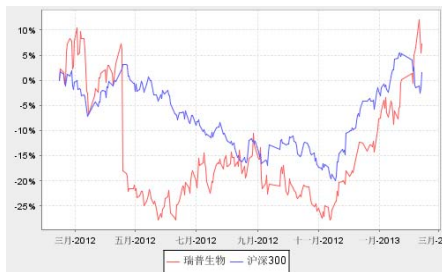


瑞普生物(300119.SZ)
**下半年新产品放量和产能释放，业绩逐季
环比提升**

评级: 买入 **前次: 买入**
目标价(元): 31.20
 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
 2013年3月1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)	23.14
市值(百万元)	4461.04
流通市值(百万元)	2534.71

股价与行业-市场走势对比

业绩预测

指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	587.71	656.39	786.73	964.38	1,158.63
营业收入增速	70.05%	11.69%	19.86%	22.58%	20.14%
净利润增长率	38.23%	26.28%	39.80%	38.95%	28.89%
摊薄每股收益(元)	0.77	0.75	1.04	1.45	1.87
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)	25.10	25.29	22.15	15.94	12.37
PEG	0.66	0.96	0.56	0.41	0.43
每股净资产(元)	9.39	7.70	8.74	10.20	12.07
每股现金流量	0.00	0.00	1.82	1.39	1.81
净资产收益率	8.19%	9.71%	11.95%	14.24%	15.51%
市净率	2.06	2.45	2.65	2.27	1.92
总股本(百万股)	148.30	192.78	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 年年报，公司 2012 年实现营业收入 6.56 亿元，同比增长 11.69%，实现归属于上市公司股东净利润 1.44 亿元，同比增长 26.28%，折合 EPS0.75 元，符合预期。分红预案为每 10 股派发 2.5 元现金(含税)。同时，公司公布 1 季度业绩预告，净利润同比增长 10%-20%，盈利约 2719 万元-2966 万元，折合 EPS 约 0.14-0.15 元。**
- 分业务来看，兽用生物制品业务增速较慢，制剂业务维持快速增长。2012 年公司兽用生物制品业务实现营业收入 3.40 亿元，同比增长 10.53%，其中市场苗收入 2.76 亿元，同比增长 15.8%，政府招标苗收入 6323 万元，同比下降 7.84%，综合毛利率 69.1%，同比下滑 2.14ppt；兽用制剂业务实现营业收入 1.85 亿元，同比增长 37.6%，毛利率 68.4%，同比下滑 0.38ppt。**
- 因湖南中岸生产线扩建和政府苗招标价格下滑影响，猪蓝耳灭活苗收入下滑较快，是导致生物制品业务增速放缓的主要原因。2012 年公司畜用灭活疫苗销量仅有 2691 万 ml，下滑 70.07%，收入 1766 万元，下滑 61.72%。我们认为主要原因在于：(1) 湖南中岸生产线扩建导致产能投放不足；(2) 猪蓝耳灭活苗招标价格大幅下滑，部分省份仅有 0.15 元/头份，毛利率偏低，公司主动放弃招标；(3) 目前猪蓝耳弱毒活苗替代灭活苗较为明显，公司尚未拿到活苗政府采购资格，对猪蓝耳疫苗整体业务有一定负面影响。**
- 产品结构提升+“药苗”渠道共享，保证公司兽用制剂业务未来 2-3 年继续保持 30%左右的高速增长。2011 年以来，公司兽用制剂均价由 2010 年的 40 元/千克迅速提升至 90 元/千克，产品结构提升使得制剂业务已连续 3 年保持 30%以上的高速增长。我们认为国内兽药制剂市场依然是一块尚待开发的优质市场，(1) 市场规模较大，目前至少在 300 亿元以上，但大型企业非常少，国内大型兽药企业主要致力于疫苗业务研发和市场开拓，对兽用制剂业务重视程度不足；(2) “速生鸡”事件后，兽用药将逐步规范，**

加速兽药行业的洗牌。我们认为瑞普生物在兽用制剂领域对产品研发的重视和市场开拓已经领先于国内其他大型企业，目前公司兽用制剂销售仅有 1.85 亿元，市场份额不足 1%，未来随着公司“药苗”渠道资源共享进一步完善，公司兽用制剂业务仍有极高的增长潜力。

- **通过内生和外延式双重手段扩充产品线，为中长期业绩稳定增长提供保障。**内生性方面，2012 年公司研发投入 5160.4 万元，占营收的 7.86%，同比增长 59.33%，从投入绝对值来看已经步入行业第一梯队，增速水平遥遥领先于行业平均水平。2012 年公司获得猪细小病毒疫苗批文，2013 年获得鸡马立克疫苗生产批文和猪圆环疫苗新药证书，进一步优化了公司产品结构。目前公司在研禽流感 DNA 疫苗、头孢噻呋游离酸晶体、悬浮培养技术等一批新产品和技术工艺，为公司产品扩充和工艺进步奠定坚实基础。**外延式方面**，公司通过收购股权绝对控股内蒙古大地和赛瑞多肽，在牛羊产品领域已经进入伊利、蒙牛等大型企业的采购目录，取得突破性进展，同时收购北京博莱得利 34% 股权，进一步增强宠物药研发和销售实力。
- **营销渠道进一步优化，大客户聚集战略保证公司分享养殖行业规模化进程红利。**2012 年公司依托领先的监测、诊断服务模式提升单个大客户对公司产品采购金额占比，从我们前期草根调研来看，上述模式对公司既有大客户收入的内生性增长已取得积极成效；同时积极开拓新增大客户，从年报披露来看，公司的牛羊产品已进入伊利、蒙牛的产品采购目录，同时禽类产品进入泰森、福禧等大型养殖企业。此外，2012 年公司建立西南、华南地区营销中心，积极开拓公司非优势市场资源。
- **2013 年公司业绩有望实现逐季环比提升态势。**(1) 从历史规律来看，公司业绩下半年好于上半年；(2) 公司新增加的几个主要产品如猪细小病毒疫苗、鸡马立克疫苗和猪圆环疫苗需要通过半年左右的开拓期，下半年逐步进入放量阶段；(3) 湖南中岸、瑞普天津和空港项目陆续在下半年实现达产，公司产能将于 2013 年下半年集中释放。
- **预计 2013-2015 年 EPS 分别为 1.04/1.45/1.87 元，同比增长 39.80%/38.95%/28.89%，2013 和 2014 年 EPS 分别下调了 0.08/0.07 元，主要原因是我们对生物制品和制剂业务的毛利率水平较此前模型假设作了更为谨慎的假设。**
- **我们认为公司在动物保健领域的营销和技术服务体系处于行业领先水平，同时公司通过内生和外延方式加大产品线扩充力度，我们认为未来公司将充分分享规模化养殖带来的行业增长机会，从而实现稳定的业绩增长，继续维持“买入”评级，目标价 31.2 元，对应 30X2013PE。**

图表 1：瑞普生物前次股权激励方案及行权条件

股权激励方案条件	2010	2011	2012	2013	2014
扣非后利润增速条件		40%	76.63%	137.90%	214.59%
扣非后理论利润（百万元）	70.41	98.58	124.37	167.51	221.52
实际扣非后利润（百万元）	70.41	108.11	126.83	167.51	221.52
总股本（百万股）	192.78	192.78	192.78	192.78	192.78
扣非后EPS（元）	0.37	0.56	0.66	0.87	1.15
行权增长YOY		53.5%	17.3%	32.1%	32.2%
实际归属股东净利润（百万元）	82.54	114.09	144.08	182.51	236.52
实际净利润增速（预测）YOY		38.2%	26.3%	26.7%	29.6%
EPS（元）	0.43	0.59	0.75	0.95	1.23
非经常损益（百万元）	12.13	5.99	17.25	15	15

来源：齐鲁证券研究所

图表 2: 瑞普生物主营业务销售预测表

单位: 人民币百万元

项 目	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
生物制品								
销售收入(百万元)	157.46	212.37	242.17	307.37	339.73	408.32	518.01	644.01
增长率(YOY)	N/A	34.87%	14.03%	26.92%	10.53%	20.19%	26.87%	24.32%
毛利率	78.98%	81.20%	73.65%	71.24%	69.10%	69.18%	69.18%	69.27%
销售成本(百万元)	33.11	39.92	63.80	88.41	104.99	125.85	159.67	197.88
增长率(YOY)	N/A	20.59%	59.82%	38.57%	18.75%	19.87%	26.88%	23.93%
毛利(百万元)	124.36	172.45	178.36	218.96	234.74	282.47	358.34	446.13
增长率(YOY)	N/A	38.67%	3.43%	22.76%	7.21%	20.33%	26.86%	24.50%
占总销售额比重	70.61%	74.51%	70.31%	52.62%	52.00%	51.90%	53.71%	55.58%
占主营业务利润比重	75.47%	78.29%	73.15%	67.47%	61.68%	60.29%	61.18%	62.27%
制剂								
销售收入(百万元)	65.54	72.65	102.28	134.44	184.99	240.12	296.53	351.36
增长率(YOY)	N/A	10.84%	40.80%	31.44%	37.60%	29.80%	23.50%	18.49%
毛利率	61.66%	65.82%	64.01%	68.78%	68.40%	68.53%	68.99%	69.19%
销售成本(百万元)	25.13	24.83	36.82	41.98	58.47	75.56	91.96	108.27
增长率(YOY)	N/A	-1.20%	48.28%	14.02%	39.28%	29.24%	21.70%	17.73%
毛利(百万元)	40.41	47.82	65.47	92.46	126.52	164.55	204.57	243.10
增长率(YOY)	N/A	18.33%	36.91%	41.24%	36.84%	30.06%	24.32%	18.84%
占总销售额比重	29.39%	25.49%	29.69%	23.02%	28.31%	30.52%	30.75%	30.33%
占主营业务利润比重	24.53%	21.71%	26.85%	28.49%	33.25%	35.12%	34.92%	33.93%
原料药								
销售收入(百万元)	0.00	0.00	104.67	154.44	140.53	150.92	162.96	177.24
增长率(YOY)	N/A	—	—	47.54%	-9.00%	7.39%	7.98%	8.76%
毛利率	0.00%	0.00%	11.80%	8.56%	12.69%	12.69%	11.86%	12.74%
销售成本(百万元)	0.00	0.00	92.32	141.21	122.69	131.76	143.63	154.67
增长率(YOY)	N/A	—	—	52.95%	-13.11%	7.39%	9.01%	7.68%
毛利(百万元)	0.00	0.00	12.35	13.23	17.84	19.16	19.33	22.57
增长率(YOY)	N/A	—	—	7.12%	34.87%	7.39%	0.90%	16.76%
占总销售额比重	0.00%	0.00%	30.39%	26.44%	21.51%	19.18%	16.90%	15.30%
占主营业务利润比重	0.00%	0.00%	5.06%	4.08%	4.69%	4.09%	3.30%	3.15%
销售收入小计	223.00	285.02	344.45	584.11	653.35	786.73	964.38	1158.63
销售成本小计	58.24	64.75	100.62	259.61	272.78	318.24	378.64	442.12
毛利	164.76	220.26	243.83	324.50	380.57	468.50	585.74	716.51
平均毛利率	73.88%	77.28%	70.79%	55.55%	58.25%	59.55%	60.74%	61.84%

来源: 齐鲁证券研究所

图表 3: 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)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业总收入	346	588	656	787	964	1,159	货币资金	1,182	897	702	990	1,231	1,555
营业成本	-101	-260	-273	-318	-379	-442	存货	65	112	126	140	166	194
毛利	245	327	383	468	586	717	流动资产	1,368	1,309	1,147	1,443	1,772	2,190
营业税金及附加	-1	-4	-5	-6	-8	-10	长期投资	39	20	11	-17	-17	-17
营业费用	-100	-139	-137	-149	-164	-185	%总资产	11.1%	13.2%	24.5%	24.2%	22.3%	19.3%
管理费用	-39	-62	-98	-102	-106	-116	非流动资产	254	362	647	661	667	670
息税前利润 (EBIT)	105	122	142	210	308	406	资产总计	1,622	1,671	1,793	2,104	2,439	2,860
财务费用	2	25	21	18	17	14	应付账款	95	104	104	235	277	322
资产减值损失	-2	-4	-6	-3	-3	-1	流动负债	184	153	153	257	303	352
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	-1	1	1	1	1	1	其他长期负债	12	22	53	53	53	53
营业利润	104	144	159	226	323	420	普通股股东权益	1,353	1,393	1,484	1,686	1,966	2,326
营业外收支	15	6	18	16	16	16	负债股东权益合计	1,622	1,671	1,793	2,104	2,439	2,860
税前利润	119	150	178	242	339	436							
所得税	-19	-22	-26	-35	-49	-63	每股收益(元)	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	100	128	152	207	290	372	每股净资产(元)	18.249	9.393	7.699	8.744	10.196	12.067
少数股东损益	18	14	8	5	10	12	每股经营现金净流(元)	1.521	0.000	0.000	1.819	1.391	1.813
归属于母公司的净利润	83	114	144	201	280	361	回报率						
							净资产收益率	6.10%	8.19%	9.71%	11.95%	14.24%	15.51%
							总资产收益率	5.09%	6.83%	8.03%	9.57%	11.48%	12.61%
							投入资本收益率	30.67%	16.98%	13.42%	21.91%	30.30%	37.82%
							增长率						
							营业总收入增长率	21.12%	70.05%	11.69%	19.86%	22.58%	20.14%
							EBIT增长率	3.61%	16.25%	16.70%	47.86%	46.37%	31.82%
							净利润增长率	34.21%	38.23%	26.28%	39.80%	38.95%	28.89%
							总资产增长率	290.84%	3.01%	7.31%	17.30%	15.94%	17.28%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	80.7	56.8	81.9	80.0	80.0	80.0
							存货周转天数	185.6	124.1	158.7	160.0	160.0	160.0
							应付账款周转天数	144.3	80.0	95.6	140.0	140.0	140.0
							固定资产周转天数	121.6	108.7	149.3	159.5	138.2	114.6
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-77.11%	-57.60%	-42.32%	-55.19%	-59.11%	-63.33%
							EBIT利息保障倍数	-55.2	-4.9	-6.6	-11.8	-18.5	-29.1
							资产负债率	12.06%	10.48%	11.54%	14.76%	14.60%	14.16%

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。