

## 市场苗业务发展良好，未来看点在新产品的推出和并购

### 投资要点:

#### 1. 事件

公司披露 2013 年中期业绩报告。2013 年上半年实现营业收入 36236.68 万元，同比增长 14.54%，归属于上市公司股东净利润 7006.07 万元，同比增长 5.23%，扣非后净利润 6655.78 万元，同比增长 17.97%，EPS 为 0.36 元。

其中 2013Q2 实现营业收入 19685.77 万元，同比增长 16.13%，净利润 3993.01 万元，同比负增长 4.61%，EPS 为 0.2 元。

#### 2. 我们的分析与判断

##### (一)、市场化疫苗和兽用制剂依然保持较高增速

公司 2013 上半年兽用生物制品实现收入 19665.21 万元，同比增 17.94%，其中市场苗收入 15809.48 万元，同比增 20.52%，依然保持较高增速；招标苗收入 3855.73 万元，同比增 8.43%。兽用制剂实现收入 10263.40 万元，同比增 29.38%；原料药实现收入 6973.44 万元，同比降 5.19%。考虑到今年上半年受 H7N9 影响，禽类市场存栏量预计会有所下滑，公司市场苗仍然能保持 20% 以上增速，充分反映出公司在行业内拥有强大的技术营销能力。

##### (二)、毛利率上升，三项费用增加和政府补助减少使得净利率有所下滑

公司 2013H1 综合毛利率为 58.60%，较去年同期提升 1.77 个百分点，其中兽用生物制品毛利率下降了 2.02 个百分点，主要是畜用灭活疫苗(猪蓝耳招标)和禽用灭活疫苗毛利率分别下滑 4.24 和 5.74 个百分点，畜禽用活疫苗分别上升了 0.89 和 1.8 个百分点。兽用制剂和原料药毛利率同比略有上升，分别上升了 0.17 和 1.55 个百分点。由于公司今年继续加大的市场营销投入和加快产能建设的步伐，使得公司上半年销售费用率、管理费用率和财务费用率分别上升了 1.41、0.36 和 1.59 个百分点，最终净利率下滑了 1.71 个百分点。

##### (三)、公司资本支出大幅增加，产能将得到极大提高。

公司 2013 年中报在建工程已达到 18149.60 万元，而去年中期仅有 4243.64 万元。从去年下半年开始，公司加快了产能建设步伐，其中湖南中岸扩建项目即将达产，届时公司新增年产灭活疫苗(畜苗)3 亿毫升，并将现有活疫苗年生产能力由 900 万瓶，提高至 1500 万瓶。而空港动物疫苗改扩建项目将会在下半年达产，届时将新增年灭活疫苗生产能力 15 亿毫升，活疫苗 300 亿羽份，公司疫苗产能大幅增加 2 倍。兽药制剂方面，公司头孢喹肟注射液和中药制剂车间扩建项目将会达产。此外公司的猪圆环病毒疫苗和猪细小病毒病灭活疫苗等重磅产品也将推出市场，保证了公司未来 2-3 年业绩的大幅增长。

瑞普生物 (300119.SZ)

**推荐** 维持评级

分析师: 吴立

☎: 010-83574546

✉: [wuli@chinastock.com.cn](mailto:wuli@chinastock.com.cn)

执业证书编号: S0130512090001

分析师: 张婧

☎: 010-66568757

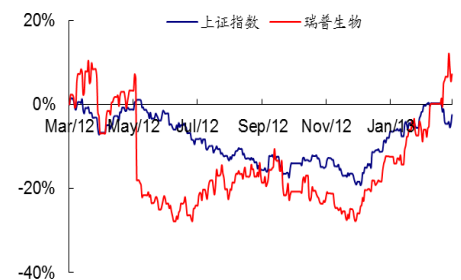
✉: [zhangjing\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:zhangjing_yj@chinastock.com.cn)

执业证书编号: S0130513070001

#### 市场数据 时间 2013.8.17

A 股收盘价(元)	21.20
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	2068.45
市净率	3.25
总股本(万股)	19278.48
实际流通 A 股(万股)	7636
限售的流通 A 股(万股)	11909.17
流通 A 股市值(亿元)	16.18

#### 相对指数表现图



资料来源: 中国银河证券研究部

#### 相关研究

2012.5.24 《瑞普生物(300119): 猪圆环疫苗即将上市, 增强公司业绩高速增长信心》

2013.4.10 《瑞普生物(300119) 一季报点评》

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》

#### (四)、猪圆环病毒即将上市，增强公司业绩高增长信心

猪圆环病毒危害极大，并且近几年发病率呈上升趋势，大中型规模化养殖场越来越重视对猪圆环病毒的防控。2012年猪圆环病毒市场规模有6个亿，主要生产销售企业有上海海利、南农高科，洛阳普莱克等。其中国外两家动保企业（勃林格和梅利亚）销售占比达到50%。

公司猪圆环疫苗将于2013年三季度上市，据检测，公司猪圆环病毒抗原含量在国内疫苗中最高，并且免疫保护力产能最早时间最长，预计销售价格达到12元/头份。以公司强大的营销服务能力，我们保守预计公司今年能销售500万头份，销售收入将达到6000万元，以40%净利率来算，将贡献净利润2400万元。

#### (五)、未来或将通过并购丰富品种和延生产业链

公司上市之后收购动作频繁。先后用自有资金分两次收购了湖北龙翔48.2%的股权，强化了公司兽药原料药市场的把控，完善了产业链；2011年5月使用超募资金1,723万元收购湖南亚泰生物发展有限公司所持有的湖南中岸17.23%的股权，收购后公司持有湖南中岸51%的股权，实现对湖南中岸控股。2012年3月收购了瑞普保定的剩余股权，对瑞普保定达到了100%控股，并使用超募资金180万元收购内蒙古瑞普大地生物药业有限公司11%股权，实现对瑞普大地控股，完成了对以中兽药为主的牛、羊等反刍类动物药物产业布局。2012年9月，公司使用超募资金人民币1000万元收购上海赛瑞生化科技有限公司持有的天津赛瑞多肽科技有限公司33.34%股权，为公司向多肽药物领域拓展储备了技术和产品。2012年底出资880万元设立控股子公司山西瑞象，进一步扩大公司在山西及周边地区的销售规模及品牌影响力；出资382.5万元收购博莱得利45%股权，拓展宠物业务领域。未来我们预计公司将会加快收购的步伐，完善公司产品线，向上下游衍生，从而优化行业的竞争结构。

### 3. 盈利预测和投资建议

我们维持公司2013-2015年的EPS为1.02/1.32/1.77元的盈利预测，对应目前21.20元股价PE为21x/16x/12x。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，加之并购步伐的加快，公司业绩将会稳定增长，给予“推荐”投资评级。

**表 1: 分季度财务报表**

	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4	13Q1	13Q2
营业总收入	13034	13949	16067	15722	14684	16951	15217	18787	16551	19686
yoy			95.14%	50.96%	12.66%	21.53%	-5.29%	19.50%	12.71%	16.13%
营业成本	5608	6120	6890	7424	6593	7062	6444	7227	7138	7863
毛利率	56.98%	56.12%	57.12%	52.78%	55.10%	58.34%	57.65%	61.53%	56.87%	60.06%
营业税金及附加	88	99	122	130	100	128	133	181	110	162
销售费用	3135	2787	4193	3750	2526	3869	3999	3311	2921	4915
销售费用率	24.05%	19.98%	26.10%	23.85%	17.20%	22.82%	26.28%	17.62%	17.65%	24.96%
管理费用	1527	1164	1644	1904	2399	2174	2507	2766	2851	2516
管理费用率	11.71%	8.34%	10.23%	12.11%	16.34%	12.82%	16.47%	14.72%	17.22%	12.78%
财务费用	(563)	(650)	(616)	(637)	(614)	(568)	(552)	(417)	(352)	(427)
财务费用率	-4.32%	-4.66%	-3.84%	-4.05%	-4.18%	-3.35%	-3.62%	-2.22%	-2.13%	-2.17%
资产减值损失	250	156	218	(213)	205	225	147	(23)	562	260
投资净收益	5	(10)	2	128	(22)	107	24	3	(11)	12
营业利润	2995	4262	3618	3491	3452	4169	2563	5744	3310	4409
加: 营业外收入	215	80	107	279	145	868	404	513	352	176
减: 营业外支出	0	0	10	56	2	40	22	17	19	12
利润总额	3210	4342	3715	3714	3595	4997	2944	6240	3643	4573
减: 所得税	534	531	604	494	610	640	466	899	537	624
净利润	2676	3811	3111	3220	2985	4356	2478	5341	3106	3949
减: 少数股东损益	435	353	339	281	513	171	(23)	92	93	(44)
母公司所有者净利润	2241	3458	2772	2939	2472	4186	2501	5249	3013	3993
摊薄 EPS	0.12	0.18	0.14	0.15	0.13	0.22	0.13	0.27	0.16	0.21

资料来源: 中国银河证券研究部

表 2: 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	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
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)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	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、张婧，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。本报告清晰准确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到任何形式的补偿。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。**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 至今从事农林牧渔行业研究。2012 年同时入围金牛奖、水晶球奖、新财富最佳分析师评选。

### 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

机构请致电：

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

上海地区：何婷婷 021-20257811 hetingting@chinastock.com.cn

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)