈利能力				
毛利率	86.4%	86.1%	87.4%	83.8%
净利率	31.9%	35.6%	36.6%	33.8%
ROE	43.7%	47.1%	44.5%	39.5%
ROIC	27.3%	33.3%	32.3%	29.1%
偿债能力				
资产负债率	53.0%	46.5%	42.7%	44.7%
流动比率	2.2	3.1	3.7	3.3
速动比率	2.0	2.8	3.4	3.0
营运能力				
总资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.6
应收帐款周转率	2.4	2.4	2.4	2.4
应付帐款周转率	2.6	2.6	2.6	2.6
每股指标(元)				
每股收益	0.76	1.56	2.65	3.89
每股经营现金	0.36	1.06	1.77	3.39
每股净资产	1.75	3.30	5.95	9.84
估值比率				
P/E	0.0	0.0	0.0	0.0
P/B	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA	122.3	68.5	40.3	27.5

分析师简介

西安交通大学硕士，曾就职于江中制药集团和某大型投资管理公司，具备8年医药行业的从业经验，以及8年证券行业的研究和投资经验，善于从投资的视角和公司基本面两方面挖掘公司的投资价值。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人不曾因、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接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类别	级别	定义
行业投资评级	推荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓名	电话	手机	邮箱
袁泉	010—59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵玲	010—59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾荣	010—59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010—59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚丽	010—59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn