

## 畜禽疫苗逆势上涨, 外延扩张有序进行

- 业绩总结:** 2015年上半年公司实现营业收入3.35亿元, 同比增长18.15%; 归属于上市公司股东净利润4716.04万元, 同比增长49.91%; 其中, 二季度公司营收和净利润分别为1.63亿元和2151.4万元, 同比增长7.85%和66.1%。分产品来看, 禽用疫苗营收达到1.27亿元, 增长抢眼, 达到33.56%; 畜用疫苗营收为0.61亿元, 增长4.39%; 原料药及制剂营收为1.48亿元, 同比降低0.79%。
- 市场苗表现抢眼, 畜禽疫苗逆势上涨。** 公司禽用疫苗逆势上涨33.56%, 同时畜用疫苗也增长4.39%, 相比于同行业同类型公司, 公司表现十分亮眼, 充分体现内部组织体系和外部营销服务的创新所带来的积极效应。公司落实“研产销一体化”战略, 有效实施中心制管理模式; 同时以客户需求为导向, 推广产品方案、系统技术解决方案, 并进一步深化与大型养殖集团战略合作。由此, 公司市场苗销售收入达1.64亿元, 同比增长29.22%。
- 公司研发持续推进, 新品将陆续投产。** 今年上半年, 公司取得发明专利7项, 新兽药注册证书5项, 兽药产品批准文号17项。其中, 鸡新城疫、传染性支气管炎二联灭活疫苗已经上市, 进一步丰富了公司禽用疫苗产品线。另外, 禽流感DNA疫苗(H5亚型)已取得兽药产品批准文号, 等待产品复合检验。在畜用疫苗方面, 公司的猪传染性胃肠炎、猪流行性腹泻二联活疫苗已通过新兽药初审, 正进行产品质量复合检验, 我们预计正常状态下今年能够上市。
- 员工持股有序进行, 外延并购增亮点。** (1) 公司继续推进员工持股计划, 参与人包括公司董事、监事、高级管理人员及核心骨干, 募集资金不超过11,160万元, 认购股份不超过6,966,292股, 发行价为16.02元/股, 存续期为48个月, 锁定期为36个月。(2) 公司计划收购华南生物97%的股份, 其中以1.04亿元自有资金已收购完成139名自然人合计持有的31.98%的股份。公司成为华南生物第一大股东, 并已完成工商变更登记手续。同时, 公司拟发行约1003万股并支付现金5009万元购买华南生物65.02%的股权, 公司及相关中介机构正有序推进。(3) 公司出资1000万元入股瑞派宠物, 持有4.34%的股权。公司开始涉足宠物相关产业, 与自有的宠物医药领域资源储备实现衔接。
- 盈利预测及评级:** 考虑增发摊薄, 我们预计15-17年EPS分别为0.30元、0.47元和0.57元, 对应的PE分别为35倍, 22倍和18倍, 维持“增持”评级。
- 风险提示:** 下游养殖业规模化或进展缓慢; 新品上市或不达预期。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	585.20	822.48	1013.57	1224.17
增长率	-22.48%	40.55%	23.23%	20.78%
归属母公司净利润(百万元)	27.13	126.06	195.76	237.12
增长率	-82.15%	364.66%	55.29%	21.13%
每股收益EPS(元)	0.07	0.30	0.47	0.57
净资产收益率ROE	1.67%	5.63%	8.14%	9.15%
PE	161	35	22	18
PB	2.53	1.94	1.81	1.68

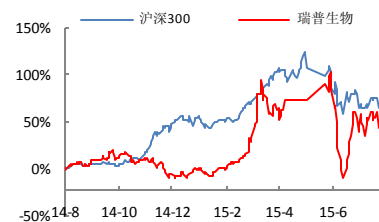
数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 熊莉  
执业证号: S1250514080002  
电话: 023-63786278  
邮箱: xiongli@swsc.com.cn

联系人: 谢芝优  
电话: 021-68415687  
邮箱: xzy@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 西南证券

### 基础数据

总股本(亿股)	3.89
流通A股(亿股)	2.04
52周内股价区间(元)	9.15-22.62
总市值(亿元)	40.98
总资产(亿元)	23.08
每股净资产(元)	4.17

### 相关研究

- 瑞普生物(300119): 公司内外双管齐下, 利润突破指日可待 (2015-07-06)

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	585.20	822.48	1013.57	1224.17	净利润	28.87	126.06	195.76	237.12
营业成本	237.12	318.60	374.41	444.36	折旧与摊销	40.90	60.50	60.50	60.50
营业税金及附加	3.28	5.46	6.51	7.78	财务费用	-7.38	-0.29	-0.36	-0.43
销售费用	225.88	246.75	283.80	342.77	资产减值损失	2.73	0.00	0.00	0.00
管理费用	102.74	115.15	121.63	146.90	经营营运资本变动	44.98	-99.93	-106.83	-111.23
财务费用	-7.38	-0.29	-0.36	-0.43	其他	18.27	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	2.73	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	128.37	86.33	149.06	185.95
投资收益	-0.08	0.00	0.00	0.00	资本支出	-144.24	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	41.55	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	-102.69	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	20.75	136.82	227.59	282.79	短期借款	2.00	-25.00	0.00	0.00
其他非经营损益	18.53	21.76	21.77	21.23	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	39.29	158.58	249.35	304.01	股权融资	15.19	396.00	0.00	0.00
所得税	10.42	32.52	53.60	66.90	支付股利	-38.79	-6.92	-32.18	-49.97
净利润	28.87	126.06	195.76	237.12	其他	-5.61	0.29	0.36	0.43
少数股东损益	1.74	0.00	0.00	0.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	-27.20	364.36	-31.82	-49.54
归属母公司股东净利润	27.13	126.06	195.76	237.12	<b>现金流量净额</b>	-1.53	450.70	117.24	136.42
资产负债表 (百万元)	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	411.88	862.58	979.82	1116.24	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	338.32	441.80	555.90	670.58	销售收入增长率	-22.48%	40.55%	23.23%	20.78%
存货	142.84	191.92	225.54	267.68	营业利润增长率	-86.23%	559.22%	66.34%	24.26%
其他流动资产	9.29	13.06	16.09	19.44	净利润增长率	-81.16%	336.68%	55.29%	21.13%
长期股权投资	2.84	2.84	2.84	2.84	EBITDA 增长率	-68.12%	262.99%	46.03%	19.16%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	802.93	763.22	723.51	683.80	毛利率	59.48%	61.26%	63.06%	63.70%
无形资产和开发支出	233.54	212.75	191.96	171.17	三费率	54.90%	43.96%	39.96%	39.96%
其他非流动资产	41.30	41.30	41.30	41.30	净利率	4.93%	15.33%	19.31%	19.37%
<b>资产总计</b>	1982.94	2529.47	2736.97	2973.06	ROE	1.67%	5.63%	8.14%	9.15%
短期借款	25.00	0.00	0.00	0.00	ROA	1.46%	4.98%	7.15%	7.98%
应付和预收款项	132.17	178.26	215.12	255.21	ROIC	0.74%	7.84%	12.31%	14.51%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	9.28%	23.96%	28.39%	28.01%
其他负债	100.06	110.37	117.43	126.28	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	257.23	288.63	332.54	381.49	总资产周转率	0.29	0.36	0.38	0.43
股本	389.15	413.87	413.87	413.87	固定资产周转率	1.80	2.58	3.64	5.13
资本公积	816.15	1187.43	1187.43	1187.43	应收账款周转率	1.96	2.65	2.56	2.50
留存收益	409.62	528.75	692.33	879.48	存货周转率	1.85	1.90	1.79	1.80
归属母公司股东权益	1614.91	2130.05	2293.62	2480.77	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	111.17%	—	—	—
少数股东权益	110.80	110.80	110.80	110.80	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	1725.71	2240.85	2404.42	2591.57	资产负债率	12.97%	11.41%	12.15%	12.83%
负债和股东权益合计	1982.94	2529.47	2736.97	2973.06	带息债务/总负债	9.72%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	4.82	6.91	6.77	6.66
					速动比率	4.06	6.03	5.91	5.80
					股利支付率	142.98%	5.49%	16.44%	21.07%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.07	0.30	0.47	0.57
					每股净资产	4.17	5.41	5.81	6.26
					每股经营现金	0.31	0.21	0.36	0.45
					每股股利	0.09	0.02	0.08	0.12
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E					
EBITDA	54.28	197.03	287.73	342.85					
PE	160.64	34.57	22.26	18.38					
PB	2.53	1.94	1.81	1.68					
PS	7.45	5.30	4.30	3.56					
EV/EBITDA	67.61	17.53	11.60	9.33					
股息率	0.89%	0.16%	0.74%	1.15%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址: 上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编: 200120

邮箱: research@swsc.com.cn

### 北京

地址: 北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编: 100033

### 重庆

地址: 重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编: 400023

### 深圳

地址: 深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编: 518040

## 西南证券机构销售团队

### 上海地区

蒋诗烽 (地区销售总监)

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

### 北京地区

赵佳 (地区销售负责人)

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

### 深圳地区

刘娟 (地区销售总监)

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn