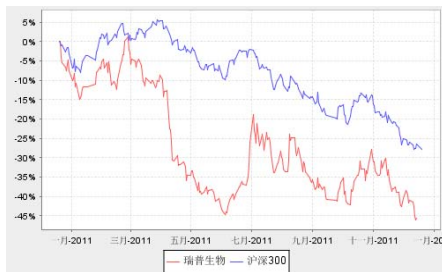


瑞普生物(300119.SZ)
高成长可期

评级: 增持 **前次: 增持**
目标价(元): 30.6
 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
 2012年1月4日

基本状况

总股本(百万股)	148.30
流通股本(百万股)	84.26
市价(元)	19.31
市值(百万元)	2863.60
流通市值(百万元)	1627.06

股价与行业-市场走势对比

业绩预测

指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	285.36	345.62	556.72	760.71	1,015.67
营业收入增速	27.31%	21.12%	61.08%	36.64%	33.52%
净利润增长率	41.96%	34.21%	47.01%	24.81%	42.04%
摊薄每股收益(元)	1.11	1.11	0.82	1.02	1.45
前次预测每股收益(元)	1.11	1.11	0.77	1.03	1.59
市场预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
偏差率(本次-市场/市场)	—	—	—	—	—
市盈率(倍)	0.00	63.36	23.60	18.91	13.31
PEG	0.00	1.85	0.50	0.76	0.32
每股净资产(元)	3.72	18.25	9.44	10.46	11.91
每股现金流量	1.16	1.52	0.75	0.93	1.35
净资产收益率	29.80%	6.10%	8.67%	9.76%	12.17%
市净率	0.00	3.86	2.04	1.85	1.62
总股本(百万股)	55.55	74.15	148.30	148.30	148.30

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 事件:** 瑞普生物股权激励计划草案获证监会备案无异议通过, 公司同时发布公告于1月20日召开临时股东大会, 审议股权激励计划方案。公司此次股权激励计划拟向激励对象授予 520 万份股票期权, 约占目前总股本的 3.5065%, 股票来源为瑞普生物向激励对象定向发行股票; 此次股权激励方案分两次授予激励对象, 首次授予给激励对象 468 万份, 激励对象为瑞普生物 171 名高管、中层管理人员和核心技术人员, 预留股票期权 52 万, 激励对象为未来可能增加的核心技术人员等, 首次授予期权的行权期自期权授予日之日起 5 年。
- 公司授予期权的行权条件较高, 预示着管理层对公司经营业绩高增长的信心。** 公司此次股权激励计划的行权条件为: 以 2010 年净利润(扣除非经常性损益)为基数, 2011-2014 年相对于 2010 年的净利润增长率分别不低于 40%、76.63%、137.9%和 214.59%; 2011-2014 年加权平均净资产收益率分别不低于 6.68%、7.84%、9.67%和 11.49%。根据股权激励计划方案, 2011-2014 年公司业绩年均复合增长 33.2%, 方能达到行权条件。
- 近期公司二级市场股价回落, 预计计入管理费用的期权成本低于预期, 未来业绩超出行权条件的可能性极高。** 此前股权激励草案中确定行权价为 22.30 元, 公司按照授予日股价 24.53 元(行权价溢价 10%)确定了未来需要分摊的期权成本总额约 4835.18 万元, 2012-2015 年分别摊销 2102.5/1375.56/932.85/424.72 万元。但截止 1 月 4 日收盘, 公司股价为 19.31 元, 远低于模型中初始假设的 24.53 元授予日价格, 且公司公告于 1 月 20 日召开股东大会审议股权激励计划草案, 假如通过, 根据相关规定需在 1 个月之内择机授予, 我们认为根据目前市场状况, 公司股价短期内大幅上涨的可能性不大, 根据 20 元授予价初步测算, 摊销成本可减少约 1600 万元, 减少 2012 年管理费用 550 万元。

- 公司 2012 年后将进入高速增长期。公司 IPO 募投项目中，瑞普保定的猪瘟脾淋疫苗和禽用灭活疫苗项目于 2011 年底达产；瑞普高科的禽用灭活疫苗、禽用活疫苗及猪蓝耳病疫苗于 2012 年 6 月份达产；瑞普天津的制剂项目则于 2012 年 3 季度前后达产。根据 IPO 募投项目产能情况，上述项目投产后公司禽用灭活疫苗产能将增加 350%左右，畜用活疫苗产能增加 400%左右，制剂产能翻番。因此 2012 年公司 IPO 募投项目陆续达产，伴随着产能释放，公司将进入高速增长期。
- 预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.82\1.02\1.45 元，对应目前股价的 PE 分别为 23.6\18.9\13.3X，考虑到股权激励方案对相关费用的影响，与上次报告相比，我们对盈利预测做了微调，2011-2013 年的变动分别为 +0.04\ -0.01\ -0.14 元。按照 2012 年 30XPE，目标价 30.6 元，维持“增持”评级。
- 下游养殖的规模化比重提升，将对兽药行业格局产生深刻影响，养殖户对兽药的需求价格弹性下降，转而寻求更多“预防—诊断—治疗”的技术服务支持，因此研发和营销具备优势的大型兽药企业市场份额将不断提高。我们认为未来兽药行业整体规模仍将继续增长，且下游养殖需求变化促进了兽药行业的整合，以市场化为导向的公司可能成为最终的受益者，这也是我们推荐瑞普生物的核心逻辑。此外，再次提醒投资者关注一号文件中对兽药行业的政策利好，预计政府未来将进一步加强畜禽疫病防治，保证肉类供给安全，鼓励兽药企业科研创新，加强兽药生物制品和制剂的质量监管，提升行业准入门槛，在行业政策利好作用带动下，兽药行业将出现盈利增长和估值提升之投资机会。

图表 1: 瑞普生物业务收入预测表

单位: 人民币百万元

项 目	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
生物制品							
销售收入 (百万元)	93.95	157.46	212.37	242.17	304.28	459.09	663.65
增长率 (YOY)	—	67.60%	34.87%	14.03%	25.65%	50.88%	44.56%
毛利率	72.15%	78.98%	81.20%	73.65%	79.52%	72.13%	70.34%
销售成本 (百万元)	26.17	33.11	39.92	63.80	62.32	127.95	196.87
增长率 (YOY)	—	26.51%	20.59%	59.82%	-2.33%	105.31%	53.87%
毛利 (百万元)	67.78	124.36	172.45	178.36	241.96	331.15	466.79
增长率 (YOY)	—	83.46%	38.67%	3.43%	35.66%	36.86%	40.96%
占总销售额比重	64.37%	70.61%	74.51%	70.31%	54.66%	60.35%	65.34%
占主营业务利润比重	68.78%	75.47%	78.29%	73.15%	72.82%	74.49%	77.93%
制剂							
销售收入 (百万元)	52.01	65.54	72.65	102.28	111.54	132.54	149.13
增长率 (YOY)	—	26.01%	10.84%	40.80%	9.05%	18.83%	12.51%
毛利率	59.15%	61.66%	65.82%	64.01%	65.70%	65.46%	65.29%
销售成本 (百万元)	21.25	25.13	24.83	36.82	38.26	45.77	51.76
增长率 (YOY)	—	18.27%	-1.20%	48.28%	3.92%	19.64%	13.08%
毛利 (百万元)	30.76	40.41	47.82	65.47	73.28	86.76	97.37
增长率 (YOY)	—	31.35%	18.33%	36.91%	11.93%	18.40%	12.22%
占总销售额比重	35.63%	29.39%	25.49%	29.69%	20.04%	17.42%	14.68%
占主营业务利润比重	31.22%	24.53%	21.71%	26.85%	22.05%	19.52%	16.26%
原料药							
销售收入 (百万元)	0.00	0.00	0.00	0.00	140.90	169.08	202.89
增长率 (YOY)	—	—	—	—	—	20.00%	20.00%
毛利率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	12.10%	15.77%	17.17%
销售成本 (百万元)	0.00	0.00	0.00	0.00	123.84	142.42	168.06
增长率 (YOY)	—	—	—	—	—	15.00%	18.00%
毛利 (百万元)	0.00	0.00	0.00	0.00	17.05	26.66	34.84
增长率 (YOY)	—	—	—	—	—	56.31%	30.69%
占总销售额比重	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	25.31%	22.23%	19.98%
占主营业务利润比重	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	5.13%	6.00%	5.82%
销售收入小计	145.97	223.00	285.02	344.45	556.72	760.71	1015.67
销售成本小计	47.42	58.24	64.75	100.62	224.42	316.14	416.68
毛利	98.55	164.76	220.26	243.83	332.30	444.57	598.99
平均毛利率	67.51%	73.88%	77.28%	70.79%	59.69%	58.44%	58.97%

来源: 公司公告、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)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入	224	285	346	557	761	1,016
增长率	53.41%	27.3%	21.1%	61.1%	36.6%	33.5%
营业成本	-59	-65	-101	-224	-316	-417
% 销售成本	26.3%	22.7%	29.2%	40.3%	41.6%	41.0%
毛利	165	221	245	332	445	599
% 销售成本	73.7%	77.3%	70.8%	59.7%	58.4%	59.0%
营业税金及附加	0	-1	-1	-2	-3	-4
% 销售成本	0.2%	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-74	-93	-100	-139	-183	-234
% 销售成本	33.0%	32.7%	29.0%	25.0%	24.0%	23.0%
管理费用	-18	-25	-39	-53	-74	-91
% 销售成本	8.0%	8.7%	11.1%	9.5%	9.7%	9.0%
息税前利润 (EBIT)	73	101	105	138	185	270
% 销售成本	32.5%	35.5%	30.3%	24.8%	24.3%	26.6%
财务费用	0	1	2	21	13	12
% 销售成本	0.0%	-0.2%	-0.5%	-3.8%	-1.7%	-1.1%
资产减值损失	-1	-2	-2	-2	-3	-2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	-1	1	1	1
% 税前利润	0.4%	—	—	0.3%	0.2%	0.2%
营业利润	72	100	104	157	196	280
营业利润率	32.2%	35.0%	30.0%	28.2%	25.8%	27.6%
营业外收支	3	1	15	5	5	5
税前利润	75	101	119	162	201	285
利润率	33.6%	35.5%	34.5%	29.1%	26.5%	28.1%
所得税	-10	-13	-19	-24	-30	-43
所得税率	12.9%	12.8%	15.7%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	66	88	100	138	171	243
少数股东损益	22	27	18	17	20	27
归属于母公司的净利润	43	62	83	121	151	215
净利率	19.3%	21.6%	23.9%	21.8%	19.9%	21.2%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	66	88	100	138	171	243
少数股东损益	0	0	0	17	20	27
非现金支出	6	10	12	17	20	22
非经营收益	0	0	4	-4	-6	-6
营运资金变动	-4	-34	-4	-40	-48	-59
经营活动现金净流	68	65	113	128	158	227
资本开支	20	31	48	116	39	38
投资	-33	-5	-73	28	0	0
其他	0	0	0	1	1	1
投资活动现金净流	-52	-36	-121	-87	-38	-38
股权募资	56	0	1,065	0	0	0
债权募资	-1	25	29	-78	0	0
其他	-3	-50	-21	-2	-148	0
筹资活动现金净流	52	-25	1,072	-80	-148	0
现金净流量	67	4	1,064	-39	-29	189

资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	115	118	1,182	1,126	1,078	1,240
应收款项	56	81	89	138	189	252
存货	24	37	65	99	139	183
其他流动资产	13	19	32	67	93	122
流动资产	209	255	1,368	1,431	1,499	1,797
% 总资产	62.3%	61.4%	84.3%	81.1%	80.7%	82.5%
长期投资	6	16	39	10	10	10
固定资产	96	115	181	262	310	331
% 总资产	28.5%	27.8%	11.1%	14.9%	16.7%	15.2%
无形资产	24	27	34	60	38	40
非流动资产	127	160	254	333	359	382
% 总资产	37.7%	38.6%	15.7%	18.9%	19.3%	17.5%
资产总计	335	415	1,622	1,764	1,858	2,179
短期借款	10	35	82	4	4	4
应付款项	59	87	95	167	233	306
其他流动负债	4	29	7	164	21	27
流动负债	72	150	184	335	259	337
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	13	12	12	12	12	12
负债	85	163	196	347	270	349
普通股股东权益	197	206	1,353	1,400	1,552	1,767
少数股东权益	53	46	74	90	110	137
负债股东权益合计	335	415	1,622	1,838	1,932	2,253

比率分析						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益 (元)	0.780	1.107	1.113	0.818	1.021	1.451
每股净资产 (元)	3.551	3.716	18.249	9.443	10.464	11.915
每股经营现金净流 (元)	1.225	1.163	1.521	0.750	0.933	1.346
每股股利 (元)	0.000	0.000	1.000	1.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	21.96%	29.80%	6.10%	8.67%	9.76%	12.17%
总资产收益率	12.93%	14.82%	5.09%	6.60%	7.84%	9.55%
投入资本收益率	45.70%	57.64%	30.67%	32.76%	27.25%	34.87%
增长率						
营业总收入增长率	53.41%	27.31%	21.12%	61.08%	36.64%	33.52%
EBIT 增长率	30.43%	38.75%	3.61%	31.63%	34.18%	45.77%
净利润增长率	17.21%	41.96%	34.21%	47.01%	24.81%	42.04%
总资产增长率	79.74%	23.86%	290.84%	8.70%	5.35%	17.29%
资产管理能力						
应收账款周转天数	68.1	77.8	80.7	80.0	80.0	80.0
存货周转天数	132.6	172.8	185.5	160.0	160.0	160.0
应付账款周转天数	72.5	135.5	144.3	140.0	140.0	140.0
固定资产周转天数	116.7	120.3	121.6	107.1	94.9	75.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-41.93%	-33.02%	-77.11%	-75.29%	-64.63%	-64.91%
EBIT 利息保障倍数	-926.6	-202.3	-55.2	-6.5	-14.0	-23.3
资产负债率	25.41%	39.18%	12.06%	18.89%	13.99%	15.49%

来源: 公司公告、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。

上海
联系人:王莉本
电话: 021-20315181
手机: 18616512309
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

深圳
联系人:李霖
电话:0755-23819303
手机:15816898448
传真:0755-82717806
邮编:518048
地址:深圳市福田区深南大道
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京
联系人:张哲
电话: 021-20315112
手机:18621368050
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

济南
联系人:阴红星
电话:0531-68889520
手机:13969199716
传真:0531-68889536
邮编:250001
地址:山东济南经七路 86 号
证券大厦 2308