

兽药行业。 公司点评

瑞普生物 (300119.SZ)

评级: <mark>买入</mark> 前次: 买入 目标价(元): **31.2**

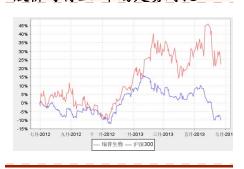
\$0740510120005 \$0740511120002 021-20315178 021-20315191

xiegang@r.qlzq.com.cn zhangjy@r.qlzq.com.cn

2013年7月14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)	21.19
市值(百万元)	4109.73
流通市值(百万元)	2345.73

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%	28.81%
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	20.28	14.60	11.33
PEG	0.66	0.96	0.51	0.37	0.39
每股净资产 (元)	9.39	7.70	8.50	9.95	11.82
每股现金流量	0.61	0.47	1.82	1.39	1.81
净资产收益率	8.19%	9.71%	12.30%	14.59%	15.82%
市净率	2.06	2.45	2.49	2.13	1.79
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 2013 年半年度业绩预告,2013 年上半年实现归属上市公司股东净利润 6865 万元-7191 万元,同比增长 3%-8%, EPS 约 0.35 元-0.37 元,低于我们及市场此前预期的 25%增长。
- 禽流感疫情、费用率上升、营业外收入同比减少等三重因素导致公司2季度业绩增速同比下滑。(1)公司目前产品线结构依然以禽类疫苗和药品为主,4月份禽流感疫情对公司产品推广造成一定负面影响;(2)公司销售人员继续扩张,但受到禽流感疫情影响,短期内收入增速低于费用增速,导致费用率提升;(3)2013年上半年营业外收支净额仅为360万元,较去年同期下滑将近610万元,剔除掉非经常性损益后,公司主业增长15%-20%,主业增长依然稳健,体现出公司聚焦大客户模式以及扩区域营销扩张的成效。
- 股权激励行权条件保障 2013 年业绩增长底线,预计 2013 年 EPS 在 1 元以上。根据此前公司股权激励行权条件测算,2013 年扣非后净利润较 2010 年增长 137.9%,2013 年扣非后 EPS 最低必须达到 0.86 元才能达到第二期行权要求。我们自上而下的分析,假设今年扣非后实际业绩较承诺业绩高 10%,再加上非常性损益,公司 2013 年业绩应在 1 元左右,股权激励行权条件为 2013 年业绩增长提供底线保障。
- 营销技术服务团队继续扩张,影响短期业绩达成但有利于中长期持续增长。我们认为在上半年行业整体不景气的情况下,主业增长达到 15%-20%体现出公司在营销端投入的结果,下半年随着养殖行业景气环比复苏,公司在大客户渠道以及华南、西南市场的投入有望体现出最终成效,保证业绩实现环比提升。
- 产品端储备继续加大投入,是我们看好公司长期增长的核心要素之一。6月份公司与国内 5 大兽药研究 机构达产战略合作协议,产品研发领域包括畜用、水产和基因工程等各个领域,我们认为公司未来将复制其在禽类产品推广的成功经验,在其他领域的产品推广获得进一步成功。



- 三大新品彰显瑞普生物科研实力,助推未来几年朝着"更多品类、更多增长极"的路径变迁,进而保障公司盈利持续快速增长。7月13日公司公告,旗下子公司瑞普保定刚刚拿到"布鲁氏菌 CEllSA 抗体检测试剂盒"新兽药证书,标志着公司在诊断制品方面又取得重大突破,同时瑞普保定还公布获得了"鸡病毒性关节炎活疫苗 ZJS 株"批准文号,这是首个国产鸡病毒性关节炎活疫苗产品,进而打破了中国对国外进口该产品的依赖;此外,内蒙古瑞普大地生物药业有限公司也同期获得了"三氯异氰脲酸粉"批准文号,这是一款含氯消毒剂产品,主要用于禽舍、畜栏、器具及饮水消毒,属于下游养殖户栏舍管理的日常、多频使用产品。
- 公司营销服务的团队建设和渠道布局处于领先水平,是我们看好公司的核心要素之二。(1)从营销团队人员配备来看,公司继续加大人员队伍建设,1季度新增人员 72名,保证西南和华南营销中心、家畜事业部和大客户等渠道的拓展;(2)加大家畜事业部开拓力度,同时进一步通过产品和养殖模式细分,精细化运营成熟地区的家禽事业部;(3)聚焦大客户直销模式,重点聚焦16家重点养殖集团,同时完善与正大、圣农、春雪等大客户的合作模式,伴随着大客户规模增长而不断实现业绩增长。
- 预计 2013-2015 年 EPS 分别为 1.04/1.45/1.87 元, 我们认为公司在动物保健领域的营销和技术服务体系建设处于行业领先水平,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,继续维持"买入"评级,目标价 31.2 元,对应 30X2013PE。

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	644.0
增长率 (YOY)	N/A	34.87%	14.03%	26.92%	10.53%	20.19%	26.87%	24.329
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%	23.939
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%	24.509
占总销售额比重	70.61%	74.51%	70.31%	52.62%	52.00%	51.90%	53.71%	55.589
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	351.3
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	108.2
增长率 (YOY)	N/A	-1.20%	48.28%	14.02%	39.28%	29.24%	21.70%	17.739
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%	18.849
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	177.2
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	154.6
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	22.5
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	1158.6
销售成本小计	58.24	64.75	100.62	259.61	272.78	318.24	378.64	442.1
毛利	164.76	220.26	243.83	324.50	380.57	468.50	585.74	716.5
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.	理並	生物	=	张报表	F
1311	┏	州百	T 421	_	715-71X-AS	

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015
营业总收入	346	588	656	787	964	1,159	货币资金	1,182	897	702	990	1,183	1,50
营业成本	-101	-260	-273	-318	-379	-442	存货	65	112	126	140	166	19
毛利	245	327	383	468	586	717	流动资产	1,368	1,309	1,147	1,443	1,724	2,14
营业税金及附加	-1	-4	-5	-6	-8	-10	长期投资	39	20	11	-17	-17	-1
营业费用	-100	-139	-137	-149	-164	-185	%总资产	11.1%	13.2%	24.5%	24.2%	22.7%	19.6
管理费用	-39	-62	-98	-102	-106	-116	非流动资产	254	362	647	661	667	67
息税前利润(EBIT)	105	122	142	210	308	406	资产总计	1,622	1,671	1,793	2,104	2,391	2,81
财务费用	2	25	21	18	17	14	应付款项	95	104	104	235	277	32
资产减值损失	-2	-4	-6	-3	-3	-1	流动负债	184	153	153	305	303	35
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	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	5
营业利润	104	144	159	226	323	419	普通股股东权益	1,353	1,393	1,484	1,638	1,918	2,27
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	2,391	2,81
税前利润	119	150	178	242	339	435							
所得税	-19	-22	-26	-35	-49	-63		2010	2011	2012	2013E	2014E	201
净利润	100	128	152	207	290	372	毎股收益(元)	1.113	0.769	0.747	1.045	1.452	1.87
少数股东损益	18	14	8	5	10	12	毎股净資产(元)	18.249	9.393	7.699	8.496	9.947	11.81
归属于母公司的净利润	83	114	144	201	280	360	每股经营现金净流(元)	1.521	0.609	0.466	1.819	1.391	1.81
							回报率						
现金流量表 (人民币百万元	(۵						净资产收益率	6.10%	8.19%	9.71%	12.30%	14.59%	15.82
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	总资产收益率	5.09%	6.83%	8.03%	9.57%	11.70%	12.82
净利润	100	128	152	207	290	372	投入资本收益率	30.67%	16.98%	13.42%	23.27%	30.30%	37.82
少数股东损益	0	0	0	5	10	12	增长率						
非现金支出	12	26	34	38	41	41	营业总收入增长率	21.12%	70.05%	11.69%	19.86%	22.58%	20.14
非经营收益	4	-2	3	-16	-17	-17	EBIT增长率	3.61%	16.25%	16.70%	47.86%	46.37%	31.82
营运资金变动	-4	-62	-98	122	-45	-46	净利润增长率	34.21%	38.23%	26.28%	39.80%	38.95%	28.81
经营活动现金净流	113	90	90	356	278	361	总资产增长率	290.84%	3.01%	7.31%	17.30%	13.66%	17.62
资本开支	48	185	167	61	28	27	资产管理能力						
投资	-73	-18	-90	28	0	0	应收账款周转天数	80.7	56.8	81.9	80.0	80.0	80
其他	0	0	0	1	1	1	存货周转天数	185.6	124.1	158.7	160.0	160.0	160
投资活动现金净流	-121	-203	-257	-32	-27	-26	应付账款周转天数	144.3	80.0	95.6	140.0	140.0	140
股权募资	1,065	0	22	0	0	0	固定资产周转天数	121.6	108.7	149.3	159.5	138.2	114
债权募资	29	-64	-4	-31	0	0	偿债能力						
其他	-21	-109	-47	-1	-48	0	净负债/股东权益	-77.11%	-57.60%	-42.32%	-56.70%	-58.15%	-62.59
筹资活动现金净流	1,072	-173	-29	-32	-48	0	EBIT利息保障倍数	-55.2	-4.9	-6.6	-11.8	-18.5	-29
现金净流量	1.064	-286	-196	293	203	335	资产负债率	12.06%	10.48%	11.54%	17.03%	14.89%	14.41

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。