业绩符合预期，2013 年看新产品推出和产能释放

瑞普生物（300119.SZ）

推荐 首次评级

投资要点:

1. 事件

公司披露了 2012 年年报。2012 年全年公司实现营业收入 6.56 亿元，同比增长了 11.69%，实现归属于上市公司股东净利润 1.44 亿元，同比增长了 26.28%，EPS 为 0.75 元，基本符合市场预期。其中第四季度实现营业收入 1.87 亿元，同比增长了 12.58%，环比三季度增长了 23.46%，归属于母公司净利润为 5248.69 万元，同比增长 78.59%，环比三季度大幅增长了 109.85%，EPS 为 0.27 元。分红预案为每股派发股息 0.25 元（含税）。同时公司公告 2013 年一季度业绩预告，预计净利润较上年同期增长 10%-20%。

2. 我们的分析与判断

（一）、畜用活疫苗和药物制剂销量大幅增加

公司 2012 年畜用活疫苗销量大幅增长了 54.34%，主要是由于子公司瑞普保定的募投项目猪瘟活疫苗达产后，销量大幅增长，而畜用灭活疫苗的猪蓝耳主要是政府招标苗，价格竞争激烈，公司主动减少了这一部分的销量，使得畜用灭活疫苗的收入较去年大幅减少了 61.72%。禽用疫苗在去年禽类养殖行业不景气的情况下，仍然保持 17%平稳的增长，其中公司的重点产品优瑞康和新支妥实现了单产品销售额超过 5000 万的收入。药物制剂方面，公司 2012 年销量增长了 59.02%，主要是新产品动物专用第四代头孢类药物倍诺林的推出在市场放量，同时公司在提供动物保健一体化解决方案的营销模式下，较好的带动了药物制剂的销售。

（二）、夯实研发底蕴 营销模式变革见效益

公司贯彻“研发驱动业绩”的战略。于年初设立的瑞普生物研究院，下设生物制品、药物制剂、生化药物及动物疫病诊断研究四个分中心，实现了研发资源整合，建立了以“平台建设为基础、项目管理为核心”的研发管理机制；年内与多家科研院所及国际机构开展项目开发合作和合作实验室建设，经过多年努力瑞普天津和瑞普保定公司在相应主管部门的大力支持下分别被批复设立了“院士工作站”，这将推动公司与行业内高端专家展开更为密切的技术合作，加速新技术、新产品的产业化。公司 2012 年研发投入金额达到了 5160.4 万元，同比增长了 59.33%，占主营业务收入的比重为 7.86%，较去年增加了 2.35 个百分点。公司上市以后，对研发费用的投入保持了平均 50%左右的增速，可见公司对研发的重视。

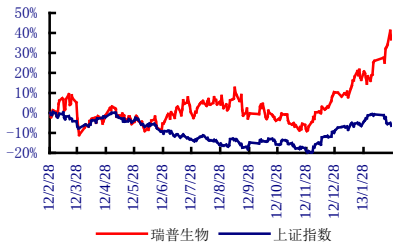
销售方面：瑞普发展已经历经四次营销变革，在行业内率先实施“专家式服务、顾问式营销”的技术服务营销模式，在 2011 年建立“四纵四横”的矩阵式营销新模式，在 2012 年设立动物疫病诊断研究服务中心，建立以动物疫病研究为基础、动物疫病监测为手段、集“动物疫病防控、疫病治疗、生物安全净化、动物健康养殖”四位一体的技术服务新模式，并筹建动物健康养殖技术服务平台，探索“技术服务产业化”新模式。

分析师： 吴 立
☎：010-83574546
✉：wuli@chinastock.com.cn
执业证书编号：S0130512090001

特此鸣谢
张婧 010-6656 8757
(zhangjing_yj@chinastock.com.cn)
对本报告的编制提供信息

市场数据	时间 2013.2.28
A 股收盘价(元)	23.14
A 股一年内最高价(元)	24.36
A 股一年内最低价(元)	15.35
上证指数	2365.59
市净率	3.25
总股本（万股）	19278.48
实际流通 A 股（万股）	7369.31
限售的流通 A 股（万股）	11909.17
流通 A 股市值(亿元)	17.3

相对指数表现图



资料来源：中国银河证券研究部

相关研究

2012.11.20《瑞普生物调研纪要》

2012 年公司在营业收入增长 11.69%的情况下，销售费用较去年下降了 1.15%，销售费用率由去年的 23.5%下降至 20.88%，下降了 2.71 个百分点，这表明公司“四纵四横”的矩阵式营销新模式取得了较好的效果。

（三）、完善产品线 拓展新业务

公司上市之前一半以上的利润主要来源于禽类疫苗和制剂，但从国内和国际的兽药市场来看，畜用疫苗和宠物疫苗市场空间更为广阔。因此公司将加大对畜类和宠物兽药产品线的研发和投入，完善公司产品种类。公司目前已经取得猪细小病毒病灭活疫苗和猪圆环病毒 2 型灭活疫苗（ZJ/C 株）的新兽药证书，为公司向畜类市场扩展奠定了基础。公司同时出资 382.5 万元收购了博莱德利 45%的股权，从而拓展宠物业务领域。

（四）、未来将转型为动物保健“一体化解决方案”提供商

瑞普生物目前的产品十分齐全，已经包含了药物制剂、兽用生物制品、饲料添加剂混合饲料、原料药等产品业务。公司已经开始转型为提供动物保护的一体化解决方案，帮助养殖户普及知识，指导他们在动物不同的生长期间的用药情况，并对大型的养殖场随时进行疫病监测。公司会根据客户的不同需求，为其制定个性化解决方案，不但可以解决客户问题，还能促进公司产品的销售。**近几年公司兽药制剂的销量出现大幅的增长，这表明公司“药苗”整合销售取得了较好的效果。**

（五）、2013 年看新产品的推出和产能的释放

2013 年公司在生物制品方面，湖南中岸扩建项目预计上半年即将达产，下半年贡献业绩，届时公司新增年产灭活疫苗（畜苗）3 亿毫升，并将现有活疫苗年生产能力由 900 万瓶，提高至 1500 万瓶。而空港动物疫苗改扩建项目将会在下半年达产，届时将新增年灭活疫苗生产能力 15 亿毫升，活疫苗 300 亿羽份，公司疫苗产能大幅增加 2 倍。兽药制剂方面，公司头孢喹肟注射液和中药制剂车间扩建项目将会达产。此外公司的猪圆环病毒疫苗和猪细小病毒病灭活疫苗等重磅产品也将推出市场，保证了公司 2013 年业绩的大幅增长。

3. 盈利预测和投资建议

我们预计公司 2013-2015 年的 EPS 为 1.00/1.32/1.77 元，对应目前 23.14 元股价额 PE 为 23x/18x/13x。我们认为公司技术和服务领先，未来随着新产品的推出和营销网络的完善，公司业绩将会稳定增长，给予“推荐”投资评级。

表 1: 公司财务报表预测

资产负债表（百万元）	2012	2013E	2014E	2015E	利润表（百万元）	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	702	794	743	821	营业收入	656	837	1125	1546
应收款项	233	206	306	450	营业成本	273	335	451	623
存货净额	126	116	182	254	营业税金及附加	5	5	8	11
其他流动资产	86	145	225	260	销售费用	137	163	219	309
流动资产合计	1147	1261	1456	1785	管理费用	98	120	150	201
固定资产	440	523	580	609	财务费用	(21)	(16)	(12)	(13)
无形资产及其他	146	140	134	127	投资收益	1	1	1	1
投资性房地产	49	49	49	49	资产减值	(6)	(2)	(4)	(4)
长期股权投资	11	11	11	11	其他收入	0	0	0	0
资产总计	1793	1984	2230	2582	营业利润	159	229	305	413
短期借款及	31	20	29	27	营业外净收支	18	10	10	10
应付款项	79	91	122	175	利润总额	178	239	315	423
其他流动负债	43	78	86	121	所得税费用	26	36	47	63
流动负债合计	153	189	237	322	少数股东损益	8	10	13	18
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	144	193	255	342
其他长期负债	53	67	86	107					
长期负债合计	53	67	86	107	**现金流量表（百万元）**	**2012**	**2013E**	**2014E**	**2015E**
负债合计	207	256	322	429	净利润	144	193	255	342
少数股东权益	102	109	115	126	资产减值准备	1	(3)	0	0
股东权益	1484	1619	1792	2026	折旧摊销	28	46	56	64
负债和股东权益总计	1793	1984	2230	2582	公允价值变动损失	6	2	4	4
					财务费用	(21)	(16)	(12)	(13)
关键财务与估值指标	**2012**	**2013E**	**2014E**	**2015E**	营运资本变动	(20)	34	(188)	(142)
每股收益	0.75	1.00	1.32	1.77	其它	4	10	6	11
每股红利	0.24	0.30	0.42	0.56	经营活动现金流	163	282	133	279
每股净资产	7.70	8.40	9.30	10.51	资本开支	(238)	(121)	(111)	(91)
ROIC	8%	14%	20%	24%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	10%	12%	14%	17%	投资活动现金流	(229)	(121)	(111)	(91)
毛利率	58%	60%	60%	60%	权益性融资	22	0	0	0
EBIT Margin	22%	25%	26%	26%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	26%	31%	31%	30%	支付股利、利息	(47)	(58)	(82)	(108)
收入增长	12%	28%	34%	37%	其它融资现金流	(56)	(11)	9	(2)
净利润增长率	26%	34%	32%	34%	融资活动现金流	(128)	(69)	(73)	(110)
资产负债率	17%	18%	20%	22%	现金净变动	(194)	92	(51)	78
息率	1.1%	1.3%	1.8%	2.4%	货币资金的期初余额	897	702	794	743
P/E	31.0	23.2	17.5	13.1	货币资金的期末余额	702	794	743	821
P/B	3.0	2.8	2.5	2.2	企业自由现金流	(109)	140	9	173
EV/EBITDA	27.4	18.2	13.6	10.5	权益自由现金流	(165)	143	28	183

资料来源：中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6－12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6－12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6－12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%－20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6－12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6－12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

吴立，农林牧渔行业分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

吴立，农林牧渔行业分析师。2007 年毕业于中央财经大学，硕士学位，2007 年－2010 年于中粮集团从事农产品期货交易、研发工作。2010 至今从事农林牧渔行业研究。2012 年同时入围金牛奖、水晶球奖、新财富最佳分析师评选。

覆盖股票范围：

A 股：新希望（000876.SZ）、正邦科技（002157.SZ）、大北农（002385.SZ）、中粮屯河（600737.SH）、中粮生化（000930.SZ）、大康牧业（002505.SZ）、大华农（300186.SZ）等

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20257811 hetingting@chinastock.com.cn

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn