

业绩平稳过渡，内生外延并举

民生精品---动态研究报告/医药行业

2011 年 05 月 23 日

报告摘要:

● 招标存在不确定性，疫苗业务今年平稳过渡

由于公司猪蓝耳病活疫苗还没有拿到批文，导致去年政府招标疫苗业务出现下滑，拉低整个疫苗系列产品增速。猪蓝耳病活疫苗有望在近期获批，依靠猪瘟活疫苗以及猪蓝耳病活疫苗秋季招标的表现，预计疫苗业务整体收入增速有望接近 20%。今后公司兽用疫苗业务重点仍将放在市场销售领域，同时积极寻求扩大政府招标的各种途径。

● 兽用制剂空间较大，借助合作拓展市场

兽用制剂国内市场集中度较低，通过内涵式增长和外延式扩张，公司将不断扩大市场份额，今年兽用制剂仍将有较快的增长。公司在进军新领域时强调和细分市场现有优势企业的合作，牛羊用药、水产用药以及宠物保健领域都将是公司的目标市场。

● 营销体系进一步整合

公司对原先各自为战的营销体系进行了改革，市场销售队伍按大客户、招标产品、禽用产品和畜用产品进行分工，区域内实现整合，在整体上提高了公司的营销实力。

● 目标价为37.5元，给予“谨慎推荐”评级

基于保守原则，初步预计 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.71 元、0.96 元和 1.26 元。今年公司业绩某种程度上处于过渡期，随着政府招标业务的恢复性增长和新产品贡献收入，2012 年业绩增速将提高。公司身处集中度较低的兽药市场，利用上市公司的优势进行外延式扩张的成长路径值得肯定，加上公司业绩弹性较好，市值和利润基数较小，我们认为可享有一定溢价。目前股价对公司价值有所低估，给予“谨慎推荐”的评级，目标价格为 27.5 元，对应 2011-2013 年的 PE 分别为 39 倍、29 倍、23 倍。

● 风险提示

疫苗政府招标存在一定不确定性；新产品审批进度的不确定性。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	346	525	660	810
增长率(%)	21.1%	51.9%	25.7%	22.7%
归属母公司股东净利润(百万元)	83	105	142	187
增长率(%)	13.7%	27.6%	34.7%	31.7%
每股收益(元)	1.37	0.71	0.96	1.26
PE	39.4	30.8	22.9	17.4
PB	2.40	2.10	1.93	1.72

资料来源：民生证券研究所

谨慎推荐

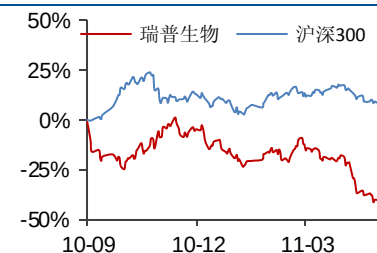
首次评级

合理估值： 27.5 元

交易数据 (2011-05-23)

收盘价(元)	21.88
近 12 个月最高/最低	39.84/21.88
总股本(百万股)	148.3
流通股本(百万股)	37.2
流通股比例%	25%
总市值(亿元)	32.4
流通市值(亿元)	8.1

该股与沪深 300 走势比较



分析师

分析师：练乐尧

执业证书编号：S0100108110693

电话：(8610)8512 7656

Email: lianyueyao@mszq.com

分析师：李平祝

执业证书编号：S0260511020019

电话：(8610)8512 7808

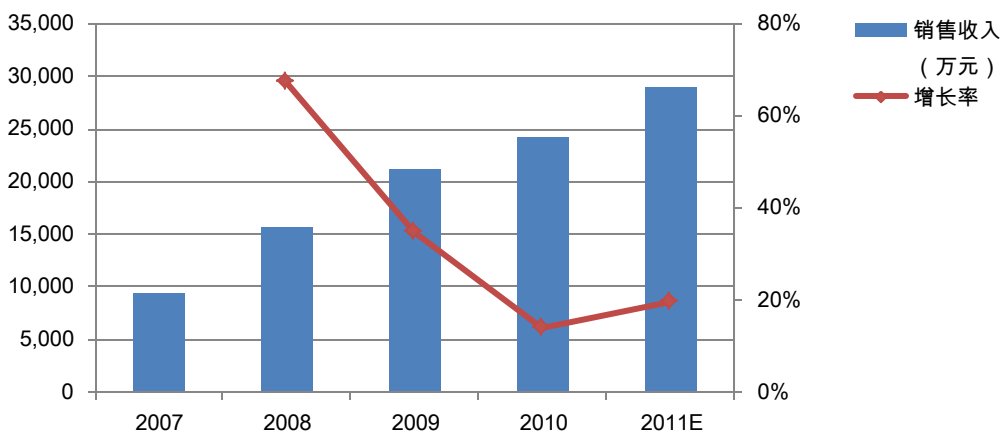
Email: lipingzhu@mszq.com

相关研究

一、招标存在不确定性，疫苗业务今年平稳过渡

去年非政府招标疫苗收入同比增长 21.3%，而政府招标疫苗营业收入同比降低 5.5%。猪蓝耳病疫苗和猪瘟疫苗是公司主要的中标产品，去年农业部发布的《2010 年国家动物疫病强制免疫计划》中，要求对所有猪进行高致病性猪蓝耳病强制免疫，在疫苗使用上，将高致病性猪蓝耳病活疫苗优先于灭活疫苗。由于公司猪蓝耳病活疫苗还没有拿到批文，导致去年政府招标疫苗业务出现下滑，拉低整个疫苗系列产品增速，仅为 14%。

图 1：兽用生物制品（疫苗）销售收入



资料来源：公司资料，民生证券研究所

公司的猪蓝耳病活疫苗仍在等待批文进程中，希望能够赶上今年秋季的政府招标。但由于一般政府疫苗招标中秋季和春季招标占比基本在 1: 2 左右，猪蓝耳病疫苗的仍会对今年疫苗产品的利润构成较大的负面影响。另一招标重点产品免源性的猪瘟活疫苗系国内首创，市场认同度较高，部分抵消了猪蓝耳病的负面影响。鉴于此，我们预计今年公司的兽用疫苗业务处于过渡期，依靠猪瘟活疫苗以及猪蓝耳病活疫苗秋季招标的表现，整体收入增速有望接近 20%。

对于今后公司兽用疫苗业务的发展策略，重点仍将放在市场销售领域，目前对营销人员的业绩考核主要是在市场方面。在国内兽用疫苗行业中，一些在政府招标领域的传统优势企业和政府关系上比公司有着更多的积累，具体例如在新产品的申报获批方面经验更丰富，公司今后将积极寻求扩大政府招标的各种途径。在开发新的疫苗产品方面，将考虑引进国外成熟技术，合作开发合成肽疫苗。合成肽疫苗是基于病原体抗原表位或者决定簇氨基酸序列化学合成的疫苗，具有纯度高和稳定的特点，且不存在毒力回升或灭活不全的问题，属于采用现代分子生物学技术的新型疫苗。掌握这一领域的研发技术有助于兽用疫苗业务的持续发展。

二、兽用制剂空间较大，借助合作拓展市场

公司的兽用制剂产品主要有禽用产品（阿莫西林可溶性粉、氟苯尼考粉、替米考

星可溶性粉、替米考星溶液等)、畜用产品(右旋糖酐铁注射液、硫酸庆大霉素注射液等)两个系列。兽用制剂产品占公司收入的比重为 30%，去年全年和今年一季度兽用制剂实现收入分别同比增长 40%、30%。

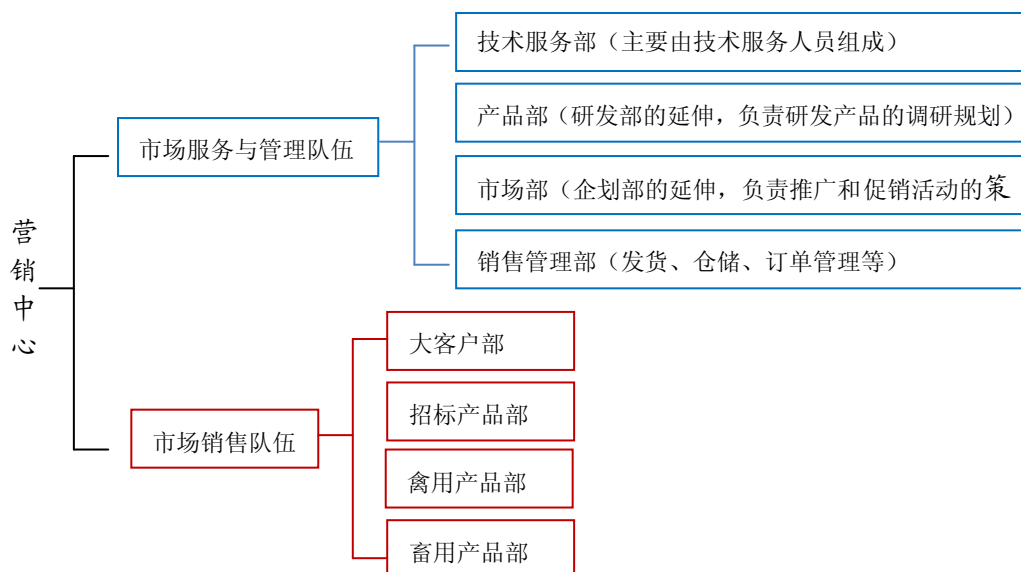
相比兽用疫苗，兽用制剂产品的毛利率稍低，但在国内市场的空间更大。目前兽用疫苗行业已基本完成了行业整合，而兽用制剂市场的整合步伐才刚刚开始。我国共有通过 GMP 认证的兽药生产企业 1800 多家，其中 90%以上是中小型企业，年产值在 2000 万元以上的企业只有 200 多家。对瑞普生物这样的龙头企业来说，通过内涵式增长(新产品上市和销售扩张)和外延式扩张(如增持湖北龙翔)这两条路径，比较容易在这一市场扩大份额，预计今年兽用制剂仍会延续相对较快的增速。

公司在进军新领域时强调和细分市场现有优势企业的合作，而不是单打独斗。除了牛羊用药、水产用药等，宠物保健领域也将是公司的目标市场。对比国外的宠物保健相关产业，国内市场潜力巨大，属于细分领域里消费升级的概念。

三、营销体系进一步整合

在吸取了咨询公司的方案后，公司的营销体系进行了整合。原来的营销体系是 9 个部门分别隶属于各个对应子公司，由各个子公司相对独立的开展营销工作。现在把营销人员统一在营销中心进行管理，整合后的营销中心独立运作。现在公司的营销体系分为四个职能部门和一支按产品线组建的一线销售队伍。四个职能部门的分工分别是技术服务部、产品部、市场部和销售管理部。而一线的销售队伍则分为四个产品线：大客户、招标产品、禽用产品和畜用产品。

图 2：公司新的销售体系



资料来源：公司资料，民生证券研究所

我们认为营销体系的改革在整体上提高了公司的营销实力。以前营销人员围绕各个子

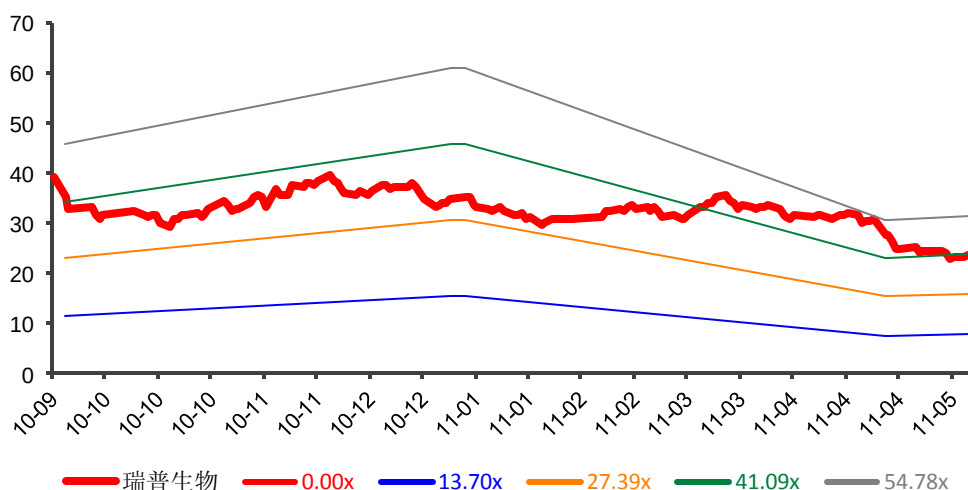
公司独立经营,经常出现不同部门的人对同一客户的反复拜访;现在通过市场销售队伍进行以区域为单位的整合,实现了矩阵式的管理,人员、物流和客户资源在营销网络内的充分共享。整合后对经销商的返点折扣等也提高了,原来是分部门的与经销商谈,现在是把让利和回馈集中到一起,加大了对客户的吸引力。

四、盈利预测与投资建议

由于合并湖北龙翔和湖南中岸,今年公司营业收入有大幅增长,但毛利率的下滑会非常明显,一是因为兽用疫苗政府招标占比下降,二是因为合并入的低毛利业务。初步预计公司 2011-2013 年营业收入分别增长 62%、26%和 22%,归属母公司净利润增长率分别为 28%、35%和 32%,对应的 EPS 分别为 0.71 元、0.96 元和 1.26 元,鉴于目前预测全年政府招标和新并表企业经营情况有一定的不确定性,我们的盈利预测比较保守,实际全年业绩有可能超出这一预期,我们将根据公司经营动态进行调整。今年公司的发展某种程度上处于过渡期,随着政府招标业务的恢复性增长和新产品(如狂犬病灭活疫苗等)贡献收入,2012 年业绩增速将提高。

目前股价对应 2011-2013 年 EPS 的 PE 分别为 31 倍、23 倍和 17 倍,对公司价值有所低估。公司身处集中度较低的兽药市场,利用上市公司的优势进行外延式扩张的成长路径值得肯定,公司在这方面的思路也十分清晰。近两年不断有新产品和新业务的补充,业绩弹性较好,加上公司市值和利润基数较小,我们认为可享有一定溢价。给予公司“谨慎推荐”的评级,目标价格为 27.5 元,对应 2011-2013 年的 PE 分别为 39 倍、29 倍、23 倍。

图 3: 瑞普生物 PE - Band 图



资料来源: Wind 资讯, 民生证券研究所

公司财务报表数据预测汇总

利润表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	346	558	705	860
减：营业成本	101	229	273	316
营业税金及附加	1	2	3	3
销售费用	100	134	169	206
管理费用	39	61	78	90
财务费用	(2)	(10)	(8)	(5)
资产减值损失	2	2	2	2
加：投资收益	(1)	0	0	0
二、营业利润	104	140	189	248
加：营业外收支净额	15	5	5	5
三、利润总额	119	145	194	253
减：所得税费用	19	22	29	38
四、净利润	100	123	165	215
归属于母公司的利润	83	105	142	187
五、基本每股收益 (元)	1.37	0.71	0.96	1.26

主要财务指标				
项目	2010A	2011E	2012E	2013E
EV/EBITDA	/	32.5	23.7	17.4
成长能力:				
营业收入同比	21.1%	61.5%	26.3%	22.0%
营业利润同比	3.9%	34.8%	35.1%	31.0%
净利润同比	13.7%	27.6%	34.7%	31.7%
营运能力:				
应收账款周转率	4.52	5.34	4.85	4.78
存货周转率	1.97	2.26	1.81	1.79
总资产周转率	0.34	0.33	0.39	0.43
盈利能力与收益质量:				
毛利率	70.8%	59.0%	61.2%	63.3%
净利率	23.9%	18.9%	20.1%	21.7%
总资产净利率 ROA	5.1%	6.1%	7.5%	8.8%
净资产收益率 ROE	5.8%	6.8%	8.4%	9.9%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	7.44	9.27	9.22	9.57
资产负债率	12.1%	9.9%	10.2%	9.9%
长期借款/总负债	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
每股指标 (元)				
每股收益	1.37	0.71	0.96	1.26
每股经营现金流量	1.52	0.32	0.81	1.16
每股净资产	18.25	10.44	11.33	12.70

资料来源：民生证券研究所

资产负债表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	1,182	1,151	1,252	1,419
应收票据	1	3	4	4
应收账款	81	128	162	198
预付账款	29	45	56	69
其他应收款	7	11	14	17
存货	65	137	164	189
其他流动资产	3	0	0	0
流动资产合计	1,368	1,475	1,652	1,897
长期股权投资	39	39	39	39
固定资产	138	152	155	147
在建工程	43	23	3	3
无形资产	33	31	30	28
其他非流动资产	2	2	2	2
非流动资产合计	254	247	228	219
资产总计	1,622	1,722	1,880	2,116
短期借款	78	0	0	0
应付票据	6	0	0	0
应付账款	48	103	123	142
预收账款	11	25	25	25
其他应付款	30	30	30	30
应交税费	1	1	1	1
其他流动负债	10	0	0	0
流动负债合计	184	159	179	198
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	12	12	12	12
非流动负债合计	12	12	12	12
负债合计	196	171	191	210
股本	74	148	148	148
资本公积	1,101	1,101	1,101	1,101
留存收益	178	207	316	492
少数股东权益	74	91	115	142
所有者权益合计	1,427	1,548	1,680	1,884
负债和股东权益合计	1,622	1,718	1,870	2,093

现金流量表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流量	113	47	121	173
投资活动现金流量	(121)	(10)	0	(10)
筹资活动现金流量	1,072	(68)	(20)	5
现金及等价物净增加	1,064	(31)	101	167

分析师与联系人简介

练乐尧，四川大学卫生经济学博士，4年医药行业从业经验，先后从事过临床医生、卫生经济与卫生政策研究等工作。2008年加盟民生证券研究所，从事医药行业与上市公司研究，对医药行业有较深入的见解和认识，熟悉上市公司盈利模式和核心竞争力的分析。

李平祝，北京大学药理学硕士，三年证券从业经验。2011年三月加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -10% ~ 10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璠	北京	010-85127761	13621034253	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guomingyjs@mszq.com
李北铎	上海	021-68885797	18621639595	libeiduo@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	Zhuguangyu@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
许力平	广深	0755-22662071	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22662071	13701050353	weikejia@mszq.com

民生证券研究所：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层； 100005

上海：浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室； 518040

深圳：深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座； 200120

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

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。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，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。本公司版权所有并保留一切权利。

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，均为本公司的商标、服务标识及标记。