

2015年10月15日

瑞普生物 (300119.SZ)

业绩拐点显现，宠物产业第一股！

■事件：10月14日，公司发布三季度业绩预告，预计前三季度盈利7467-8253万元，同比增长90-110%。

■我们的分析和判断：

1、**第三季度业绩同比增300%，公司业绩拐点显现！**上半年养殖行情加速复苏，肉鸡价格逐步企稳。公司去年加大营销投入、加强应收账款管理的效果显现，前三季度净利润约8000万，同比增长约100%，其中第三季度贡献约3000万，同比增长约300%！2015年公司业绩拐点显现，验证我们判断！

2、**收购华南生物，预计禽类疫苗收入将高速增长。**华南生物主营产品为禽类疫苗，产品竞争力强。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，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，该品种使用范围扩大，不仅仅针对水禽，可以应用于所有家禽，将为公司明年发展打下坚实基础。禽流感市场规模约30亿，且生产厂商严格管控，目前国内仅有约10家生产企业，公司通过收购获得禽流感H5生产资格，预计禽类招采收入将有大幅增长。

同时本次并购将开启瑞普生物与华南农业大学的战略合作，奠定未来增长基础。

3、**投资瑞派宠物，战略进军宠物产业：**目前国内宠物产业市场规模约500亿，预计未来5-10年将以20-30%速度高速增长，市场规模将至千亿。瑞派宠物从事宠物连锁医院的运营及管理，公司以宠物医疗为切入点，率先抢占宠物产业发展先机。

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，用于支付收购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。

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)	27.0	151.0	25.2	16.3	10.1
市净率(倍)	2.5	2.5	2.5	2.4	2.4
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	0.9%	0.9%	2.7%	4.8%	9.6%
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

公司快报

证券研究报告

生物医药 III

投资评级

买入-A

维持评级

6个月目标价

27.00元

股价(2015-10-14)

14.52元

交易数据

总市值(百万元)	5,650.40
流通市值(百万元)	2,956.22
总股本(百万股)	389.15
流通股本(百万股)	203.60
12个月价格区间	9.35/21.00元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	22.23	45.33	-13.83
绝对收益	26.04	28.16	25.39

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

公司战略布局宠物产业，15年迎业绩拐点	2015-08-28
业绩拐点显现，产业整合加速	2015-07-09
员工持股计划参与定增收购，2015年经营拐点显现	2015-06-12

■**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。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，同时公司为宠物产业稀缺标的，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10月14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%
资产负债表						运营效率					
	2013	2014	2015E	2016E	2017E	固定资产周转天数	152	200	212	198	166
货币资金	510.8	411.9	371.6	170.5	118.8	流动营业资本周转天数	166	216	178	175	172
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	530	609	453	352	292
应收帐款	364.2	305.3	297.4	617.8	663.5	应收帐款周转天数	142	206	148	155	155
应收票据	5.6	6.6	2.6	12.9	10.9	存货周转天数	57	79	66	67	67
预付帐款	40.3	26.4	111.8	41.5	180.0	总资产周转天数	905	1,226	985	726	564
存货	113.9	142.8	127.2	270.3	279.6	投资资本周转天数	510	776	662	519	421
其他流动资产	41.4	9.3	26.1	25.6	20.3	投资回报率					
可供出售金融资产	-	7.5	7.5	7.5	7.5	ROE	9.4%	1.7%	9.7%	15.0%	24.1%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	7.6%	1.5%	8.4%	12.0%	18.4%
长期股权投资	10.5	2.8	2.8	2.8	2.8	ROIC	12.8%	0.8%	11.2%	17.7%	25.3%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	312.0	338.1	521.9	645.9	720.9	销售费用率	25.2%	38.6%	20.9%	20.9%	17.0%
在建工程	376.0	464.8	314.9	236.9	172.2	管理费用率	13.9%	17.6%	13.9%	10.0%	8.0%
无形资产	221.8	232.6	220.7	208.8	197.0	财务费用率	-1.9%	-1.3%	-0.9%	-0.5%	0.0%
其他非流动资产	6.8	34.7	15.3	18.9	23.0	三费/营业收入	37.2%	54.9%	33.9%	30.4%	25.0%
资产总额	2,003.1	1,982.9	2,019.9	2,259.4	2,396.5	偿债能力					
短期债务	23.0	25.0	-	-	53.7	资产负债率	14.1%	13.0%	11.6%	17.5%	20.8%
应付帐款	111.8	107.4	114.8	220.4	271.7	负债权益比	16.4%	14.9%	13.2%	21.2%	26.2%
应付票据	43.8	10.0	29.2	43.8	62.3	流动比率	5.00	4.82	5.47	3.47	2.95
其他流动负债	36.7	44.8	27.3	63.7	43.5	速动比率	4.47	4.06	4.73	2.65	2.30
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-9.24	-1.81	-25.20	-54.38	-697.74
其他非流动负债	67.7	70.1	63.7	67.2	67.0	分红指标					
负债总额	282.9	257.2	235.0	395.0	498.2	DPS(元)	0.10	0.10	0.28	0.51	1.01
少数股东权益	108.9	110.8	117.1	126.7	146.2	分红比率	25.5%	143.4%	67.5%	78.8%	96.6%
股本	193.9	389.1	389.1	403.8	403.8	股息收益率	0.9%	0.9%	2.7%	4.8%	9.6%
留存收益	1,417.4	1,225.8	1,278.7	1,333.9	1,348.3						
股东权益	1,720.3	1,725.7	1,784.9	1,864.4	1,898.3						

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)	27.0	151.0	25.2	16.3	10.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	2.5	2.5	2.5	2.4	2.4
财务费用	2.3	1.9	-6.7	-5.3	-0.7	P/FCF	-23.9	-98.1	93.8	-261.0	12.5
投资损失	0.3	0.1	-0.2	-0.2	-0.2	P/S	5.4	7.0	5.6	4.0	2.9
少数股东损益	1.3	1.7	6.7	9.7	19.9	EV/EBITDA	26.7	62.7	18.4	12.5	7.8
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	1.3	1.0	6.7	0.8	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	孟硕丰	021-68766287	mengsf@essence.com.cn
	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	许敏	021-68762965	xumin@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
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	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
	张青		zhangqing2@essence.com.cn
	邓欣		dengxin@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

