

员工持股计划参与定增收购，2015年经营拐点显现

■事件:6月10日,公司发布非公开定增收购预案及员工持股计划(草案),拟以发行股份及支付现金方式购买华南生物65.02%的股权,以发行股份方式购买中岸生物36.10%的股权;同时向实际控制人李守军、瑞普生物2015年员工持股计划及其他机构募集配套资金2.84亿,发行价16.02元。

■我们的分析和判断:

1、员工持股计划参与公司定增收购,预计禽类疫苗收入将大幅增长

1) 收购标的华南生物概览:“产学研”的典范,具备业内领先禽流感疫苗技术。华南生物为华南农业大学旗下企业,主营产品为禽类疫苗,产品竞争力强。2014年生产禽流感灭活疫苗(H5N2亚型,D7株)疫苗达到4亿羽,是国内目前唯一一家拥有该疫苗生产能力的公司,市场占有率达到100%。除此以外公司其他产品产量均位列国内同类公司前茅。公司依托华南农业大学,“产学研”一体化创新体系完善。

2) 员工持股计划参与收购:本次收购部分采用现金支付,员工持股计划及高管参与定增,有利于建立员工与公司的长效激励机制,激发员工的活力。管理层参与定增体现对未来公司发展和市值增长的信心。

3) 收购华南生物,未来公司政府招标苗将可能高速增长。公司通过收购华南生物:1)完善产品线及区域市场布局。华南生物拥有国内唯一水禽专用的禽流感(H5亚型)灭活疫苗。禽流感是我国唯一禽类政府招标苗,根据我们估算,禽流感招标疫苗市场空间约30亿。瑞普生物目前收入以市场苗为主,招采仅有猪瘟、蓝耳,公司收购华南生物后,将具有禽流感H5生产资格,同时公司研发的禽流感(H5N2亚型,D7+rD8)二价灭活疫苗已经取得农业部颁发的临床批文,有望成为H5亚型禽流感流行株的新型疫苗。

摘要(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	754.9	585.2	731.5	1,060.7	1,484.9
净利润	152.0	27.1	162.6	260.7	421.4
每股收益(元)	0.39	0.07	0.42	0.65	1.04
每股净资产(元)	4.14	4.15	4.29	4.30	4.34
盈利和估值	2013	2014	2015E	2016E	2017E
市盈率(倍)	45.8	256.5	42.8	27.7	17.1
市净率(倍)	4.3	4.3	4.2	4.2	4.1
净利润率	20.1%	4.6%	22.2%	24.6%	28.4%
净资产收益率	9.4%	1.7%	9.7%	15.0%	24.1%
股息收益率	0.6%	0.6%	1.6%	2.8%	5.6%
ROIC	12.8%	0.8%	11.2%	17.7%	25.3%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

投资评级

买入-A

维持评级

6个月目标价

27.00元

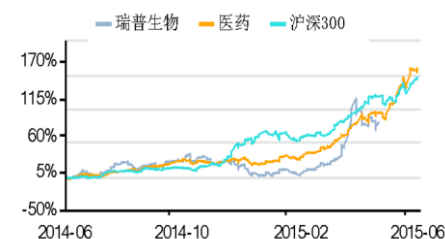
股价(2015-06-11)

17.88元

交易数据

总市值(百万元)	6,996.85
流通市值(百万元)	3,652.30
总股本(百万股)	389.15
流通股本(百万股)	203.13
12个月价格区间	8.64/20.10元

股价表现



资料来源: Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-17.19	31.61	-48.22
绝对收益	-4.06	82.17	97.37

吴立

分析师

SAC 执业证书编号: S1450515030003
wuli1@essence.com.cn
010-66581599

报告联系人

李佳丰

021-68765372

lijf3@essence.com.cn

相关报告

2014年年度报告及2015年一季报预告点评: 经营拐点已现	2015-04-14
疫苗业务稳健增长, 静待新产能&新产品投放——中报点评	2013-08-18
瑞普生物: 1季度电话会议纪要	2013-04-25

公司通过收购进入禽类招采市场，预计禽类招采收入将有大幅增长。2) 依托华南生物“产学研”体系，构建公司核心竞争力。本次并购将开启瑞普生物与华南农业大学的战略合作，为公司与华南农业大学在兽用生物制品与兽药制剂等方面的全面合作奠定了基础，为公司构建业内核心竞争力提供有利支撑。

2、公司分析：研发和技术服务领先，2015 年迎经营拐点

1) 内涵式增长、外延式扩张支撑公司业绩高增长。

a、公司上市之后收购动作频繁，先后收购了湖北龙翔，湖南中岸、赛瑞科技等企业的股权，完善了公司产品线链条，完善全国营销网络。b、公司上市后加大了对新产品的研发投入，为公司未来业绩的增长奠定了基础。c、公司产能大幅扩张，伴随着公司营销网络的不断完善，新产能将会得到释放。

2) 营销升级：公司转型“动保一体化解决方案”提供商。

兽药行业的下游主要是养殖企业，养殖企业的主要经营者大部分都是农民，他们缺乏一定的专业知识和有效的辨别能力，即使是大型集团，也存在疫苗和药物使用不当，免疫程序不科学等问题。目前公司已经开始提供动物保护的一体化解决方案，帮助养殖户普及知识，指导他们在动物不同的生长期间的用药情况，并对大型的养殖场随时进行疫病监测。公司成立了技术服务团队，根据客户的不同需求，为其制定个性化解决方案，不但可以解决客户问题，还能促进公司产品的销售。

3) 注重研发投入 构建长期竞争力

在行业分析中，我们提出了研发实力是兽药企业最为核心的竞争力。纵观国际大型的兽药企业，研发投入均占据了公司营业收入 9%以上，可见对研发的重视。公司目前研发模式主要是与国内科研院所进行项目合作，是我国兽药行业研发实力较强的企业之一，近几年来，公司的研发投入不断增加，研发实力在我国兽药上市公司中处于领先地位。随着与华南农业大学的进一步合作，公司研发实力有望进一步增强。

4) 员工持股计划及高管参与定增，建立长效利益分享机制

公司采取员工持股计划进行筹资，用于支付本次并购交易的现金对价及华南生物高致病性禽流感疫苗（H5N2）车间增扩建等项目，有利于建立员工与公司的长效激励机制，激发员工的活力。同时管理层拟以 16.02 元/股参与定增，体现管理层对未来公司发展和市值增长的信心。

3、动保行业面临升级与变革。1) 招标主体变化，政府招标苗总体向市场苗过渡是大趋势；2) 品质、价格升级（优质优价是大势所趋）；工艺升级，品质提升倒逼企业提升工艺水平；3) 销售服务升级，从产品提供商向一体化方案解决商升级。4) 行业整合时代到来。

■**投资建议：**预计公司 2015-2017 年营业收入分别为 7.31 亿、10.6 亿、14.8 亿，归属母公司净利润 1.6 亿、2.6 亿、4.2 亿，同比增长 500%、60.3%、61.5%，对应 EPS 0.42、0.65、1.04 元（16、17 年为并购后）。养殖规模化以及食品安全的重视，将持续推动保行业的转型变革。公司经过过去两年的改革积累，在养殖行情反转的大背景下，经营拐点已现，6 个月目标市值 110 亿，给予“买入-A”评级。

■**风险提示：**畜禽价格反弹不达预期；疫病风险；

财务报表预测和估值数据汇总(2015年06月11日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E	(百万元)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	754.9	585.2	731.5	1,060.7	1,484.9	成长性					
减:营业成本	306.9	237.1	296.4	429.8	601.7	营业收入增长率	15.0%	-22.5%	25.0%	45.0%	40.0%
营业税费	5.6	3.3	5.2	7.1	9.6	营业利润增长率	-5.4%	-86.2%	747.9%	67.8%	68.7%
销售费用	190.4	225.9	152.7	221.5	252.4	净利润增长率	5.5%	-82.1%	499.4%	60.3%	61.6%
管理费用	105.2	102.7	101.9	106.1	118.8	EBITDA 增长率	2.4%	-68.2%	283.0%	62.1%	63.5%
财务费用	-14.7	-7.4	-6.7	-5.3	-0.7	EBIT 增长率	-1.3%	-90.2%	1,165.2	71.3%	71.6%
资产减值损失	10.6	2.7	6.3	6.5	5.2	NOPLAT 增长率	-0.9%	-91.6%	1,374.2	70.1%	71.6%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	34.6%	5.8%	7.2%	19.9%	8.1%
投资和汇兑收益	-0.3	-0.1	0.2	0.2	0.2	净资产增长率	8.4%	0.3%	3.4%	4.4%	1.8%
营业利润	150.7	20.8	176.0	295.3	498.2	利润率					
加:营业外净收支	28.2	18.5	21.8	22.8	21.0	毛利率	59.3%	59.5%	59.5%	59.5%	59.5%
利润总额	179.0	39.3	197.7	318.2	519.2	营业利润率	20.0%	3.5%	24.1%	27.8%	33.6%
减:所得税	25.7	10.4	28.4	47.7	77.9	净利润率	20.1%	4.6%	22.2%	24.6%	28.4%
净利润	152.0	27.1	162.6	260.7	421.4	EBITDA/营业收入	22.5%	9.2%	28.3%	31.7%	37.0%
						EBIT/营业收入	18.0%	2.3%	23.1%	27.3%	33.5%
						运营效率					
						固定资产周转天数	152	200	212	198	166
						流动营业资本周转天数	166	216	178	175	172
						流动资产周转天数	530	609	453	352	292
						应收账款周转天数	142	206	148	155	155
						存货周转天数	57	79	66	67	67
						总资产周转天数	905	1,226	985	726	564
						投资资本周转天数	510	776	662	519	421
						投资回报率					
						ROE	9.4%	1.7%	9.7%	15.0%	24.1%
						ROA	7.6%	1.5%	8.4%	12.0%	18.4%
						ROIC	12.8%	0.8%	11.2%	17.7%	25.3%
						费用率					
						销售费用率	25.2%	38.6%	20.9%	20.9%	17.0%
						管理费用率	13.9%	17.6%	13.9%	10.0%	8.0%
						财务费用率	-1.9%	-1.3%	-0.9%	-0.5%	0.0%
						三费/营业收入	37.2%	54.9%	33.9%	30.4%	25.0%
						偿债能力					
						资产负债率	14.1%	13.0%	11.6%	17.5%	20.8%
						负债权益比	16.4%	14.9%	13.2%	21.2%	26.2%
						流动比率	5.00	4.82	5.47	3.47	2.95
						速动比率	4.47	4.06	4.73	2.65	2.30
						利息保障倍数	-9.24	-1.81	-25.20	-54.38	-697.74
						分红指标					
						DPS(元)	0.10	0.10	0.28	0.51	1.01
						分红比率	25.5%	143.4%	67.5%	78.8%	96.6%
						股息收益率	0.6%	0.6%	1.6%	2.8%	5.6%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	153.2	28.9	162.6	260.7	421.4	EPS(元)	0.39	0.07	0.42	0.65	1.04
加:折旧和摊销	34.2	40.9	38.0	45.9	51.6	BVPS(元)	4.14	4.15	4.29	4.30	4.34
资产减值准备	10.6	2.7	-	-	-	PE(X)	45.8	256.5	42.8	27.7	17.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.3	4.3	4.2	4.2	4.1
财务费用	2.3	1.9	-6.7	-5.3	-0.7	P/FCF	-40.6	-166.6	159.3	-443.3	21.2
投资损失	0.3	0.1	-0.2	-0.2	-0.2	P/S	9.2	11.9	9.5	6.8	4.9
少数股东损益	1.3	1.7	6.7	9.7	19.9	EV/EBITDA	26.7	62.7	32.2	21.3	13.2
营运资金的变动	-111.1	69.6	-51.9	-246.6	-141.1	CAGR(%)	20.8%	148.2%	3.7%	20.8%	148.2%
经营活动产生现金流量	88.7	128.4	148.4	64.2	351.0	PEG	2.2	1.7	11.4	1.3	0.1
投资活动产生现金流量	-354.1	-102.7	-59.8	-79.8	-49.8	ROIC/WACC					
融资活动产生现金流量	-26.9	-27.2	-128.9	-185.6	-352.9	REP					

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

吴立声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034

