

买入（维持）

中国动物保健品（940.hk）

## 市场苗进展顺利，股价回调带来介入良机

## 市场数据

报告日期	2015.01.09
收盘价(港元)	5.45
总股本(亿股)	19.66
总市值(亿港元)	107
总资产(亿港元)	21.95
每股净资产(港元)	1.06

数据来源：彭博

## 事件：

公司于 2015 年 1 月 9 日举行了中国动物保健品（940.HK）的电话会议，与公司执行董事孙金国先生、财务总监黄铖先生进行了深入的交流，了解公司最新经营情况及未来发展方向。

## 我们的观点：

- 公司股价近期出现一定幅度回调，我们通过与公司的沟通确认公司基本面发展良好，股价的下跌主要是港股市场大环境的波动所致。公司产品销售情况符合预期，市场苗的推广非常顺利，股价回调带来介入良机。
- 从下半年秋季招标情况来看，公司下半年又有一个新增省份中标，整体销售情况比较稳定，在全国招标市场的占有率是比较高的。15 年招标由于春节时间的问题，相对较晚，但现在已经有 5 个省份进入招标，目前强制苗的发展势头仍然非常乐观。
- 市场苗方面，公司在 14 年上半年开始团队建设，目前已经有大概 300 多人的销售队伍。目前整个市场苗销售形势良好，公司对销售队伍和销售策略进一步明确，达到了比较好的效果。从下半年的情况来看，整个市场苗销售的上升趋势还是很明显，我们预计全年市场苗的销售有望超过一亿。
- 公司与礼来的合作进展也比较顺利，公司签订了三方协议还有备忘录，礼来美国总部负责销售的总裁来到公司，对 2015 年做了总体的规划。公司的口蹄疫、蓝耳病疫苗有希望通过礼来的高端市场进行销售，另外礼来的一些产品也会通过公司在国内进行推广。
- 公司逐步进入禽流感领域，成为四大强免疫苗生产资质皆具备的公司。公司拥有领先的悬浮培养技术，会使辽宁益康的产品质量方面有所提升，我们预计禽流感销售工作会在 15 年逐步展开，随着和辽宁益康合作的深入，业绩的贡献会逐步显现。
- 公司目前股价对应 2014、2015 年市盈率分别为 26、19 倍，考虑到公司业务发展势头良好，后续仍有较大发展空间，我们维持前期买入评级，目标价格 7.3 元，建议积极关注公司发展。

兴证香港研究部  
0755-23826013  
852-35095999  
research@xyzq.com.hk

### 会议要点:

#### 1、生物制品上半年增长较快，招标情况良好，14年下半年秋季招标的各个省份的情况？

公司目前招标进入省份已经达 27 个，上半年是 26 个，下半年又有一个新增省份，整体情况比较稳定，在全国招标市场占有率也是比较高的。上半年口蹄疫增长 48%，下半年与去年相比基本上也保持着这个比例，从全年来看口蹄疫的增幅是比较大，15 年来看虽然招标时间因为春节的问题，相对来说可能晚一点，现在已经有 5 个省份进入招标，公司相信今年的情况还是比较乐观，预计能有 40-50% 的增长速度。

#### 2、公司上半年组建市场苗团队，人员培养方面花去了一些时间，目前公司团队建设情况如何？

市场苗方面公司是 14 年才开始团队建设，从第一批人员 70 多个走向市场，到年底基本上每个月都有人员培训，到年底大概有 300 多人的销售队伍。总体来说整个销售形势还是比较好的，近几年通过对市场的接触，逐步对销售队伍和销售策略进一步明确，总体上而言达到了比较好的效果，相信随着人员逐渐的成熟，和对市场培育和引导逐渐的成熟，15 年这块还会有比较好的效果。

#### 3、上半年公司的销售费用率没有太大变化，下半年由于销售人数增加不少，费用率会不会有明显的增长？

不会有很明显的增长变化，毕竟公司市场苗这块下面的业绩还是不错的，总体费用率还是可以控制在 30% 以内，整个公司的费用率会稍微增加，但不会有明显地变化。

#### 4、口蹄疫市场苗竞争对手金宇保护率能达到 90% 以上，他们的增长也非常快，公司后进入市场，产品在竞争优势上如何体现？

金宇是从 12 年进入市场苗市场，做的比较早，他们面对的客户对象目前是以大型的养殖集团为主。公司是 14 年 3 月份才开始做，我们面对的客户对象主要是中小型的养殖户，是以 50-500 头的种猪养殖场为主，我们和金宇选择的客户对象是不一样的，从产品质量上来看我们两家都是不错的，从 13-14 年中国药检所的盲检来看，公司的产品还是排在第一的位置上；第三，大型的养殖规模占到整个中国规模的 20%，中型养殖这一块可以占到 50% 的规模，中型的规模还是比大型的大一些；第四点未来像天康等他们也会进入市场，公司相信他们的对象也是以大型的养殖对象为主，未来大型的养殖对象会成为竞争的焦

点。公司目前客户仍集中在中小养殖户这一块，等网络相对稳定之后，也会向大型的养殖户客户靠拢，未来这一块还是有压力的，同时整个市场还是比较大的，全部发展的话还是有三四百亿的市场，从现在来讲，大家做的规模还是很小，还有很多的市场没有开拓，目前正面争夺客户的情况还是比较少。

**5、目前 CPI 呈低位的运行，猪、羊、牛群整个产量和价格都比较低迷，这个状况是否会影响公司未来疫苗的销量和销售价格。**

在 2013-14 年，这种情况持续性的，目前整个中国的养殖结构在发生变化，总体来讲，中国的养殖量没有一个大幅的下降，如果说出现养殖规模大幅的下降，那么产品价格会马上就上去，但是这种情况没有发生，所以说对整个销售，没有大的影响。结合公司这块业务，疫苗的采购还是保持增长的态势，由于市场是刚刚开发，养殖量缩减对他也没有什么影响，所以说从 14 年来看没有太大的影响。

**6、最近口蹄疫疫情在多地爆发，对于公司的疫苗销售有什么样的影响？**

口蹄疫爆发疫情还是属于个别省份，属于个体事件，这种情况基本上在每年都有发生，公司认为影响不是特别大。但如果说是在中国大面积爆发的话，那么国家会加大口蹄疫强制性疫苗的力度，或者说来尽快地提高口蹄疫疫苗的标准，例如 13 年国家要整体提高口蹄疫的标准。目前来说公司认为只是个体的事件，对整个行业没有太大的影响。

**7、2014 年市场苗的销售团队达到了 300 多人的规模，整个团队的规模建设是否会持续？**

目前的销售人员来说，公司并没有全国性的铺开，只是选择了一些重点省份，算是公司在进行摸索性的销售，随着销售模式的成熟，我们会全国性的铺开推广，所以说公司的销售人员在 15 年还会增加的。

目前 14 年重点省份是 8 个省：广西、湖南、河北、山东、福建、江西等等 8 个省份。

**8、公司跟礼来的合作进展如何，2015 年公司的成长点在哪些方面？**

公司现在和礼来的合作也进展的比较顺利，公司签订了三方协议还有备忘录，后续礼来的美国总部负责销售的总裁会来到公司，对 2015 年做总体的规划。包括礼来销售公司的口蹄疫、蓝耳病，因为大家知道礼来收购了诺华，诺华有 200 多人的销售队伍，目前都是在高端市场，公司考虑的方面是在 2015 年如

何把他们这个资源有效的利用，把公司产品放到他们的销售队伍中去，另外在销售礼来的产品，十月份到了中国，十一月份市场调研销售，今年是全面铺开的过程，我们的战略如何有效的结合，这都是我们商量的重点，所以各方面我们的工作进展的都是比较顺利，我们也看到了一些新的产品、新的合作方向，具体的公司将来会有一些相应的公告。

2015 年一方面除了原有的业务，正常增长的像猪瘟、蓝耳病，还有口蹄疫等市场苗也会有快速增长，新增的销售礼来的产品，禽流感等等，都是未来高速增长点。

**9、礼来的促进奶牛产奶的产品进展如何，激素类的产品农业部审批是不是比较谨慎？**

注册的过程仍在推进，大概需要一年多的时间，最终的结果是在 15 年年底和 16 年年初有结果。这个产品其实不是激素，是一种蛋白，公司正在汇集所有的资料，请有关专家评估，从目前来看我们认为有一定把握把它拿下来，当然目前国内对于国外的一些产品的注册要求是比较严格的，要安全性试验，原料的来源验证，所有权探讨等等，比较繁琐，这个结果我们现在不能进行预测，但从现在进展的情况来看还是比较乐观。

**10、11 月 19 日大股东有个大的减持，是什么原因？**

原因是公司上市后没有做新股的增发，有些大的投资者想进入公司，一直没有很好的途径。因为公司现在的资金流还是比较充裕的，所以没有做增发，从 13 年初陆续有些人找到公司，还有就是投行不断来找公司，也让公司增加流动性，会使公司更好，因为之前股价低，没有办法做这个事情，后来在投资者和投行不断的找大股东之后，大股东出让了一些股份，主要是四个机构接的，两个是国外的、两个是香港的或大陆的机构。

**11、公司在手现金很充裕，未来有什么计划？**

辽宁益康禽流感这一块会进一步投资计划，一方面改造生产线，一方面辽宁益康的负债高了一点，这个将来要把负债减下来也是需要资金的。另外和礼来的合作发展也是需要资金，公司随着市场上的发展，公司也要增加产能，这些都是未来公司资金投入的地方。

**12、公司有没有考虑对高管做一些股权激励的计划？**

公司一直都有这个计划，14 年股东大会的时候对董事会做了调整，新的董事

会也会提一些意见，一些方案讨论需要一些时间，7月份股东大会的时候批的时候只是批了增发的额度，没有批股权激励的额度，这就要花一些时间，所以说方案是有的，公司之后做一个股权激励的推出。

### 13、2014-2015 年的资本开支情况。

目前的资本支出，主要是蓝耳病和口蹄疫的资产，这块的投入是1-2亿，是陆续的投入。未来辽宁益康的投入将来会看到相应的公告，可以看到公司投资的过程；和礼来的投资一般是工厂的改造，另外是其他领域合作的投资，具体的数字现在不能给出，相信以后可以看到对应的回报。

## 【免责声明】

本研究报告乃由兴证(香港)证券经纪有限公司(持有香港证券及期货事务监察委员会(「香港证监会」)第1(证券交易)、4(就证券提供意见)类受规管活动牌照)备发。接收并阅读本研究报告,则意味著收件人同意及接纳以下的条款及声明内容。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴证(香港)证券经纪有限公司、兴证(香港)期货有限公司、兴证(香港)资产管理有限公司及兴证(香港)融资有限公司(统称「兴证香港」)违反当地的法律或法规或可致使兴证香港受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告仅提供予收件人,其所载的信息、材料或分析工具仅提供予收件人作参考及提供资讯用途,当中对任何公司及证券之提述均非旨在提供完整之描述,并不应被视为销售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。本报告所提述之证券或不能在某些司法管辖区出售。未经兴证香港事先书面许可,收件人不得以任何方式修改、发送或复制本报告及其所包含的内容予其他人士。

兴证香港相信本报告所载资料的来源及观点的出处均属可靠,惟兴证香港并不明示或默示地保证其准确性及/或完整性。除非法律法规有明确规定,兴证香港或其任何董事、雇员或代理人概不就任何第三方因使用/依赖本报告所载内容而引致的任何类型的直接的、间接的、随之而发生的损失承担任何责任。

本报告并非针对特定收件人之特定投资目标、财务状况及投资需求所编制,因此所提述的证券不一定(或在相关时候不一定持续)适合所有收件人。本报告之观点、推荐、建议或意见不一定反映兴证香港或其集团的立场,分析员对本报告提述证券的观点可因市场变化而改变,惟兴证香港没有责任通知收件人该等观点的变更。收件人不应单纯依赖本报告而取代其独立判断,收件人在作出投资决定前,应自行分析及/或咨询专业顾问的意见。兴证香港的持牌人员或会向有关客户及集团成员公司提供可能与本报告所表达意见不同之口头或书面市场评论或买卖建议。兴证香港并无责任向收件人提供该等其他建议或交易意见。

兴证香港及其集团、董事、高级职员及雇员(撰写全部或部分本报告的研究员除外),将可能不时于本报告提述之证券持有长仓、短仓或作为主事人,进行该等证券之买卖。此外,兴证香港及其集团成员公司或可能与本报告所提述或有关之公司不时进行业务往来,或为其担任市场庄家,或被委任替其证券进行承销,或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券,或可能为其担任或争取担任并提供投资银行、财务顾问、包销、融资或其他服务,或替其从其他实体寻求同类型之服务。收件人在阅读本报告时,应留意任何所有上述的情况均可能引致真正的或潜在的利益冲突。

## 【分析师声明】

本研究报告由兴证(香港)证券经纪有限公司分析员撰写。(1)本研究报告所表述的任何观点均准确地反映了分析员个人对标的证券及发行人的观点;(2)该分析员所得报酬的任何组成部分无论在过去、现在及未来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系;(3)对于提述之证券,该分析员并无接收到可以影响他们建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。