

湘财证券研究所

医药行业研究小组

李晓彬 分析师

执业编号: S0500511040003

联系人: 任广丰

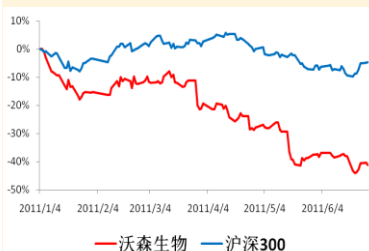
Tel: 021-68634510-8630

E-mail: rgf3335@xcsc.com

基础数据:

收盘价: 52.77 元
总股本: 15000 万股
流通股: 3750 万股
限售股: 11250 万股

近期股价及大盘走势:



事件:

6 月 29 日, 沃森生物公告, 公司将使用 7.27 亿元超募资金投资建设玉溪沃森疫苗产业园三期工程, 预计 2014 年底完成全部工程建设。

核心观点:

- **三期工程建设为后继产品产业化做准备, 增强公司竞争力。**玉溪沃森疫苗产业园一期、二期工程已完成。三期工程建设主要有三部分: 一是自主研发产品产业化, 包括按照 WHO 认证标准建设 9 价、23 价肺炎疫苗车间和生产线, 为产品打入国际市场奠定基础, 以及按 2010 版 GMP 标准实施 4 价脑膜炎多糖疫苗和无细胞百白破+Hib 联合疫苗的产业化建设; 二是 GMP 质量升级改造, 主要为按照新版 GMP 标准易地新建 Hib 疫苗和 2 价脑膜炎结合疫苗厂房, 解决原厂房 GMP 认证到期问题; 三是疫苗发货中心及相关附属设施的建设, 建设标准化、规模化的疫苗物流系统, 满足不断增长的存储、发货需求。
- **项目建设可行性高, 自主产品具备产业化条件。**建设项目中的 Hib 疫苗、2 价脑膜炎结合疫苗已经上市销售, 目前市场良好, 增长迅速; 2 价、4 价脑膜炎多糖疫苗正在申报生产批件; 9 价肺炎结合疫苗、23 价肺炎多糖疫苗、无细胞百白破+Hib 联合疫苗已经申报临床批件。前期公司已经积累了丰富的产业化能力和经验, 为项目成功实施提供有力保障, 强大的市场营销能力为新产品迅速打开市场提供强力支撑。
- **项目经济效益良好。**项目总投资 7.27 亿元, 第一年投资 60%, 第二年投资 30%, 第三年投资 10%。项目设计产能为 4900 万剂/年, 达产后预计年平均销售收入 15.67 亿元, 年均净利润 4.67 亿元, 税后内部收益率为 43.34%, 包括建设期在内税后回收期为 4.38 年, 所得税后净现值 17.50 亿元, 预计只要达到设计产能的 19%即可盈亏平衡。总体来看, 项目经济效益较好, 具有较强的抗风险能力。
- **估值与评级:**该项目建设期为三年, 预计 2015 年才能贡献少量收入, 近期对公司业绩无影响。我们预测公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 1.51、2.08、2.86 元, 对应 6 月 28 日的收盘价 PE 分别为 35、25、18 倍, 结合公司的高成长性, 我们给予其“增持”

评级。

- ❑ **风险提示：**行业风险、临床研究风险、产业化技术风险、产业化后的市场风险、项目经济效益预测过于乐观风险。

表 1：项目各疫苗设计产能及预期销售价格

疫苗名称	产能设计（万支）	预期价格（元/支）
冻干 A、C 群脑膜炎多糖结合疫苗	1000	30
冻干 A、C 群脑膜炎多糖疫苗	500	5
冻干 A、C、W135、Y 群脑膜炎多糖结合疫苗	200	55
冻干 A、C、W135、Y 群脑膜炎多糖疫苗	1000	30
b 型流感嗜血杆菌结合疫苗（西林瓶）	800	42
b 型流感嗜血杆菌结合疫苗（预充注射器）	400	55
无细胞百白破+Hib 联合疫苗	200	65
23 价肺炎球菌多糖疫苗	400	65
9 价肺炎球菌多糖结合疫苗	400	90
合计	4900	-

资料来源：公司公告

资产负债表					单位:百万元				
会计年度	201	2011	2012	2013					
流动资产	260	2577	2924	3277					
现金	234	2236	2407	2573					
应收账款	195	255	363	511					
其他应收款	6	5	7	10					
预付账款	7	12	20	28					
存货	37	41	89	102					
其他流动资产	22	28	39	53					
非流动资产	380	381	369	354					
长期投资	0	0	0	0					
固定资产	88	200	248	263					
无形资产	34	34	34	34					
其他非流动资产	258	147	87	57					
资产总计	298	2958	3293	3631					
流动负债	331	133	225	199					
短期借款	110	0	0	0					
应付账款	61	32	128	99					
其他流动负债	160	101	97	100					
非流动负债	104	47	24	20					
长期借款	78	28	0	0					
其他非流动负债	26	19	24	20					
负债合计	436	180	249	220					
少数股东权益	0	0	0	0					
股本	100	150	150	150					
资本公积	219	2149	2149	2149					
留存收益	251	479	745	1112					
归属母公司股东权益	255	2778	3044	3411					
负债和股东权益	298	2958	3293	3631					

现金流量表					单位:百万元				
会计年度	201	2011	2012	2013					
经营活动现金流	87	107	239	221					
净利润	154	227	312	429					
折旧摊销	12	8	12	14					
财务费用	4	-1	-7	-9					
投资损失	0	0	0	0					
营运资金变动	-82	-126	-84	-212					
其他经营现金流	-1	-1	6	-1					
投资活动现金流	-16	-9	-2	-2					
资本支出	165	0	0	0					
长期投资	0	0	0	0					
其他投资现金流	0	-9	-2	-2					
筹资活动现金流	233	-203	-66	-53					
短期借款	90	-110	0	0					
长期借款	-9	-50	-28	0					
普通股增加	25	50	0	0					
资本公积增加	219	-50	0	0					
其他筹资现金流	36	-43	-38	-53					
现金净增加额	226	-104	171	166					

利润表					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012	2013					
营业收入	359	531	747	1035					
营业成本	33	46	80	114					
营业税金及附加	3	4	5	7					
营业费用	92	138	194	267					
管理费用	53	80	111	152					
财务费用	4	-1	-7	-9					
资产减值损失	2	3	3	3					
公允价值变动收益	0	0	0	0					
投资净收益	0	0	0	0					
营业利润	173	262	362	501					
营业外收入	10	8	8	8					
营业外支出	1	1	1	1					
利润总额	183	269	369	508					
所得税	29	42	57	79					
净利润	154	227	312	429					
少数股东损益	0	0	0	0					
归属母公司净利润	154	227	312	429					
EBITDA	189	268	367	507					
EPS (元)	1.03	1.51	2.08	2.86					

主要财务比率									
会计年度	2010	2011E	2012	2013					
成长能力									
营业收入	50.0%	48.1%	40.7	38.5					
营业利润	94.5%	50.9%	38.3	38.5					
归属于母公司净利润	102.3	47.0%	37.3	37.8					
获利能力									
毛利率(%)	90.9%	91.3%	89.3	89.0					
净利率(%)	43.0%	42.7%	41.7	41.5					
ROE(%)	6.1%	8.2%	10.2	12.6					
ROIC(%)	33.2%	38.2%	46.4	49.4					
偿债能力									
资产负债率(%)	14.6%	6.1%	7.6%	6.1%					
净负债比率(%)	53.34	15.71	0.00	0.00					
流动比率	7.87	19.39	12.9	16.4					
速动比率	7.76	19.08	12.5	15.9					
营运能力									
总资产周转率	0.21	0.18	0.24	0.30					
应收账款周转率	2	2	2	2					
应付账款周转率	0.89	1.00	1.00	1.00					
每股指标(元)									
每股收益(最新摊薄)	1.03	1.51	2.08	2.86					
每股经营现金流(最新摊薄)	0.58	0.72	1.59	1.47					
每股净资产(最新摊薄)	17.01	18.52	20.2	22.7					
估值比率									
P/E	51.26	34.86	25.4	18.4					
P/B	3.10	2.85	2.60	2.32					
EV/EBITDA	31	22	16	11					

分析师声明:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。

本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。