瑞普生物(300119.SZ)

2012 年公司进入高质量增长期

评级:	增持	前次:	增持
目标价(元):		29.70	

分析师 谢刚 S0740510120005 021-20315178 xiegang@r.qlzq.com.cn
分析师 张俊宇 S0740511120002 021-20315191 zhangjy@r.qlzq.com.cn

2012 年 1 月 30 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)	18.39
市值(百万元)	2727.16
流通市值(百万元)	1549.54

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	545.48	747.79	1,001.37
营业收入增速	27.31%	21.12%	57.83%	37.09%	33.91%
净利润增长率	41.96%	34.21%	35.63%	31.44%	40.32%
摊薄每股收益(元)	1.11	1.11	0.75	0.99	1.39
前次预测每股收益(元)	—	—	0.82	1.02	1.45
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	24.90	18.95	13.50
PEG	0.00	1.85	0.70	0.60	0.33
每股净资产(元)	3.72	18.25	9.38	10.37	11.76
每股现金流量	1.16	1.52	0.69	0.90	1.29
净资产收益率	29.80%	6.10%	8.05%	9.57%	11.83%
市净率	0.00	3.86	2.00	1.81	1.60
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：**瑞普生物公布业绩预增公告，2011 年度公司归属于上市公司净利润同比增长 30%-40%，约 10730 万元-11556 万元，折合 EPS 为 0.72 元-0.78 元。
- **公司业绩基本符合我们预期，2011 年公司业绩增长主要来自于：**（1）疫苗、制剂等主业增长，公司上市后通过营销体系改革进一步加大市场化业务的开拓力度，在募投项目尚未全部投产的情况下，原有产能高负荷运转，制剂业务和生物制品市场苗业务实现快速增长，不过由于猪蓝耳病生产批文尚未通过，政府采购苗业务出现下滑；（2）超募资金产生利息收入，与 2010 年相比多贡献将近 1700 万元净利润。
- **我们预计自 2012 年起公司盈利增长的确定性将更高，主要是 IPO 募投项目产能释放驱动盈利快速增长。**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 2011 年底部分达产，2012 年 6 月份全部达产；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苗产能将增加 350%左右，畜用活疫苗产能将增加 400%左右，制剂产能则有望翻番。**2012 年后公司 IPO 募投项目陆续达产，驱动公司盈利增长，而超募资金陆续使用后（收购湖南中岸、湖北龙翔以及其他潜在资金投向），利息收入对盈利贡献度下降，公司盈利增长质量更高，更具有可持续性。
- 即将出炉的中央一号文件有望催生高利润率及高附加值的农业科技股票进一步发酵，具备研发和营销优势的疫苗和制剂企业有望受益政策而持续提升市场份额，市场化导向优势明显的瑞普生物将因此而受益。
- **预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.75\0.99\1.39 元，对应目前股价的 PE 分别为 24.9\18.9\13.5X，具有相当安全边际，按照 2012 年 30XPE，目标价 29.70 元，潜在最大获利空间约 60%，建议增持。**

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	297.81	452.12	656.19
增长率（YOY）	—	*67.60%*	*34.87%*	*14.03%*	*22.98%*	*51.82%*	*45.14%*
毛利率	72.15%	78.98%	81.20%	73.65%	79.52%	72.13%	70.36%
销售成本（百万元）	26.17	33.11	39.92	63.80	60.99	126.03	194.50
增长率（YOY）	—	*26.51%*	*20.59%*	*59.82%*	*-4.41%*	*106.63%*	*54.34%*
毛利（百万元）	67.78	124.36	172.45	178.36	236.82	326.10	461.69
增长率（YOY）	—	*83.46%*	*38.67%*	*3.43%*	*32.77%*	*37.70%*	*41.58%*
占总销售额比重	64.37%	70.61%	74.51%	70.31%	54.60%	60.46%	65.53%
占主营业务利润比重	68.78%	75.47%	78.29%	73.15%	74.21%	75.83%	79.19%
制剂							
销售收入（百万元）	52.01	65.54	72.65	102.28	106.78	126.59	142.29
增长率（YOY）	—	*26.01%*	*10.84%*	*40.80%*	*4.40%*	*18.55%*	*12.40%*
毛利率	59.15%	61.66%	65.82%	64.01%	63.92%	63.78%	63.67%
销售成本（百万元）	21.25	25.13	24.83	36.82	38.52	45.85	51.69
增长率（YOY）	—	*18.27%*	*-1.20%*	*48.28%*	*4.64%*	*19.00%*	*12.75%*
毛利（百万元）	30.76	40.41	47.82	65.47	68.26	80.75	90.59
增长率（YOY）	—	*31.35%*	*18.33%*	*36.91%*	*4.26%*	*18.30%*	*12.20%*
占总销售额比重	35.63%	29.39%	25.49%	29.69%	19.58%	16.93%	14.21%
占主营业务利润比重	31.22%	24.53%	21.71%	26.85%	21.39%	18.78%	15.54%
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%	9.97%	13.73%	15.16%
销售成本（百万元）	0.00	0.00	0.00	0.00	126.84	145.87	172.13
增长率（YOY）	—	—	—	—	—	*15.00%*	*18.00%*
毛利（百万元）	0.00	0.00	0.00	0.00	14.05	23.21	30.76
增长率（YOY）	—	—	—	—	—	*65.13%*	*32.57%*
占总销售额比重	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	25.83%	22.61%	20.26%
占主营业务利润比重	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	4.40%	5.40%	5.28%
销售收入小计	**145.97**	**223.00**	**285.02**	**344.45**	**545.48**	**747.79**	**1001.37**
销售成本小计	**47.42**	**58.24**	**64.75**	**100.62**	**226.36**	**317.74**	**418.32**
毛利	**98.55**	**164.76**	**220.26**	**243.83**	**319.12**	**430.05**	**583.05**
平均毛利率	**67.51%**	**73.88%**	**77.28%**	**70.79%**	**58.50%**	**57.51%**	**58.23%**

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**	**545**	**748**	**1,001**
增长率	53.41%	27.3%	21.1%	57.8%	37.1%	33.9%
营业成本	-59	-65	-101	-226	-318	-418
% 销售收入	26.3%	22.7%	29.2%	41.5%	42.5%	41.8%
毛利	165	221	245	319	430	583
% 销售收入	73.7%	77.3%	70.8%	58.5%	57.5%	58.2%
营业税金及附加	0	-1	-1	-2	-3	-4
% 销售收入	0.2%	0.4%	0.3%	0.4%	0.4%	0.4%
营业费用	-74	-93	-100	-139	-176	-230
% 销售收入	33.0%	32.7%	29.0%	25.5%	23.5%	23.0%
管理费用	-18	-25	-39	-52	-72	-90
% 销售收入	8.0%	8.7%	11.1%	9.6%	9.6%	9.0%
息税前利润（EBIT）	73	101	105	125	180	259
% 销售收入	32.5%	35.5%	30.3%	23.0%	24.0%	25.8%
财务费用	0	1	2	21	13	11
% 销售收入	0.0%	-0.2%	-0.5%	-3.9%	-1.8%	-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%	0.3%	0.2%
营业利润	72	100	104	145	191	269
营业利润率	32.2%	35.0%	30.0%	26.5%	25.5%	26.8%
营业外收支	3	1	15	5	5	5
税前利润	**75**	**101**	**119**	**150**	**196**	**274**
利润率	33.6%	35.5%	34.5%	27.4%	26.2%	27.3%
所得税	-10	-13	-19	-22	-29	-41
所得税率	12.9%	12.8%	15.7%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	66	88	100	127	166	233
少数股东损益	22	27	18	15	19	26
归属于母公司的净利润	**43**	**62**	**83**	**112**	**147**	**206**
净利率	19.3%	21.6%	23.9%	20.5%	19.7%	20.6%

现金流量表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	66	88	100	127	166	233
少数股东损益	0	0	0	15	19	26
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	-38	-48	-58
经营活动现金净流	**68**	**65**	**113**	**118**	**152**	**217**
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**	**-49**	**-35**	**179**

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	1,117	1,064	1,217
应收款项	56	81	89	135	186	249
存货	24	37	65	100	139	183
其他流动资产	13	19	32	68	94	123
流动资产	209	255	1,368	1,421	1,483	1,771
% 总资产	62.3%	61.4%	84.3%	81.0%	80.5%	82.3%
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%	16.8%	15.4%
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%	19.0%	19.5%	17.7%
资产总计	**335**	**415**	**1,622**	**1,753**	**1,842**	**2,154**
短期借款	10	35	82	4	4	4
应付款项	59	87	95	168	233	306
其他流动负债	4	29	7	164	21	27
流动负债	72	150	184	336	258	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**	**348**	**270**	**349**
普通股股东权益	197	206	1,353	1,391	1,538	1,745
少数股东权益	53	46	74	89	108	134
负债股东权益合计	**335**	**415**	**1,622**	**1,828**	**1,916**	**2,228**

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	0.755	0.992	1.392
每股净资产(元)	3.551	3.716	18.249	9.379	10.372	11.764
每股经营现金净流(元)	1.225	1.163	1.521	0.692	0.896	1.285
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%	8.05%	9.57%	11.83%
总资产收益率	12.93%	14.82%	5.09%	6.13%	7.68%	9.27%
投入资本收益率	45.70%	57.64%	30.67%	29.95%	26.49%	33.52%
增长率						
营业总收入增长率	53.41%	27.31%	21.12%	57.83%	37.09%	33.91%
EBIT增长率	30.43%	38.75%	3.61%	19.69%	43.09%	44.04%
净利润增长率	17.21%	41.96%	34.21%	35.63%	31.44%	40.32%
总资产增长率	79.74%	23.86%	290.84%	8.08%	5.03%	16.94%
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	109.3	96.5	76.4
偿债能力						
净负债/股东权益	-41.93%	-33.02%	-77.11%	-75.24%	-64.38%	-64.55%
EBIT利息保障倍数	-926.6	-202.3	-55.2	-6.0	-13.7	-22.7
资产负债率	25.41%	39.18%	12.06%	19.03%	14.08%	15.66%

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