

瑞普生物(300119.SZ)

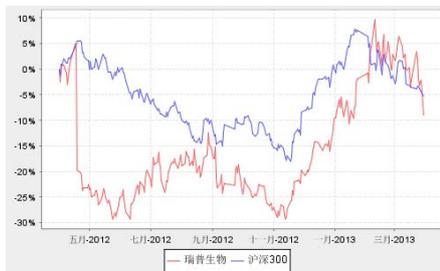
禽流感疫情事件冲击提供长期买入良机

评级: 买入 **前次:** 买入
目标价(元): 31.2
 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4月16日

基本状况

| | |
|-----------|---------|
| 总股本(百万股) | 193.95 |
| 流通股本(百万股) | 110.70 |
| 市价(元) | 21.58 |
| 市值(百万元) | 4185.37 |
| 流通市值(百万元) | 2388.90 |

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 | 19.31 | 13.89 | 10.78 |
| PEG | 0.66 | 0.96 | 0.49 | 0.36 | 0.37 |
| 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 | 2.31 | 1.98 | 1.67 |
| 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

- **事件:** 4月15日瑞普生物股价大跌7%，收盘价20.07元，而兽药板块其他个股表现相对平稳。
- 我们认为公司股价出现异动的主要原因与河南和北京等北方地区出现禽流感(H7N9)疫情有关，由于公司1/3业务集中于华北和河南地区，以禽类药苗为主，市场担忧北京地区出现禽流感疫情可能导致华北地区禽类扑杀，并且禽肉类需求下滑进一步导致禽类存栏下降，影响公司整体禽类药苗销售。
- 我们了解下来的情况，公司经营状况一切正常，从公司经营业务区域构成和品类构成来看，市场可能过度解读了禽流感疫情对公司经营业务的影响。(1)根据2012年年报，公司在华北和河南区域销售占比31%，并非市场想象之高；(2)随着倍诺林等畜用产品推出，公司禽类药苗在公司整体营收占比呈下降趋势；(3)公司禽类产品90%用于白羽肉鸡和蛋鸡，目前活禽交易主要以黄羽肉鸡为主，从存栏影响来看，禽类消费下降，将导致白羽肉鸡散养户出现暂时的补栏观望情绪，但蛋鸡养殖周期较长，存栏具有较强的刚性特征，因此理论上养殖行业暂时的存栏下降并无市场预期之悲观。
- 去年3季度以来公司致力于大客户开拓，目前大客户销售收入占比已经过半，公司受养殖周期波动的影响正逐步减弱。从渠道构成来看，如果把网络经销商中的大客户考虑在内，公司大客户销售收入占比已经达到60%，政府采购占比10%，纯粹的散养户占比约为30%。去年以来公司先后与泰森、福禧等达成战略合作协议，并成为蒙牛、伊利的中兽药供应商，公司聚焦大客户的直销模式保证公司受养殖周期波动的影响逐步减弱，公司业绩将与大客户规模实现同步稳定增长。
- 我们从三个方面来解读公司2013年的业绩增长：(1)瑞普保定于2012年下半年并表，按2012年瑞普保定6620万净利润测算，2013年较2012年将新增830万左右的并表收益。(2)渠道方面，公司2012

年底与泰森、福禧等大客户达成战略合作协议，将保证公司既有老产品的稳定增长；(3) 公司倍诺林继续保持高速增长态势，猪细小病毒疫苗、鸡马立克疫苗和猪圆环病毒疫苗等新品种成为 2013 年新的利润增长点。

- 我们看好瑞普生物的理由在于其经营模式契合了规模养殖过程中兽药企业增长应具备的三大核心要素。第一、产品线的多样性；第二、生产工艺提升保证产品质量；第三、适应规模化养殖的大客户技术服务销售模式。目前公司产品线从禽类核心产品向畜用产品扩充，在整个免疫治疗流程中，中兽药和治疗类化药产品不断完善；从渠道建设上，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，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。
- 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%，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: 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) | | | | | | |
|-----------------------|-------|------|------|-------|-------|-------|---------------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | 2010 | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E | | 2010 | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
| 营业收入 | 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 | 应付款项 | 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 | | 1.113 | 0.769 | 0.747 | 1.045 | 1.452 | 1.871 |
| 少数股东损益 | 18 | 14 | 8 | 5 | 10 | 12 | 每股净资产 (元) | 18.249 | 9.393 | 7.699 | 8.744 | 10.196 | 12.067 |
| 归属于母公司的净利润 | 83 | 114 | 144 | 201 | 280 | 361 | 每股经营现金净流 (元) | 1.521 | 0.000 | 0.000 | 1.819 | 1.391 | 1.813 |
| | | | | | | | 回报率 | | | | | | |
| 现金流量表 (人民币百万元) | | | | | | | 净资产收益率 | 6.10% | 8.19% | 9.71% | 11.95% | 14.24% | 15.51% |
| 净利润 | 100 | 0 | 0 | 207 | 290 | 372 | 总资产收益率 | 5.09% | 6.83% | 8.03% | 9.57% | 11.48% | 12.61% |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 5 | 10 | 12 | 投入资本收益率 | 30.67% | 16.98% | 13.42% | 21.91% | 30.30% | 37.82% |
| 非现金支出 | 12 | 0 | 0 | 38 | 41 | 41 | 增长率 | | | | | | |
| 非经营收益 | 4 | 0 | 0 | -16 | -17 | -17 | 营业收入增长率 | 21.12% | 70.05% | 11.69% | 19.86% | 22.58% | 20.14% |
| 营运资金变动 | -4 | 0 | 0 | 122 | -45 | -46 | EBIT增长率 | 3.61% | 16.25% | 16.70% | 47.86% | 46.37% | 31.82% |
| 经营活动现金净流 | 113 | 0 | 0 | 356 | 278 | 361 | 净利润增长率 | 34.21% | 38.23% | 26.28% | 39.80% | 38.95% | 28.89% |
| 资本开支 | 48 | 185 | 167 | 61 | 28 | 27 | 总资产增长率 | 290.84% | 3.01% | 7.31% | 17.30% | 15.94% | 17.28% |
| 投资 | -73 | -18 | -90 | 28 | 0 | 0 | 资产管理能力 | | | | | | |
| 其他 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 1 | 应收账款周转天数 | 80.7 | 56.8 | 81.9 | 80.0 | 80.0 | 80.0 |
| 投资活动现金净流 | -121 | -203 | -257 | -32 | -27 | -26 | 存货周转天数 | 185.6 | 124.1 | 158.7 | 160.0 | 160.0 | 160.0 |
| 股权募资 | 1,065 | 0 | 22 | 0 | 0 | 0 | 应付账款周转天数 | 144.3 | 80.0 | 95.6 | 140.0 | 140.0 | 140.0 |
| 债权募资 | 29 | -64 | -4 | -31 | 0 | 0 | 固定资产周转天数 | 121.6 | 108.7 | 149.3 | 159.5 | 138.2 | 114.6 |
| 其他 | -21 | -109 | -47 | -1 | 0 | 0 | 偿债能力 | | | | | | |
| 筹资活动现金净流 | 1,072 | -173 | -29 | -32 | 0 | 0 | 净负债/股东权益 | -77.11% | -57.60% | -42.32% | -55.19% | -59.11% | -63.33% |
| 现金净流量 | 1,064 | -377 | -286 | 293 | 251 | 335 | 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: 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。