

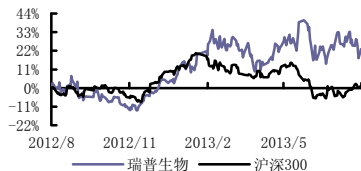


农业 - 兽药生产

2013 年 8 月 19 日

市场数据	2013 年 8 月 19 日
当前价格(元)	22.15
52 周价格区间(元)	15.60-25.22
总市值(百万)	4295.91
流通市值(百万)	1691.39
总股本(百万股)	193.95
流通股(百万股)	76.36
日均成交额(百万)	20.79
近一月换手(%)	34.41%
Beta(2 年)	
第一大股东	李守军
公司网址	http://www.ringpu.com

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
瑞普生物	0.75%	1.78%	28.47%
沪深 300	-0.59%	-9.74%	-0.67%

李云光

执业证书号: S1030512040001
(0755) 83199599-8145

liy@csco.com.cn

本公司具备证券投资咨询业务资格

分析师申明

本人, 李云光, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

重视研发与营销, 不断强化公司核心竞争力

—瑞普生物(300119) 2013 年中报点评

评级: 增持(首次)

预测指标	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	656.39	792	935	1109
净利润(百万元)	144.08	178	203	250
每股收益(元)	0.75	0.92	1.06	1.30
净利润增长率%	26.28%	23%	14%	23%
每股净资产(元)	7.70	8.37	8.93	9.78
市盈率	29.53	24.01	20.99	17.09
市净率	2.88	2.65	2.48	2.26
EV/EBITDA	26.05	18	15	13

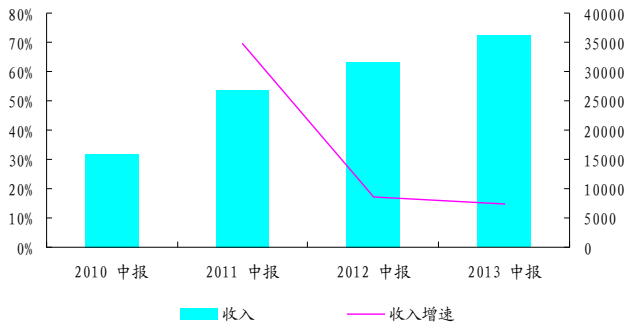
资料来源: 世纪证券研究所

- 主营业务继续保持较快增长。1、收入、利润同步增长。**2013 年 1-6 月份, 公司收入为 3.62 亿元, 同比增长 14.54%; 扣除非经常性损益后净利润同比增长 17.97%, 增速高于收入增长水平, 主要是不断推出新产品从而保持较强盈利能力。
 2、市场疫苗高速增长。2010-2013 年市场疫苗销售占比从 59.9%提高 80.2%。随着市场疫苗规模增加, 疫苗占总收入比例也在不断提高, 2013 年上半年占比已经达到 53.39%。
 3、重点区域保持高速增长。2007-2012 年, 公司在山东地区销售收入从 1743 万元增加到 9733 万元, 5 年累计增长 4.6 倍; 华北区域销售收入从 0.42 亿元增长到 1.49 亿元, 5 年累计增长 2.55 倍。公司在竞争激烈的重点区域可以保持持续增长, 说明公司产品质量和技术服务受到下游客户的高度认同。
- 费用率和毛利率基本保持稳定。**2013 年 1-6 月份, 公司期间费用合计为 1.24 亿元, 同比增长 26.95%, 占营业收入比例为 34.29%, 比上年同期提升 3.35 个百分点。费用增速高于收入增速, 主要是公司增加销售人员、加大销售宣传力度, 导致销售费用增加。公司建成了国内一流的研发平台支持新产品不断推出, 有利于综合毛利率保持稳定, 近三年毛利率基本稳定在 60%左右。
- 投资评级与盈利预测:** 在兽药行业向专业化、精细化服务转变的背景下, 公司拥有国内一流的研发平台和技术队伍, 并形成产品持续创新的内在优势; 专业服务带动营销的多层次销售体系保证市场的稳定以及新产品顺利推广。我们预计公司 2013-2015 年销售收入分别为 7.92 亿元、9.35 亿元、11.09 亿元, 每股收益为 0.92 元、1.06 元、1.30 元, 对应市盈率为 24.01X、20.99X、17.09X, 公司估值合理。考虑未来增长空间较大, 给予“增持”评级。
- 风险提示:** 产品质量风险、养殖存栏回升低于预期

主营业务继续保持较快发展

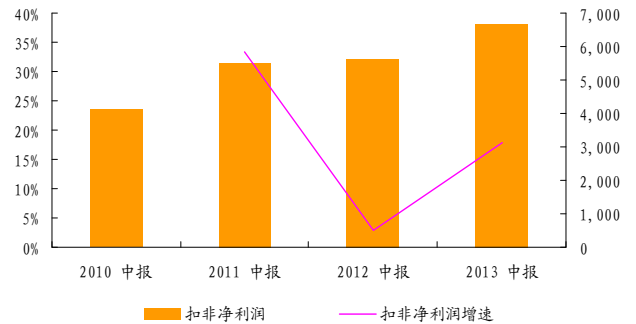
1、收入、利润同步增长。2013年1-6月份, 公司收入为3.62亿元, 同比增长14.54%; 累计实现净利润7006万元, 同比增长5.23%, 扣除非经常性损益的净利润同比增长17.97%, 增速高于收入增长水平, 显示出公司在不断推出新产品的同时保持了较强的盈利能力。

Figure 1 2010-2013年公司上半年收入及其增速 单位: 万元



资料来源: 公司公告 世纪证券研究所

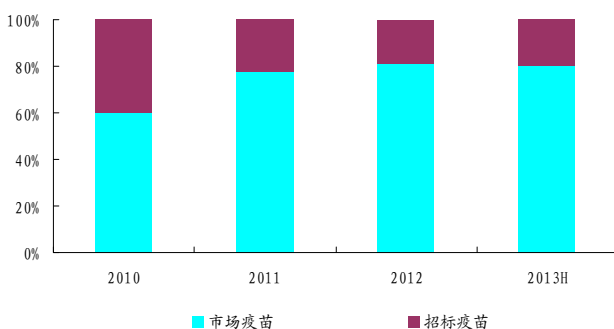
Figure 2 2010-2013年上半年扣非净利润及增速 单位: 万元



资料来源: 公司公告 世纪证券研究所

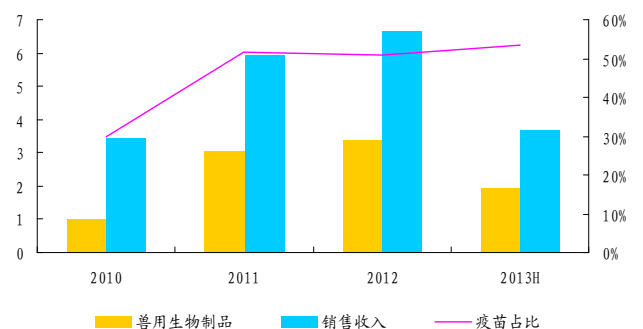
2、市场疫苗高速增长。近两年公司在积极参与政府招标疫苗的同时, 依靠专业化的服务大力拓展市场疫苗销售, 并取得了积极的效果, 2010-2013年公司市场疫苗销售占比从59.9%提高80.2%。随着公司市场疫苗规模的增加, 生物制品占公司总收入的比例也在不断提高, 2013年上半年占比已经达到53.39%, 成为公司增长的重要因素。

Figure 3 2010-2013年公司市场疫苗占比



资料来源: 公司公告 世纪证券研究所

Figure 4 2010-2013年公司疫苗收入及占比 单位: 亿元



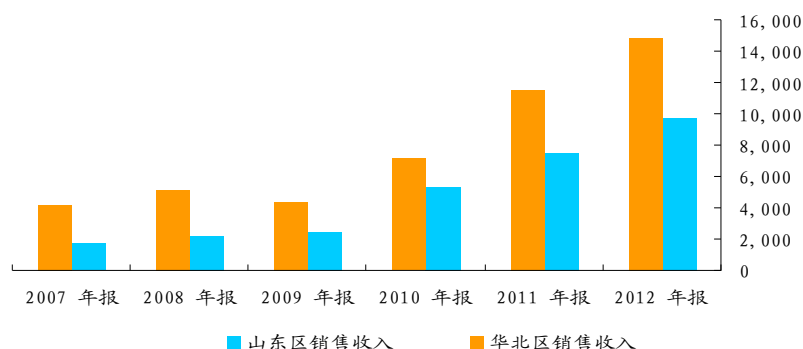
资料来源: 公司公告 世纪证券研究所

3、重点区域保持高速增长。在非政府招标市场, 公司采用大客户直销和网络经销的方式来深挖市场, 通过专业的技术服务队伍为基层客户提供及时、专业的帮助, 不仅可以解决产品在使用过程中存在的问题, 更重要的是通过遍布全国的服务人员向客户传递公司的品牌和经营理念, 增强客户与公司的粘度。从重点区域的数据也可以看出这样的营销

模式获得了很好的效果。2007-2012年,公司在山东地区的销售收入从1743万元增加到9733万元,5年累计增长4.6倍;华北区域销售收入从0.42亿元增长到1.49亿元,5年累计增长2.55倍。山东和华北是我国重要的养殖区,也是各大兽药生产企业必争的核心市场,市场竞争非常激烈,公司在以上区域连年保持快速增长,也说明了公司产品质量和技术服务受到当地客户的高度认同,为公司稳定发展奠定了基础。

Figure 5 2007-2013年公司在山东和华北区销售收入

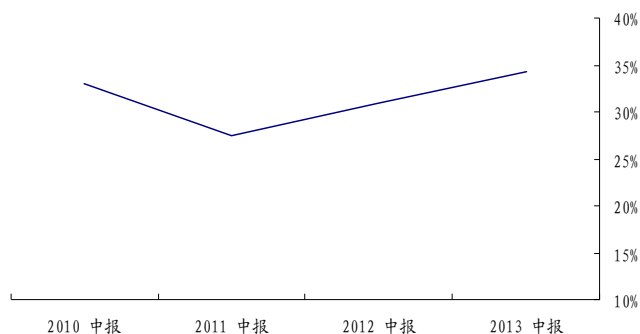
单位: 万元



资料来源: 公司公告 世纪证券研究所

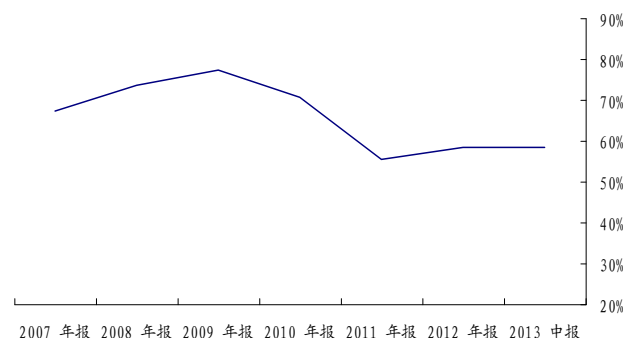
4、公司费用率和毛利率基本保持稳定。2013年1-6月份,公司期间费用合计为1.24亿元,同比增长26.95%,占公司营业收入比例为34.29%,比上年同期提升3.35个百分点。费用增速高于收入增速,主要是上半年养殖存栏受到禽流感疫情影响,公司增加销售人员、加大销售宣传力度,导致销售员工资和广告费用增加较大。销售费用中工资费用比上年同期增加743万元,广告宣传费用比上年同期增加342万元,两项合计占销售费用增加额的75%以上。管理费用中主要是研究开发费用增加585万元,占新增管理费用比例为74%。新产品不断推出,有利于公司综合毛利率保持稳定,近三年毛利率基本稳定在60%左右。

Figure 6 2010-2013年公司三项费用率



资料来源: 公司公告 世纪证券研究所

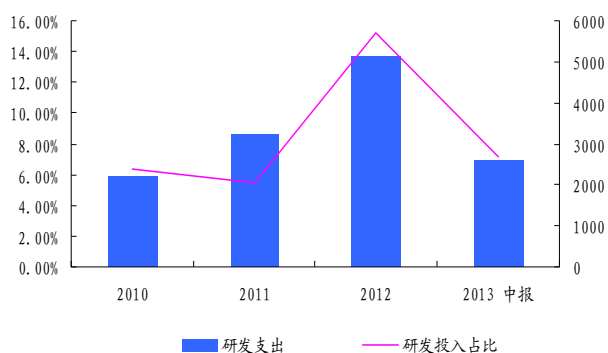
Figure 7 2007-2013年公司综合毛利率



资料来源: 公司公告 世纪证券研究所

5、持续研发投入增强核心优势。2013年1-6月份, 公司研发投入为2603万元, 占营业收入比例为7.18%, 远高于行业2%-3%的平均水平。上市以来, 公司研发投入逐年增加, 并取得了多项研发成果, 2012年公司新增发明专利14项, 获得生产批文60项, 获得新兽药注册证书4项。新产品不断推向市场, 为公司保持核心竞争力奠定了坚实基础。2013年上半年, 公司获得4项发明专利, 获得新兽药产品注册证书2项, 获得生产批准文号36项。

Figure 8 2010-2013年以来公司研发支出 单位: 万元



资料来源: 公司公告 世纪证券研究所

Figure 9 2010-2013年公司研发成果

	2010	2011	2012	2013H
发明专利	10	12	14	4
生产批文		164	60	36
新兽药注册证书	2	4	4	2

资料来源: 公司公告 世纪证券研究所

6、服务营销增强客户粘性。一方面, 兽药使用具有很强专业性, 需要专业人士指导客户安全、高效地使用; 另一方面, 国内养殖规模较小, 养殖人员缺乏专业的现象普遍存在。针对这样的现状, 公司在行业中率先引入“专家式服务、顾问式营销”理念不断强化对客户的服务意识。上半年, 公司继续加强专家服务团队的建设, 外聘专家5名, 新建的动物疫病诊断服务中心开始为客户提供服务, 通过专业化的服务团队把公司品牌根植于广大基层客户, 特别是对于稳定大客户的长期合作关系具有重要意义。服务对于营销的作用更直接体现在公司市场销售产品的数据变化上。2013年上半年, 公司市场销售疫苗1.58亿元, 同比增长20.52%, 高于公司平均增速, 而招标疫苗销售仅增长8.43%。

公司竞争优势

1、动物用药监管提升推动兽药企业的整合。养殖行业违规用药、超量使用添加剂、甚至使用国家明令禁止的违规药物等问题成为国内食品安全问题的主要源头。随着社会监管力度的从严, 动物药品生产的准入门槛将提高, 行业整合进入新时期。截至2011年底, 国内兽药生产企业为1698家, 其中销售额在1亿元以上的仅75家, 未来行业整合为

公司提供更大的增长空间。

2、研发实力是公司核心竞争力。在技术平台搭建方面, 公司 2012 年成立了“瑞普生物研究院”其设备和研究技术处于行业领先, 子公司“瑞普保定”和“瑞普天津”被当地政府授予“院士工作站”称号。科研人员方面, 2012 年公司引进硕士以上人员 58 人, 已经形成了一支以博士、硕士为主的超过 230 人的研发队伍。

3、公司具有紧密联系客户的营销模式。针对国内疫苗销售的现状, 公司搭建了有针对性的营销体系, 分别负责政府招标市场、大客户市场、中小养殖户市场的开发和维护。公司营销服务体系促进了客户对产品以及公司已经理念的认知, 有利于形成长期稳定的合作关系。

综合来看, 公司是国内兽药行业的龙头企业之一, 随着国内规模化养殖比例的提升, 兽药市场规模也在不断增加。在兽药行业向专业化、精细化服务转变的行业背景下, 公司拥有国内一流的研发平台和人才队伍, 具有产品持续创新的内在优势, 多年形成的服务带动营销的多层次销售体系保证公司在未来继续保持快速发展。

投资评级与盈利预测

1、核心假设: 随着疫情影响弱化, 下半年养殖行业整体存栏规模会有所回升, 结合公司上半年销售情况, 我们预计 2013-2015 年公司疫苗销售增速分别为 20%、15%、15%; 生物制剂销售增速为 35%、30%、30%; 原料药增速为-5%、5%、5%。

2、投资要点: 未来 3 年, 是公司上市募投项目产能释放期, 且公司每年都有新产品推向市场, 有利于公司整体毛利率保持稳定。在产品销售方面, 公司多年培育的根植于基层客户的销售模式可以保证公司新产品顺利进入市场。在行业整体增长且兽药企业进入新的行业整合期, 公司多年积累的竞争优势将得以展现, 我们看好公司未来几年的发展。

3、盈利预测: 根据假设条件, 我们预计公司 2013-2015 年销售收入分别为 7.92 亿元、9.35 亿元、11.09 亿元, 每股收益为 0.92 元、1.06 元、1.30 元, 对应 2013 年 8 月 19 日收盘价市盈率为 24.01X、20.99X、17.09X, 公司估值合理。考虑未来增长空间较大, 给予“增持”评级。

Figure 10 2013-2015年公司收入预测

单位: 亿元

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
兽用制剂	1.34	1.85	2.50	3.25	4.22
营业成本	0.42	0.58	0.77	0.97	1.27
毛利率	68.90%	68.40%	69%	70%	70%
兽用生物制品	3.07	3.4	4.08	4.69	5.40
营业成本	0.88	1.05	1.34	1.64	1.89
毛利率	71.24%	69.10%	67.10%	65.00%	65.00%
原料药	1.54	1.41	1.34	1.41	1.48
营业成本	1.41	1.23	1.17	1.24	1.30
毛利率	8.53%	12.70%	13%	12%	12%
收入合计	5.95	6.66	7.92	9.35	11.09
营业成本	2.71	2.87	3.28	3.85	4.45
毛利率	54.48%	56.97%	58.55%	58.76%	59.85%

资料来源: 公司公告 世纪证券研究所

Figure 11 2012-2013年公司盈利预测

重要财务指标	单位: 百万元			
主要财务指标	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	656	792	935	1109
收入同比(%)	12%	21%	18%	19%
归属母公司净利润	144	178	203	250
净利润同比(%)	26%	23%	14%	23%
毛利率(%)	58.4%	58.6%	58.8%	59.9%
ROE(%)	9.7%	11.0%	11.8%	13.2%
每股收益(元)	0.75	0.92	1.06	1.30
P/E	29.64	24.01	20.99	17.09
P/B	2.88	2.65	2.48	2.26
EV/EBITDA	22	18	15	13

资料来源: 公司公告 世纪证券研究所

风险提示

公司产品用于养殖企业对动物疾病的预防和治疗, 产品质量是公司稳定经营的基础, 如果发生质量问题将会对公司产生重大影响。公司业务增长受下游养殖规模影响较大, 突发性动物疫情短期可能导致养殖存栏出现下降, 对公司产品销售产生负面影响。

世纪证券投资评级标准：

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.