瑞普生物(300119.SZ)

下游养殖不景气，三季度遭遇短期波动

评级：买入 前次：买入

目标价（元）：22.50

分析师 谢刚 S0740510120005 021-20315178 xiegang@r.qlzq.com.cn

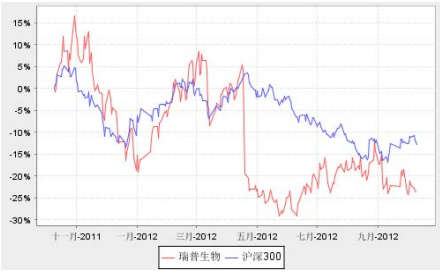
分析师 张俊宇 S0740511120002 021-20315191 zhangjy@r.qlzq.com.cn

2012 年 10 月 26 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)	16.79
市值(百万元)	3236.86
流通市值(百万元)	1839.14

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	22.00	14.82	10.90
PEG	1.85	0.66	0.80	0.31	0.30
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	2.10	1.84	1.57
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 年三季报，前三季公司实现营业收入 4.68 亿元，同比增长 8.83%，实现归属于上市公司股东净利润 9159 万元，同比增长 8.13%，折合 EPS0.48 元。其中 Q3 单季实现营业收入 1.52 亿元，同比下降 5.29%，实现利润 2501 万元，同比下降 9.77%，折合 EPS0.13 元。**

- **受困于下游养殖不景气，公司 Q3 单季业绩出现同比下滑，整体业绩表现低于市场预期。**公司前三季政府苗/市场苗/兽药制剂收入分别为 5975/18569/11672 万元，同比增速分别为 2.60%/8.49%/30.04%，上述业务 2012 年上半年增速水平分别为-9.14%/28.39%/32.36%，政府苗业务环比改善，市场苗业务环比下滑，制剂业务表现稳定。Q3 单季来看，政府苗/市场苗/兽药制剂收入分别为 2419/5451/3740 万元，同比增速分别为 26.68%/-23.12%/16.74%

- **综合来看，Q3 单季业绩下降与市场苗表现不振有很大关系。**（1）今年三季度北方肉鸡养殖低迷，山东等地部分养殖场 9 月份出现大范围空栏，这从肉鸡苗价格走势上能够体现出来，导致疫苗和兽药制剂需求下降；（2）在下游养殖不景气的情况，养殖户为节省成本倾向于减少疫苗，如有病发则大量使用兽药制剂弥补，导致市场苗需求大幅萎缩，而兽药制剂增速相对稳定；（3）公司上半年拿到新药证书的鸡马立克疫苗和猪细小疫苗基于安全性考虑，尚未推向市场，新品缺乏也是导致三季度市场苗下滑的主要因素。

- **我们对公司四季度表现并不过分悲观，主要原因有：**（1）近期北方鸡苗价格回升，经过长达 40 多天空栏期，北方养殖户逐步开始补栏，这有利于市场苗和兽药制剂需求的环比回升。（2）公司正在积极采取措施弥补三季度需求不足的影响，一方面公司成立南方营销中心，将营销区域拓展至南方养殖大省，形成新的收入增长点，另一方面积极加大直销大客户开拓力度，正在与国内主要的大型养殖企业接洽形成合作关系。上述两方面因素将带动公司四季度业绩的环比回升。

- **明年公司产能将充分释放，产品线更加优化。**目前湖南中岸技改项目基建基本完工，正处于设备调试阶段，预计于 2013 年一季度达产，此外公司 IPO 募投项目空港生物制品项目也将于 2013 年上半年完工，介时公司疫苗产能将大幅增加。此外公司猪圆环、猪细小、鸡马立克等疫苗也将于 2013 年完全推向市场，市场苗的产品结构比 2012 年大幅优化，保证 2013 年业绩增长。

- **暂时维持原来盈利预测，预计 2012-2014 年瑞普生物 EPS 分别为 0.75/1.12/1.52 元，目标价 22.5 元，维持“买入”评级。尽管由于三季度下游养殖低迷，公司经营面临短期阵痛，但从下游营销布局和上游产品线的扩张来看，我们对公司中长期发展仍抱有信心，如若因短期业绩波动带来股价剧烈调整，建议机构投资者继续逢低买入。**

图表 1：瑞普生物三张报表

损益表（人民币百万元）

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业总收入	**285**	**346**	**588**	**798**	**1,123**	**1,496**
营业成本	-65	-101	-260	-375	-522	-679
毛利	221	245	327	424	602	816
营业税金及附加	-1	-1	-4	-3	-4	-6
营业费用	-93	-100	-139	-168	-228	-299
管理费用	-25	-39	-62	-96	-124	-156
息税前利润（EBIT）	101	105	122	157	246	356
财务费用	1	2	25	19	13	12
资产减值损失	-2	-2	-4	-3	-4	-2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	-1	1	1	1	1
营业利润	100	104	144	173	255	366
营业外收支	1	15	6	6	5	5
税前利润	**101**	**119**	**150**	**179**	**260**	**371**
所得税	-13	-19	-22	-27	-39	-56
净利润	88	100	128	152	221	315
少数股东损益	27	18	14	7	5	22
归属于母公司的净利润	**62**	**83**	**114**	**145**	**216**	**294**

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
经营活动现金净流	**65**	**113**	**90**	**279**	**174**	**276**
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
投资活动现金净流	**-36**	**-121**	**-203**	**-68**	**-38**	**-38**
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
筹资活动现金净流	**-25**	**1,072**	**-173**	**-36**	**-58**	**0**
现金净流量	**4**	**1,064**	**-286**	**175**	**78**	**238**

资产负债表（人民币百万元）

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
货币资金	118	1,182	897	1,065	1,138	1,354
存货	37	65	112	164	229	298
流动资产	255	1,368	1,309	1,550	1,809	2,232
长期投资	16	39	20	-8	-8	-8
%总资产	*27.8%*	*11.1%*	*13.2%*	*15.1%*	*15.2%*	*13.3%*
非流动资产	160	254	362	413	430	444
资产总计	**415**	**1,622**	**1,671**	**1,963**	**2,239**	**2,676**
应付款项	87	95	104	268	372	485
流动负债	150	184	153	351	406	527
长期贷款	0	0	0	0	0	0
其他长期负债	12	12	22	22	22	22
普通股股东权益	206	1,353	1,393	1,525	1,741	2,035
负债股东权益合计	**415**	**1,622**	**1,671**	**1,963**	**2,239**	**2,676**

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
每股收益(元)	1.107	1.113	0.769	0.755	1.120	1.523
每股净资产(元)	3.716	18.249	9.393	7.911	9.031	10.553
每股经营现金净流(元)	1.163	1.521	0.609	1.415	0.874	1.316
回报率						
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%
增长率						
营业总收入增长率	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%
资产管理能力						
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
偿债能力						
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%

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。