



农林牧渔

Farming & forestry & animal
husbandry & fishery

2010 年 09 月 08 日

发行数据

发行价格(元)	60.00
发行规模(百万股)	18.60
发行后总股本(百万股)	74.15
发行方式	网下询价+网上申购
发行日期	
主承销商	东莞证券
行业	农林牧渔

瑞普生物(300119)新股定价报告

—国内兽药行业的佼佼者 合理的价格区间为
50.96-60.06 元

会计年度	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业总收入(百万元)	224	285	366	486	618
增长率(%)	53.41	27.31	28.15	32.89	27.20
归属母公司股东的净利润(百万元)	43	62	97	135	176
增长率(%)	17.21	41.96	58.16	39.00	30.22
每股收益-摊薄(元)	0.58	0.83	1.31	1.82	2.37

魏芳 郭伟明(协助)
+86 755 21517994
guowm@jyzq.cn

执业证书编号

魏芳: S0370207120041

- 瑞普生物是一家具有原始创新能力的兽药高新技术企业,主要产品包括兽用生物制品和兽用制剂两大类。公司产品丰富、结构合理,为国内少数几家产品覆盖禽畜疫病预防、诊断、治疗、促生长以及调节免疫机制的兽药企业之一。
- 兽用疫苗是公司主要收入利润来源。2009 年禽用活疫苗、禽用灭活疫苗、畜用活疫苗、畜用灭活疫苗销售收入分别占公司总营收的 25%, 11%, 14%, 25%, 总计 75%; 毛利分别占 27%, 10%, 14%, 27%, 总计 78%。
- 公司核心优势: 1、产品资源丰富: 公司主要产品为兽用生物制品和兽用制剂两大类 276 个品种。本次募集资金投资项目共涉及 23 种产品, 其中大部分产品具有较高壁垒, 面临市场竞争较小。
2、营销体系健全: 目前公司已在 21 个省中标政府招标采购项目, 已与 743 家规模化养殖企业或大型养殖场建立业务关系, 已指定 2,116 家网络经销商销售公司产品, 营销网络覆盖全国 500 个重点养殖县。
- 募集资金投向分析: 本次公司拟向社会公众公开发行普通股 3,350 万股, 占发行后总股本的 25.1%, 主要用于“年出栏 60 万头生猪产业化基地项目”、“年产 40 万吨饲料生产建设项目”、“科研培训中心建设项目”和“食品安全追溯管理系统工程建设项目”。
- 估值与投资建议: 我们预估公司 10-12 年全面摊薄 EPS 为 1.31 元、1.82 元和 2.37 元。参考中牧股份、天康生物和金宇集团等同类上市公司, 我们给予 11 年 28-33 倍 PE, 上市后合理的价格区间为 50.96-60.06 元
- 风险提示: 市场波动; 不能及时取得产品批准文号。

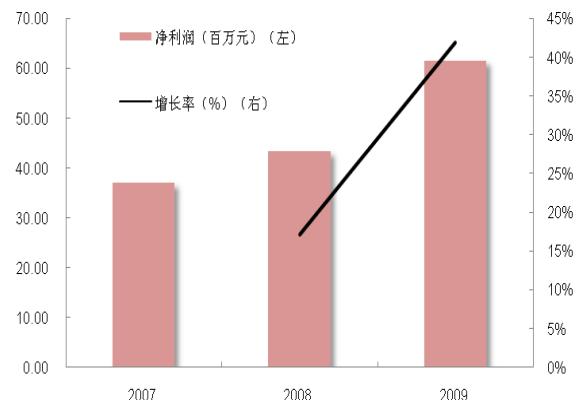
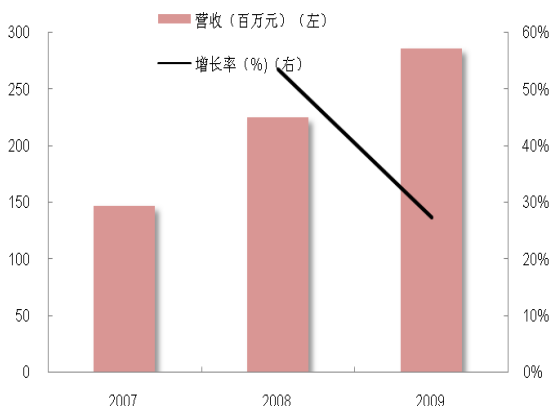
1、 公司是国内兽药行业的佼佼者

天津瑞普生物技术股份有限公司(以下简称“公司”或“瑞普生物”)是一家具有原始创新能力,集兽用生物制品和兽用制剂研发、生产、销售和技术服务于一体的高新技术企业。公司主要产品包括兽用生物制品和兽用制剂两大类,产品丰富、结构合理,为国内少数几家产品覆盖禽畜疫病预防、诊断、治疗、促生长以及调节免疫机制的兽药企业之一。

07-09年,公司销售收入分别为14,597万元、22,300万元、28,502万元,年均增长48%;公司净利润分别为3,696万元、4,332万元、6,150万元,年均增长33%。

图表1 公司近三年营收年均增长率48%

图表2 公司近三年净利润年均增长率33%

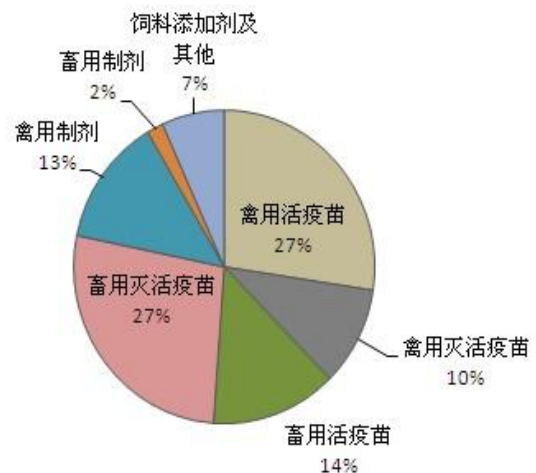
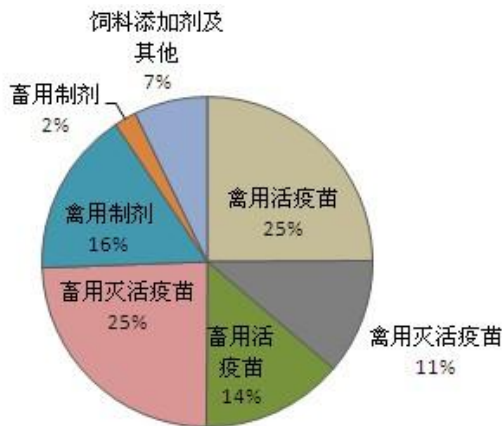


资料来源: 公司招股说明书

兽用疫苗是公司主要收入利润来源。2009年禽用活疫苗、禽用灭活疫苗、畜用活疫苗、畜用灭活疫苗销售收入分别占公司总营收的25%, 11%, 14%, 25%, 总计75%;毛利分别占27%, 10%, 14%, 27%, 总计78%。

图表3 09年公司兽用疫苗收入占比75%

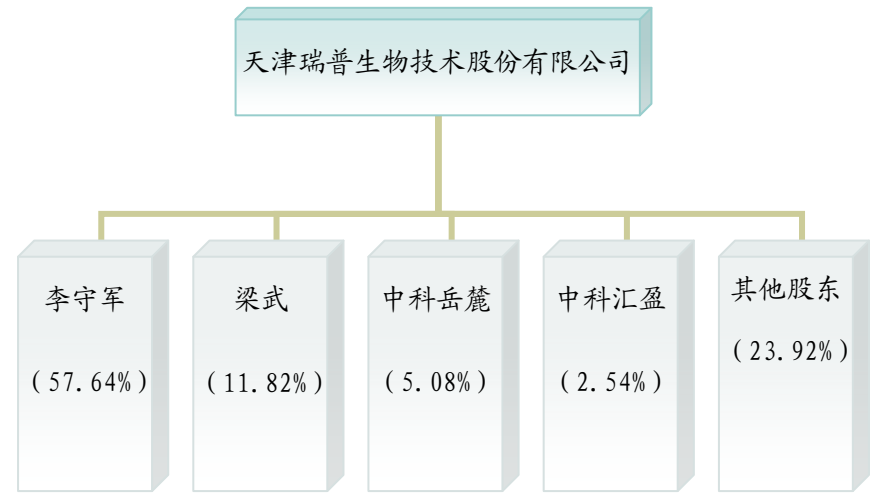
图表4 09年公司兽用疫苗毛利占比78%



资料来源: 公司招股说明书

公司 IPO 之前总股本为 5,555 万股，李守军持有发行前公司 3,202 万股股权，为公司实际控制人。本次发行 1,860 万股后，李守军实际控制公司将近 43.18% 的股份，仍为公司实际控制人。

图表 5 公司 IPO 前股权结构图



资料来源: 公司招股说明书

图表 6 IPO 前后股本结构变化

股东名称	本次发行前		本次发行后	
	持股数 (万股)	持股比例 (%)	持股数 (万股)	持股比例 (%)
一、有限售条件流通股	5,555	100.00	5,555	74.92
李守军	3,202	57.64	3,202	43.18
梁武	656	11.82	656	8.85
苏雅拉达来	328	5.91	328	4.43
中科岳麓	282	5.08	282	3.80
鲍恩东	274	4.93	274	3.69
李旭东	240	4.32	240	3.24
张凯	200	3.60	200	2.70
中科汇盈	141	2.54	141	1.90
湖南恒运达	18	0.32	18	0.24
周仲华等 6 名自然人	214	3.85	214	2.89
二、本次发行流通股			1,860	25.08
合计	5,555	100.00	7,415	100.00

资料来源: 公司招股说明书

2、产品资源丰富 营销体系健全

公司主要产品为兽用生物制品和兽用制剂两大类 276 个品种。根据中国兽医药品监察所统计数据，2008 年公司 5 种主要产品市场份额行业排名前五。

图表7 公司市场占有率前五产品

产品	市场排名	市场容量(万羽份)	市场份额(%)
鸡新城疫灭活疫苗 (La Sota 株)	第二	129468	16.81
鸡新城疫耐热保护剂活疫苗 (La Sota 株)	第一	85857	12.79
鸡新城疫、传染性支气管炎二联活疫苗 (La Sota+H120 株)	第二	1234338	9.52
鸡传染性法氏囊病活疫苗(B87 株)	第四	1073282	9.55
鸡传染性法氏囊病耐热保护剂活疫苗 (B87 株)	第四	23378	7.49

资料来源: 公司招股说明书

本次募集资金投资项目共涉及 23 种产品, 其中 10 种产品来源于中国兽药典, 13 种产品已取得新兽药注册证书, 17 种产品已获得产品批准文号。大部分产品具有较高壁垒, 面临市场竞争较小, 较高壁垒产品实现的销售收入占募集资金投资项目总收入的 67.33%。

图表8 募投项目产品统计

项目名称	产品名称	技术壁垒	达产销售 收入(万元)	竞争对手数量
	鸡新城疫耐热活疫苗	三类新兽药	1170	
	鸡法氏囊病耐热活疫苗	三类新兽药	1040	2
	鸡传支耐热活疫苗	三类新兽药	1375	2
瑞普高科动物疫苗扩建项目	鸡喉炎耐热活疫苗	三类新兽药	338	2
	猪蓝耳病活疫苗	三类新兽药	7000	2
	转移因子口服液	三类新兽药	6000	1
	鸡新城疫、传 染性法氏囊病二联灭活疫苗	二类新兽药	1500	6
	鸡毒支原体灭活疫苗	二类新兽药	1000	3
瑞普高科动物疫苗扩建项目	鸡产蛋下降综合征灭活疫苗	灭活疫苗超滤浓缩技术	2250	6
	鸡新城疫、传染性支气管炎、 减蛋综合征、 传染性脑脊髓炎四联灭活疫苗	二类新兽药	1600	4
	鸡传染性鼻炎(A型+C型)、 新城疫二联灭活疫苗	灭活疫苗超滤浓缩技术	1200	2
	头孢喹肟注射液	二类新兽药	9600	7
瑞普天津动物用头孢喹肟 注射液和中药制剂扩建项目	紫花诃子散	三类新兽药	1000	0
	翘叶清瘀散	三类新兽药	1000	0
	高技术壁垒产品销售收入		36073	
	募集资金投资项目总收入		53575	
	高技术产品销售收入 占项目总收入比例(%)		67.33	

资料来源: 公司招股说明书

此外，公司通过政府招标采购、大客户直销、网络经销三种方式建立了覆盖全国的营销网络，目前公司已在 21 个省中标政府招标采购项目，已与 743 家规模化养殖企业或大型养殖场建立业务关系，已指定 2,116 家网络经销商销售公司产品，营销网络覆盖全国 500 个重点养殖县。

3、募集资金投向

本次公司拟向社会公众公开发行普通股 3,350 万股，占发行后总股本的 25.1%，主要用于“年出栏 60 万头生猪产业化基地项目”、“年产 40 万吨饲料生产建设项目”、“科研培训中心建设项目”和“食品安全追溯管理系统工程建设项目”。

图表 9 募投项目分析

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	16072	瑞普高科
瑞普保定动物疫苗扩建项目	9248	6936	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	7015	瑞普天津
研发中心项目	5245	5245	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

动物疫苗扩建项目产品主要用于防治猪蓝耳病、猪瘟、鸡新城疫、鸡传染性支气管炎、鸡产蛋下降综合征、鸡传染性法氏囊病、鸡传染性喉气管炎等重大动物疫病。

动物用头孢喹肟注射液和中药制剂扩建项目主要生产用于防治动物呼吸系统感染、奶牛乳房炎、畜禽免疫力低下等畜禽疫病的硫酸头孢喹肟注射液和其他 6 种中药制剂。

研发中心项目将在新型兽用生物制品、药物新剂型、原料药、中兽药和饲料添加剂等五大领域进行技术开发，进一步提升公司技术创新优势，开发出适合动物疫病控制的新型兽药。

4、估值和投资建议

我们预估公司 10-12 年全面摊薄 EPS 为 1.31 元、1.82 元和 2.37 元。参考中牧股份、天康生物和金宇集团等同类上市公司，我们给予 11 年 28-33 倍 PE，上市后合理的价格区间为 50.96-60.06 元。

图表 10 行业公司估值比较

股票名称	总股本 (百万股)	收盘价 (元)	EPS (元)			PE		
			09A	10E	11E	09A	10E	11E
金宇集团	280.81	12.91	0.24	0.39	0.47	55	33	27
中牧股份	390.00	26.77	0.58	0.80	0.98	46	34	27
天康生物	226.74	18.59	0.43	0.59	0.83	43	31	22

资料来源: wind

图表 11 主营业务预测

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
禽用活疫苗					
收入(百万)	52.93	71.04	95.11	137.91	179.29
增长率	0.19	0.34	0.34	0.45	0.30
成本(百万)	8.08	10.64	16.19	21.72	28.54
销售量(百万羽)	6,845	8,374	10,970	15,907	20,679
单价(元/百羽)	0.77	0.85	0.87	0.87	0.87
单位成本(元/百羽)	0.12	0.13	0.15	0.14	0.14
毛利(百万)	44.85	60.40	78.92	116.19	150.75
毛利率(%)	84.74	85.03	82.98	84.25	84.08
畜用活疫苗					
收入(百万)	26.99	39.68	59.06	79.58	103.45
增长率	0.18	0.47	0.49	0.35	0.30
成本(百万)	7.70	9.78	16.96	21.72	27.81
销售量(万头份)	9,503	12,533	16,544	21,507	27,960
单价(元/头份)	0.28	0.32	0.36	0.37	0.37
单位成本(元/头份)	0.08	0.08	0.10	0.10	0.10
毛利(百万)	19.30	29.90	42.10	57.86	75.64
毛利率(%)	71.48	75.36	71.29	72.71	73.12
禽用灭活疫苗					
收入(百万)	26.58	32.28	52.85	71.34	96.31
增长率(%)	0.21	0.21	0.64	0.35	0.35
成本(百万)	8.67	9.74	17.74	22.91	30.78
销售量(万毫升)	18,441	19,475	26,292	35,494	47,917
单价(元/毫升)	0.14	0.17	0.20	0.20	0.20
单位成本(元/毫升)	0.05	0.05	0.07	0.06	0.06
毛利(百万)	17.91	22.54	35.10	48.43	65.54
毛利率(%)	67.39	69.83	66.42	67.88	68.05
畜用灭活疫苗					
收入(百万)	50.96	69.38	76.34	101.52	130.53
增长率	9.58	0.36	0.10	0.33	0.29
成本(百万)	8.77	9.70	13.64	16.60	20.97
销售量(万毫升)	7,831	9,064	11,603	14,503	18,129
单价(元/毫升)	0.65	0.77	0.66	0.70	0.72
单位成本(元/毫升)	0.11	0.11	0.12	0.11	0.12

毛利(百万)	42.19	59.68	62.71	84.92	109.56
毛利率(%)	82.79	86.02	82.14	83.65	83.94
兽用生物制品					
收入(百万)	157.46	212.37	283.37	390.36	509.58
增长率	67.60	34.87	33.43	37.76	30.54
成本(百万)	33.21	39.85	64.53	82.95	108.09
毛利(百万)	124.25	172.52	218.84	307.40	401.49
毛利率(%)	78.91	81.24	77.23	78.75	78.79
禽用制剂					
收入(百万)	44.81	46.30	49.54	53.01	56.72
增长率	0.12	0.03	0.07	0.07	0.07
成本(百万)	18.58	17.06	19.41	20.76	21.78
毛利(百万)	26.23	29.24	30.13	32.25	34.94
毛利率(%)	58.54	63.16	60.81	60.84	61.60
畜用制剂					
收入(百万)	6.18	6.14	7.98	10.37	13.48
增长率	0.06	(0.01)	0.30	0.30	0.30
成本(百万)	2.37	2.22	3.19	4.15	5.39
毛利(百万)	3.81	3.91	4.79	6.22	8.09
毛利率(%)	61.59	63.78	60.00	60.00	60.00
饲料添加剂					
收入(百万)	14.55	20.21	24.25	31.53	37.84
增长率	1.41	0.39	0.20	0.30	0.20
成本(百万)	4.18	5.55	6.79	8.83	10.59
毛利(百万)	10.37	14.66	17.46	22.70	27.24
毛利率(%)	71.29	72.55	72.00	72.00	72.00
兽用制剂					
收入(百万)	65.54	72.65	81.77	94.91	108.04
增长率	0.26	0.11	0.13	0.16	0.14
成本(百万)	25.13	24.83	29.39	33.74	37.76
毛利(百万)	40.41	47.82	52.38	61.17	70.27
毛利率(%)	61.66	65.82	64.05	64.45	65.04
其他					
收入(百万)	1.13	0.34	0.54	0.67	0.52
增长率	7.43	(0.70)	0.57	0.25	(0.23)
成本(百万)	0.78	0.07	0.23	0.30	0.18
毛利(百万)	0.36	0.27	0.31	0.37	0.33
毛利率(%)	31.34	78.66	57.80	55.93	64.13
合计					
收入(百万)	224.13	285.36	365.67	485.93	618.13
增长率					
成本(百万)	58.34	64.68	93.92	116.69	145.85
毛利(百万)	165.79	220.68	271.75	369.25	472.28
毛利率(%)	73.97	77.34	74.31	75.99	76.40

资料来源: 金元证券研究所

图表 12 利润表预测

单位: 百万元

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业总收入	224.13	285.36	365.67	485.93	618.13
其中: 营业收入	224.13	285.36	365.67	485.93	618.13
二、营业总成本	151.58	185.31	244.36	301.98	381.56
其中: 营业成本	58.34	64.68	93.92	116.69	145.85
营业税金及附加	0.41	1.22	0.66	0.87	1.11
销售费用	73.94	93.36	120.67	145.78	185.44
管理费用	17.85	24.77	29.25	38.87	49.45
财务费用	(0.08)	(0.50)	(0.15)	(0.24)	(0.30)
资产减值损失	1.12	1.79	0.00	0.00	0.00
加: 公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.28	(0.02)	0.00	0.00	0.00
汇兑收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
三、营业利润	72.84	100.03	121.31	183.96	236.57
加: 营业外收入	3.32	3.01	3.00	3.00	3.00
减: 营业外支出	0.07	1.55	1.50	1.50	1.50
四、利润总额	76.09	101.49	122.81	185.46	238.07
减: 所得税费用	9.74	13.01	1.23	16.46	18.01
五、净利润	66.35	88.48	121.59	169.00	220.07
归属于母公司所有者的净利润	43.32	61.50	97.27	135.20	176.05
少数股东损益	22.35	26.83	24.32	33.80	44.01
六、每股收益:					
(一) 基本每股收益	0.78	1.11	1.31	1.82	2.37
(二) 全面摊薄每股收益	0.58	0.83	1.31	1.82	2.37

资料来源: 金元证券研究所

5、风险提示

1、市场波动风险: 诸如禽流感、猪蓝耳病等疫情大范围发生, 短期内会给养殖业造成较大经济损失, 也会对公司业务产生不利影响。

2、不能及时取得产品批准文号的风险: 发行人从事兽药生产多年, 拥有多次成功申请产品批准文号的经验, 但瑞普高科动物疫苗扩建项目中鸡新城疫耐热活疫苗等 6 个产品暂未取得产品批准文号。上述产品仍然存在因募集资金投资项目中 GMP 车间建设问题而导致不能及时取得产品批准文号的风险。

金元证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来6个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来6个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来6个月内明显弱于大盘。

金元证券股票 投资评级标准:

买入: 股票价格在未来6个月内超越大盘15%以上;

增持: 股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为5%~15%;

中性: 股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-5%~+5%;

减持: 股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-5%~-15%。

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表金元证券研究所的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSCO Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSCO is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2010. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of GSCO.