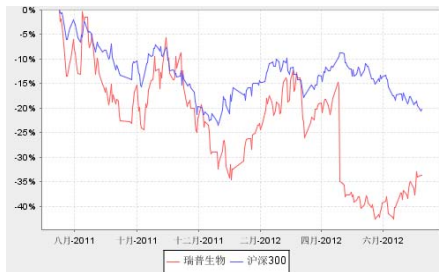


**瑞普生物 (300119.SZ)**
**市场化业务保持良好发展态势**

**评级: 买入**      **前次: 买入**  
**目标价(元): 22.5**  
 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7月31日

**基本状况**

总股本(百万股)	192.78
流通股本(百万股)	109.54
市价(元)	18.05
市值(百万元)	3479.77
流通市值(百万元)	1977.16

**股价与行业-市场走势对比**

**业绩预测**

指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	345.62	587.71	798.17	1,123.09	1,495.71
营业收入增速	21.12%	70.05%	35.81%	40.71%	33.18%
净利润增长率	34.21%	38.23%	27.49%	48.46%	35.93%
摊薄每股收益(元)	1.11	0.77	0.75	1.12	1.52
前次预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
市场预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
偏差率(本次-市场/市场)	—	—	—	—	—
市盈率(倍)	63.36	25.10	22.17	14.94	10.99
PEG	1.85	0.66	0.81	0.31	0.31
每股净资产(元)	18.25	9.39	7.91	9.03	10.55
每股现金流量	1.52	0.61	1.41	0.87	1.32
净资产收益率	6.10%	8.19%	9.54%	12.40%	14.43%
市净率	3.86	2.06	2.11	1.85	1.59
总股本(百万股)	74.15	148.30	192.78	192.78	192.78

备注: 市场预测取 聚源一致预期

**投资要点**

- 瑞普生物公布 2012 年半年报, 上半年公司实现营业收入 3.14 亿元, 同比增长 17.48%, 实现归属于上市公司股东净利润 6658 万元, 同比增长 16.83%, 折合 EPS0.29 元, 符合预期。**
- 市场化业务继续保持快速增长态势。** 兽用制剂实现收入 7932 万元, 同比增长 32.36%; 兽用生物制品实现收入 1.67 亿元, 同比增长 18.35%, 剔除掉政府招标苗收入后, 市场苗收入 1.31 亿元, 同比增长 28.93%。从业务环比增速来看, 受益于倍诺林的增长, 公司制剂业务增速环比实现提升, 而市场苗业务增速环比有所下降, 但考虑到 2 季度禽类市场低迷存栏量整体下降, 公司市场苗实现接近 30% 的增长, 已体现出公司在兽药行业内较强的终端营销能力。
- 以市场化为导向和内部利润考核的销售体系使得公司毛利率继续领先于业内平均水平。** 制剂业务毛利率达到 68.86%, 提升 0.66 个百分点, 生物制品业务 69.09%, 下降 2.64 个百分点, 但考虑到政府苗毛利率下滑, 我们测算公司市场苗毛利率应该有所提升。
- 公司在家畜和宠物药领域正在逐步发力, 未来有望成为继禽苗之后的盈利增长新来源。** 报告期内公司获得猪细小灭活苗新药证书, 同时猪圆环病毒 2 型灭活苗和动物用狂犬纯化冻干灭活苗正在研发之中。我们预计公司下半年猪细小灭活苗将贡献收益, 猪圆环和狂犬疫苗两个品种有望于下半年获得新药证书, 于 2013 年贡献收益, 公司大品种储备逐步增多, 利于未来业绩增长。
- 公司管理费用同比增长 70%, 主要用于研发支出和员工绩效激励。** “产品研发和市场营销”投入力度的不断加大保证公司未来业绩的稳定增长, 短期制约了盈利超预期空间但中长期有利于增长更持续。
- 我们预计 2012-2014 年 EPS 分别为 0.75/1.12/1.52 元, 目标价 22.5 元, 维持“买入”评级。**

**图表 1: 瑞普生物销售预测表**

单位: 人民币百万元

项 目	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>生物制品</b>							
销售收入 (百万元)	157.46	212.37	242.17	307.37	413.54	632.93	889.45
增长率 (YOY)	—	34.87%	14.03%	26.92%	34.54%	53.05%	40.53%
毛利率	78.98%	81.20%	73.65%	71.24%	68.78%	66.57%	66.10%
销售成本 (百万元)	33.11	39.92	63.80	88.41	129.12	211.61	301.56
增长率 (YOY)	—	20.59%	59.82%	38.57%	46.04%	63.89%	42.51%
毛利 (百万元)	124.36	172.45	178.36	218.96	284.42	421.32	587.89
增长率 (YOY)	—	38.67%	3.43%	22.76%	29.90%	48.14%	39.53%
占总销售额比重	70.61%	74.51%	70.31%	52.62%	51.81%	56.36%	59.47%
占主营业务利润比重	75.47%	78.29%	73.15%	67.47%	67.14%	70.04%	72.02%
<b>制剂</b>							
销售收入 (百万元)	65.54	72.65	102.28	134.44	183.86	239.20	305.11
增长率 (YOY)	—	10.84%	40.80%	31.44%	36.76%	30.10%	27.56%
毛利率	61.66%	65.82%	64.01%	68.78%	66.36%	66.37%	66.40%
销售成本 (百万元)	25.13	24.83	36.82	41.98	61.86	80.43	102.52
增长率 (YOY)	—	-1.20%	48.28%	14.02%	47.36%	30.03%	27.46%
毛利 (百万元)	40.41	47.82	65.47	92.46	122.00	158.76	202.59
增长率 (YOY)	—	18.33%	36.91%	41.24%	31.94%	30.13%	27.61%
占总销售额比重	29.39%	25.49%	29.69%	23.02%	23.04%	21.30%	20.40%
占主营业务利润比重	24.53%	21.71%	26.85%	28.49%	28.80%	26.39%	24.82%
<b>原料药</b>							
销售收入 (百万元)	0.00	0.00	0.00	154.44	200.77	250.96	301.15
增长率 (YOY)	—	—	—	—	30.00%	25.00%	20.00%
毛利率	0.00%	0.00%	0.00%	8.56%	8.56%	8.56%	8.56%
销售成本 (百万元)	0.00	0.00	0.00	141.21	183.57	229.47	275.36
增长率 (YOY)	—	—	—	—	30.00%	25.00%	20.00%
毛利 (百万元)	0.00	0.00	0.00	13.23	17.20	21.49	25.79
增长率 (YOY)	—	—	—	—	30.00%	25.00%	20.00%
占总销售额比重	0.00%	0.00%	0.00%	26.44%	25.15%	22.35%	20.13%
占主营业务利润比重	0.00%	0.00%	0.00%	4.08%	4.06%	3.57%	3.16%
<b>销售收入小计</b>	<b>223.00</b>	<b>285.02</b>	<b>344.45</b>	<b>584.11</b>	<b>798.17</b>	<b>1123.09</b>	<b>1495.71</b>
<b>销售成本小计</b>	<b>58.24</b>	<b>64.75</b>	<b>100.62</b>	<b>259.61</b>	<b>374.55</b>	<b>521.51</b>	<b>679.44</b>
<b>毛利</b>	<b>164.76</b>	<b>220.26</b>	<b>243.83</b>	<b>324.50</b>	<b>423.61</b>	<b>601.58</b>	<b>816.27</b>
<b>平均毛利率</b>	<b>73.88%</b>	<b>77.28%</b>	<b>70.79%</b>	<b>55.55%</b>	<b>53.07%</b>	<b>53.56%</b>	<b>54.57%</b>

来源: 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)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>营业收入</b>	<b>285</b>	<b>346</b>	<b>588</b>	<b>798</b>	<b>1,123</b>	<b>1,496</b>	货币资金	118	1,182	897	1,065	1,138	1,354
营业成本	-65	-101	-260	-375	-522	-679	存货	37	65	112	164	229	298
毛利	221	245	327	424	602	816	流动资产	255	1,368	1,309	1,550	1,809	2,232
营业税金及附加	-1	-1	-4	-3	-4	-6	长期投资	16	39	20	-8	-8	-8
营业费用	-93	-100	-139	-168	-228	-299	%总资产	27.8%	11.1%	13.2%	15.1%	15.2%	13.3%
管理费用	-25	-39	-62	-96	-124	-156	非流动资产	160	254	362	413	430	444
息税前利润 (EBIT)	101	105	122	157	246	356	<b>资产总计</b>	<b>415</b>	<b>1,622</b>	<b>1,671</b>	<b>1,963</b>	<b>2,239</b>	<b>2,676</b>
财务费用	1	2	25	19	13	12	应付款项	87	95	104	268	372	485
资产减值损失	-2	-2	-4	-3	-4	-2	流动负债	150	184	153	351	406	527
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	-1	1	1	1	1	其他长期负债	12	12	22	22	22	22
营业利润	100	104	144	173	255	366	<b>普通股股东权益</b>	<b>206</b>	<b>1,353</b>	<b>1,393</b>	<b>1,525</b>	<b>1,741</b>	<b>2,035</b>
营业外收支	1	15	6	6	5	5	<b>负债股东权益合计</b>	<b>415</b>	<b>1,622</b>	<b>1,671</b>	<b>1,963</b>	<b>2,239</b>	<b>2,676</b>
税前利润	101	119	150	179	260	371							
所得税	-13	-19	-22	-27	-39	-56	每股收益 (元)	1.107	1.113	0.769	0.755	1.120	1.523
净利润	88	100	128	152	221	315	每股净资产 (元)	3.716	18.249	9.393	7.911	9.031	10.553
少数股东损益	27	18	14	7	5	22	每股经营现金净流 (元)	1.163	1.521	0.609	1.415	0.874	1.316
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>62</b>	<b>83</b>	<b>114</b>	<b>145</b>	<b>216</b>	<b>294</b>	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	29.80%	6.10%	8.19%	9.54%	12.40%	14.43%
							总资产收益率	14.82%	5.09%	6.83%	7.25%	9.46%	10.79%
							投入资本收益率	57.64%	30.67%	16.98%	23.12%	28.74%	36.62%
							<b>增长率</b>						
							营业收入增长率	27.31%	21.12%	70.05%	35.81%	40.71%	33.18%
							EBIT增长率	38.75%	3.61%	16.25%	28.85%	56.38%	44.81%
							净利润增长率	41.96%	34.21%	38.23%	27.49%	48.46%	35.93%
							总资产增长率	23.86%	290.84%	3.01%	17.46%	14.07%	19.53%
							<b>资产管理能力</b>						
							应收账款周转天数	77.8	80.7	56.8	80.0	80.0	80.0
							存货周转天数	172.8	185.5	124.1	160.0	160.0	160.0
							应付账款周转天数	135.5	144.3	80.0	140.0	140.0	140.0
							固定资产周转天数	120.3	121.6	108.7	107.7	86.0	66.2
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	-33.02%	-77.11%	-57.60%	-65.18%	-61.30%	-62.35%
							EBIT利息保障倍数	-202.3	-55.2	-4.9	-8.4	-18.6	-28.5
							资产负债率	39.18%	12.06%	10.48%	18.57%	18.73%	20.19%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	88	100	128	152	221	315
少数股东损益	0	0	0	7	5	22
非现金支出	10	12	26	27	31	31
非经营收益	0	4	-2	-6	-6	-6
营运资金变动	-34	-4	-62	99	-78	-87
<b>经营活动现金净流</b>	<b>65</b>	<b>113</b>	<b>90</b>	<b>279</b>	<b>174</b>	<b>276</b>
资本开支	31	48	185	97	39	38
投资	-5	-73	-18	28	0	0
其他	0	0	0	1	1	1
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-36</b>	<b>-121</b>	<b>-203</b>	<b>-68</b>	<b>-38</b>	<b>-38</b>
股权募资	0	1,065	0	0	0	0
债权募资	25	29	-64	-35	0	0
其他	-50	-21	-109	-1	-58	0
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-25</b>	<b>1,072</b>	<b>-173</b>	<b>-36</b>	<b>-58</b>	<b>0</b>
<b>现金净流量</b>	<b>4</b>	<b>1,064</b>	<b>-286</b>	<b>175</b>	<b>78</b>	<b>238</b>

来源: 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。