技术领先 精于兽药

瑞普生物（300119）

建议询价区间：45.50 元-52.00 元　　新股定价报告

2010 年 9 月 1 日　　星期三

东海证券新医药研究小组

袁舰波
执业证书编号：S0630208010052
医药生物行业 高级分析师
021-50586660-8628

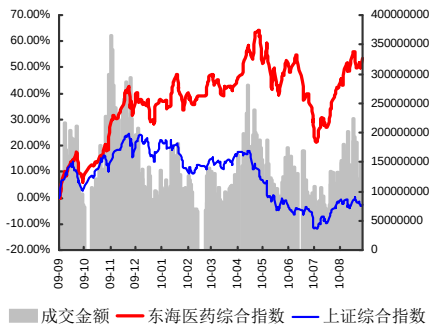
屈昳
执业证书编号：S0630208010053
医药生物行业 分析师
021-50586660-8643

联系人：李惜浣
010-59707110

发行数据	
发行前总股本(万股)	5554.8
本次发行股数(万股)	1860
发行后总股本(万股)	7414.8

发行后股权结构	
李守军	43.18%
梁武	8.85%
社会公众股	25.08%
其他股东	22.89%

医药行业相对上证综指走势图



投资要点

- 公司是一家管理层持股的民营创业型企业，包括董事长在内的经营管理层持有公司的主要股权，本次发行后，公司董事长李守军先生持有公司 43.18%的股份，为公司控股股东及实际控制人。

- 公司一直以来专注于兽药领域，拥有兽用生物制品、兽用制剂的 276 个产品批准文号，是国内兽药行业产品最齐全的企业之一。突出的研发和技术优势、以及每年远高于行业平均水平的研发投入，塑造了公司丰富的产品线和产品梯队。

- 随着下游畜牧业的快速发展，我国兽药市场规模不断扩大；另一方面，国家加大了对兽药行业的监管力度，GMP 认证、技术更新等因素加快了行业的洗牌，高效、安全、低残留的药品成为市场发展的趋势；在此过程中，整个兽药行业的集中度不断提升，产品结构合理并能够提供优质技术服务的综合性企业将最终受益。公司作为国内少数几家在生物制品和制剂领域均具有较强竞争优势的企业，将充分享受行业整合带来的发展机遇。

- 公司特色的技术服务模式与顾问型营销模式相结合，推动了销售网络的迅速发展，成为公司市场规模稳步增长的基础。

- 公司本次 IPO 计划公开发行人民币普通股（A 股）1860 万股，集资金到位后，将分别用于子公司动物疫苗扩建项目、动物用头孢喹肟注射液和中药制剂扩建项目，以及研发中心的建设。

- 我们预测公司 2010-2011 年 EPS（摊薄） 分别为 1.30 元和 1.77 元。考虑到公司未来良好的成长性，综合创业板新股上市的平均估值水平，我们认为公司的合理价位在 45.50 元-52.00 元，对应公司 2010 年的 EPS 市盈率分别为 35-40 倍。

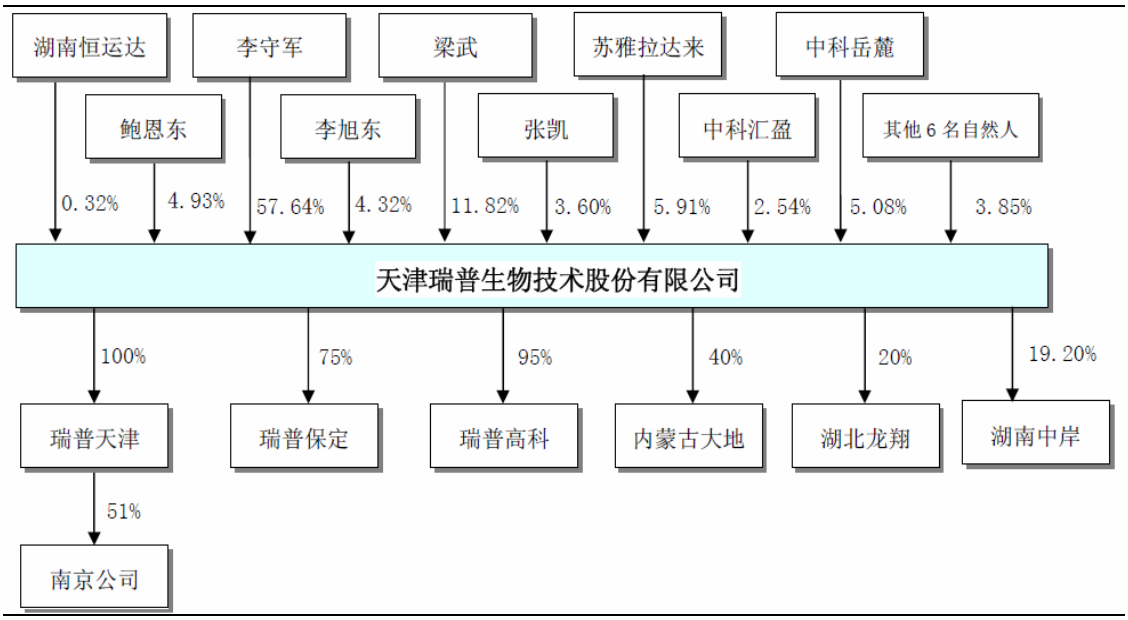
1、公司基本情况

1.1 公司股权结构

公司是一家管理层持股的民营创业型企业，包括董事长在内的经营管理层持有公司的主要股权。本次发行前，李守军先生持有公司 3201.80 万股，占公司总股本的 57.64%，为公司控股股东及实际控制人。

本次计划发行 1860 万股，发行后总股本为 7414.80 万股。本次发行后，李守军先生仍持有公司 43.18%的股份，为公司的实际控制人。

图 1：IPO 前瑞普生物股权结构图



资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

1.2 公司主营业务

公司主要从事兽药的研发、生产、销售和技术服务，产品包括兽用生物制品和兽用制剂两大类的 276 个品种，覆盖疫苗、化学制剂、中兽药、饲料添加剂等多各类别，是国内兽药行业产品最齐全的企业之一。

公司主要产品中，兽药生物制品占营业收入和利润的比重不断上升，是公司主要的利润来源. 目前公司的主要产品如下表所示：

表 1：公司主要产品列表

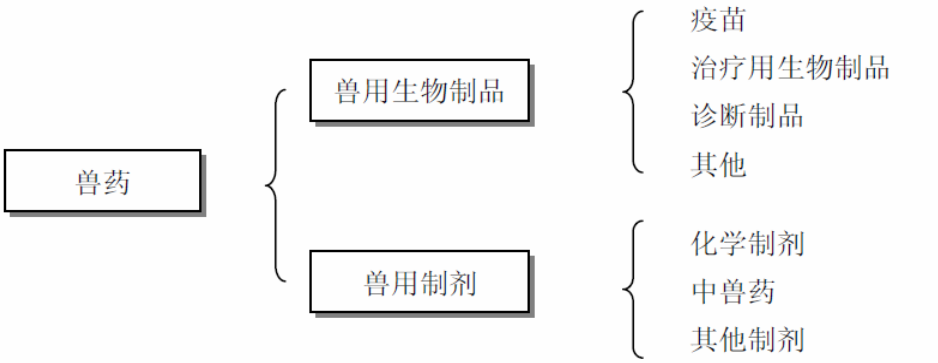
产品类别		产品数量	主要产品	主要用途
兽用生物制品	禽用	35	鸡新城疫、鸡传染性支气管炎二联活疫苗；鸡新城疫低毒力活疫苗；鸡传染性法氏囊病中等毒力活疫苗等；鸡新城疫灭活疫苗；鸡新城疫、鸡传染性法氏囊病二联灭活疫苗；新城疫、减蛋综合征二联灭活疫苗等	用于鸡新城疫、传染性支气管炎、鸡传染性法氏囊病等的预防
	畜用	15	猪瘟活疫苗（兔源）；猪蓝耳病灭活疫苗等	用于猪瘟和猪蓝耳病等的预防
兽用制剂	禽用	97	阿莫西林可溶性粉、氟苯尼考粉、替米考星可溶性粉、替米考星溶液、地克珠利溶液、妥曲珠利溶液、恩诺沙星溶液、甲磺酸培氟沙星可溶性粉等	用于家禽疾病的预防、治疗
	畜用	71	右旋糖酐铁注射液、硫酸庆大霉素注射液、安乃近注射液、板蓝根注射液、替米考星预混剂、盐酸林可霉素预混剂等	用于家畜疾病的预防、治疗
	饲料添加剂	58	禽用微量元素、电解质预混合饲料；蛋鸡用维生素、微量元素复合预混合饲料等	用于调节动物的生理机能

资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

2、兽药行业情况

兽药是指用于预防、治疗、诊断动物疾病或者有目的地调节动物生理机能的物质（含药物饲料添加剂），主要包括兽用生物制品和兽用制剂两大类，具体分类如下：

图 2：兽药产品主要分类



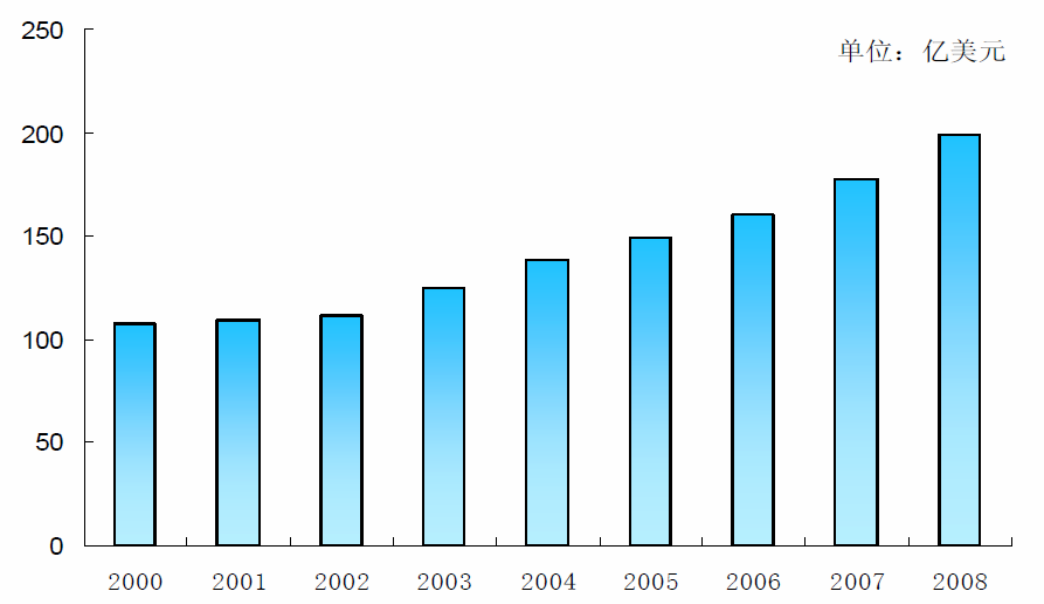
资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

2.1 全球兽药市场现状

2003 年以来，全球兽药行业景气度持续上升，行业快速发展。根据 Wood Mackenaie 统计数据，2008 年全球兽药市场规模为 199 亿美元，2000 年至 2008 年的复合增长率为 7.94%，未来五年预计复合增长率将维持 5%～7%。

国外市场的集中度较高，并有不断集中的趋势。2007 年全球前 10 名公司销售收入合计市场份额已达到 77.80%，前十名公司分别为辉瑞、先灵葆雅、梅里亚、拜耳、富道、礼来、诺伟司、维克、BIV、诗华。

图 3：2000 年-2008 年全球兽药市场规模



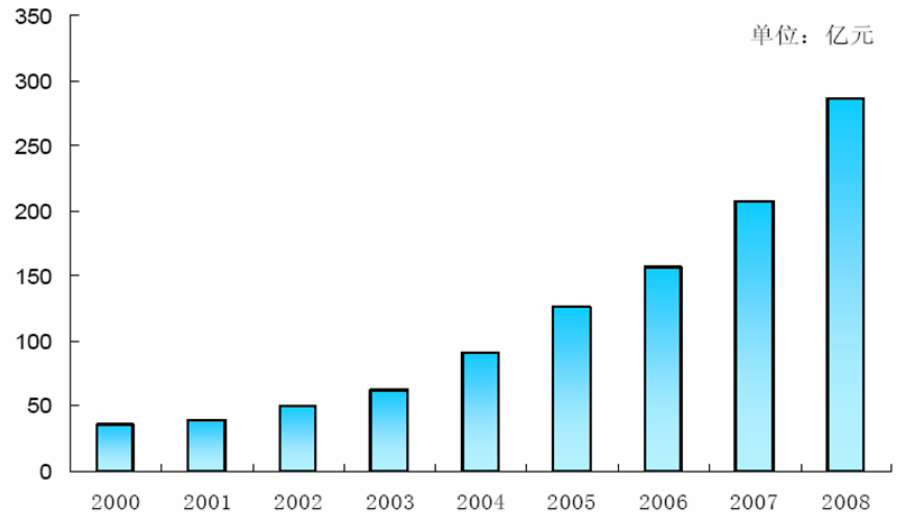
资料来源：Wood Mackenaie 及中国动物保健品协会网站、东海证券研究所

2.2 国内兽药市场现状

我国兽药行业起步较晚，但随着国家对农业及动物防疫工作的不断重视，我国兽药行业呈现出发展速度快、集中度低、目标动物市场份额集中等特点。国家统计局数据显示，我国兽药行业收入从 2000 年的 36 亿元增加到 2008 年的 286 亿元，复合增长率为 29.57%。

兽药按照使用动物种类划分，主要分为禽用、猪用、牛羊用、宠物及特种经济动物用。在我国，目前 90%以上的兽药应用于鸡和猪的疫病防治。农业部统计数据显示，2008 年我国兽用生物制品产值在 50 亿元左右，其中禽用生物制品占 42.51%，猪用生物制品占 47.13%。

图 4: 2000 年-2008 年国内兽药市场规模



资料来源：国家统计局、东海证券研究所

2.3 行业未来发展趋势

受我国畜牧业的发展、规模化养殖比重的提高、食品安全重视程度加强、动物疫病流行特点以及特种经济动物和宠物数量快速增长等因素的推动，我国兽药行业将保持持续高速增长。

未来，在市场需求调整和国家政策引导督促下，高效、安全、低残留的药品将成为市场的主流，多联多价疫苗成为发展趋势。因此，未来综合性企业将会成为行业的主流，产品结构的合理性和优质的技术服务将成为兽药企业核心竞争力的关键要素。兽药企业一方面要丰富兽药的品种以应对不断复杂的疾病；另一方面要不断加强技术服务的广度和深度。

3、公司核心竞争能力分析

3.1 技术创新 推动企业持续快速增长

公司注重新产品的研发，目前拥有紫花诃子散和翘叶清瘀散等多项自主知识产权，新技术和新产品储备项目 51 项。公司为兽药行业两家拥有国家五部委授予“国家认定企业技术中心”的企业之一、行业内仅有的两家“全国企事业知识产权工作试点单位”之一，拥有国家人事部认定的“企业博士后科研工作站”，具有持续创新能力，创造了过去明显高于行业增速的记录，也为公司未来发展提供了强有力的技术保障。

3.2 合理的产品结构 构建企业核心竞争力

公司为国内少数几家在生物制品和制剂领域均具有较强竞争优势的企业。目前，公司拥有兽用生物制品 50 种，兽用制剂 226 种，276 个产品批准文号，产品结构合理，涵盖疫苗、化学制剂、中兽药、饲料添加剂等多个领域，成为国内兽药行业产品最齐全的企业之一。

3.3 营销及服务优势

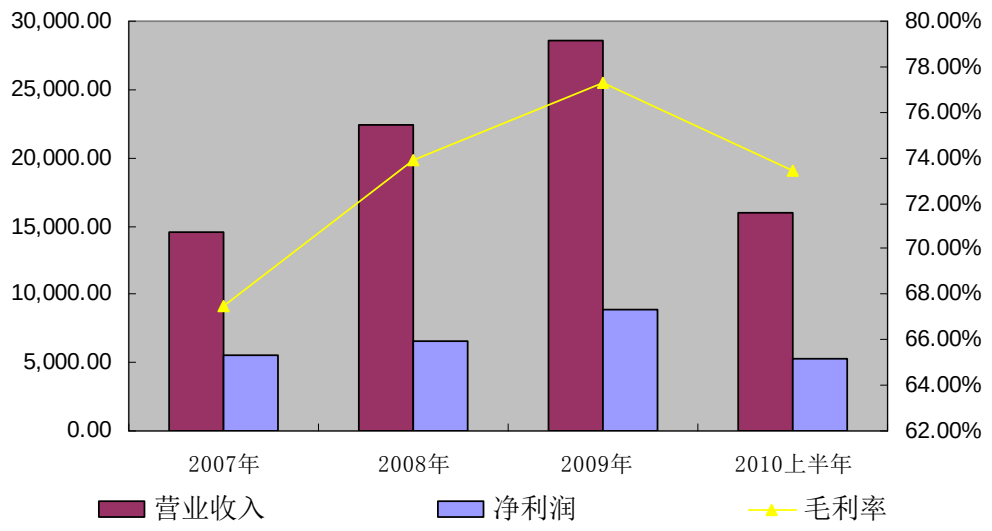
公司具有全面的营销网络和专业的营销队伍，采用“有效整合企业资源、充分利用产品组合；差异化市场营销、个性化制定方案；针对性解决问题、系统化增值服务”的营销模式，为客户提供全方位的技术服务。在目前兽药行业整体“散、小、乱”的局面中，为公司的高速增长创造了良好的市场基础。

4、公司财务分析

从图 6 可以看出，2007-2009 年，公司的营业收入和净利润保持平稳增长，同时，10 年上半年依然保持了良好的增长势头。

公司综合毛利率在 10 年上半年出现了小幅下滑，主要由于原材料价格提升、售价降低等原因导致公司兽用生物制品和兽用制剂毛利率均有所下降。

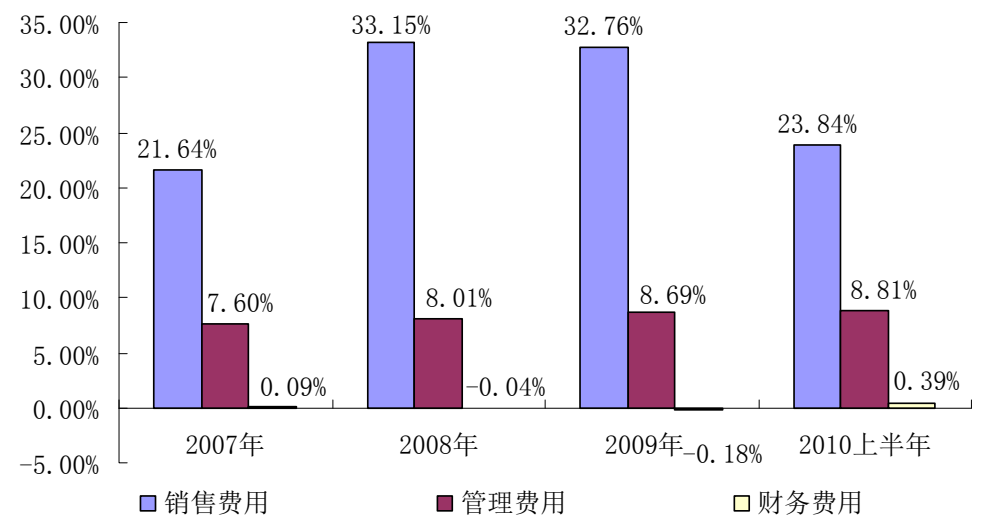
图 5：近三年公司营业收入、净利润、毛利率情况



资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所；单位：万元

2007-2010 年上半年，公司期间费用分别为 4285 万元、9171 万元、11763 万元和 5252 万元，占营业收入的比例分别为 29.33%、41.12%、41.27%和 33.04%，公司的期间费用控制情况良好。

图 6：公司期间费用率情况



资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

表 2：公司其他财务指标

主要财务指标	2007	2008	2009	2010 上半年
流动比率	2.95	2.88	1.70	2.20
速动比率	2.47	2.55	1.45	1.82
应收账款周转率	4.46	5.04	4.41	1.72
存货周转率	2.03	2.72	2.10	1.08
每股经营活动产生的现金流量(元)	0.38	1.23	1.16	0.37
母公司资产负债率	20.08%	10.54%	34.35%	31.00%
每股净资产(元)	1.97	3.55	3.72	4.49

资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

5、公司主要风险

5.1 下游畜牧业市场波动的风险

公司所处的兽药行业，与下游畜牧业的关联度较大，如有禽流感、猪蓝耳病等疫情暴发，会直接影响养殖业的经济效益以及消费者的消费意愿，下游畜牧业市场的波对为公司带来一定的经营风险。

5.2 竞争导致产品价格下降的风险

我国兽药生产企业重多，同一产品的生产企业竞争激烈，在政府招标采购、经销、代销的过程中，公司面临着激烈竞争导致公司产品价格下降的风险

6、募集资金投向

公司本次 IPO 计划公开发行人民币普通股（A 股）不超过 1860 万股。本次发行后，募集资金将按照轻重缓急投入以下项目：

表 3：募集资金投向

项目名称	投资总额	预计募集资金投入	实施主体
瑞普高科动物疫苗扩建项目	16072.00	16072.00	瑞普高科
瑞普保定动物疫苗扩建项目	9248.00	6936.00	瑞普保定
瑞普天津动物用头孢喹肟注射液和中药制剂扩建项目	7015.00	7015.00	瑞普天津
研发中心项目	5245.00	5245.00	瑞普生物
其他与主营业务相关的营运资金	-	-	瑞普生物

资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所；单位：万元

本次募集资金投资项目的实施将有效缓解公司产能瓶颈，投资项目中扩产达产后，公司将新增灭活疫苗生产能力 90,500 万毫升、活疫苗生产能力 263,500 万羽（头）份；将新增注射液生产能力 6,300 万毫升、粉散剂生产能力 500 吨、颗粒剂生产能力 90 吨。同时，研发中心的建设将进一步提升公司的研发能力，增强公司的竞争实力。

7、估值与市场定价

7.1 公司估值

我们的估值主要基于以下假设：

1、兽用生物制品 10-12 年保持 30%左右的增长；

2、兽用制剂 10-12 年保持 15%左右的增长；

3、期间费用稳定降低；企业的综合所得税率基本不变。

在上述假设下，我们预测公司 2010-2012 年 EPS（摊薄） 分别为 1.30 元、1.77 元和 2.26 元。

表 4：瑞普生物盈利预测及市场重要数据

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(万元)	14,610	22,413	28,536	36,919	47,743	59,980
增长率		53.4%	27.3%	29.4%	29.3%	25.6%
营业利润(万元)	5,477	7,217	9,988	15,665	21,479	27,438
增长率		31.8%	38.4%	56.8%	37.1%	27.7%
净利润(万元)	3696	4332	6150	9603	13122	16729
增长率		17.2%	42.0%	56.1%	36.6%	27.5%
每股净资产（元）	1.97	3.55	3.72	4.08	5.85	8.10
每股收益（元）	0.73	0.78	1.11	**1.30**	**1.77**	**2.26**
市盈率（P/E）	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
市净率（P/B）	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EV/EBITDA	0.9	1.0	0.8	0.8	0.7	0.7

资料来源：东海证券研究所

7.2 上市定价

我们认为，所处的兽药行业未来几年将继续保持稳定快速的发展，公司作为兽用生物制品和兽用制剂领域的专家，产品梯队丰富、新产品储备充足；同时公司拥有出色的营销能力和销售网络。考虑到公司未来良好的成长性，综合创业板新股上市的平均估值水平，我们认为公司的合理价位在 45.50 元-52.00 元，对应公司 2010 年的 EPS 市盈率分别为 35-40 倍。

附注：

分析师简介及跟踪范围：

袁舰波：东海证券医药行业高级分析师，南京大学理学学士，复旦大学 MBA，拥有十多年的医药及证券行业从业经历，具备丰富的营销、管理及证券分析经验，对企业的核心竞争能力和投资价值具有独到的研究。
重点跟踪公司：益佰制药、康缘药业、升华拜克、现代制药、科华生物等。
屈昳：东海证券医药行业分析师，中山大学硕士，主要研究化学原料药、医疗器械及医药商业板块。
重点跟踪公司：浙江医药、新和成、海正药业、南京医药、天士力、中新药业、通策医疗等。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅≥20%
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 10% - 20%
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为-10% - +10%
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅>10%

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、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。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，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多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层
网址：http://www.longone.com.cn
电话：（86-21）50586660 转 8638
传真：（86-21）50819897
邮编：200122