

瑞普生物(300119.SZ)

三线发力，销售激增，四季度业绩环比大

幅好转

评级： 买入 前次： 买入
目标价(元)： 28.00-33.60
 分析师 张俊宇
 谢刚 S0740510120005
 021-20315178 S0740511120002
 xiegang@r.qlzq.com.cn 021-20315191
 zhangjy@r.qlzq.com.cn
 2013年1月20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)	20.28
市值(百万元)	3909.68
流通市值(百万元)	2221.43

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	692.50	921.18	1,240.46
营业收入增速	21.12%	70.05%	17.83%	33.02%	34.66%
净利润增长率	34.21%	38.23%	27.38%	48.23%	36.03%
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)	1.11	0.77	0.75	1.12	1.52
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	25.07	16.91	12.43
PEG	1.85	0.66	0.92	0.35	0.35
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	1.49	0.91	1.38
净资产收益率	6.10%	8.19%	9.53%	12.38%	14.41%
市净率	3.86	2.06	2.39	2.09	1.79
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 年业绩预告，预计实现归属上市公司股东净利润 1.37 亿元-1.48 亿元，同比增长 20%-30%，折合 EPS0.71-0.77 元，业绩符合预期。**
- 直销大客户、网络经销商、政府苗采购三线发力，2012 年 Q4 公司业绩环比大幅好转。**根据公告，2012 年 Q4 公司单季业绩为 4632-5673 万元，Q4 单季业绩同比增长 40.7%-76.2%，较 Q3 环比增长 82.9%-128.9%，单季 EPS0.23-0.29 元。三季度因下游禽类养殖整体效益欠佳，公司网络经销商渠道销售增速放缓，导致三季度单季利润下滑。四季度随着畜禽价格整体上涨，北方养殖户存栏回升，带动公司产品需求上升。再者，在整体养殖环境欠佳的背景下，公司主动加大市场开拓力度，四季度直销大客户、政府苗采购和网络经销商渠道均实现较快增长，从而实现四季度单季业绩增速环比大幅回升。
- 通过自身研发和外延式收购，公司猪生产线得到有力补充，预计未来公司产品结构将不断优化。**(1)2012 年 12 月公司猪细小疫苗获得生产批文，公司猪类产品结构得到有效补充。(2)1 月份公司公告表示拟参与南京天邦增资扩股，南京天邦在禽类和猪用疫苗产品线完善，如果顺利完成公司将成为南京天邦控股股东，公司在猪用疫苗领域产品线将得到极大补充，且禽用疫苗顺利切入华东市场。
- 营销改革突进，聚焦大客户模式驶入快车道，契合国内畜禽养殖规模化进程，公司有望成为受益最大的兽药龙头。**根据公司公告，2012 年四季度以来，公司加大对国内大型养殖场的市场开拓力度，我们预计 2013 年上述客户开拓将取得实质性进展，为今后的业绩增长打开广阔空间。且从已开拓完成的大客户销售表现来看，在优秀的技术服务支撑下，公司在各个大客户中的兽药采购比重逐步提升。公司以市场化为导向的营销模式，将契合国内养殖规模化进程，公司有望成为养殖规模化进程中受益最大的兽药企业。

- 自 2013 年 1 季度起，公司产能将迅速释放，预计疫苗产能增加 300%，保障 2013 年盈利迅猛增长。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，届时公司疫苗产能将大幅增加 300%。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 年业绩迅猛增长。
- 我们预计 2012-2014 年瑞普生物分别实现销售额 692.5/921.2/1240.5 百万元，分别实现净利润 145.33/215.42/293.04 百万元，同比增长 27.4%、48.2%、36.0%，对应 2012-14 年 EPS 分别为 0.75/1.12/1.52 元。
- 重申公司“买入”评级，目标价 28-33.6 元，对应 25-30 倍 2013 年 PE。我们认为在下游养殖行业景气困难期，公司营销改革狠抓执行并在三条渠道线均取得明显突破，这将极大提升市场对公司的信心。同时，公司猪用产品线的扩充、包括南京天邦的外延式收购顺利完成、下游大型养殖场客户开拓取得实质性进展将成为公司未来股价主要催化剂，维持公司“买入”评级。

图表 1: 瑞普生物主营业务销售预测表

单位: 人民币百万元

项 目	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
生物制品						
销售收入 (百万元)	212.37	242.17	307.37	346.49	506.88	752.95
增长率 (YOY)	34.87%	14.03%	26.92%	12.73%	46.29%	48.54%
毛利率	81.20%	73.65%	71.24%	70.05%	64.91%	65.89%
销售成本 (百万元)	39.92	63.80	88.41	103.77	177.88	256.87
增长率 (YOY)	20.59%	59.82%	38.57%	17.37%	71.41%	44.41%
毛利 (百万元)	172.45	178.36	218.96	242.72	329.00	496.08
增长率 (YOY)	38.67%	3.43%	22.76%	10.85%	35.55%	50.78%
占总销售额比重	74.51%	70.31%	52.62%	50.03%	55.03%	60.70%
占主营业务利润比重	78.29%	73.15%	67.47%	64.12%	65.77%	70.26%
制剂						
销售收入 (百万元)	72.65	102.28	134.44	168.41	218.93	272.62
增长率 (YOY)	10.84%	40.80%	31.44%	25.26%	30.00%	24.52%
毛利率	65.82%	64.01%	68.78%	68.27%	67.74%	67.77%
销售成本 (百万元)	24.83	36.82	41.98	53.43	70.63	87.87
增长率 (YOY)	-1.20%	48.28%	14.02%	27.29%	32.19%	24.40%
毛利 (百万元)	47.82	65.47	92.46	114.97	148.30	184.75
增长率 (YOY)	18.33%	36.91%	41.24%	24.34%	28.99%	24.58%
占总销售额比重	25.49%	29.69%	23.02%	24.32%	23.77%	21.98%
占主营业务利润比重	21.71%	26.85%	28.49%	30.37%	29.65%	26.17%
原料药						
销售收入 (百万元)	0.00	0.00	154.44	177.60	195.36	214.90
增长率 (YOY)	—	—	—	15.00%	10.00%	10.00%
毛利率	0.00%	0.00%	8.56%	11.75%	11.75%	11.75%
销售成本 (百万元)	0.00	0.00	141.21	156.74	172.42	189.66
增长率 (YOY)	—	—	—	11.00%	10.00%	10.00%
毛利 (百万元)	0.00	0.00	13.23	20.86	22.95	25.24
增长率 (YOY)	—	—	—	57.70%	10.00%	10.00%
占总销售额比重	0.00%	0.00%	26.44%	25.65%	21.21%	17.32%
占主营业务利润比重	0.00%	0.00%	4.08%	5.51%	4.59%	3.57%
销售收入小计	285.02	344.45	584.11	692.50	921.18	1240.46
销售成本小计	64.75	100.62	259.61	313.95	420.93	534.39
毛利	220.26	243.83	324.50	378.55	500.25	706.07
平均毛利率	77.28%	70.79%	55.55%	54.66%	54.31%	56.92%

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)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	285	346	588	692	921	1,240	货币资金	118	1,182	897	1,090	1,180	1,409
营业成本	-65	-101	-260	-314	-421	-534	存货	37	65	112	138	185	234
毛利	221	245	327	379	500	706	流动资产	255	1,368	1,309	1,505	1,729	2,119
营业税金及附加	-1	-1	-4	-3	-4	-5	长期投资	16	39	20	-8	-8	-8
营业费用	-93	-100	-139	-149	-166	-223	%总资产	27.8%	11.1%	13.2%	15.5%	15.7%	13.9%
管理费用	-25	-39	-62	-83	-101	-124	非流动资产	160	254	362	413	430	444
息税前利润 (EBIT)	101	105	122	144	229	354	资产总计	415	1,622	1,671	1,918	2,159	2,563
财务费用	1	2	25	21	17	13	应付款项	87	95	104	227	299	383
资产减值损失	-2	-2	-4	-3	-3	-2	流动负债	150	184	153	306	326	416
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	162	244	365	普通股股东权益	206	1,353	1,393	1,525	1,740	2,033
营业外收支	1	15	6	16	16	5	负债股东权益合计	415	1,622	1,671	1,918	2,159	2,563
税前利润	101	119	150	179	260	370							
所得税	-13	-19	-22	-27	-39	-56	每股收益 (元)	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	88	100	128	152	221	315	每股净资产 (元)	3.716	18.249	9.393	7.910	9.027	10.547
少数股东损益	27	18	14	6	5	22	每股经营现金净流 (元)	1.163	1.521	0.609	1.490	0.910	1.384
归属于母公司的净利润	62	83	114	145	215	293	回报率						
							净资产收益率	29.80%	6.10%	8.19%	9.53%	12.38%	14.41%
							总资产收益率	14.82%	5.09%	6.83%	7.41%	9.78%	11.24%
							投入资本收益率	57.64%	30.67%	16.98%	22.13%	28.56%	39.14%
							增长率						
							营业总收入增长率	27.31%	21.12%	70.05%	17.83%	33.02%	34.66%
							EBIT增长率	38.75%	3.61%	16.25%	17.99%	59.55%	54.20%
							净利润增长率	41.96%	34.21%	38.23%	27.38%	48.23%	36.03%
							总资产增长率	23.86%	290.84%	3.01%	14.75%	12.56%	18.76%
							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	124.1	104.9	79.8
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-33.02%	-77.11%	-57.60%	-66.70%	-63.62%	-64.96%
							EBIT利息保障倍数	-202.3	-55.2	-4.9	-6.8	-13.5	-27.3
							资产负债率	39.18%	12.06%	10.48%	16.70%	15.80%	16.80%

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	6	5	22
非现金支出	10	12	26	27	30	31
非经营收益	0	4	-2	-16	-16	-6
营运资金变动	-34	-4	-62	125	-59	-73
经营活动现金净流	65	113	90	294	181	288
资本开支	31	48	185	87	28	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	-58	-28	-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	200	95	251

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。