



实精特民深色族用

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

投资评级

本次评级: 谨慎推荐

跟踪评级: 调低

目标价格: 120

市场数据

市价(元)	108.73
上市的流通 A 股(亿股)	0.25
总股本(亿股)	1.00
52 周股价最高最低(元)	104.9-158.0
上证指数/深证成指	2948.48/12699.42
2010 年股息率	0.00%

52 周相对市场表现



相关研究

沃森生物 (300142. SZ)

高增长符合预期

投资要点

● **呈现高增长。**2010 年公司实现营业收入 35879.23 万元, 同比增长 50.04% (如与 2009 年度自产疫苗销售收入相比, 2010 年公司主营收入增长 78.88%); 归属于母公司股东的净利润 15441.66 万元, 同比增长 102.30%。每股收益 1.54 元, 分配方案为 10 转 5 股。其中, b 型流感嗜血杆菌疫苗(西林瓶)营业收入 23534.60 万元, 占比 65.60%, 毛利率 93.56%, 同比增长 50.8%; b 型流感嗜血杆菌疫苗(预灌封)营业收入 5405.96 万元, 占比 15.07%, 毛利率 86.38%; 流脑 A+C 结合疫苗营业收入 6937.23 万元, 占比 19.34%, 毛利率 85.31%, 同比增长 113%。

● **大力推进营销网络建设。**2010 年公司继续加快渠道网络建设, 采用学术和终端推广会议的方式, 加快终端渗透和终端覆盖营销战略的推进, 全年组织召开基层各接种点学术推广会议超过 1000 场次, 营销能力不断提升, 市场占有率和覆盖率进一步提高。

● **后续品种丰富。**公司坚持贯彻“填补国内空白与升级换代”的产品发展战略, 集中资源打造具有广泛聚集资源、快速研发和确保研发成功率特质的矩阵式集成研发模式, 取得了显著的成果。2010 年共完成申报临床研究疫苗项目 4 个, 在研项目 15 个, 新立项研发项目 3 项; 有 10 余个疫苗处于临床前研究的不同阶段, 确保未来几年都有新品上市, 形成了良好的产品梯度。

公司财务数据及预测

项目	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	359	605	975	1269
增长率(%)	50.04	68.70	61.05	30.16
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	154.42	244.56	363.52	460.76
增长率(%)	102	58	49	27
毛利率(%)	91	88	84	83
净资产收益率(%)	6	9	12	13
EPS(元)	1.54	2.45	3.64	4.61
P/E(倍)	70.41	44.46	29.91	23.60
P/B(倍)	4.26	3.89	3.44	3.00

来源: 公司年报、民族证券

● 维持“谨慎推荐”评级。预计公司 2010、2011、2012 年分别实现净利润 2.45 亿元、3.64 亿元、4.61 亿元，同比分别增长 58%、49%、27%，每股收益 2.45 元、3.64 元、4.61 元。对应动态市盈率分别为 44.46 倍、29.91 倍、23.60 倍。公司股价中隐含了 21.99 元的资本公积金，扣除这部分影响，给予公司 11 年 40 倍动态市盈率估值，合理价位 120 元左右。

表 1：公司收入和毛利预测

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
Hib	235	282	325	357
增长率 (%)	50.80%	20.00%	15.00%	10.00%
毛利率 (%)	93.56%	93.56%	93.56%	93.56%
Hib (预灌装)	54	135	189	246
增长率 (%)		150.00%	40.00%	30.00%
毛利率 (%)	86.38%	86.38%	86.38%	86.38%
冻干 A、C 群脑膜炎球菌多糖结合疫苗	69	104	146	189
增长率 (%)	113.41%	50.00%	40.00%	30.00%
毛利率 (%)	85.31%	85.31%	85.31%	85.31%
A、C、W135、Y 群脑膜炎球菌多糖疫苗		74	163	212
增长率 (%)			120.00%	30.00%
毛利率 (%)		90.00%	90.00%	90.00%
冻干 A、C 群脑膜炎球菌多糖疫苗		25	30	36
增长率 (%)			20.00%	20.00%
毛利率 (%)		75.00%	75.00%	75.00%
吸附无细胞百白破联合疫苗			60	120
增长率 (%)				100%
毛利率 (%)			70.00%	70.00%
流感裂解疫苗			80	128
增长率 (%)				60%
毛利率 (%)			70.00%	70.00%
总收入	359	621	993	1288
增长率 (%)	50.04%	72.99%	59.91%	29.80%
营业成本率	9.12%	7.54%	11.22%	12.57%
毛利率 (%)	90.88%	92.46%	88.78%	87.43%

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	2010	2011E	2012E	2013E	单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2605	3147	4033	4945	营业收入	359	605	975	1269
现金及等价物	2340	2677	3236	3891	营业成本	33	75	157	219
应收帐款	215	363	585	761	营业税金及附加	3	6	10	13
存货	37	85	178	248	销售费用	92	154	249	324
其它流动资产	13	21	34	45	管理费用	53	82	132	171
非流动资产	376	223	311	348	财务费用	4	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	资产减值损失	2	0	0	0
固定资产及其他	330	194	273	305	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	0	0	0	0
无形资产	34	17	25	30	营业利润	173	288	428	542
其它非流动资产	13	13	13	13	营业外收入	10	0	0	0
资产总计	2967	3354	4328	5277	营业外支出	1	0	0	0
流动负债	331	562	1005	1340	利润总额	183	288	428	542
短期借款	154	154	154	154	所得税	29	43	64	81
应付帐款	61	140	292	407	净利润	154	245	364	461
其它流动负债	116	268	559	779	少数股东损益	0	0	0	0
非流动负债	104	-4	164	316	归属于母公司所	154	245	364	461
长期借款	78	-64	39	141	EBITDA	179	288	428	542
其它非流动负债	26	60	126	175	EPS（元）	1.54	2.45	3.64	4.61
负债合计	436	559	1169	1657					
少数股东权益	0	0	0	0					
归属于母公司所有者权益	2551	2795	3159	3620					
负债和股东权益	2986	3354	4328	5277					

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	147	282	494	556	成长能力				
净利润	154	245	364	461	营业收入	50.0%	68.7%	61.1%	30.2%
资产减值准备	2	0	0	0	营业利润	94.5%	65.9%	48.6%	26.7%
折旧和摊销	0	11	15	17	归属母公司净利	102.3%	58.4%	48.6%	26.7%
公允价值变动损失	0	0	0	0					
财物费用	4	0	0	0	盈利能力				
营运资本变动	-13	26	115	79	毛利率	90.9%	87.5%	83.9%	82.7%
投资收益	0	0	0	0	净利率	43.0%	40.4%	37.3%	36.3%
投资活动现金流	-225	142	-103	-53	ROE	6.1%	8.7%	11.5%	12.7%
资本支出	-220	142	-103	-53	ROIC	5.4%	8.3%	10.5%	11.3%
其它	-6	0	0	0	偿债能力				
融资活动现金流	2358	-108	168	152	资产负债率	14.7%	16.7%	27.0%	31.4%
权益性融资	2222	0	0	0	流动比率	7.9	5.6	4.0	3.7
负债净变化	140	-108	168	152	速动比率	7.8	5.4	3.8	3.5
财务费用	-4	0	0	0	营运能力				
现金净增加额	2280	316	559	655	总资产周转率	0.1	0.2	0.2	0.2
期初现金余额	82	2361	2677	3236	应收帐款周转率	1.7	1.7	1.7	1.7
期末现金余额	2361	2677	3236	3891	应付帐款周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
					每股指标(元)				
					每股收益	1.54	2.45	3.64	4.61
					每股经营现金	1.47	2.82	4.94	5.56
					每股净资产	25.51	27.95	31.59	36.20
					估值比率				
					P/E	70.4	44.5	29.9	23.6
					P/B	4.3	3.9	3.4	3.0
					EV/EBITDA	149.1	92.9	62.5	49.3

资料来源：公司报表、民族证券

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