

猪圆环疫苗即将上市，增强公司业绩高速增长信心

瑞普生物 (300119.SZ)

推荐 维持评级

投资要点:

1. 事件

近期我们参加了公司在武汉召开的家禽健康养殖与食品安全研讨会并出席了公司新品-猪圆环疫苗上市新闻发布会。

2. 我们的分析与判断

(一)、猪圆环病毒——猪业中的“艾滋病”

猪圆环病毒是全球公认的危害养猪业的重要疫病，也是困扰我国养猪业的三大疫病之一，被业内称为猪的“艾滋病”。

(1) 猪圆环病毒危害极大，是导致猪断奶后多系统衰竭综合症 (PMWS) 的主要病原。猪感染猪圆环病毒后，将会抑制猪体对猪瘟疫苗、猪伪狂犬病疫苗的应答，导致免疫失败。另外，一旦感染，感染率达到 50% 以上，死亡率达到 40% 以上，并且感染后，猪的免疫系统会完全被破坏，增强对其他病原体的感染几率。猪如果单一患蓝耳病，其实并没有多大影响，不会致命，但是如果猪本身再感染猪圆环病毒，那么就会引发难以控制的严重疾病，死亡机率大大增加。

(2) 近几年来 猪圆环病毒感染率和发病率呈逐年上升趋势。现在大中型规模化养殖场越来越重视猪圆环病毒的防控，疫苗市场空间十分广阔，潜在市场规模不亚于猪用口蹄疫疫苗市场规模。

(二)、猪圆环疫苗市场空间近 30 亿！

猪圆环病毒疫苗目前尚未纳入政府招标采购体系，属于市场销售疫苗。据我们草根调研时了解到，业内专家预计猪圆环疫苗市场潜在规模近 30 亿元人民币。

2012 年猪圆环病毒疫苗市场规模约有 6 亿，未来还有 5 倍成长空间！国内 6 家猪圆环疫苗生产商销售额近 3 亿，主要企业包括上海海利、南农高科、洛阳普莱柯等。国外 2 家动保企业（勃林格和梅利亚）销售额 3 亿。

据养殖企业反映，国内猪圆环疫苗生产商免疫效果一般，没有国外进口疫苗效果好，因此，大的企业倾向于用进口疫苗。

目前全球卖的最好的是勃林格生产的猪圆环疫苗，29 元/头份，免疫对象为 3 周龄仔猪，免疫次数为 1 次。梅利亚的猪圆环疫苗定价为 69 元/头份，免疫对象为能繁母猪，1 胎 2 次。梅利亚疫苗经销商认为猪圆环病毒有很高的感染压力，并且如果母猪带有病毒的话，从胚胎到仔猪都会带病毒，如果免疫母猪的话，仔猪就会得到母源抗体的保护。国产猪圆环病毒疫苗价格约 10 元/头份以内，免疫对象均为仔猪（上海海利猪圆环疫苗零售价为 5 元/头份）。

据称与瑞普生物一起过农业部审批的浙江诺倍威公司近期将猪圆环疫苗定价为 12 元/头份。

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

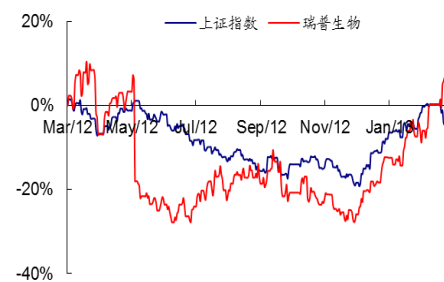
(zhangjing_yj@chinastock.com.cn)

对本报告的编制提供信息

市场数据 时间 2013.5.24

| | |
|---------------|----------|
| A 股收盘价(元) | 22.95 |
| 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 | 2288 |
| 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) | 16.8 |

相对指数表现图



资料来源：中国银河证券研究部

相关研究

2013.3.10 《瑞普生物 (300119) 深度报告：“动保解决方案提供商”雏形乍现》

2013.2.28 《瑞普生物 (300119) 2010 年年报点评：业绩符合预期，2013 年看新产品推出和产能释放》

2012.11.20 《瑞普生物调研纪要》

(三)、瑞普生物猪圆环疫苗的优势与销售预测

(1) 国际上首个以抗感染为评价标准的 PCV2 疫苗：最标准，最准确。(2) 优选中国流行毒株：核酸突变株；b 基因型。(3) 抗原含量标准最高。(4) 复合抗原技术：抗原谱广、抗原含量高。(5) 先进的灭活与乳化工艺：无残留，应用进口水溶性佐剂。(6) 免疫保护力产生最早，持续期最长：免疫保护力产生于 21 天，早于同类产品 1-2 周；持续期达 4 个月以上。

(7) 仔猪 1 次免疫，保全程；种猪 3 次免疫，保无忧。(8) 免疫和监测一体化：瑞普生物拥有国内唯一获得兽药生产批准文号的“猪圆环病毒 2-dCap-ELISA 抗体检测试剂盒”（锐捷），可提供准确的疫苗免疫和抗体监测一体化服务。

预计瑞普生物猪圆环病毒疫苗将于 2013 年第三季度上市，以公司强大的营销服务能力，保守预计公司 2013 年猪圆环疫苗销售 500 万头份，据称与瑞普生物一起过农业部审批的浙江诺信威公司近期将猪圆环疫苗定价为 12 元/头份。我们以 12 元/头份来计算，预计 2013 年猪圆环疫苗销售额达 6000 万元，以 75% 毛利率来算，猪圆环疫苗单品将为公司贡献毛利 4500 万元，以 40% 净利率来算，预计贡献净利润 2400 万元，贡献 EPS0.12 元。

3. 盈利预测和投资建议

我们预计公司 2013-2015 年的 EPS 为 1.02/1.32/1.77 元，对应目前 22.9 元股价 PE 为 23x/17x/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，公司业绩将会持续稳定增长，给予“推荐”投资评级，建议投资者积极关注！

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 | 1.02 | 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接受任何形式的补偿。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。2012 年首次参选同时入围金牛奖、水晶球奖、新财富最佳分析师评选。

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 年至今从事农林牧渔行业研究。

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