

生物制品 II

瑞普生物 (300119.SZ) / 23.78 元

营销改革提升产品协同效应，高股权激励条件显投资价值

事项

近期我们就公司的经营近况和公司的长期发展战略，以及营销改善状况和公司高管进行深入的沟通。

主要观点

1. 高股权激励条件显示管理层对于公司长期发展的信心。公司拟向高级管理人员、核心技术人员等173名激励对象授予520万份股票期权，占目前公司总股本的3.51%，此次分四期行权。要求2011-2014年相对于2010年的净利润增长率分别不低于40.00%、76.63%、137.90%、214.59%，四年的复合增长率达到33.18%，远高于行业？增速；2011-2014年加权平均净资产收益率分别不低于6.68%、7.84%、9.67%、11.49%，净资产收益率逐年提升，较高的股权激励条件彰显公司管理层对于公司未来发展的信心。

2. 较高的行权价格提升股票的安全边际。公司制定的行权价格为22.30元；股权激励草案公布日股价为20.55元，较高的行权价格提升公司的投资安全边际。

3. 兽药、市场苗发展较好，政府招标苗受猪蓝耳活疫苗影响有所下降。公司前三季度的营收、净利润4.29亿元、8471万元，分别上涨78.28%、37.04%；其中收入增长主要是由于湖北龙翔、湖南中岸合并报表导致收入的大幅增加；分业务看兽用生物制品实现销售收入2.29亿元同比增加27.69%；其中政府招标苗由于猪蓝耳活疫苗未能取得生产批件导致招标受阻，政府招标苗实现收入5823万元，同比下降20.34%，其他市场苗实现销售收入1.71亿元，同比增长60.66%；此外兽用生物制剂实现销售收入8976万元，实现较快增长，增长幅度达到46.33%，由于新产品的不断上市，毛利率有较大幅度的提升。

3. 营销改善提升公司生物制剂和兽用药物协同效应，利好公司系列产品的销售。目前公司客户结构中70%为老客户，30%为新增客户，公司通过营销改善深耕细作老市场。公司原销售格局主要按照产品线进行销售，即在兽用生物制剂下设有四个部门（畜药品大客户部、禽药品大客户部；畜药品网络经销部、禽药品网络经销部门）；兽用生物制品部下设有五个部门（商务招标、禽疫苗大客户、禽疫苗网络经销部、畜疫苗网络经销、畜疫苗大客户部），销售分工精细导致销售资源的浪费。此次销售调整之后分区域，区域销售人员可以同时销售兽用生物制剂和兽用药品，而且可以减少销售人员约80人。并且销售可以协助经销商开展深入乡镇的营销会议，深入终端，深耕细作现有市场，提高老客户的忠诚度。

证券分析师： 廖万国
执业编号： S0360210100002

联系人： 胡朝凤
Tel: 010-59370816
Email: huchaofeng@hczq.com

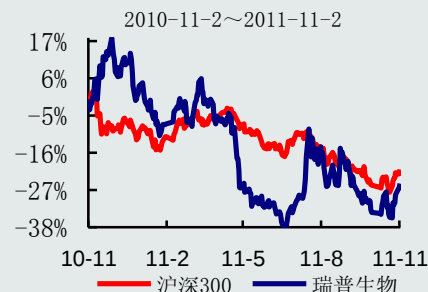
投资评级

投资评级： 推荐
评级变动： 维持

公司基本数据

总股本(万股)	14830
流通 A 股/B 股(万股)	5669/0
资产负债率(%)	9.47
每股净资产(元)	9.20
市盈率(倍)	41.63
市净率(倍)	2.58
12 个月内最高/最低价	80.99/19.58

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

- 《业绩快速增长，未来技术革新持续驱动销售发展》 2011-03-07
- 《公司有望通过收购湖南中岸股权完善区域布局、提升猪产品市场份额》 2010-12-21
- 《外延式拓展丰富产品系列，技术革新驱动销售发展》 2010-10-28

4.技术服务销售和顾问销售模式建立良好品牌效应，提升产品的竞争力。公司根据客户需求制定个体化的防治和治疗方案，提升公司产品的客户认知度。

我们分析认为目前国内有1670家兽药企业，市场集中度较低，产品同质化竞争较为激烈，这种贴近终端客户和个性化的咨询和症疗方案有利于公司品牌的积累，养成大客户对于公司产品的依赖性，利于公司多系列产品的销售。

5.进口替代进展顺利，红色经典系列产品大幅增长。2010年我国兽药行业的销售额约为304.38亿元，但是部分大的养殖企业对于进口产品具有一定的依赖性，其中进口疫苗约占据10亿元的市场。由于公司产品标准高、品质好是进口替代的较好选择，所以公司选择部分高端产品组成红色经典高端产品线，专攻进口替代，基数较小但增速约400%以上增长，增速明显。

6.研发进展顺利，新产品将不断推出市场，明年猪蓝耳活疫苗有望明年获批并参与招标。公司研发能力强是“国家认证的企业技术中心”，研发投入较大，约占到公司销售收入的4.4%，据农业部统计70%的兽药企业不设研发部门。近几年公司家禽和鸭、猪的多个疫苗即将投放市场，其中马利克疫苗近期有可能获批，该疫苗国内市场约为4-5个亿的规模，现在是外企在做，外企占70%，未来该产品上市有望成为公司实现进口替代的又一新产品。而且明年猪蓝耳活疫苗有望获批并参加招标，政府招标苗有望逐步恢复。

7.湖北龙翔沃尼妙林国家二类新药，产品标准高品质好，前景看好。子公司湖北龙翔上半年收入和净利润分别增长77%、69%，增长较快。其中沃尼妙林具有抗菌谱广、活性强、残留低、不易产生耐药等特点，是欧洲唯一允许在饲料中长期添加使用的抗生素类药品。公司沃尼妙林的合成和纯化工艺上实现了技术突破，其产品质量达到《欧洲药典》标准，该原料药国内生产企业不多，公司产品品质高，未来市场前景看好。

8.完善产品线，积极寻求外延式拓展机遇。公司通过收购湖南中岸完善猪疫苗产品的试产竞争力；通过湖北龙翔完善产业链；公司发展思路清晰，专做危害大、需求大的疫苗和兽药，通过不断推出新品借提供顾问型营销和技术服务性营销提高客户的依赖度，做大兽药市场。所以未来在不断加大研发的同时不排除通过外延式收购完善产品结构的可能，提升产品的竞争力加大代理商的议价能力，提升品牌的知名度和客户的忠诚度。

9.投资建议：推荐（维持）。预计公司2011-2013年EPS 为0.76/1.01/1.38元，对应PE为30X/24X/17X，由于短期看营销改善产品协同效应提升，销售发展势头良好；而且目前国内兽药行业还处于混沌状态，公司通过上市有利于提升品牌的知名度，而且超募资金为公司外延式的收购提供可能，未来业绩具有超预期的可能。股权激励行权价格提供较好的安全边际，继续维持“推荐”的投资评级。

风险提示

- 1、猪蓝耳活疫苗明年不能获批，招标苗市场不能恢复；
- 2、行业竞争加剧，低价竞争模式有可能会影响公司产品销售。

3、附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1368	2380	4621	4674
现金	1182	2241	4467	4515
应收账款	81	67	73	74
其它应收款	7	6	6	7
预付账款	29	20	22	24
存货	65	42	48	52
其他	4	3	3	3
非流动资产	254	300	364	423
长期投资	39	20	25	28
固定资产	138	198	255	308
无形资产	33	38	41	45
其他	45	44	43	43
资产总计	1622	2680	4986	5098
流动负债	184	1185	3407	3379
短期借款	78	1084	3297	3269
应付账款	48	32	37	39
其他	58	69	72	71
非流动负债	12	12	12	12
长期借款	0	0	0	0
其他	12	12	12	12
负债合计	196	1198	3419	3391
少数股东权益	74	88	102	116
股本	74	148	148	148
资本公积金	1101	1027	1027	1027
留存收益	178	220	290	416
归属母公司股东权益	1353	1395	1465	1591
负债和股东权益	1622	2680	4986	5098

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	113	156	150	219
净利润	100	130	163	218
折旧摊销	11	12	16	20
财务费用	-2	-23	-20	-19
投资损失	1	0	0	0
营运资金变动	-4	37	-8	-1
其它	6	1	-0	0
投资活动现金流	-121	-55	-80	-80
资本支出	48	70	70	70
长期投资	-49	-18	5	3
其他	-122	-3	-6	-7
筹资活动现金流	1072	958	2156	-91
短期借款	43	1006	2213	-29
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	19	74	0	0
资本公积增加	1046	-74	0	0
其他	-35	-48	-57	-63
现金净增加额	1064	1059	2226	48

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	346	594	780	1007
营业成本	101	261	334	430
营业税金及附加	1	1	1	1
营业费用	100	142	191	237
管理费用	39	66	90	111
财务费用	-2	-23	-20	-19
资产减值损失	2	2	2	2
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-1	0	0	0
营业利润	104	144	183	246
营业外收入	15	7	9	10
营业外支出	0	1	1	0
利润总额	119	151	190	256
所得税	19	21	27	37
净利润	100	130	163	218
少数股东损益	18	14	14	14
归属母公司净利润	83	116	149	204
EBITDA	112	133	178	247
EPS（元）	1.11	0.78	1.01	1.38

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	21.1%	71.8%	31.4%	29.2%
营业利润	3.9%	38.8%	26.7%	34.6%
归属母公司净利润	34.2%	40.4%	29.0%	36.8%
获利能力				
毛利率	70.8%	56.1%	57.2%	57.3%
净利率	23.9%	19.5%	19.2%	20.3%
ROE	6.1%	8.3%	10.2%	12.9%
ROIC	29.1%	32.4%	35.8%	43.4%
偿债能力				
资产负债率	12.1%	44.7%	68.6%	66.5%
净负债比率	41.91%	90.65%	96.50%	96.46%
流动比率	7.44	2.01	1.36	1.38
速动比率	7.08	1.97	1.34	1.37
营运能力				
总资产周转率	0.34	0.28	0.20	0.20
应收帐款周转率	5	8	11	14
应付帐款周转率	2.53	6.52	9.64	11.27
每股指标(元)				
每股收益	0.56	0.78	1.01	1.38
每股经营现金	0.76	1.05	1.01	1.47
每股净资产	9.12	9.41	9.88	10.73
估值比率				
P/E	21.36	30.43	23.59	17.25
P/B	1.30	2.53	2.41	2.22
EV/EBITDA	22	19	14	10

医药组分析师廖万国介绍

解放军军事医学科学院医学硕士和上海中欧国际工商管理学院工商管理硕士/从业 4 年。1990 年起先后从事基础医学研究和药品营销管理，任产品经理、销售经理和营销总监。2008 年进入平安证券综合研究所任医药行业研究员，2009 年底进入华创证券研究所任高级医药行业研究员和首席医药行业研究员、医药组组长。

医药组分析师胡朝凤介绍：

理学博士，毕业于武汉大学，2010 年加入华创证券。主要负责生物制药、医疗服务研究。

华创证券机构销售通讯录

地区	职务	姓名	电话	邮箱
北京	销售总监	杨晓昊	010-66500808	yangxiaohao@hczq.com
	销售总监助理	申林英	010-66500810	shenlinying@hczq.com
	销售经理	刘小玄	010-66500807	liuxuan@hczq.com
	销售经理	石翌飞	010-66500811	shizhaofei@hczq.com
	销售经理	胡晓琼	010-66500806	huxq@hczq.com
	销售助理	赵翌帆	010-66500809	zhaoyifan@hczq.com
广深	销售总监	李 涛	0755-82027736	litao@hczq.com
	销售经理	张 娟	0755-82828570	zhangjuan@hczq.com
	销售经理	孔令瑶	0755-83715429	konglingyao@hczq.com
	销售助理	汪丽燕	0755-88283119	wangliyan@hczq.com
	销售助理	杨 茜	0755-82027566	yangxi@hczq.com
上海	销售总监	魏媛红	021-50589152	weiyuanhong@hczq.com
	销售经理	王维昌	021-50111907	wangweichang@hczq.com
	销售经理	李茵茵	021-50589862	liyinyin@hczq.com
	销售助理	吴丽平	021-50581878	wuliping@hczq.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部

地址:北京市西城区锦什坊街 26 号
恒奥中心 C 座 3A
邮编:100033
传真:010-66500801

深圳分部

地址:深圳市福田区深南大道 7060 号
财富广场 B 座二楼
邮编:518040
传真:0755-82027731

上海分部

地址:上海浦东新区福山路 450 号
新天国际大厦 22 楼 A 座
邮编:200122
传真:021-50583558