

营销改革、产能达产助力业绩释放

——瑞普生物（300119）2011 年年报财报点评

2011 年 4 月 6 日

强烈推荐/维持

瑞普生物

财报点评

| | | |
|-----------------|---------------|------------------------|
| 陈恒 | 医药行业分析师 | 执业证书编号: S1480510120015 |
| | 010-6655 4018 | |
| 联系人: 苏进进 | 010-66554020 | |

事件:

瑞普生物发布 2011 年年报报告, 全年实现营业收入 5.87 亿元, 比上年同期增长 70.05%; 归属于上市公司股东的净利润 1.14 亿元, 比上年同期增长 38.23%, EPS 0.77 元。10-12 月实现营业收入 1.57 亿元, 归属于上市公司股东的净利润 0.29 亿元, 分别同比增长 50.96%、34.48%, 公司拟向全体股东每 10 股转增 3 股并派息 3 元。公司预计 2012 年一季度归属于上市公司股东的净利润 2353 万元-2577 万元, 比上年同期增长: 5%-15%。

公司分季度财务指标

| 指标 | 10Q3 | 10Q4 | 11Q1 | 11Q2 | 11Q3 | 11Q4 |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元) | 82.33 | 104.14 | 130.34 | 139.49 | 160.67 | 157.22 |
| 增长率 (%) | 18.25% | 27.98% | 56.61% | 83.74% | 95.15% | 50.96% |
| 毛利率 (%) | 74.20% | 64.27% | 56.98% | 56.12% | 57.12% | 52.78% |
| 期间费用率 (%) | 42.98% | 47.07% | 31.45% | 23.66% | 32.49% | 31.91% |
| 营业利润率 (%) | 30.03% | 16.90% | 22.98% | 30.56% | 22.52% | 22.21% |
| 净利润 (百万元) | 23.34 | 23.94 | 26.76 | 38.11 | 31.11 | 32.20 |
| 增长率 (%) | 0.41% | -1.84% | 7.15% | 35.36% | 33.29% | 34.48% |
| 每股盈利 (季度, 元) | 0.255 | 0.280 | 0.302 | 0.233 | 0.187 | 0.198 |
| 资产负债率 (%) | 7.72% | 12.06% | 7.92% | 9.85% | 9.47% | 10.48% |
| 净资产收益率 (%) | 1.67% | 1.68% | 1.84% | 2.63% | 2.10% | 2.15% |
| 总资产收益率 (%) | 1.55% | 1.48% | 1.70% | 2.37% | 1.90% | 1.93% |

评论:

积极因素:

- 未来招标政策将调整, 将逐步推行“政府领导, 兽医主管部门监督指导、以养殖企业和个人为主体”的强制免疫模式。3月5日, 农业部副部长高鸿宾在全国春季重大动物疫病防控工作视频会议上强调, 要创新强制免疫工作机制, 逐步推行“政府领导, 兽医主管部门监督指导、以养殖企业和个人为主体”的强制免疫模式。目前招标体系中存在的突出问题是招标产品陷入恶性价格战, 招标产品质量得不到保证, 农户和养殖企业弃用政府招标疫苗, 造成国家经费的损失。由于猪瘟疫苗和猪蓝耳病疫苗生产厂家较多, 我们预测这两个产品将率先脱离目前招标体制, 实行完全市场化销售。

- 募投项目达产，生产能力大幅度提高。2011年募投项目稳步推进，瑞普保定动物疫苗扩建项目达产，瑞普高科募投项目中部分灭活疫苗项目达产；湖南中岸猪瘟活疫苗（免源）车间通过GMP认证。募投项目达产解决了发展中产能瓶颈问题。
- 营销改革带来市场化销售疫苗和制剂快速增长。2011年公司建立家禽、家畜、大客户和商务招标四个业务部门及市场、技术服务、产品管理与销售管理四个业务支撑部门组成的矩阵式营系统，市场销售疫苗销售收入较上年增长53.08%，兽用制剂销售收入比上年增长31%，保持了瑞普生物在营销与技术服务在行业中的领先地位。
- 湖北龙翔与湖南中岸盈利能力有望得到提升。湖北龙翔取得沃林妙林原料药的批准文号，公司将计划生产5吨沃尼妙林及20吨氟苯尼考原料药，进军规范市场，盈利能力未来有望得到提高。湖南中岸也将改扩建疫苗车间，立足湖南市场，提高公司效益。
- 未来有望进军宠物领域。宠物市场在国际动保市场占据40%左右的市场份额，我国已经具有了相当数量的宠物保有量，但宠物用药市场还未启动，空间巨大。公司将积极开展宠物类药物研发、加强市场投入、开展多形式的合资、合作，尽快将宠物业务形成公司业绩新的增长点。

消极因素：

- 2012年政府招标疫苗价格继续大幅度下挫。从山东省中标结果看，猪蓝耳病疫苗价格下降到0.1元/头份，口蹄疫疫苗下降到0.3元/头份左右，猪瘟活疫苗价格下降到0.1元/头份。招标导致的价格战仍在持续并且在加剧，瑞普生物2011年招标疫苗占到公司收入（不包括原料药）的15%左右，招标降价对公司业绩有一定影响，但影响幅度有限。

业务展望：

瑞普生物管理团队优秀，产品丰富，营销与技术服务在行业内突出，是一家优秀的动保企业。未来2-3年，公司将受益于猪瘟疫苗和蓝耳病疫苗招标政策的变化，营销改革及募投产能达产将带来市场化销售疫苗及制剂继续快速增长，公司未来2-3年将保持快速增长。

盈利预测与投资建议：

预计公司11-13年EPS分别为0.77元、1.00元、1.43元，对应PE 27倍、21倍、14倍，给予公司30倍估值，未来6个月目标价30元，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：

产品招标价格剧烈下降；新产品审批低于预期

公司财务指标预测

| 指标 | 10A | 11A | 12E | 13E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元） | 345.62 | 579.55 | 709.56 | 915.13 |
| 增长率（%） | 21.12 | 67.68 | 22.43 | 28.97 |
| 净利润（百万元） | 82.54 | 113.67 | 148.38 | 212.51 |
| 增长率（%） | 34.21 | 37.71 | 30.54 | 43.23 |

| | | | | |
|---------|------|------|------|-------|
| 每股收益(元) | 0.55 | 0.77 | 1.00 | 1.43 |
| PE | 66 | 27 | 21 | 14 |
| ROE (%) | 6.10 | 7.72 | 9.20 | 11.71 |

分析师简介

陈恒

生物工程和金融工程专业毕业，2010年加盟东兴证券，从事生物医药行业研究三年，医药生物行业资深研究员。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于 -5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好： 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性： 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡： 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。