

评级：强烈推荐（首次评级）**农林牧渔****公司事件点评**

证券研究报告

分析师 赵吉龙 S1080513010001

电话：0755-83026580

邮件：zhaojilong@fcsc.cn

瑞普生物(300119)：市场渗透率保守预计10%，猪圆环病毒疫苗市场规模即达14亿

事件：公司猪圆环病毒疫苗获得新兽药注册证书后，正经历中检所（中国药品生物制品检定所）总计3批的试用检测。如果试用检测通过，预计7月中旬正式进入市场销售。

猪圆环病毒疫苗被认为是动物保健大疫苗品种（指市场空间10亿元以上），我们在此简要归纳市场预期的主要依据。

点评：**● 关于市场渗透率（保守10%）**

如何判断市场渗透率是掌握猪圆环病毒疫苗市场空间的关键，我们借鉴美国市场的发展脉络，帮助分析中国市场未来走向。

美国市场 美国工厂化猪场疫病防控能力强大，只流行猪肺炎、猪蓝耳病和猪圆环病毒病等少数疾病，国内流行的口蹄疫及猪瘟都已得到净化。美国工厂化猪场的三点式养殖防疫模式目前对猪圆环病毒病的防控效果不好，疫苗免疫是首选。

猪圆环病毒疫苗是目前美国增长最快及最大的动物疫苗产品。自2006年上市至2008年，仅用3年，销量就达2.3亿头份，仅次于猪肺炎支原体疫苗的4亿头份；2012年美国猪圆环病毒疫苗销量约4.5亿头份，已经排在猪各类疫苗的首位，而美国全年生猪出栏量仅1亿头左右。

通过美国生猪出栏量及猪圆环病毒疫苗销量相关数据，我们基本可以判断美国猪圆环病毒疫苗市场渗透率接近90%以上。

中国市场 猪圆环病毒病是20世纪初，随着种猪引进传入我国。其严重后果并不是类似口蹄疫的直接致死率，而是如艾滋病一样摧垮生猪的免疫体系。2011年导致猪价暴涨的仔猪腹泻被认为是猪圆环病毒病，伪狂犬病和猪瘟的多重感染所致，所以难以推出直接针对性疫苗。但是随着2011年后国内猪圆环病毒疫苗的集中投放，仔猪腹泻2012年影响是下降的。**所以，猪圆环病毒疫苗在中国尽管不是强制免疫品种，但是有着强大的市场需求基础，2012年德国勃林格殷格在华销售预计2个亿，上海海利销售7000万，河南普莱科销售3000万。**

市场渗透率短期大10% 我们认为只要推广得力，国内猪圆环病毒疫苗市场渗透率将稳步提升，目前仅3%左右，预计两年内将达10%左右。市场渗透率提升的影响因素还包括市场苗（高毛利）的公司热衷推广和规模化养殖比例的上升。

其他行业情况可以参见我们的行业深度报告《动物保健行业：冲动引致成长的故事》（2013.05.30）

● 关于市场规模（保守14亿）

我们根据12年出栏仔猪6.9亿头，每头注射两头份，一头份价格10元左右，市场渗透率为10%的保守推测，预计市场空间是14亿元左右。我们相信只要市场推广力度得当，猪圆环疫苗会在短期做大，超过口蹄疫疫苗的市场规模。



● 关于公司的猪圆环病毒疫苗

公司猪圆环疫苗是江西毒株。区别于国内的育肥猪全期两头份的用量，公司是全程一头份，免疫期是 4 个月，于仔猪 14 日龄注射。由于公司疫苗浓度、工艺、佐剂和成分优于其他公司，所以可以采用全程一头份，其他企业一般是两头份，增加了应激反应。**根据全程使用次数及产品参数，我们预计公司猪圆环疫苗定价约为 18 元左右，其他企业一般是 10 元左右。**

● 盈利预测

预测瑞普生物 2013-2015 年营业收入分别为 8.53 亿元、11.26 亿元和 15.43 亿元，增速为 30%、32%和 37%；归属于母公司净利润分别为 1.89 亿元、2.29 亿元和 2.82 亿元，增速为 31.3%、21%和 23%；对应 EPS 分别为 0.98 元、1.19 元和 1.46 元。我们首次给予公司“强烈推荐”评级。

● 风险提示 猪圆环病毒疫苗推广不达预期



图表 1: 瑞普生物财务三表 (单位: 百万元)

资产负债表						利润表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
会计年度	2011	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2011	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	1309	1147	1471	1850	2227	营业收入	588	656	853	1126	1543
现金	897	702	900	1100	1200	营业成本	260	273	358	475	656
应收账款	102	193	250	330	453	营业税金及附加	4	5	7	9	13
其他应收款	22	38	49	65	89	营业费用	139	137	171	237	339
预付账款	159	59	77	102	141	管理费用	62	98	126	166	227
存货	112	126	161	219	308	财务费用	-25	-21	-27	-26	-22
其他流动资产	17	30	33	34	36	资产减值损失	4	6	6	6	6
非流动资产	362	647	610	627	643	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
长期投资	20	11	0	0	0	投资净收益	1	1	2	3	2
固定资产	212	325	358	359	345	营业利润	144	159	214	263	327
无形资产	97	146	190	234	278	营业外收入	7	19	20	21	22
其他非流动资产	32	164	62	33	19	营业外支出	1	1	1	1	1
资产总计	1671	1793	2081	2477	2869	利润总额	150	178	233	283	348
流动负债	153	153	273	491	643	所得税	22	26	34	42	51
短期借款	35	31	121	294	381	净利润	128	152	199	241	296
应付账款	66	77	101	134	185	少数股东损益	14	8	10	12	15
其他流动负债	52	46	51	64	78	归属母公司净利润	114	144	189	229	282
非流动负债	22	53	70	70	90	EBITDA	141	166	217	269	338
长期借款	0	0	0	0	0	EPS (元)	0.77	0.75	0.98	1.19	1.46
其他非流动负债	22	53	70	70	90						
负债合计	175	207	343	561	733	主要财务比率					
少数股东权益	103	102	112	124	139	会计年度	2011	2012	2013E	2014E	2015E
股本	148	193	193	193	193	成长能力					
资本公积	1027	974	974	974	974	营业收入	70.0%	11.7%	30.0%	32.0%	37.0%
留存收益	218	318	459	625	831	营业利润	38.4%	10.9%	34.6%	22.4%	24.4%
归属母公司股东权益	1393	1484	1626	1792	1997	归属于母公司净利润	38.2%	26.3%	31.3%	21.0%	23.0%
负债和股东权益	1671	1793	2081	2477	2869	获利能力					
						毛利率 (%)	55.7%	58.4%	58.0%	57.8%	57.5%
现金流量表						净利率 (%)	19.4%	22.0%	22.2%	20.3%	18.3%
						ROE (%)	8.2%	9.7%	11.6%	12.8%	14.1%
会计年度	2011	2012	2013E	2014E	2015E	ROIC (%)	16.5%	12.7%	16.0%	17.6%	18.9%
经营活动现金流	90	90	121	111	114	偿债能力					
净利润	128	152	199	241	296	资产负债率 (%)	10.5%	11.5%	16.5%	22.7%	25.6%
折旧摊销	22	28	30	33	34	净负债比率 (%)	19.99%	14.98%	35.27%	52.30%	51.99%
财务费用	-25	-21	-27	-26	-22	流动比率	8.55	7.47	5.38	3.76	3.46
投资损失	-1	-1	-2	-3	-2	速动比率	7.81	6.65	4.79	3.32	2.98
营运资金变动	-62	-110	-99	-141	-223	营运能力					
其他经营现金流	28	43	21	7	31	总资产周转率	0.36	0.38	0.44	0.49	0.58
投资活动现金流	-203	-257	7	-46	-48	应收账款周转率	6	4	4	4	4
资本支出	185	167	0	0	0	应付账款周转率	4.56	3.82	4.03	4.05	4.12
长期投资	-16	-80	-12	0	0	每股指标 (元)					
其他投资现金流	-35	-170	-5	-46	-48	每股收益 (最新摊薄)	0.59	0.75	0.98	1.19	1.46
筹资活动现金流	-173	-29	70	135	34	每股经营现金流 (最新摊薄)	0.47	0.47	0.63	0.57	0.59
短期借款	-43	-4	90	172	88	每股净资产 (最新摊薄)	7.23	7.70	8.43	9.29	10.36
长期借款	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	74	44	0	0	0	P/E	38.46	30.45	23.19	19.16	15.57
资本公积增加	-74	-53	0	0	0	P/B	3.15	2.96	2.70	2.45	2.20
其他筹资现金流	-130	-16	-20	-37	-54	EV/EBITDA	27	23	18	14	11
现金净增加额	-286	-196	198	200	100						

资料来源: wind、第一创业证券研究所

免责声明:

本报告仅供第一创业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

本公司及其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头寸并进行交易,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。

本报告版权归本公司所有,未经本公司授权,不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用,否则本公司保留追究法律责任的权利;任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任,因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告,未经授权的任何使用行为都是不当的,都构成对本公司权利的损害,由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险,投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数

第一创业证券股份有限公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL:010-63197788 FAX:010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135