中国动物保健品（940）

更新报告

买入

2014 年 8 月 20 日

2014 年上半年业绩创历史新高

- **2014 年上半年业绩创历史新高：**截至 2014 年 6 月 31 日，公司收入同比增长 25.1%至 4.97 亿人民币，主要是因为生物药尤其是口蹄疫疫苗销售的大幅增长。毛利同比增长 31.4%至 3.28 亿人民币，整体毛利率增加 3.2ppt 至 66%，主要是因为口蹄疫苗成本下降以及高毛利市场苗的销售。净利润增长 115%至 1.3 亿人民币，主要是因为营业利润的提升以及一次性费用的下降。公司招标苗销售额及公司净利润均创历史新高。
- **招标苗量价齐升，半年业绩靓丽：** 在强免招标疫苗中，口蹄疫苗增长 48%至 1.92 亿人民币，猪蓝耳病疫苗增长 10.5%至 0.73 亿人民币。根据以往经验和中国政府采购网的公示信息，公司在已中标的省份历年中标量和价均是逐年提升，今年上半年也不例外，下半年招标集中在 9 月与 10 月份。我们预计下半年招标苗销售额至少能维持上半年的水平。
- **市场苗小试牛刀，期待下半年试销礼来产品：**据我们市场的调研了解到，公司在二季度正式开始了市场苗的销售，二季度恰好是蓝耳病的免疫高峰期，市场苗一试销就受到广泛的欢迎，销售额达到 1390 万元。而口蹄疫集中在春秋免疫，恰好二季度是淡季，但销售额仍有 250 万元，考虑到规模牧场从试用、信任到大规模采购需要一定时间，我们保持原先对市场苗销售预测不变。根据公司公告的与礼来的协议，公司将代理礼来在中国已注册的兽药产品，我们期待下半年可以开始试销。
- **提高目标价至 7.2 港元，维持买入评级：**考虑到公司 2014 上半年如我们之前预期发展良好，我们维持之前的预测不变，同时调整公司未来 12 个月目标价格为 7.2 港元，较目前价格有 20%的上涨空间，为 2015 年每股预测收益 25.1 倍市盈率，买入评级。

★ 1 人民币=1.25 港元

蓝宇

852-25321954

Yu.lan@firstshanghai.com.hk

主要数据

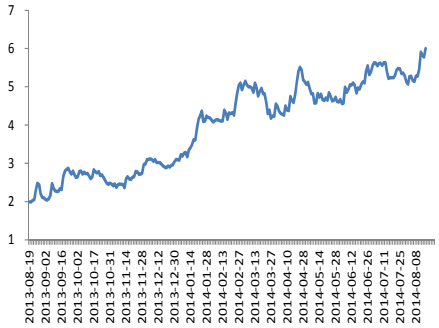
行业	医药行业
股价	6.0 港元
目标价	7.2 港元（+20%）
股票代码	0940
已发行股本	19.66 亿股
市值	118 亿港元
52 周高/低	6.02/1.95 港元
每股净现值	1.56 港元
主要股东	王彦刚、李春花（43.17%）

盈利摘要

截至12月31日止财年度	12年历史	13年历史	14年预测	15年预测	16年预测
总营业收入（千人民币）	862,729	914,600	1,143,250	1,586,100	1,990,177
变动	12.32%	6.01%	25.00%	38.74%	25.48%
净利润（千人民币）	105,929	186,333	316,809	454,377	589,842
每股盈利（人民币）	0.07	0.11	0.16	0.23	0.30
变动	-52.52%	62.25%	49.21%	43.42%	29.81%
市盈率@6港元（倍）	72.11	44.44	29.79	20.77	16.00
每股派息（分）	0.03	0.03	0.03	0.04	0.04
股息现价比	0.63%	0.59%	0.67%	0.83%	0.83%

来源：公司资料，第一上海预测

股价表现



来源：彭博

2014 年上半年业绩创历史新高

2014 年上半年业绩创历史新高

收入同比增长 25.1%至 4.97 亿人民币，净利润同比增长 115%至 1.3 亿人民币

截至 2014 年 6 月 31 日，公司收入同比增长 25.1%至 4.97 亿人民币，主要是因为生物药尤其是口蹄疫疫苗销售的大幅增长。口蹄疫疫苗招标苗全年中标情况良好，量价齐升，带动招标苗销售收入同比增长 48%。毛利同比增长 31.4%至 3.28 亿人民币。整体毛利率增加 3.2ppt 至 66%，主要是因为随着口蹄疫苗销量及产量增加，产能利用率提高导致单位成本下降，以及高毛利市场苗的销售。净利润同比增长 115%至 1.3 亿人民币，主要是因为营业利润的提升以及费用率的下降。公司招标苗销售额及公司净利润均创历史新高。

图表 1：2014 年中期业绩简述

人民币千元	2013中期	2014中期	变幅	原因评述
化药收入	227,498	270,618	19.0%	家禽养殖量价齐升带动粉剂销售上升
生物药收入	169,964	226,629	33.3%	口蹄疫疫苗和猪蓝耳病疫苗的显著增长
其中：口蹄疫疫苗	70,200	106,400	51.6%	招标苗销售收入增长48%，市场苗新增销售收入250万元
猪蓝耳病疫苗	66,100	87,000	31.6%	招标苗销售收入增长10.5%，市场苗新增销售收入1390万元
猪瘟疫苗	14,900	15,400	3.4%	
营业收入	397,462	497,247	25.1%	化药和生物药收入增长
营业成本	147,814	169,190	14.5%	口蹄疫苗产量提高，规模效应导致单位成本下降
毛利	249,648	328,057	31.4%	成本下降及高毛利市场苗销售上升带动整体毛利提升
其他收入	735	8,067	997.6%	汇兑收益430万及科技部给予政府补贴380万
销售、行政及一般费用	-119,721	-139,466	16.5%	上期存在相关退市费用
其他开支	-16,513	-6,581	-60.1%	上期存在汇兑亏损
营业利润	114,149	190,077	66.5%	主营业绩增长良好，营业外收入的上升及费用的下降
利息支出	-16,572	-2,263	-86.3%	上期存在可转债赎回金额利息
利息收入	1,626	2,306	41.8%	
除税前利润	99,203	190,120	91.6%	营业利润上升及利息支出减少
所得税	-28,069	-40,730	45.1%	
非控股权益	-10,833	-19,803	82.8%	收回必威安泰部分股权，非控股权益占比下降
公司拥有人应占利润	60,301	129,587	114.9%	

资料来源：公司资料、第一上海

招标苗量价齐升，半年业绩靓丽

我们预计下半年招标苗销售额至少能维持上半年的水平

在强免招标疫苗中，口蹄疫苗增长 48%至 1.92 亿人民币，猪蓝耳病疫苗增长 10.5%至 0.73 亿人民币。根据以往经验和中国政府采购网的公示信息，公司在已中标的省份历年中标量和价均是逐年提升，今年上半年也不例外。下半年招标集中在 9 月与 10 月份，我们预计下半年招标苗销售额至少能维持上半年的水平。

市场苗小试牛刀，下半年预计销售将持续增长

我们保持原先对市场苗销售预测不变

公司经招募并培训大量市场苗推广人员，对市场进行充分的研究和准备后，在二季度正式开始了市场苗的销售。据我们市场的调研了解到，二季度恰好是蓝耳病的免疫高峰期，公司的市场苗产品一试销就受到了广泛的欢迎，销售额达到 1390 万元。而口蹄疫集中在春秋免疫，恰好二季度是销售淡季，但销售额仍有 250 万元，考虑到规模牧场从试用、信任到大规模采购需要一定周期，且市场苗的销售额将随着销售人员的增加而增长，我们保持原先对市场苗销售预测不变。

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

期待试销礼来产品，双方未来合作有更多可能性

根据公司公告的与礼来的协议之一，公司将代理礼来在中国已注册的兽药产品，我们期待下半年可以开始试销。根据公司之前公告的获得禽流感专利情况和与礼来签署增加产奶量产品的公告，我们也期待 2015 年禽流感产品以及礼来的奶牛用药能进入市场。同时礼来在 2014 年上半年收购了主营疫苗的德国 Lohmann 公司和诺华的动物保健部，我们相信双方未来不排除有合作将其产品引入中国市场的可能性。

提高目标价至 7.2 港元，维持买入评级

调整公司未来 12 个月目标价格为 7.2 港元，买入评级

考虑到公司 2014 上半年如我们之前预期发展良好，我们维持之前的预测不变：全年化药收入将稳定增长，生物药收入将维持高速增长。注意到公司上半年毛利率已随着市场苗的销售而提高，我们预计全年的毛利率仍将继续稳步上升，同时销售费用率或将随之上升。另外我们也注意到根据财税[2014]57 号文《财政部国家税务总局关于简并增值税征收率政策的通知》第二条，“用微生物、微生物代谢产物、动物毒素、人或动物的血液或组织制成的生物制品”按简易办法征收 6%的增值税下调为 3%，自 2014 年 7 月 1 日起执行。因此，我们预测生物产品净利率将有所提升。另外根据公司 2 月 17 日公告收购必威安泰 27.8%的股权，我们预计下半年少数股东权益占比相比上半年将有所下降。

考虑到公司业务进展良好，净利率还有一定提升空间，我们调整公司未来 12 个月目标价格为 7.2 港元，较目前价格有 20%的上涨空间，为 2015 年每股预测收益 25.1 倍市盈率，买入评级。

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

附录 1：主要财务报表

财务报表摘要

损益表

<千人民币>, 财务年度截至<12月31日>

	2012年 实际	2013年 实际	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测
收入	862,729	914,600	1,143,250	1,586,100	1,990,177
毛利	552,927	593,690	764,557	1,083,370	1,395,042
其他业务净额	3,661	1,275	8,067	0	0
销售及管理费用	-203,160	-212,751	-262,948	-364,803	-467,692
营运收入	292,010	288,760	429,649	607,540	788,039
财务开支	-29,910	-4,074	-2,107	-2,107	-2,107
联营公司等	0	0	0	0	0
税前盈利	180,113	284,686	427,542	605,433	785,932
所得税	-52,118	-73,186	-94,059	-127,141	-165,046
净利润	127,995	211,500	333,483	478,292	620,886
少数股东应占利润	-22,066	-25,167	-16,674	-23,915	-31,044
本公司股东应占利润	105,929	186,333	316,809	454,377	589,842
折旧及摊销	-168,795	-116,783	-107,838	-107,849	-111,769
EBITDA	378,818	405,543	537,487	715,389	899,808
增长					
总收入 (%)	12.3%	6.0%	25.0%	38.7%	25.5%
EBITDA (%)	13.5%	7.4%	28.8%	41.7%	28.8%

财务分析

	2012年 实际	2013年 实际	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	64.09%	64.91%	66.88%	68.30%	70.10%
EBITDA 利率 (%)	43.91%	44.34%	47.01%	45.10%	45.21%
净利率(%)	14.84%	23.12%	29.17%	30.16%	31.20%
营运表现					
销售及管理费用/收入(%)	23.55%	23.26%	23.00%	23.00%	23.50%
实际税率 (%)	28.94%	25.71%	22.00%	21.00%	21.00%
股息支付率 (%)	45.07%	26.38%	15.07%	10.51%	8.09%
库存周转天数	39.6	40.0	38.9	36.7	38.6
应收账款天数	103.3	103.4	78.5	83.6	85.1
应付账款天数	9.5	10.1	10.0	7.8	7.6
财务状况					
总负债/总资产	0.32	0.14	0.15	0.13	0.11
收入/净资产	0.62	0.44	0.60	0.69	0.71
经营性现金流/收入	0.27	0.48	0.31	0.32	0.33
税前盈利对利息倍数	6.02	69.88	202.93	287.36	373.03

资产负债表

<千人民币>, 财务年度截至<12月31日>

	2012年 实际	2013年 实际	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测
现金	808,934	1,373,813	1,188,008	1,551,345	2,053,954
应收账款	215,407	120,965	207,864	288,382	361,850
存货	33,201	37,172	43,474	57,713	68,321
其他流动资产	33,365	39,541	39,541	39,541	39,541
总流动资产	1,090,907	1,571,491	1,478,886	1,936,982	2,523,667
固定资产	210,627	192,500	186,102	179,362	172,003
无形资产	725,317	649,917	589,477	529,367	465,957
长期投资	1,125	1,125	1,125	1,125	1,125
其他	0	11,007	0	1	1
总资产	2,027,976	2,426,040	2,255,590	2,646,837	3,162,753
应付账款	10,962	21,870	19,931	26,459	31,323
短期银行借款	403,675	87,297	87,297	87,297	87,297
其他短期负债	91,546	97,074	93,171	95,171	95,171
总短期负债	506,183	206,241	200,399	208,927	213,791
其他负债	140,423	134,755	134,755	134,755	134,755
总负债	646,606	340,996	335,154	343,682	348,546
股本和储备	1,138,855	1,817,362	1,883,573	2,290,206	2,832,304
少数股东权益	242,515	267,682	36,862	12,948	-18,097
股东权益	1,381,370	2,085,044	1,920,435	2,303,154	2,814,207

现金流量表

<千人民币>, 财务年度截至<12月31日>

	2012年 实际	2013年 实际	2014年 预测	2015年 预测	2016年 预测
EBITDA	378,818	405,543	537,487	715,389	899,808
净融资成本	3,100	3,444	-2,107	-2,107	-2,107
营运资金变化	-79,528	99,284	-88,035	-86,230	-79,213
所得税	-70,358	-68,047	-94,059	-127,141	-165,046
其他	0	0	0	0	0
营运现金流	232,032	440,224	353,286	499,911	653,442
资本开支	-56,785	-21,494	-41,000	-41,000	-41,000
其他投资活动	-1,353	1,245	0	0	0
投资活动现金流	-58,138	-20,249	-41,000	-41,000	-41,000
负债变化	-12,984	35,112	0	0	0
股本变化	0	178,174	-417,000	0	0
股息	-47,742	-49,150	-47,743	-47,744	-47,744
其他融资活动	-8,691	-19,232	-33,348	-47,829	-62,089
融资活动现金流	-69,417	144,904	-498,091	-95,573	-109,833
现金变化	104,477	564,879	-185,805	363,338	502,609
期初持有现金	704,182	808,934	1,373,813	1,188,008	1,551,345
汇兑变化	275	0	0	0	0
期末持有现金	808,934	1,373,813	1,188,008	1,551,345	2,053,954

数据来源：公司资料、第一上海预测

本报告不可对加拿大、日本、美国地区及美国国籍人士发放

第一上海证券有限公司
香港中环德辅道中 71 号
永安集团大厦 19 楼
电话: (852) 2522-2101
传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人一般阅览。未经第一上海书面批准，不得复印、节录，也不得以任何方式引用、转载或传送本报告之任何内容。本报告所载的内容、资料、数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或要约或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖本报告中的任何内容作出任何投资决定。本报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向、财务情况或任何特别需要。阁下应根据本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素作出本身的投资决策。

本报告所载资料来自第一上海认为可靠的来源取得，但第一上海不能保证其准确、正确或完整，而第一上海或其关连人仕不会对因使用/参考本报告的任何内容或资料而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告不一致或有不同结论的报告或评论或投资决策。本报告所载内容如有任何更改，第一上海不作另行通知。第一上海或其关连人仕可能会持有本报告内所提及到的证券或投资项目，或提供有关该证券或投资项目的证券服务。

在若干国家或司法管辖区，分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。

©2014 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。