

## 养殖行业低靡令公司业绩大幅下滑, 预计下半年业绩将逐步改善

瑞普生物 (300119.SZ)

**推荐** 维持评级

### 投资要点:

#### 1. 事件

公司发布2014年半年度业绩。公司上半年实现收入2.83亿元, 同比下滑21.77%, 净利润3146万元, 同比下滑55.10%, EPS为0.08元。其中Q2实现收入1.5亿元, 同比下滑23.39%, 净利润1295万元, 同比下滑67.57%。

#### 2. 我们的分析与判断

##### (一)、养殖行情低迷和公司费用增加导致业绩下滑

2014年上半年家禽行业景气度继续低迷, 祖代鸡和种鸡厂开始陆续淘汰产能, 禽类存栏急剧下滑。据我们了解, 种鸡场产能淘汰比例达到30%, 而祖代鸡淘汰产能比例也有10%左右。存栏大幅下滑从而影响了公司的需求量。上半年, 公司禽用疫苗收入9517.2万元, 同比下滑29.31%, 毛利率为63.51%, 同比略增长0.36个百分点; 畜用疫苗收入5885.82万元, 同比下滑5.09%, 毛利率为78.24%, 同比增长1.85个百分点; 原料药和制剂收入1.49亿元, 同比下滑13.38%, 毛利率为41.31%, 同比下滑5.13个百分点。

公司上半年全面落实“研产销一体化”战略, 继续加大营销力度, 拓展服务区域, 强化内部管理, 使得公司上半年销售费用同比有所增加, 公司上半年销售费用率达到了30.38%, 同比增加了8.76个百分点, 管理费用率为18.02%, 同比增加了3.21个百分点。综上, 公司2014年H1净利率为11.10%, 较去年同期下降了8.23个百分点。

##### (二)、畜类疫苗储备丰富, 未来将加大畜类产品营销

公司去年9月份推出猪圆环疫苗, 公司目前猪疫苗后备品种还有: 猪瘟疫苗、猪蓝耳疫苗、伪狂犬疫苗、猪乙脑疫苗、猪细小疫苗等。

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骨干, 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。

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1000万的有6个省份。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、伪狂犬和猪细小。抗生素也有5个主打产品, 另外还有5个保健类药品主打产品。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, 做标杆客户及标杆经销商。目前家畜事业部一共100多个营销人员, 有20多个技术人员。

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

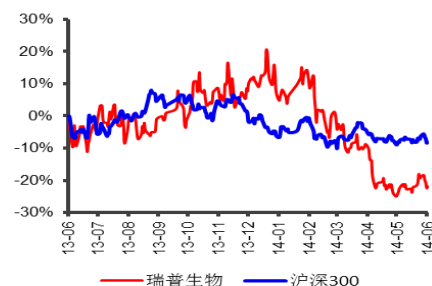
✉: zhangjing\_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130513070001

#### 市场数据 时间 2014.8.27

A股收盘价(元)	10.40
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	2209.47
市净率	2.53
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)	21.50

#### 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》

### (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。瑞普之前业务发展重点一直在北方区域，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 1.33/1.87/2.58 亿元，同比增速为-12.3%/40.3%/37.9%，EPS 为 0.34/0.48/0.66 元，我们认为，随着养殖行业的好转和公司未来产业线的不断丰富，公司下半年业绩将逐步好转，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	703	639	719	营业收入	755	819	1107	1425
应收款项	370	399	492	675	营业成本	307	332	444	570
存货净额	114	131	174	219	营业税金及附加	6	3	7	9
其他流动资产	82	16	22	70	销售费用	190	213	277	356
流动资产合计	1076	1250	1327	1683	管理费用	105	115	152	179
固定资产	688	751	788	814	财务费用	(15)	(2)	6	6
无形资产及其他	164	157	150	143	投资收益	(0)	0	0	0
投资性房地产	64	64	64	64	资产减值	(11)	(1)	(2)	(3)
长期股权投资	11	11	11	11	其他收入	0	0	0	0
资产总计	2003	2232	2339	2715	营业利润	151	157	219	302
短期借款及交易性金融负债	23	180	71	176	营业外净收支	28	0	0	0
应付款项	125	100	142	194	利润总额	179	157	219	302
其他流动负债	67	55	80	105	所得税费用	26	23	31	42
流动负债合计	215	335	293	475	少数股东损益	1	1	2	2
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	152	133	187	258
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	421	401	601	净利润	152	133	187	258
少数股东权益	109	109	110	112	资产减值准备	5	(7)	1	0
股东权益	1611	1702	1828	2002	折旧摊销	34	52	69	79
负债和股东权益总计	2003	2232	2339	2715	公允价值变动损失	11	1	2	3
					财务费用	(15)	(2)	6	6
关键财务与估值指标	2013	2014E	2015E	2016E	营运资本变动	(48)	(7)	(52)	(181)
每股收益	0.39	0.34	0.48	0.66	其它	(4)	8	0	1
每股红利	0.13	0.11	0.16	0.22	经营活动现金流	150	179	206	160
每股净资产	4.14	4.38	4.70	5.15	资本开支	(269)	(101)	(101)	(101)
ROIC	8%	7%	10%	13%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	9%	8%	10%	13%	投资活动现金流	(268)	(101)	(101)	(101)
毛利率	59%	60%	60%	60%	权益性融资	25	0	0	0
EBIT Margin	19%	19%	21%	22%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	24%	25%	27%	27%	支付股利、利息	(50)	(43)	(61)	(84)
收入增长	15%	9%	35%	29%	其它融资现金流	2	157	(109)	105
净利润增长率	5%	-12%	40%	38%	融资活动现金流	(73)	114	(170)	21
资产负债率	20%	24%	22%	26%	现金净变动	(192)	192	(64)	80
息率	1.2%	1.0%	1.5%	2.1%	货币资金的期初余额	702	511	703	639
P/E	26.8	30.5	21.7	15.8	货币资金的期末余额	511	703	639	719
P/B	2.5	2.4	2.2	2.0	企业自由现金流	(156)	77	111	64
EV/EBITDA	24.0	21.6	15.1	12.0	权益自由现金流	(154)	230	(3)	165

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。简介：**毕业于中央财经大学，硕士学位。在中粮集团从事多年农产品期货操盘、研发工作，2010 年 6 月份至今从事农林牧渔行业研究。研究特长：擅长把握农产品（生猪、禽肉、玉米、大豆、白糖等）供求基本面及价格走势，从农产品产业链的角度发现投资机会。对畜禽养殖产业链、动物保健产业、农产品加工行业有深入研究。2012 年入围金牛奖、水晶球奖、新财富最佳分析师评选，2013 年新财富最佳分析师第五名，2014 年荣获 21 金牌分析师第一名，天眼分析师第二名。

### 覆盖股票范围：

A 股：金宇集团（600201）、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）、大华农（300186）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

机构请致电：

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

海外机构：刘思瑶 010-83571359 liusiyao@chinastock.com.cn

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)