

最坏时期已过，需求缓慢恢复中

瑞普生物 (300119.SZ)

推荐 维持评级

投资要点:

1. 事件

公司发布了2014年Q1业绩预告修正公告，公司原来预计2014年第一季度净利润约为3164万元-3314万元，较2013年同期增长5%-10%，修正为2014年Q1归属于上市公司股东净利润为1657-2260万元，同比下降25%-45%。

2. 我们的分析与判断

(一)、下游养殖低迷导致公司业绩下滑

由于今年一季度“H7N9”事件持续影响整个家禽行业，所有禽类养殖上市公司一季报均亏损，整个行业也面临较大幅度的亏损。禽类养殖公司面对这种低迷的局面，纷纷开始淘汰产能，种鸡场大部分淘汰掉40-45周以上的种鸡，淘汰量占行业的30%，而白羽肉鸡联盟也达成协议淘汰50周以上的祖代鸡，整个行业去产能进程开始加速，这必然会导致禽类存栏的下滑，从而影响到禽类疫苗企业的销量。公司是以禽苗和药品为主的动保公司，因此销量和利润受到较大幅度影响。

(二)、禽类最坏时期已过，风险逐渐释放

3月份以来，随着肉鸡价格的上涨，鸡苗价格已经上涨至成本线以上，肉鸡和商品代鸡苗已经开始盈利，禽类养殖产业链景气度正在不断提升，2季度白羽肉鸡行业盈利情况环比将会有所好转，下游的养殖存栏量也将逐渐增加。因此2季度我们预计禽类疫苗企业的销售量环比将会上涨，行业最坏时间已过，风险释放完毕。

(三)、大品种逐渐增加，猪圆环14年放量

公司重磅产品猪圆环疫苗于2013年9月份已经上市，当月铺货金额达到900万元，3个月销售额达到接近2000万。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，随着公司进一步拓展，预计14年猪圆环疫苗销售收入将达5000-6000万元，同比增长100%以上。另外，公司2013年开始打造重点大产品，营销体系继续对核心大产品进行聚焦，18个产品销售额超过1000万，其中优瑞康(鸡新城疫、禽流感(H9亚型)二联灭活疫苗(La Sota株+Hp株))2013年总计销量超过8000万，新支妥(鸡新城疫、鸡传染性支气管炎二联活疫苗(La Sota+H120株))总计销量超过6000万。我们预计公司14年将有鸭传染性浆膜炎二价灭活疫苗上市，另外还有3个产品目前处于复合检测中，14年下半年也将会陆续推出。

(四)、外延式扩张丰富产品线

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

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

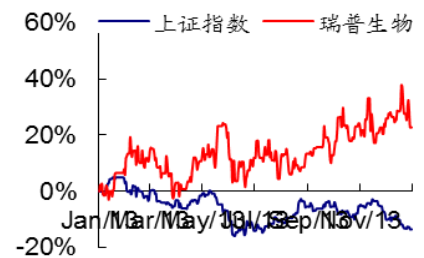
✉：zhangjing_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130513070001

市场数据 时间 2014.4.9

A股收盘价(元)	21.86
A股一年内最高价(元)	28.55
A股一年内最低价(元)	18.88
上证指数	2105.24
市净率	3.25
总股本(万股)	19500
实际流通A股(万股)	9800
限售的流通A股(万股)	9700
流通A股市值(亿元)	21.46

相对指数表现图



资料来源：中国银河证券研究部

相关研究

2013.10.24《瑞普生物(300119)：市场苗逆势高增长 猪圆环疫苗开局良好》
2013.5.24《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》

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，尤其是补充畜类、水产等疫苗品种，丰富疫苗产品线，抵抗下游禽类养殖行业波动的风险。公司的优势在于强大的市场推广能力及网络化的销售渠道，丰富产品线能够更好地带动药苗销售，提供一体化动物保健解决方案，从而推动公司整体销售业绩增长。我们认为随着2014年下游养殖行业景气度回升和公司外延式扩张的共同促进下，公司业绩将会出现高增长的态势。

3. 盈利预测和投资建议

我们下调14/15/16年公司净利润为1.94/2.54/3.26亿元，同比增速为27.7%/30.9%/28.3%，EPS为1.00/1.31/1.68元，对应14年动态PE为20x，随着养殖行业景气好转及公司未来产业线的不断丰富，未来业绩高增长是大概率事件，维持“推荐”投资评级。

表 1: 公司财务报表预测

资产负债表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E	利润表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	511	574	556	664	营业收入	755	967	1255	1561
应收款项	370	254	463	584	营业成本	307	401	509	625
存货净额	114	140	194	227	营业税金及附加	6	7	10	12
其他流动资产	82	173	175	222	销售费用	190	227	289	343
流动资产合计	1076	1141	1384	1691	管理费用	105	129	165	211
固定资产	688	769	811	822	财务费用	(15)	(19)	(11)	(13)
无形资产及其他	164	157	150	143	投资收益	(0)	1	1	0
投资性房地产	64	64	64	64	资产减值	(11)	(2)	(6)	(6)
长期股权投资	11	11	11	11	其他收入	0	0	3	0
资产总计	2003	2142	2419	2731	营业利润	151	220	291	376
短期借款及交易性金融负债	23	20	25	23	营业外净收支	28	10	10	10
应付款项	125	110	160	205	利润总额	179	230	301	386
其他流动负债	67	75	94	121	所得税费用	26	35	45	58
流动负债合计	215	204	272	340	少数股东损益	1	2	2	3
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	152	194	254	326
其他长期负债	68	86	108	126					
长期负债合计	68	86	108	126	现金流量表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
负债合计	283	290	380	465	净利润	152	194	254	326
少数股东权益	109	110	111	113	资产减值准备	5	(7)	1	0
股东权益	1611	1747	1920	2142	折旧摊销	34	52	70	80
负债和股东权益总计	2003	2148	2411	2721	公允价值变动损失	11	2	6	6
					财务费用	(15)	(19)	(11)	(13)
关键财务与估值指标	2013	2014E	2015E	2016E	营运资本变动	(48)	2	(175)	(110)
每股收益	0.78	1.00	1.31	1.68	其它	(4)	9	1	2
每股红利	0.26	0.30	0.42	0.53	经营活动现金流	150	251	156	303
每股净资产	8.31	9.01	9.90	11.05	资本开支	(269)	(121)	(111)	(91)
ROIC	8%	10%	14%	18%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	9%	11%	13%	15%	投资活动现金流	(268)	(121)	(111)	(91)
毛利率	59%	59%	59%	60%	权益性融资	25	0	0	0
EBIT Margin	19%	21%	23%	24%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	24%	26%	28%	29%	支付股利、利息	(50)	(58)	(81)	(103)
收入增长	15%	28%	30%	24%	其它融资现金流	2	(3)	5	(2)
净利润增长率	5%	28%	31%	28%	融资活动现金流	(73)	(61)	(77)	(105)
资产负债率	20%	19%	20%	21%	现金净变动	(192)	69	(32)	107
息率	1.2%	1.3%	1.9%	2.4%	货币资金的期初余额	702	511	574	556
P/E	28.6	22.4	17.1	13.3	货币资金的期末余额	511	580	542	663
P/B	2.7	2.5	2.3	2.0	企业自由现金流	(156)	102	37	193
EV/EBITDA	25.6	18.2	13.4	10.7	权益自由现金流	(154)	115	50	202

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、2013 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

机构请致电：

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