

## 瑞普生物(300119.SZ)

### 战略合作收购华南生物，公司外延式扩张 取得实质性进展

**评级: 买入**      **前次: 增持**  
**目标价(元): 23.5**  
 分析师: 谢刚      分析师: 张俊宇  
 S0740510120005      S0740511120002  
 021-20315178      021-20315191  
 xiegang@r.qlzq.com.cn      zhangjy@r.qlzq.com.cn  
 2015年6月19日

#### 基本状况

总股本(百万股)	389.15
流通股本(百万股)	389.15
市价(元)	17.98
市值(百万元)	6996.85
流通市值(百万元)	6996.85

#### 股价与行业-市场走势对比



#### 业绩预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	754.90	585.20	789.63	1,065.5	1,309.7
营业收入增速	15.01%	-22.48%	34.93%	34.94%	22.92%
净利润增长率	5.47%	-82.15%	209.14	135.21	43.82%
摊薄每股收益(元)	0.78	0.07	0.22	0.51	0.73
前次预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
市 预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
偏差率(本次-市场/市场)	—	—	—	—	—
市盈率(倍)	32.44	136.70	82.97	35.27	24.53
PEG	5.93	—	0.40	0.26	0.56
每股净资产(元)	8.31	4.15	4.27	5.65	6.32
每股现金流量	0.46	0.33	0.35	0.23	0.51
净资产收益率	9.43%	1.68%	5.05%	8.27%	10.63%
市净率	3.06	2.30	4.19	3.16	2.83
总股本(百万股)	193.95	389.15	389.15	422.13	422.13

备注: 市场预测取 聚源一致预期

#### 投资要点

- 事件: 瑞普生物非公开发行股票购买资产、募集配套资金、实施员工持股计划, 并于6月11日复牌。**(1) 拟购买华南生物 65.02%的股权, 交易总价 21078 万元, 发行股份 1003 万股支付 1.61 亿元, 其余以募集配套资金的方式支付; (2) 拟购买中岸生物 36.10%的股权, 全部以发行 459 万股的方式支付(已持有中岸生物 55.89%的股权, 中岸生物为公司的原控股子公司); (3) 向包括李守军、瑞普生物 2015 年员工持股计划、天创鼎鑫、兴蒙投资在内的四名特定投资者非公开发行股票募集本次重组的配套资金 2.84 亿元, 发行股份 1775 万股, 拟用于支付本次并购交易的现金对价、中岸生物研发中心扩建与研发战略合作项目、华南生物高致病性禽流感疫苗(H5N2)车间增扩建项目等; (4) 本次非公开发行股票共 3238 万股, 发行价格均为 16.02 元/股。
- 华南生物 H5 亚型禽流感灭活疫苗具有一定垄断性优势, 将增强公司在禽用疫苗领域的实力。**作为强免的高致病性禽流感疫苗, H5 亚型禽流感灭活疫苗市场容量超过 20 亿元。华南生物禽流感灭活疫苗(H5N2 亚型, D7 株)是国内首次批准的水禽 H5 亚型禽流感防控专用疫苗, 当前我国水禽养殖年出栏 40 亿只但防控渗透率较低, 华南生物在此高增长的细分领域拥有较强的竞争优势。同时华南生物与华南农业大学合作研发的禽流感(H5N2 亚型, D7+rD8)二价灭活疫苗已取得临床批文, 有望成为我国 H5 亚型禽流感流行株的新型疫苗。本次收购增强了公司在禽用疫苗领域的产品实力, 在扩充产品线的同时提升了综合服务的硬实力。
- 深度战略合作华南农大, 公司研发与技术商业转化能力得到显著提升。**收购华南生物完成后, 华农资产原大股东华南农大下将成为公司股东, 同时公司将与华南农业大学开展长期战略合作。公司不仅在技术商业化方面优先优惠获得华南农大成果, 同时与华南农大就建国家级新兽药重点创制平台、探索研产销

用一体化密切联动机制和创新学校—科研团队—企业三者权益分配模式达成共识。未来公司有望承接华南农大在兽用疫苗领域大部分技术成果的商业转化，在大力提升公司研发能力的同时充分享受丰厚农大科研资源。

- **以华南生物为支点拓宽南方市场，公司销售渠道进一步打开。**公司自身在北方具有市场优势，而华南生物在南方具有市场优势，收购华南生物加快了公司布局南方市场的脚步。南方市场的家禽养殖总量占全国的50%以上，通过并购可以将公司原本的禽用疫苗产品通过华南生物在南方市场的营销渠道进行销售，提高公司在禽用疫苗领域的市场份额，此外，公司亦能利用华南生物的渠道优势进一步拓展南方的猪用疫苗市场，南北市场实现优势互补。
- **行业景气反转、结构性洗牌加速规模化、回收中岸生物的少数股东权益都将使得公司在未来一年内盈利显著提升。**本轮行业景气反转将使得存栏不断提升，而需求主导下结构性洗牌将使得规模化进程加速，从而疫苗需求基数增加的同时加速提升渗透率。而公司本次公司回收少数股东权益，在当前畜禽链反转条件下增强了公司的盈利体量，具有较高的时机价值。未来一年内公司疫苗产品不断放量、价格不断提升可期，并充分享受多重利好下带来的业绩弹性。
- **预计 2015-2017 年 EPS 分别为 0.22 元、0.51 元和 0.73 元，若考虑增发摊薄 2016-2017 年 EPS 分别为 0.47 元和 0.67 元，按 2016 年 50XPE 取计算，目标价 23.5 元，维持“增持”评级，**随着未来禽类养殖行业景气复苏，公司疫苗需求将放量，外延式收购华南生物打开公司外延式扩张的估值空间，上述因素将成为公司股价上涨的催化剂。

**图表 1: 瑞普生物主营业务收入预测表**

项 目	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>生物制品</b>						
销售收入 (百万元)	339.73	418.42	324.52	435.78	520.63	629.78
增长率 (YOY)	10.53%	23.16%	-22.44%	34.28%	19.47%	20.97%
毛利率	69.10%	66.94%	68.17%	68.94%	68.83%	68.77%
销售成本 (百万元)	104.99	138.33	103.30	135.36	162.29	196.66
增长率 (YOY)	18.75%	31.75%	-25.32%	31.03%	19.90%	21.17%
毛利 (百万元)	234.74	280.09	221.22	300.42	358.33	433.12
增长率 (YOY)	7.21%	19.32%	-21.02%	35.80%	19.28%	20.87%
占总销售额比重	51.76%	55.43%	55.45%	55.19%	48.86%	48.08%
占主营业务利润比重	61.27%	62.52%	63.55%	65.15%	56.39%	54.59%
<b>制剂</b>						
销售收入 (百万元)	184.99	222.47	178.22	203.44	251.38	311.97
增长率 (YOY)	37.60%	20.26%	-19.89%	14.15%	23.56%	24.10%
毛利率	68.40%	68.14%	68.22%	68.05%	68.29%	68.54%
销售成本 (百万元)	58.47	70.87	56.64	65.00	79.70	98.14
增长率 (YOY)	39.28%	21.22%	-20.08%	14.76%	22.61%	23.14%
毛利 (百万元)	126.52	151.60	121.58	138.44	171.68	213.83
增长率 (YOY)	36.84%	19.82%	-19.80%	13.87%	24.01%	24.55%
占总销售额比重	28.18%	29.47%	30.46%	25.76%	23.59%	23.82%
占主营业务利润比重	33.02%	33.84%	34.93%	30.02%	27.02%	26.95%
<b>原料药</b>						
销售收入 (百万元)	140.53	125.16	139.68	165.73	178.19	197.96
增长率 (YOY)	-9.00%	-10.94%	11.60%	18.65%	7.52%	11.10%
毛利率	12.69%	11.57%	11.86%	12.74%	13.60%	14.45%
销售成本 (百万元)	122.69	110.69	123.11	144.62	153.95	169.35
增长率 (YOY)	-13.11%	-9.79%	11.22%	17.47%	6.45%	10.00%
毛利 (百万元)	17.84	14.48	16.57	21.11	24.23	28.62
增长率 (YOY)	34.87%	-18.85%	14.46%	27.38%	14.81%	18.09%
占总销售额比重	21.41%	16.58%	23.87%	20.99%	16.72%	15.11%
占主营业务利润比重	4.66%	3.23%	4.76%	4.58%	3.81%	3.61%
<b>销售收入小计</b>	<b>656.39</b>	<b>754.90</b>	<b>585.20</b>	<b>789.63</b>	<b>1065.54</b>	<b>1309.73</b>
<b>销售成本小计</b>	<b>273.26</b>	<b>306.88</b>	<b>237.12</b>	<b>328.47</b>	<b>430.04</b>	<b>516.34</b>
<b>毛利</b>	<b>383.13</b>	<b>448.02</b>	<b>348.08</b>	<b>461.16</b>	<b>635.49</b>	<b>793.39</b>
<b>平均毛利率</b>	<b>58.37%</b>	<b>59.35%</b>	<b>59.48%</b>	<b>58.40%</b>	<b>59.64%</b>	<b>60.58%</b>

来源: 齐鲁证券研究所

图表 2: 瑞普生物三张报表

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)							
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	
销售净收入	656	755	585	790	1,066	1,310	货币资金	702	511	412	426	688	854	
增长率	11.69%	15.0%	-22.5%	34.9%	34.9%	22.9%	应收账款	233	370	312	262	353	434	
销售成本	-245	-273	-196	-288	-385	-469	存货	126	114	143	153	189	226	
%收入	37.3%	36.1%	33.5%	36.5%	36.2%	35.8%	其他流动资产	86	88	36	85	132	156	
毛利	411	482	389	501	680	841	流动资产合计	1,147	1,082	902	926	1,361	1,671	
%收入	62.7%	63.9%	66.5%	63.5%	63.8%	64.2%	%总资产	63.9%	53.9%	45.5%	44.5%	48.2%	52.9%	
销售及行政费用	-241	-301	-332	-360	-433	-492	长期投资	11	11	10	54	54	54	
%收入	36.7%	39.9%	56.7%	45.6%	40.6%	37.6%	固定资产	440	688	803	865	1,162	1,177	
EBITDA	171	181	57	141	248	348	无形资产	191	223	234	203	214	225	
%收入	26.0%	24.0%	9.8%	17.9%	23.2%	26.6%	非流动资产合计	647	927	1,081	1,156	1,464	1,489	
折旧与摊销	-28	-34	-41	-40	-45	-47	%总资产	36.1%	46.1%	54.5%	55.5%	51.8%	47.1%	
%收入	4.3%	4.5%	7.0%	5.1%	4.2%	3.6%	<b>资产总计</b>	<b>1,793</b>	<b>2,009</b>	<b>1,983</b>	<b>2,082</b>	<b>2,825</b>	<b>3,160</b>	
EBIT	142	147	16	101	203	301	短期借款	31	23	25	0	0	0	
%收入	21.7%	19.5%	2.8%	12.8%	19.0%	23.0%	应付款项	104	169	143	155	202	242	
利息费用	21	15	7	5	7	10	其他流动负债	19	29	20	63	32	39	
投资收益	1	0	0	1	1	1	流动负债	153	221	187	218	234	281	
税前经营收益	165	161	23	107	211	312	长期借款	0	0	0	0	0	0	
%收入	25.1%	21.4%	4.0%	13.6%	19.8%	23.8%	其他长期负债	53	68	70	70	70	70	
其他非经营收益	13	18	16	10	19	19	<b>负债</b>	<b>207</b>	<b>289</b>	<b>257</b>	<b>288</b>	<b>304</b>	<b>351</b>	
税前利润	178	179	39	117	230	331	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,484</b>	<b>1,611</b>	<b>1,615</b>	<b>1,660</b>	<b>2,385</b>	<b>2,669</b>	
%收入	27.1%	23.7%	6.7%	14.8%	21.6%	25.3%	少数股东权益	102	109	111	128	128	130	
所得税	-26	-26	-10	-16	-32	-46	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,793</b>	<b>2,009</b>	<b>1,983</b>	<b>2,076</b>	<b>2,818</b>	<b>3,149</b>	
所得税率	14.7%	14.4%	26.5%	14.0%	14.0%	14.0%	<b>比率分析</b>							
少数股东损益	8	1	2	17	1	1		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E	
归属于普通股股东净利润	144	152	27	84	197	284	<b>每股指标</b>							
净利率	22.0%	20.1%	4.6%	10.6%	18.5%	21.7%	每股收益(元)	0.747	0.784	0.070	0.216	0.467	0.672	
							每股净资产(元)	7.699	8.308	4.150	4.265	5.650	6.322	
							每股经营现金净流(元)	0.466	0.457	0.330	0.346	0.234	0.506	
							每股股利(元)	0.000	0.000	0.100	0.100	0.000	0.000	
							<b>回报率</b>							
							净资产收益率	9.71%	9.43%	1.68%	5.05%	8.27%	10.63%	
							总资产收益率	8.03%	7.56%	1.37%	4.04%	7.00%	9.01%	
							投入资本收益率	13.42%	10.29%	0.89%	6.65%	9.85%	13.69%	
							<b>增长率</b>							
							主营业务收入增长率	11.69%	15.01%	-22.48%	34.93%	34.94%	22.92%	
							EBIT增长率	16.70%	3.30%	-88.99%	524.66%	100.71%	48.33%	
							净利润增长率	26.28%	5.47%	-82.15%	209.14%	135.21%	43.82%	
							总资产增长率	7.31%	12.04%	-1.31%	4.97%	35.71%	11.88%	
							<b>资产管理能力</b>							
							应收账款周转天数	81.9	125.1	186.0	100.0	100.0	100.0	
							存货周转天数	158.7	142.5	197.6	170.0	160.0	160.0	
							应付账款周转天数	95.6	94.2	123.0	95.0	95.0	95.0	
							固定资产周转天数	149.3	153.9	202.7	163.6	126.2	100.3	
							<b>偿债能力</b>							
							净负债/股东权益	-42.32%	-28.35%	-22.42%	-23.86%	-27.36%	-30.53%	
							EBIT利息保障倍数	-7.9	-12.3	-7.7	235.2	—	—	

来源: 齐鲁证券研究所



### 投资评级说明

**买入：**预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上  
**增持：**预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%  
**持有：**预期未来 6-12 个月内波动幅度在-5%+5%  
**减持：**预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上

### 重要声明：

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。