

瑞普生物(300119.SZ)

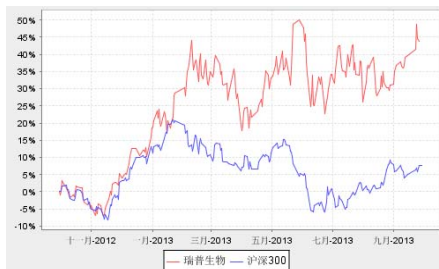
三季度报略低预期，中期看好行业并购和景气拐点机会

评级: **买入** 前次: **买入**
 目标价(元): **27-29.7**
 分析师: 谢刚 张俊宇
 S0740510120005 S0740511120002
 021-20315178 021-20315191
 xiegang@r.qlzq.com.cn zhangjy@r.qlzq.com.cn
 2013年10月15日

基本状况

总股本(百万股)	193.95
流通股本(百万股)	193.95
市价(元)	24.17
市值(百万元)	4687.69
流通市值(百万元)	4687.69

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	784.37	978.56	1,175.39
营业收入增速	70.05%	11.69%	19.50%	24.76%	20.11%
净利润增长率	38.23%	26.28%	20.95%	37.97%	23.67%
摊薄每股收益(元)	0.77	0.75	0.90	1.24	1.53
前次预测每股收益(元)	0.77	0.75	0.90	1.45	1.87
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	26.43	19.16	15.49
PEG	0.66	0.96	1.26	0.50	0.65
每股净资产(元)	9.39	7.70	8.35	9.60	11.14
每股现金流量	0.61	0.47	1.74	1.21	1.52
净资产收益率	8.19%	9.71%	10.82%	12.99%	13.84%
市净率	2.06	2.45	2.86	2.49	2.14
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:** 瑞普生物公布2013年三季度业绩预告,公司前三季度实现归属于上市公司股东净利润9434万元-9892万元,同比增长3%-8%,折合EPS 0.49元-0.51元,三季度单季利润2428万元-2886万元,同比增长区间为-2.9%-15.4%。
- **公司前三季扣非后利润为8904万元-9362万元,同比增长15%-20%,主业利润增速好于同行平均水平。**此外,公司由于股权激励费用摊销,由此带来管理费用计提514万元,剔除掉上述费用,公司主业利润增速应在22%-27%之间。由于公司目前主要产品依然以禽类药苗为主,4月份爆发的H7N9疫情对鸡肉消费和禽类养殖造成较大负面影响,导致前三季公司经营目标低于年初股权激励目标设定值,但与同行业竞争对手相比,公司依托于较强的营销技术能力,依然取得了好于行业平均的业绩表现。
- **公司正在通过多种方式力争全年业绩达到年初设定的股权激励目标。**公司四季度单季利润需要增长45%,达到7500万左右,才能达到行权条件,目前来看有一定难度,但公司高管层正积极努力,拜访集团大客户以及考察西南、华南新开辟市场,以求四季度实现较快增长。此外,公司9月份新上市的圆环疫苗目前招商进展顺利,我们预计四季度有望为公司带来2000万以上收入。
- **国内兽药龙头企业正处于产品多元化初级阶段,短期业绩易受下游养殖景气影响而出现一定波动。**与10月12日大华农公布的三季度业绩预告类似,瑞普生物2-3季度业绩基本呈现出相同走势。两公司产品结构相类似,目前业绩贡献主要来源于禽类药苗业务,2季度以来禽类养殖存栏较低,影响短期业绩,尽管两公司产品结构正在逐步优化,但业绩贡献占比仍偏低,因此在产品多元化初级阶段,易受到下游养殖景气度影响。未来随着这些公司在猪用药苗、水产药苗和宠物药苗领域的扩张,波动性将显著下降。

- 中长期来看，我们持续看好以多元化产品构成和多渠道运营模式的兽药公司成长性，外延式扩张将成为公司未来的主要增长模式。我们认为目前国内兽药公司业绩波动的主要原因在于产品结构仍相对单一，散养户渠道占比依然偏高，销售区域相对集中。因此我们认为接下来公司在产品技术以及渠道上的并购将逐步弥补上述短板。目前股价和估值水平上，我们对包括瑞普生物在内的兽药公司股价表现并不悲观，2014年，行业并购、养殖景气度回升带来的兽药需求上升将成为兽药上市公司的主要看点和股价催化剂，股价在年底之前仍有绝对收益空间。
- 预计2013-2015年EPS分别为0.90/1.20/1.53，较前次盈利预测分别下调0.14/0.21/0.34元，主要原因在于我们对公司销售费用率和管理费用率进行了更严苛的假定。我们认为行业并购和明年上半年养殖景气度反转是公司股价上涨的核心催化因素，基于公司在动物保健领域的营销和技术服务体系处于行业领先优势，按2013X30PE和2014X24PE计算，目标价27-29.7元，维持“买入”评级。

图表 1: 瑞普生物主营业务销售预测表

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	405.95	532.20	660.78
增长率(YOY)	N/A	34.87%	14.03%	26.92%	10.53%	19.49%	31.10%	24.16%
毛利率	78.98%	81.20%	73.65%	71.24%	69.10%	69.35%	69.66%	69.74%
销售成本(百万元)	33.11	39.92	63.80	88.41	104.99	124.41	161.48	199.93
增长率(YOY)	N/A	20.59%	59.82%	38.57%	18.75%	18.49%	29.80%	23.81%
毛利(百万元)	124.36	172.45	178.36	218.96	234.74	281.54	370.71	460.84
增长率(YOY)	N/A	38.67%	3.43%	22.76%	7.21%	19.94%	31.67%	24.31%
占总销售额比重	70.61%	74.51%	70.31%	52.62%	52.00%	51.76%	54.39%	56.22%
占主营业务利润比重	75.47%	78.29%	73.15%	67.47%	61.68%	60.21%	61.98%	63.02%
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%	30.61%	30.30%	29.89%
占主营业务利润比重	24.53%	21.71%	26.85%	28.49%	33.25%	35.19%	34.20%	33.25%
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%	19.24%	16.65%	15.08%
占主营业务利润比重	0.00%	0.00%	5.06%	4.08%	4.69%	4.10%	3.23%	3.09%
销售收入小计	223.00	285.02	344.45	584.11	653.35	784.37	978.56	1175.39
销售成本小计	58.24	64.75	100.62	259.61	272.78	316.80	380.44	444.18
毛利	164.76	220.26	243.83	324.50	380.57	467.57	598.12	731.22
平均毛利率	73.88%	77.28%	70.79%	55.55%	58.25%	59.61%	61.12%	62.21%

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
营业收入	346	588	656	784	979	1,175	货币资金	1,182	897	702	969	1,121	1,383
营业成本	-101	-260	-273	-317	-380	-444	存货	65	112	126	139	167	195
毛利	245	327	383	468	598	731	流动资产	1,368	1,309	1,147	1,420	1,667	2,024
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	-161	-188	-223	%总资产	11.1%	13.2%	24.5%	24.4%	23.3%	20.4%
管理费用	-39	-62	-98	-114	-137	-162	非流动资产	254	362	647	661	667	670
息税前利润 (EBIT)	105	122	142	187	265	336	资产总计	1,622	1,671	1,793	2,081	2,333	2,694
财务费用	2	25	21	18	17	13	应付款项	95	104	104	237	285	334
资产减值损失	-2	-4	-6	-10	-6	-6	流动负债	184	153	153	307	311	364
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	196	277	345	普通股股东权益	1,353	1,393	1,484	1,611	1,851	2,148
营业外收支	15	6	18	10	10	10	负债股东权益合计	1,622	1,671	1,793	2,081	2,333	2,694
税前利润	119	150	178	206	287	355							
所得税	-19	-22	-26	-30	-42	-51	每股收益 (元)	1.113	0.769	0.747	0.898	1.240	1.533
净利润	100	128	152	176	245	303	每股净资产 (元)	18.249	9.393	7.699	8.355	9.602	11.144
少数股东损益	18	14	8	2	5	6	每股经营现金净流 (元)	1.521	0.609	0.466	1.741	1.208	1.525
归属于母公司的净利润	83	114	144	174	240	297	回报率						
							净资产收益率	6.10%	8.19%	9.71%	10.82%	12.99%	13.84%
							总资产收益率	5.09%	6.83%	8.03%	8.40%	10.35%	11.09%
							投入资本收益率	30.67%	16.98%	13.42%	20.92%	26.50%	32.04%
							增长率						
							营业收入增长率	21.12%	70.05%	11.69%	19.50%	24.76%	20.11%
							EBIT增长率	3.61%	16.25%	16.70%	31.21%	42.12%	26.71%
							净利润增长率	34.21%	38.23%	26.28%	20.95%	37.97%	23.67%
							总资产增长率	290.84%	3.01%	7.31%	16.04%	12.14%	15.46%
							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	159.9	136.2	113.0
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-77.11%	-57.60%	-42.32%	-56.50%	-57.20%	-61.12%
							EBIT利息保障倍数	-55.2	-4.9	-6.6	-10.5	-16.1	-25.1
							资产负债率	12.06%	10.48%	11.54%	17.36%	15.68%	15.57%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	100	128	152	176	245	303
少数股东损益	0	0	0	2	5	6
非现金支出	12	26	34	45	44	45
非经营收益	4	-2	3	-10	-11	-11
营运资金变动	-4	-62	-98	125	-45	-43
经营活动现金净流	113	90	90	337	238	300
资本开支	48	185	167	67	34	33
投资	-73	-18	-90	28	0	0
其他	0	0	0	1	1	1
投资活动现金净流	-121	-203	-257	-38	-33	-32
股权募资	1,065	0	22	0	0	0
债权募资	29	-64	-4	-31	0	0
其他	-21	-109	-47	-1	-48	0
筹资活动现金净流	1,072	-173	-29	-32	-48	0
现金净流量	1,064	-286	-196	268	157	268

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。