

# 市场苗逆势高增长 猪圆环疫苗开局良好

核心观点:

## 1. 事件

公司发布了 2013 年三季报。报告期内公司实现营业收入 5.36 亿元, 同比增 14.41%, 净利润 9662.53 万元, 同比增 5.5%, EPS 为 0.5 元; 其中 Q3 实现营业收入 1.74 亿元, 同比增 14.12%, 净利润 2656.46 万元, 同比增 6.21%, EPS 为 0.14 元。其中扣非后三季度单季净利润为 2474 万元, 同比增幅为 17%, 略低于我们之前预期。

## 2. 我们的分析与判断

### (一) 市场苗销售高增长, 招标苗和原料药拖累增速

公司 1-3 季度兽用生物制品收入为 3 亿元, 同比增 22.45% (其中市场苗收入 2.48 亿元, 同比增 33.36%, 招标苗 5290 万元, 同比减少 11.46%), 兽用制剂收入 1.4 亿元, 同比增 19.8%, 原料药收入 9347.23 万元, 同比减少 10.04%。

公司市场苗高增长主要原因有: 1)、公司三季度关言妥、诸元妥、文易康等一批重点产品上市, 进一步丰富产品线, 能更好的实现“药苗”结合销售。2) 家畜产品前三季度销售额翻番, 其中猪圆环 9 月中旬上市, 凭借良好的品质和成熟的客户渠道, 产品快速销售到养殖户, 当月实现了 800 多万元的销售额。3) 营销队伍进一步扩张, 设置水禽、种禽专线技术营销服务团队; 南方技术营销服务分中心的建立加强了公司在南方业务的拓展力度; 技术营销服务进一步贴近终端市场, 形成了技术服务、产品管理、诊断研究为一体的技术服务新模式, 更好地服务于终端。

公司招标苗主要是畜类疫苗 (猪蓝耳、猪瘟)。由于近几年猪蓝耳招标苗价格持续下滑, 公司减少了政府招标苗的销售。公司 1-3 季度毛利率为 59.26%, 较去年同期提升了 2.16 个百分点, 主要是由于产品结构的改善。

### (二) 三季度环比二季度开始好转

上半年禽类养殖行业由于受到“禽流感 H7N9”疫情爆发的影响, 整个行业深度亏损, 父母代鸡和毛鸡存栏量均出现下滑, 从而间接影响到动保产业的发展, 公司以做禽类疫苗为主, 销量增速也受到一定的影响。但进入三季度后, 整体养殖行业经营情况逐渐恢复, 养殖户补栏积极性有较大的提高, 公司业绩 7,8,9 三个月逐月也开始出现好转。公司 Q3 单季度净利润同比增 6.21%, 较 Q2 的 -4.61% 出现好转。随着畜禽养殖行业景气度不断提升, 公司最坏的时间已经过去, 业绩开始触底反弹。

### (三) 猪圆环疫苗开局良好, 增强公司业绩高增长信心

瑞普生物 (300119.SZ)

推荐 维持评级

分析师: 吴立

☎: 010-83574546

✉: wuli@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130512090001

分析师: 张婧

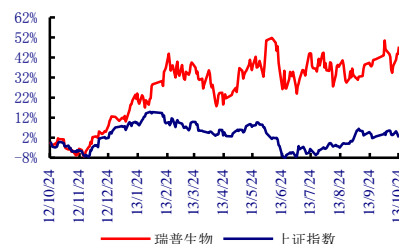
☎: 010-66568757

✉: zhangjing\_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130513070001

市场数据	时间 2013.10.24
A 股收盘价(元)	24.50
A 股一年内最高价(元)	25.80
A 股一年内最低价(元)	15.50
上证指数	2164.32
市净率	3.20
总股本 (万股)	19394.65
实际流通 A 股(万股)	13131.33
限售的流通 A 股(万股)	6263.31
流通 A 股市值(亿元)	32.17

### 相对指数表现图



资料来源: 中国银河证券研究部

### 相关研究

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》

公司重磅产品猪圆环疫苗于 2013 年 9 月份已经上市。上市时间低于我们的预期（原来预计 7 月份能上市），因此也影响了三季度业绩的增长。但是据检测，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，猪圆环 9 月中旬上市后，凭借良好的品质和成熟的客户渠道，产品快速销售到养殖户，当月实现了 800 多万元的销售额。以公司强大的营销服务能力，我们保守预计公司猪圆环病毒销售收入将达到 3000 万元，以 30% 净利率来算，今年将贡献净利润 720 万元。

#### （四）未来或将通过并购丰富品种和延伸产业链

公司上市之后收购频繁。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，向上下游延伸，从而优化行业的竞争结构。

### 3. 盈利预测和投资建议

受 H7N9 影响，今年下游禽类养殖景气度复苏进程低于预期，我们下调 13 年 EPS 预测至 0.93 元，但仍维持 14/15 年 EPS 预测不变，分别为 1.32、1.77 元，增速分别为 41%、34%。公司作为禽类疫苗市场化龙头企业，在下游养殖集中度不断提升的背景下，抓住机遇不断丰富产品线和扩大经营范围，随着明年养殖景气度走高、公司产品线不断丰富，我们认为公司未来两年将会保持高速增长的趋势。继续维持“推荐”评级。

**表 1: 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	180	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	180	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	0.93	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%	24%	41%	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

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份公司免责声明。

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

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼  
深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 [fuchuxiong@chinastock.com.cn](mailto:fuchuxiong@chinastock.com.cn)  
上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)  
深广地区：詹璐 0755-83453719 [zhanlu@chinastock.com.cn](mailto:zhanlu@chinastock.com.cn)  
北京地区：高兴 83574017 [gaoxing\\_jg@chinastock.com.cn](mailto:gaoxing_jg@chinastock.com.cn)  
北京地区：李笑裕 83571359 [lixiaoyu@chinastock.com.cn](mailto:lixiaoyu@chinastock.com.cn)