

瑞普生物(300119.SZ)

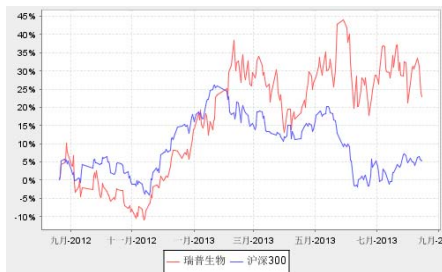
猪圆环疫苗获批, 成长注入新动力

评级: **买入** 前次: 买入
 目标价(元): **31.2**
 分析师 张俊宇
 S0740510120005 S0740511120002
 021-20315178 021-20315191
 xiegang@r.qlzq.com.cn zhangjy@r.qlzq.com.cn
 2013年9月6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)	21.51
市值(百万元)	4171.79
流通市值(百万元)	2381.15

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	21.71	15.62	12.13
PEG	0.66	0.96	0.55	0.40	0.42
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	2.67	2.28	1.92
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

- **事件:** 上周末瑞普生物获得猪圆环病毒 2 型灭活疫苗 (ZJ/C 株) 生产批文。
- **猪圆环病毒 2 型灭活疫苗 (ZJ/C 株) 标志着公司在猪用疫苗产品线储备方面取得巨大突破。**猪圆环病毒疫苗是目前国内猪用疫苗领域推广规模较大的潜力品种, 该产品有望取代猪蓝耳灭活疫苗和猪瘟疫苗, 成为公司收入贡献最大的单品类猪用疫苗。公司在上半年已经逐步在全国各地展开招商推广活动, 预计 9 月份拿到批文后, 四季度即可为公司产生利润贡献。
- **公司的猪圆环病毒疫苗具备显著的产品特异化优势。**(1) 该疫苗配合公司独有的二类新兽药“猪圆环病毒 2-dCap-ELISA 抗体检测试剂盒 (锐捷)”, 可为客户提供准确的疫苗免疫效果评估和疫病检测服务, 为公司疫苗推广形成巨大的助推力;(2) 疫苗抗原含量保准高于国内同类产品的质量, 以实现更好的免疫保护效果;(3) 采用“免疫攻毒法”评价疫苗质量, 是同类疫苗中质控标准最为严格的 PCV2 疫苗产品;(4) 疫苗免疫后 21 天即可产生坚强保护力, 持续 6 个月以上, 产生保护时间早, 免疫持续时间长;(5) 采用先进的病毒培养技术和抗原纯化技术, 有效降低疫苗免疫副反应。
- **猪圆环病毒疫苗正处于快速市场推广期, 我们预计该产品最终市场规模在 5.8-18.5 亿元, 瑞普生物市场占有率达到 10% 以上。**2010 年中, 海外市场由勃林格率先推出, 2010 年 4 季度普莱柯、上海海利和哈尔滨维科在国内推出产品, 目前国内正处快速推广期。2012 年国内市场份额最大的勃林格销售额约为 3 亿元, 其他国内企业总计 2 亿元左右。目前国内共有 16 家企业获得猪圆环病毒疫苗生产批文, 主要分为 5 种毒株, 其中与瑞普生物相同毒株的生产企业共 3 家, 我们认为瑞普生物在销售渠道上具备显著优势, 未来市场份额能够达到 10% 以上, 预计进入成熟期后年销售额 1.8 亿元, 按净利润率 25% 计算, 为公司贡献年利润 4000 万元。

- **不断扩张的产品线和强大的终端营销能力是持续看好公司的两大核心要素。**(1) 倍诺林、猪细小疫苗和猪圆环疫苗逐步推入市场。(2) 战略聚焦大客户，未来网络经销商、大客户和政府采购三线发力，匹配公司市场化定位的技术服务和营销理念，我们认为公司在兽药市场的市场占有率有望实现继续提升。
- **通过外延式扩张继续加大产品线储备和渠道建设力度将成为公司未来主要的增长模式。**我们在前期《兽药行业报告：探寻兽药企业的外延扩张模式-动保巨头 Zoetis 成长模式启示录》中明确提出了外延式扩张将成为兽药龙头企业提升市场份额的主要模式，我们预计公司兽药龙头企业未来在产品技术储备和渠道的并购上将呈现加速趋势，此举将进一步加快龙头企业的份额提升速度，保证业绩的增速水平。公司 2013 年半年报中，明确提及未来的投资原则，因此，我们继续看好瑞普生物的外延式扩张机会，下半年外延式扩张将成为公司经营的最大超预期因素，并有望进一步提升公司估值水平。
- **预计 2013-2015 年 EPS 分别为 1.04/1.45/1.87 元，维持“买入”，目标价 31.2 元。**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和渠道建设力度，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。

图表 1: 瑞普生物主营业务销售预测表

单位：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	644.01
增长率(YOY)	N/A	34.87%	14.03%	26.92%	10.53%	20.19%	26.87%	24.32%
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%	23.93%
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%	24.50%
占总销售额比重	70.61%	74.51%	70.31%	52.62%	52.00%	51.90%	53.71%	55.58%
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	351.36
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	108.27
增长率(YOY)	N/A	-1.20%	48.28%	14.02%	39.28%	29.24%	21.70%	17.73%
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%	18.84%
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	177.24
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	154.67
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	22.57
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	1158.63
销售成本小计	58.24	64.75	100.62	259.61	272.78	318.24	378.64	442.12
毛利	164.76	220.26	243.83	324.50	380.57	468.50	585.74	716.51
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: 瑞普生物三张报表

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业总收入	346	588	656	787	964	1,159	货币资金	1,182	897	702	990	1,183	1,507
营业成本	-101	-260	-273	-318	-379	-442	存货	65	112	126	140	166	194
毛利	245	327	383	468	586	717	流动资产	1,368	1,309	1,147	1,443	1,724	2,142
营业税金及附加	-1	-4	-5	-6	-8	-10	长期投资	39	20	11	-17	-17	-17
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	670
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	2,812
财务费用	2	25	21	18	17	14	应付款项	95	104	104	235	277	322
资产减值损失	-2	-4	-6	-3	-3	-1	流动负债	184	153	153	305	303	352
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	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	53
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	2,278
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	2,812
税前利润	119	150	178	242	339	435							
所得税	-19	-22	-26	-35	-49	-63	每股收益 (元)	1.113	0.769	0.747	1.045	1.452	1.870
净利润	100	128	152	207	290	372	每股净资产 (元)	18.249	9.393	7.699	8.496	9.947	11.817
少数股东损益	18	14	8	5	10	12	每股经营现金流 (元)	1.521	0.609	0.466	1.819	1.391	1.812
归属于母公司的净利润	83	114	144	201	280	360	回报率						
							净资产收益率	6.10%	8.19%	9.71%	12.30%	14.59%	15.82%
							总资产收益率	5.09%	6.83%	8.03%	9.57%	11.70%	12.82%
							投入资本收益率	30.67%	16.98%	13.42%	23.27%	30.30%	37.82%
							增长率						
							营业总收入增长率	21.12%	70.05%	11.69%	19.86%	22.58%	20.14%
							EBIT增长率	3.61%	16.25%	16.70%	47.86%	46.37%	31.82%
							净利润增长率	34.21%	38.23%	26.28%	39.80%	38.95%	28.81%
							总资产增长率	290.84%	3.01%	7.31%	17.30%	13.66%	17.62%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	80.7	56.8	81.9	80.0	80.0	80.0
							存货周转天数	185.6	124.1	158.7	160.0	160.0	160.0
							应付账款周转天数	144.3	80.0	95.6	140.0	140.0	140.0
							固定资产周转天数	121.6	108.7	149.3	159.5	138.2	114.6
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-77.11%	-57.60%	-42.32%	-56.70%	-58.15%	-62.59%
							EBIT利息保障倍数	-55.2	-4.9	-6.6	-11.8	-18.5	-29.6
							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。