

投资评级

谨慎推荐

上市以来股价走势图



公司基本情况

总股本(万股)	14,830
流通股本(万股)	3,720
每股净资产(元)	9.01
资产负债率(%)	9.85

研发部

宋凯
SAC 执业证书编号: S1340511070001
联系电话: 010-68858138
Email: songkai@cnpsec.com

收入大幅增长，毛利率下降

——瑞普生物（300119）半年报点评

事件：

公司公布了 2011 年中报，营业收入 2.70 亿元，同比增长 69.55%；营业利润 7251 万元，同比增长了 18.09%；利润总额 7552 万元，同比增长了 18.80%；归属于母公司净利润 5699 万元，同比增长了 32.79%；扣除非经常性损益后母公司净利润增幅为 33.41%。基本每股收益 0.38 元。

点评：

- **合并报表范围变化，收入大幅增长。**报告期内公司将湖北龙翔合并报表，该公司报告期内实现营业收入 7045 万元，占公司当期营业收入的 26.33%，这导致公司 2011 年上半年营业收入大幅增长，同时由于湖北龙翔的兽用原料药业务毛利率较低，对公司净利润增速影响较小。
- **新添兽用原料药业务，整体毛利率下滑。**报告期内，公司综合毛利率为 56.67%，同比减少了 16.73 个百分点。2010 年度公司综合毛利率出现了下滑趋势，主要原因是政府招标采购占比下降和原料药价格的上升，报告期内，公司兽用生物制品收入为 1.39 亿元，同比增长了 17.94%，毛利率为 72.41%，同比减少了 4.06 个百分点，该项业务中政府招标收入为 3914 万元，同比下滑了 21.45%，由于政府采购产品毛利率较高，故这一部分收入的下降导致该项业务毛利率下滑；同时，公司收购的湖北龙翔贡献兽用原料药收入 7045 万元，占公司营业收入的 26.33%，毛利率为 12.10%，远低于公司兽用生物制品和兽用制剂的盈利能力，收入结构变化导致公司毛利率大幅下滑。
- **募集资金助力公司长远发展。**报告期内，瑞普保定完成了马立克活疫苗车间的建设和净化。2011 年上半年公司出资 1723 万元人民币向湖南亚泰生物发展有限公司收购其拥有的湖南中岸生物药业有限公司 17.23% 的股权，实现对湖南中岸的控股，从而提升公司在家畜生物制品市场的竞争力，同时湖南中岸完成了新建蓝耳病活疫苗生产车间和改扩建猪瘟脾淋苗生产车间项目。
- **盈利预测与投资评级。**我们预计公司 2011-2013 年每股收益为 0.80 元、1.04 元和 1.30 元，对应前一交易日股价 24.30 元的动态市盈率为 31 倍、23 倍和 19 倍，公司具有较强的研发优势，多个产品在国内兽药领域市场份额第一，我们维持公司“谨慎推荐”的投资评级。
- **风险提示。**产品价格下降风险；成本上升风险。

图表 1: 瑞普生物盈利预测 (单位: 万元)

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	28,536	34,562	59,716	76,394	98,526
<i>增长率</i>	<i>27.31%</i>	<i>21.12%</i>	<i>72.78%</i>	<i>27.93%</i>	<i>28.97%</i>
营业收入	28,536	34,562	59,716	76,394	98,526
营业成本	6,482	10,075	26,474	34,890	46,199
<i>毛利率</i>	<i>77.28%</i>	<i>70.85%</i>	<i>55.67%</i>	<i>54.33%</i>	<i>53.11%</i>
营业税金及附加	122	120	400	512	660
销售费用	9,336	10,031	13,133	16,154	20,474
管理费用	2,477	3,852	5,400	6,700	8,690
财务费用	-50	-190	-1,500	-1,800	-1,900
<i>期间费用率</i>	<i>41.22%</i>	<i>39.62%</i>	<i>28.52%</i>	<i>27.56%</i>	<i>27.67%</i>
资产减值损失	179	171	700	800	850
公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	-2	-125	0	0	0
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	0	-130	0	0	0
营业利润	9,988	10,378	15,109	19,138	23,553
加: 营业外收入	301	1,545	0	0	214
减: 营业外支出	155	11	0	0	3
利润总额	10,134	11,911	15,109	19,138	23,765
减: 所得税	1,301	1,870	2,000	2,600	3,170
<i>所得税率</i>	<i>12.84%</i>	<i>15.70%</i>	<i>13.24%</i>	<i>13.59%</i>	<i>13.34%</i>
净利润	8,833	10,042	13,109	16,538	20,594
减: 少数股东损益	2,683	1,788	1,300	1,150	1,350
归属于母公司所有者的净利润	6,150	8,254	11,809	15,388	19,244
<i>增长率</i>	<i>41.96%</i>	<i>34.21%</i>	<i>43.07%</i>	<i>30.31%</i>	<i>25.06%</i>
基本每股收益(元)	1.10	1.37	0.80	1.04	1.30

数据来源: 公司公告, 中邮证券研发部

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20% 以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10% 之间；
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10% 以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5% 以上；
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5% 之间；
弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5% 以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10% 以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；
中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5% 之间；
回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5% 以上；

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的业务资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券有限责任公司及其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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

本报告旨在发送给中邮证券有限责任公司的特定客户及其他专业人士。报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，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。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司（以下简称“公司”）是经中国证券监督管理委员会批准设立，注册地及公司总部设在西安，目前主要从事证券经纪、证券自营、证券投资咨询、证券投资基金销售业务的一家正处于稳健成长中的证券公司。公司股东为：中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司、西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局，公司注册资本金为 5.6 亿元人民币。

公司的前身“西安华弘证券经纪有限责任公司”成立于 2002 年，从事单一经纪业务。2006 年 4 月，公司完成了第一次增资扩股，引进中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司三家股东；2009 年 3 月，公司新增证券自营和证券投资咨询业务资格，完成了由单一业务范围向多元化经营的突破；2009 年 10 月，经中国证监会和国家工商总局审批同意后，公司在西安市工商局办理了登记注册手续，正式更名为“中邮证券有限责任公司”；2009 年 10 月 21 日，西安市工商局为公司换发了新的《经营证券业务许可证》；2010 年 11 月，公司取得证券投资基金销售业务资格，使得公司经营业务种类更趋多元化。

公司现下设四个证券营业部，分别为西安南大街证券营业部、西安电子二路证券营业部、阎良人民路证券营业部和北京西直门北大街证券营业部。公司现有员工 200 余名，保有客户数量 5 万余人，管理客户资产逾 50 亿元。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证券监督管理委员会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国工商银行、中国建设银行、中国银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。