

## 营销渠道铺设完善，养殖好转带动公司 销量逐季回升

### 投资要点：

#### 1. 事件

我们近期参加了公司承办的中国生物产业大会暨大型规模化主场产业发展高峰论坛，并与公司副总裁、董秘、南方分中心总经理、家畜事业部总经理和部分经销商养殖户进行了交流。我们的主要观点如下：

#### 2. 我们的分析与判断

##### (一)、畜禽产业链见底回升，公司业绩环比将逐季好转

目前家禽行业已经确定性反转，不少养殖户开始补栏。比如温氏一季度最差时候淘汰了50%的产能，目前已经恢复到了80%的生产水平。生猪行业价格在四月份见底后在逐渐恢复，大企业依然在持续扩张，预计下半年和明年价格将会同比大幅好转。

动保公司业绩取决于两点：1、养殖基础量的情况。2、疫病爆发的情况。由于禽类疫苗基本在1日龄的时候就需要打疫苗，因此疫苗的销量将会随着禽类养殖量的增加而增加。但药品并不会马上就用，因此药品销售的恢复将会滞后于养殖量的增长。

我们认为随着下游家禽行业补栏的增加，公司业绩也将会逐步见底回升，环比出现逐步好转的态势。

##### (二)、畜类疫苗储备丰富，未来将加大畜类产品营销

公司目前猪疫苗品种储备有：猪瘟，蓝耳，伪狂犬和去年9月份推出的猪圆环。小的品种有猪乙脑，猪细小。目前缺的是呼吸系统这一块，比如猪喘气，猪肺炎等。

牛方面，公司以内蒙大地为底，主要做奶牛药品。羊目前主要也是药品。另外在宠物疫苗上也有狂犬灭活冻干疫苗储备，已经获得新兽药证书，计划在新建厂房上申报。

由于公司一直以来家禽产品占比较高，且积累时间较长，销售团队是慢慢由家禽带起来，很多业务人员包括业务领导，以前都是以做家禽为主，这几年开始完善家畜销售团队，因此去年家畜疫苗销售仅1个多亿。公司去年年底招聘了原同行知名的总经理做家畜事业部总经理，持续重视和加大研发畜类产品，在今年一季度事业部取得了16%的同比增长。我们认为在猪价不断回暖的背景下，公司畜类疫苗未来占收入比重将会逐渐和禽类持平。

目前家畜事业部大区为经营单元管理模式，19个大区，其中河南分了三个大区，山东分了两个大区，河北分了三个大区等，管理很系统。按销售目标来算，过千万的有6个省。目前公司疫苗和药品都做。疫苗主要有5个产品：猪瘟、蓝耳、圆环、伪狂和细小，病毒苗比较齐全。抗生素也有5个主打产品，另外还有5个保健类的主打产品。渠道方面，公司疫苗以省级代理为主，药品以县级代理为主。经营方式主要是会议推广，做标杆客户，标杆经销商。目前家畜事业部一共100多个营销人员，有20多

瑞普生物 (300119.SZ)

**推荐** 维持评级

分析师：吴立

☎：010-83574546

✉：[wuli@chinastock.com.cn](mailto:wuli@chinastock.com.cn)

执业证书编号：S0130512090001

分析师：张婧

☎：010-66568757

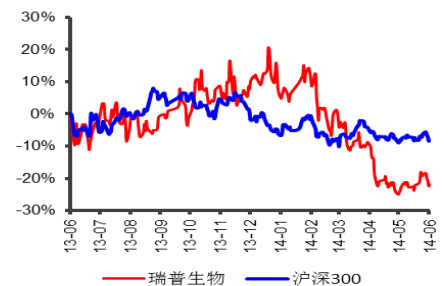
✉：[zhangjing\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:zhangjing_yj@chinastock.com.cn)

执业证书编号：S0130513070001

#### 市场数据 时间 2014.6.20

A股收盘价(元)	8.94
A股一年内最高价(元)	14.19
A股一年内最低价(元)	7.61
上证指数	2023.74
市净率	2.19
总股本(亿股)	3.89
实际流通A股(亿股)	2.03
限售的流通A股(万股)	1.86
流通A股市值(亿元)	18.34

#### 相对指数表现图



资料来源：中国银河证券研究部

#### 相关研究

- 2012.5.24《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》
- 2012.11.20《瑞普生物调研纪要》

个技术人员。

今年 1-5 月份家畜事业部在生猪价格极度低迷的情况下，实现了收入超过 20% 的增长，其中 1 季度 16% 的增长，销售圆环接近 1000 万，猪瘟销售 400 多万（不包括南方分中心）。

### **（三）、南方分中心渠道网点已铺好，蓄势待发**

南方分中心于 2012 年 9 月成立，总部位于广州，主要业务覆盖在两广两湖+海南五省地区，主要以黄鸡和畜类为重点。瑞普一直是北方企业，以前在南方更多的是经销商在做，但是南方市场潜力很大，从 12 年开始在整个南方市场加大投入，目前分中心总共 100 多人，其中家禽 60 多人，家畜 40 人。公司在南方的销售渠道包括直销和经销，其中对大客户直销，对中小户走经销。由于不同省份客户结构不同，家禽大客户在两广能占销售收入的 70-80%，而在两湖渠道占收入 80%。家畜目前主要以渠道为主，占收入 80%。今年下游行业盈利情况不理想，整体两广的黄羽鸡量下滑 30% 以上，但公司现在整个渠道布局和网点都建好了，如果行情好转，业绩将会爆发。

## **3. 盈利预测和投资建议**

我们预计 14/15/16 年公司净利润为 1.74/2.39/3.01 亿元，同比增速为 14.2%/37.9%/25.9%，EPS 为 0.45/0.62/0.77 元，对应目前 14 年的 PE 为 20x，我们认为公司中长期来看，随着养殖行业的好转和公司未来产业线的不断丰富，成长性依然较好，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	857	1178	1441
应收款项	370	225	435	539	营业成本	307	350	477	577
存货净额	114	120	180	208	营业税金及附加	6	7	9	11
其他流动资产	82	153	164	205	销售费用	190	206	271	317
流动资产合计	1076	1073	1335	1615	管理费用	105	116	155	196
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	2074	2371	2655	营业利润	151	196	274	347
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	94	149	187	利润总额	179	206	284	357
其他流动负债	67	66	87	111	所得税费用	26	31	43	54
流动负债合计	215	181	260	321	少数股东损益	1	1	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	174	239	301
其他长期负债	68	86	108	126					
长期负债合计	68	86	108	126	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>
负债合计	283	267	368	447	净利润	152	174	239	301
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	1733	1896	2101	折旧摊销	34	52	70	80
负债和股东权益总计	2003	2110	2375	2661	公允价值变动损失	11	2	6	6
					财务费用	(15)	(19)	(11)	(13)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2013</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>	营运资本变动	(48)	46	(183)	(91)
每股收益	0.39	0.45	0.62	0.77	其它	(4)	8	1	1
每股红利	0.13	0.13	0.20	0.25	经营活动现金流	150	275	133	298
每股净资产	4.14	4.45	4.87	5.40	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%	10%	13%	14%	投资活动现金流	(268)	(121)	(111)	(91)
毛利率	59%	59%	60%	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%	27%	28%	29%	支付股利、利息	(50)	(52)	(77)	(96)
收入增长	15%	14%	38%	22%	其它融资现金流	2	(3)	5	(2)
净利润增长率	5%	14%	38%	26%	融资活动现金流	(73)	(55)	(72)	(98)
资产负债率	20%	18%	20%	21%	现金净变动	(192)	99	(49)	110
息率	0.6%	0.6%	0.9%	1.1%	货币资金的期初余额	702	511	574	556
P/E	57.3	50.2	36.4	28.9	货币资金的期末余额	511	610	525	666
P/B	5.4	5.0	4.6	4.1	企业自由现金流	(156)	102	37	193
EV/EBITDA	49.7	39.0	27.1	21.8	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)