

2013年03月04日

瑞普生物 (300119.SZ)

静待新产能、新产品投放，2013年高增长可期

——年报&1季报预告点评

■2012年每股收益0.75元，符合预期。公司2012年实现营业收入65,639万元，同比增长11.7%；营业利润15,928万元，同比增长10.9%；归属上市公司股东净利润14,408万元，同比增长26.3%。公司提出2013年业绩指标：主营业务收入与归属上市公司股东净利润同比增速不低于20%。

2012年细分业务情况：兽用制剂业务收入18,499万元，同比增长37.6%；兽用生物制品业务收入33,973万元，同比增长10.5%，其中市场销售疫苗收入27,649万元，同比增长15.8%；招标疫苗收入6,323万元，同比下降7.8%；兽用原料药收入14,055万元，同比下降8.9%。

■公司预告2013年1季度归属上市公司股东净利润2,719-2,966万元，同比增速10%-20%。预计受新产能和新产品投放节奏的影响，公司2013年业绩增速将呈前低后高态势：1)公司目前可年产灭活疫苗18亿ml、活疫苗120亿羽(头)份，疫苗生产线产能利用率处于较高水平。2013年8月底瑞普生物动物疫苗扩建项目、湖南中岸疫苗车间扩建项目将建成投产，灭活疫苗和活疫苗生产能力将分别增加1倍和2.8倍，可满足未来2-3年的发展需求。2)兽用制剂方面，瑞普天津动物用头孢喹肟注射液和中药制剂扩建项目计划于2013年5月底全部投产；3)此外，猪圆环、猪流行性腹泻疫苗等新产品也有望于2013年下半年获得生产批号并推向市场。

■兽药行业景气向好，市场竞争进入规模化、专业化阶段，看好公司长期成长前景。受规模养殖带来的免疫覆盖率上升，近年来中国兽药行业保持15%-20%的快速增长，2012年兽药行业总收入达到400亿元以上。兽药市场竞争已进入规模化、专业化阶段，大部分中小企业由于无专业服务能力和无自主技术创新能力逐步被市场淘汰，资源向实力强大的大企业集聚。公司作为国内市场化销售比例最高的兽药企业(2012年政府采购占比不到10%)，拥有强大的研发、营销和服务实力，将充分受益于中国兽药市场的高速成长。公司2012年兽药收入6.56亿元，市场占有率不到2%；计划2015年兽药收入30亿元，市场占有率上升至4%，综合实力有望挺进行业第一。

■维持买入-A评级。预计公司2013-2015年每股收益分别为1.04、1.39和1.82元，维持买入-A评级，12个月目标价28元。

■风险提示：下游养殖行业波动风险。

摘要(万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	58,771.3	65,639.4	82,892.5	106,243.8	137,381.5
净利润	11,409.5	14,407.9	20,131.6	26,773.7	35,050.5
每股收益(元)	0.59	0.75	1.04	1.39	1.82
每股净资产(元)	7.23	7.70	8.43	9.40	10.68

盈利和估值	2011	2012	2013E	2014E	2015E
市盈率(倍)	39.2	31.1	22.2	16.7	12.8
市净率(倍)	3.2	3.0	2.8	2.5	2.2
净利润率	19.4%	22.0%	24.3%	25.2%	25.5%
净资产收益率	8.6%	9.6%	11.7%	14.0%	16.2%
股息收益率	1.0%	0.0%	1.3%	1.8%	2.3%
ROIC	31.3%	18.6%	19.0%	23.5%	32.9%

数据来源：Wind资讯，安信证券研究中心预测

公司快报

证券研究报告

生物医药III

投资评级

买入-A

维持评级

12个月目标价

28.00元

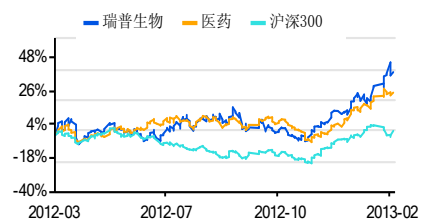
股价(2013-03-01)

23.22元

交易数据

总市值(百万元)	4,476.46
流通市值(百万元)	1,676.12
总股本(百万股)	192.78
流通股本(百万股)	72.18
12个月价格区间	15.60/24.20元
十大股东(%)	71.45%

股价表现



资料来源：Wind资讯

	%	1M	3M	12M
相对收益	17.16	20.40	6.20	
绝对收益	14.44	45.13	7.55	

吴莉

分析师

SAC执业证书编号：S1450511020019
wuli@essence.com.cn
010-66581623

相关报告

《瑞普生物：新产品猪圆环疫苗获新兽药证书》	2013-02-20
《2012年业绩预增20%-30%，超市市场预期》	2013-01-21
《兽药龙头，站在新一轮增长的起点》	2012-12-26

表 1: 公司在建项目投产计划

	投资(万元)	投产时间	建设内容	达产后经济效益
瑞普生物动物疫苗扩建项目	23,727	2013年8月31日	生产13种禽用疫苗产品,同时可生产用于提升动物免疫能力的转移因子、抗体系列产品。可年产灭活疫苗15亿毫升,活疫苗300亿羽份,年产转移因子口服液15亿毫升,年产卵黄抗体3亿毫升。	年销售收入约82000万元,年利润总额25100万元,所得税后年净利润约21300万元。
向湖南中岸生物药业有限公司增资用于扩建活疫苗车间、新建灭活疫苗车间	4,000	2013年8月31日	可形成年产灭活疫苗3亿ml,并将现有活疫苗年生产能力由900万瓶提高至1500万瓶。	年销售收入达45000万元,年利润总额12681万元,年净利润10779万元。
瑞普天津动物用头孢唑肟注射液和中药制剂扩建项目	7,015	2012年5月31日	生产硫酸头孢唑肟注射液(倍诺林)和紫花诃子散、翘叶清瘀散、黄芪多糖注射液、陈柏止咳颗粒、麻杏石甘颗粒、常青颗粒6种中药制剂。	头孢唑肟注射液、紫花诃子散、翘叶清瘀散年销售收入分别为9,600、1,000和1000万元,年利润总额2,876万元。
向湖北龙翔药业有限公司增资用于建设沃尼妙林和氟苯尼考生产线	1,800	2013年12月31日	年产5吨盐酸沃尼妙林原料药,年产20吨氟苯尼考原料药	年产5吨盐酸沃尼妙林,可产生销售收入3000万元,净利润1100万元;年产20吨氟苯尼考,可产生收入1700万元,净利润320万元。

资料来源:公司公告、安信证券研究中心

财务报表预测和估值数据汇总(2013年03月01日)

利润表						财务指标					
(万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E	(万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	58,771.3	65,639.4	82,892.5	106,243.8	137,381.5	成长性					
减:营业成本	26,042.8	27,326.0	33,540.6	41,689.9	52,354.0	营业收入增长率	70.0%	11.7%	26.3%	28.2%	29.3%
营业税费	438.5	541.2	596.1	764.1	988.0	营业利润增长率	38.4%	10.9%	39.0%	35.1%	32.4%
销售费用	13,864.4	13,704.8	16,910.1	21,248.8	27,476.3	净利润增长率	38.2%	26.3%	39.7%	33.0%	30.9%
管理费用	6,238.8	9,845.4	11,605.0	14,342.9	18,546.5	EBITDA 增长率	25.7%	18.1%	36.7%	35.0%	32.0%
财务费用	-2,465.8	-2,149.4	-1,905.0	-1,716.0	-1,578.0	EBIT 增长率	16.8%	15.8%	46.9%	39.3%	34.8%
资产减值损失	410.9	555.1	-	-	-	NOPLAT 增长率	18.6%	15.4%	47.3%	39.3%	34.8%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	93.6%	44.5%	12.8%	-3.9%	0.8%
投资和汇兑收益	124.6	111.8	-	-	-	净资产增长率	4.9%	6.0%	8.9%	10.9%	12.8%
营业利润	14,366.4	15,928.0	22,145.8	29,914.2	39,594.8	利润率					
加:营业外净收支	614.5	1,848.1	1,400.0	1,400.0	1,400.0	毛利率	55.7%	58.4%	59.5%	60.8%	61.9%
利润总额	14,980.9	17,776.0	23,545.8	31,314.2	40,994.8	营业利润率	24.4%	24.3%	26.7%	28.2%	28.8%
减:所得税	2,162.4	2,615.5	3,414.1	4,540.6	5,944.2	净利润率	19.4%	22.0%	24.3%	25.2%	25.5%
净利润	11,409.5	14,407.9	20,131.6	26,773.7	35,050.5	EBITDA/营业收入	23.9%	25.3%	27.4%	28.9%	29.5%
						EBIT/营业收入	20.2%	21.0%	24.4%	26.5%	27.7%
资产负债表						运营效率					
	2011	2012	2013E	2014E	2015E	固定资产周转天数	107	147	137	101	73
货币资金	89,672.9	70,229.2	144,788.5	102,387.4	201,215.8	流动营业资本周转天数	116	169	165	147	117
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	820	674	696	626	573
应收账款	12,432.8	23,034.4	21,755.2	35,651.8	38,580.0	应收账款周转天数	65	97	97	97	97
应收票据	205.0	225.5	406.9	268.0	672.6	存货周转天数	54	65	63	61	60
预付帐款	15,880.5	5,863.4	20,825.5	3,474.2	5,251.5	总资产周转天数	1,009	950	971	832	726
存货	11,201.6	12,562.9	16,606.2	19,650.0	25,880.4	投资资本周转天数	293	423	421	341	260
其他流动资产	1,532.6	2,761.1	1,541.9	1,945.2	2,082.7	投资回报率					
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	ROE	8.6%	9.6%	11.7%	14.0%	16.2%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	7.7%	8.5%	7.5%	12.0%	10.6%
长期股权投资	2,043.1	1,128.9	1,128.9	1,128.9	1,128.9	ROIC	31.3%	18.6%	19.0%	23.5%	32.9%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	21,246.7	32,465.3	30,629.8	28,794.3	26,958.8	销售费用率	23.6%	20.9%	20.4%	20.0%	20.0%
在建工程	872.1	11,554.1	11,554.1	11,554.1	11,554.1	管理费用率	10.6%	15.0%	14.0%	13.5%	13.5%
无形资产	11,546.8	19,022.0	18,384.4	17,746.8	17,109.2	财务费用率	-4.2%	-3.3%	-2.3%	-1.6%	-1.1%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	30.0%	32.6%	32.1%	31.9%	32.4%
资产总额	167,117.7	179,330.7	268,019.8	223,053.5	330,863.9	偿债能力					
短期债务	3,500.0	3,100.0	75,000.0	10,000.0	85,000.0	资产负债率	10.5%	11.5%	35.6%	14.2%	34.7%
应付帐款	8,735.2	9,262.5	12,828.3	14,629.8	19,852.0	负债权益比	11.7%	13.0%	55.2%	16.5%	53.2%
应付票据	300.0	237.0	1,109.7	227.6	1,375.9	流动比率	8.55	7.47	2.23	5.81	2.47
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	7.81	6.65	2.05	5.11	2.23
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-4.83	-6.41	-10.63	-16.43	-24.09
其他非流动负债	-	-	-	-	-	分红指标					
负债总额	17,511.9	20,698.7	95,295.7	31,587.7	114,862.8	DPS(元)	0.23	-	0.31	0.42	0.55
少数股东权益	10,312.5	10,199.6	10,199.6	10,199.6	10,199.6	分红比率	39.0%	0.0%	30.0%	30.0%	30.0%
股本	14,829.6	19,278.5	19,278.5	19,278.5	19,278.5	股息收益率	1.0%	0.0%	1.3%	1.8%	2.3%
留存收益	124,463.6	129,153.9	143,246.0	161,987.6	186,523.0						
股东权益	149,605.7	158,632.0	172,724.2	191,465.7	216,001.1						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2011	2012	2013E	2014E	2015E	EPS(元)	0.59	0.75	1.04	1.39	1.82
净利润	12,818.4	15,160.5	20,131.6	26,773.7	35,050.5	BVPS(元)	7.23	7.70	8.43	9.40	10.68
加:折旧和摊销	2,169.0	2,836.2	2,473.1	2,473.1	2,473.1	PE(X)	39.2	31.1	22.2	16.7	12.8
资产减值准备	410.9	555.1	-	-	-	PB(X)	3.2	3.0	2.8	2.5	2.2
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/FCF	-18.8	-31.8	5.6	-13.0	4.1
财务费用	245.8	268.2	-1,905.0	-1,716.0	-1,578.0	P/S	7.6	6.8	5.4	4.2	3.3
投资损失	-124.6	-111.8	-	-	-	EV/EBITDA	14.9	18.5	17.1	11.9	8.4
少数股东损益	1,409.0	752.6	-	-	-	CAGR(%)	27.8%	32.2%	26.1%	27.8%	32.2%
营运资金的变动	-5,989.5	-8,562.8	-14,039.2	1,473.1	-3,194.9	PEG	1.4	1.0	0.9	0.6	0.4
经营活动产生现金流量	9,028.6	8,991.8	6,660.5	29,003.8	32,750.8	ROIC/WACC	2.7	1.6	1.6	2.0	2.8
投资活动产生现金流量	-20,335.1	-25,737.6	-	-	-	REP	1.3	2.1	2.3	1.9	1.2
融资活动产生现金流量	-17,325.0	-2,850.4	67,898.8	-71,405.0	66,077.7						

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

吴莉声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	张勤	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	黄方禅	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	潘冬亮	010-59113590	pandl@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200123

北京市

地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034

