

瑞普生物 (300119.SZ)

并购禽流感领域优质标的，

进入业绩快速增长期

评级: **增持**

前次: **增持**

目标价(元):

22.4

分析师

分析师

谢刚

张俊宇

S0740510120005

S0740511120002

021-20315178

021-20315191

xiegang@r.qlzq.com.cn

zhangjy@r.qlzq.com.cn

2015年7月23日

基本状况

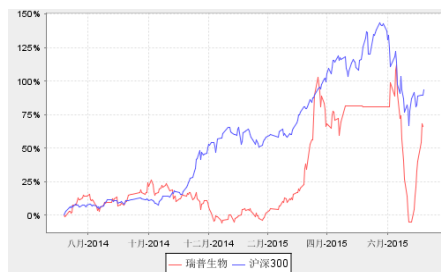
总股本(百万股)	389.15
流通股本(百万股)	389.15
市价(元)	16.45
市值(百万元)	6401.46
流通市值(百万元)	6401.46

业绩预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	754.90	585.20	817.07	1,146.3	1,462.3
营业收入增速	15.01%	-22.48	39.62%	40.30%	27.57%
净利润增长率	5.47%	-82.15	384.75	65.00%	55.12%
摊薄每股收益(元)	0.78	0.07	0.34	0.56	0.86
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市场)					
市盈率(倍)	32.44	136.70	52.91	32.07	20.67
PEG	5.93	—	0.14	0.49	0.38
每股净资产(元)	8.31	4.15	4.39	5.81	6.61
每股现金流量	0.46	0.33	0.44	0.24	0.57
净资产收益率	9.43%	1.68%	7.70%	8.85%	12.07%
市净率	3.06	2.30	4.07	3.08	2.7
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

股价与行业-市场走势对比



投资要点

- 近期我们调研了公司的收购标的华南生物，深入了解到公司在禽流感领域的竞争优势，以及未来的业绩高成长性。因此结合外延式扩张、下游景气度等方面，我们认为公司已进入业绩高增长期。
- 华南生物目前仅有 6 大禽苗产品、走高品质路线，在禽流感疫苗（特别是 H5）领域优势明显。同时公司承接了华南农大几乎全部疫苗的商业化资源，未来预计仍有其他苗不断上市。
- 华南生物 H5N2 (D7) 与 H5N2 (D7+rD8) 二价苗能在禽流感 H5 领域进行较好的防控。华南生物 H5N2 (D7) 疫苗是国内唯一的水禽专用苗，采用天然的野毒株，特异性保护效果好；同时疫苗毒株位于 H5 基因谱系根部，对其他基因类型也具有较高的交叉保护作用。华南生物 H5N2 (D7+rD8) 二价苗预计明年上市，能够针对环境的变异品种做出联合防疫，并广泛使用与水禽与家禽领域。因此公司的 H5N2 (D7) 与 H5N2 (D7+rD8) 产品能针对禽流感 H5 领域的众多病毒进行较好的防控作用，在国内拥有较强的质量优势。而目前 H5 产品覆盖率有限、仅创造 3000 万元容量，量化测算单水禽就有 2 亿元潜在市场，未来还有较高的提升空间。
- 华南生物在种禽厂具有较高的市场份额，但肉禽厂的潜在客户比例非常高。华南生物原本走高端路线，禽苗产品主要覆盖种禽场，知名种禽企业益生、民和、六合、华英等均是公司客户。而华南生物在空间更为广阔的肉禽厂覆盖率还较低，未来结合公司的销售渠道，产品有望在肉禽厂放量。
- 结合华南生物原有疫苗渗透率的不断提升、优质新品的上市和公司的支持，预计未来 2-3 年业绩年增长 50% 以上，每年为公司贡献 500-1000 万的业绩增量。
- 同时依靠华南农大的科研资源，预计华南生物未来在鸭苗、禽流感其他 H 亚型、多价苗、联苗等领域将

有产品陆续上市，业绩体量有望进一步打开。

- **禽链高存栏、营销端优势，助力公司上半年业绩高增长。**2015 年上半年畜禽基础存栏呈现不同特征：猪链方面，随着能繁母猪产能进入产能区划周期、存栏量进入下行通道，2015 年 1-5 月份生猪存栏量同比下滑 9.6%、能繁母猪存栏量同比下滑 15.31%，预计 2015 年上半年生猪存栏整体仍同比下滑；禽链方面，受 2013 年祖代鸡引种量同比增加 14.65%、2014 年初禽流感去存栏的影响，2015 年上半年商品代存栏量总体仍较高。因此禽链存栏较高是公司 2015 年上半年业绩同比回升的一个原因，但更重要的是公司能够在畜禽整体存栏未大幅显著回升的条件下，取得 50%左右的业绩增速，关键在于公司营销端的优势显现。
- **借助高效外延式扩张，2015 年全年业绩高增长无忧。**受 2014 年祖代鸡引种量进入下降通道的影响，2015 年下半年禽链存栏可能会有所下滑，而生猪存栏也因处于底部回升而同比不会有大幅回升。但是公司在 2015 年 6 月 9 日已经完成了收购华南农大生物股权 31.98%的工商变更登记手续，正式以大股东经营实体身份进入南方广阔的禽链市场。公司的营销优势不仅有望继续助力华南生物原有产品在南方市场的继续开拓，年出栏 40 亿只但防控渗透率较低的水禽养殖户就是极具增长潜力的典型；同时公司其他产品也将随之打入南方市场，疫苗渗透份额有望获得增长。因此即便基础存栏量并不能提供为业绩大幅回升提供显著动力，但公司凭借并购在市场领域的高效协同、营销端优势的持续发力、2014 年业绩的超低基数，2015 年全年仍然会获得较高的增长。
- **长期来看，我们坚定看好公司在科研资源与市场开拓方面的优质布局。**一方面，公司通过并购华南生物，已基本成为华南农大兽用疫苗科研资源的商业化平台，未来将获得源源不断的新品与科研方面的支持，长期增长潜力提升一个档次。另一方面，公司通过华南生物强势进入南方市场、中岸生物加码中部市场，实现完善的区域市场布局，各类产品将继续向各自的低渗透区域寻求高增长空间。同时公司通过员工持股计划也有望进一步提升经营效率，从业务层面保证业绩实现高增长。
- **考虑增发摊薄预计 2015-2017 年 EPS 分别为 0.34 元、0.56 元和 0.86 元，**按 2016 年 40XPE 取计算，目标价 22.4 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
生物制品						
销售收入 (百万元)	339.73	418.42	324.52	459.60	592.09	764.02
增长率 (YOY)	10.53%	23.16%	-22.44%	41.62%	28.83%	29.04%
毛利率	69.10%	66.94%	68.17%	69.15%	70.03%	70.79%
销售成本 (百万元)	104.99	138.33	103.30	141.79	177.47	223.16
增长率 (YOY)	18.75%	31.75%	-25.32%	37.26%	25.17%	25.74%
毛利 (百万元)	234.74	280.09	221.22	317.81	414.62	540.86
增长率 (YOY)	7.21%	19.32%	-21.02%	43.66%	30.46%	30.45%
占总销售额比重	51.76%	55.43%	55.45%	56.25%	51.65%	52.25%
占主营业务利润比重	61.27%	62.52%	63.55%	66.07%	59.38%	59.19%
制剂						
销售收入 (百万元)	184.99	222.47	178.22	207.07	260.72	330.38
增长率 (YOY)	37.60%	20.26%	-19.89%	16.19%	25.91%	26.72%
毛利率	68.40%	68.14%	68.22%	68.06%	68.31%	68.56%
销售成本 (百万元)	58.47	70.87	56.64	66.13	82.61	103.88
增长率 (YOY)	39.28%	21.22%	-20.08%	16.75%	24.91%	25.75%
毛利 (百万元)	126.52	151.60	121.58	140.94	178.11	226.50
增长率 (YOY)	36.84%	19.82%	-19.80%	15.92%	26.37%	27.17%
占总销售额比重	28.18%	29.47%	30.46%	25.34%	22.74%	22.59%
占主营业务利润比重	33.02%	33.84%	34.93%	29.30%	25.51%	24.79%
原料药						
销售收入 (百万元)	140.53	125.16	92.86	165.73	178.19	197.96
增长率 (YOY)	-9.00%	-10.94%	-25.81%	78.47%	7.52%	11.10%
毛利率	12.69%	11.57%	2.03%	12.74%	13.60%	14.45%
销售成本 (百万元)	122.69	110.69	90.98	144.62	153.95	169.35
增长率 (YOY)	-13.11%	-9.79%	-17.81%	58.96%	6.45%	10.00%
毛利 (百万元)	17.84	14.48	1.88	21.11	24.23	28.62
增长率 (YOY)	34.87%	-18.85%	-86.99%	1020.75%	14.81%	18.09%
占总销售额比重	21.41%	16.58%	15.87%	20.28%	15.54%	13.54%
占主营业务利润比重	4.66%	3.23%	0.54%	4.39%	3.47%	3.13%
销售收入小计	656.39	754.90	585.20	817.07	1146.33	1462.37
销售成本小计	273.26	306.88	237.12	336.04	448.13	548.57
毛利	383.13	448.02	348.08	481.04	698.20	913.80
平均毛利率	58.37%	59.35%	59.48%	58.87%	60.91%	62.49%

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)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业总收入	656	755	585	817	1,146	1,462
增长率	11.69%	15.0%	-22.5%	39.6%	40.3%	27.6%
营业成本	-273	-307	-237	-336	-448	-549
% 销售收入	41.6%	40.7%	40.5%	41.1%	39.1%	37.5%
毛利	383	448	348	481	698	914
% 销售收入	58.4%	59.3%	59.5%	58.9%	60.9%	62.5%
营业税金及附加	-5	-6	-3	-6	-9	-11
% 销售收入	0.8%	0.7%	0.6%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-137	-190	-226	-204	-310	-366
% 销售收入	20.9%	25.2%	38.6%	25.0%	27.0%	25.0%
管理费用	-98	-105	-103	-114	-155	-175
% 销售收入	15.0%	13.9%	17.6%	14.0%	13.5%	12.0%
息税前利润 (EBIT)	142	147	16	156	225	362
% 销售收入	21.7%	19.5%	2.8%	19.1%	19.7%	24.7%
财务费用	21	15	7	5	8	11
% 销售收入	-3.3%	-1.9%	-1.3%	-0.6%	-0.7%	-0.7%
资产减值损失	-6	-11	-3	-10	-6	-6
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	0	0	1	1	1
% 税前利润	0.6%	—	—	0.7%	0.5%	0.3%
营业利润	159	151	21	153	228	368
营业利润率	24.3%	20.0%	3.5%	18.7%	19.9%	25.1%
营业外收支	18	28	19	20	25	25
税前利润	178	179	39	173	253	393
利润率	27.1%	23.7%	6.7%	21.1%	22.1%	26.9%
所得税	-26	-26	-10	-24	-35	-55
所得税率	14.7%	14.4%	26.5%	14.0%	14.0%	14.0%
净利润	152	153	29	148	218	338
少数股东损益	8	1	2	17	1	1
归属于母公司的净利润	144	152	27	132	217	337
净利率	22.0%	20.1%	4.6%	16.1%	18.9%	23.0%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	152	153	29	148	218	338
少数股东损益	0	0	0	17	1	1
非现金支出	34	45	44	50	51	53
非经营收益	3	0	-6	-21	-26	-26
营运资金变动	-98	-110	62	-8	-140	-124
经营活动现金净流	90	89	128	187	103	242
资本开支	167	251	183	51	328	48
投资	-90	0	-20	-44	0	0
其他	0	-103	100	1	1	1
投资活动现金净流	-257	-354	-103	-94	-327	-47
股权募资	22	25	22	0	528	0
债权募资	-4	0	-3	-25	0	0
其他	-47	-52	-46	-1	-39	0
筹资活动现金净流	-29	-27	-27	-26	489	0
现金净流量	-196	-292	-2	67	266	195

资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	702	511	412	462	727	921
应收账款	233	370	312	271	380	484
存货	126	114	143	157	196	240
其他流动资产	86	88	36	87	137	166
流动资产	1,147	1,082	902	976	1,440	1,811
% 总资产	63.9%	53.9%	45.5%	45.8%	49.6%	54.9%
长期投资	11	11	10	54	54	54
固定资产	440	688	803	865	1,162	1,177
% 总资产	24.5%	34.2%	40.5%	40.6%	40.0%	35.7%
无形资产	191	223	234	203	214	225
非流动资产	647	927	1,081	1,156	1,464	1,489
% 总资产	36.1%	46.1%	54.5%	54.2%	50.4%	45.1%
资产总计	1,793	2,009	1,983	2,131	2,904	3,301
短期借款	31	23	25	0	0	0
应付款项	104	169	143	157	212	259
其他流动负债	19	29	20	64	34	43
流动负债	153	221	187	221	246	302
长期借款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	53	68	70	70	70	70
负债	207	289	257	296	323	382
普通股股东权益	1,484	1,611	1,615	1,708	2,452	2,789
少数股东权益	102	109	111	128	128	130
负债股东权益合计	1,793	2,009	1,983	2,131	2,904	3,301

比率分析						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益 (元)	0.747	0.784	0.070	0.338	0.514	0.797
每股净资产 (元)	7.699	8.308	4.150	4.388	5.809	6.607
每股经营现金净流 (元)	0.466	0.457	0.330	0.437	0.243	0.571
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.100	0.100	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	9.71%	9.43%	1.68%	7.70%	8.85%	12.07%
总资产收益率	8.03%	7.56%	1.37%	6.19%	7.49%	10.23%
投入资本收益率	13.42%	10.29%	0.89%	10.18%	10.76%	16.01%
增长率						
营业总收入增长率	11.69%	15.01%	-22.48%	39.62%	40.30%	27.57%
EBIT 增长率	16.70%	3.30%	-88.99%	865.57%	44.22%	60.54%
净利润增长率	26.28%	5.47%	-82.15%	384.75%	65.00%	55.12%
总资产增长率	7.31%	12.04%	-1.31%	7.48%	36.24%	13.68%
资产管理能力						
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	158.1	117.3	89.8
偿债能力						
净负债/股东权益	-42.32%	-28.35%	-22.42%	-25.17%	-28.15%	-31.55%
EBIT 利息保障倍数	-6.6	-10.0	-2.2	-30.8	-29.2	-33.8
资产负债率	11.54%	14.38%	12.97%	13.67%	10.92%	11.32%

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。