

买入 (维持)

现代牧业 (1117.HK)

目标价: 3.70 港元

现价: 2.58 港元

下游表现超预期, 原奶价格下跌空间已不大

预期升幅: 43%

市场数据

报告日期	2015.3.31
收盘价(港元)	2.58
总股本(亿股)	48.27
流通股本(亿股)	125
总市值(亿港元)	125
流通市值(亿港元)	125
净资产(亿元)	66.56
总资产(亿元)	142.11
每股净资产(元)	0.53

数据来源: 彭博

主要财务指标

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入(百万元)	3,289	5,027	6,116	7,122
同比增长	62.3%	52.84%	21.7%	16.4%
净利润(百万元)	507.00	762.89	1,163	1489
同比增长	24.48%	50.47%	52.5%	28.0%
息税前利润率	22.04%	20.61%	24%	25%
净利润率	15.41%	15.18%	19%	21%
净资产收益率	8.8%	11.0%	16%	19%
每股收益(元)	0.10	0.15	0.23	0.30
市盈率	20.23	9.11	8.92	6.97
股息率	-	1%	6%	6%

数据来源: 彭博、公司资料、兴证香港

最新观点:

- **业绩概况:** 现代牧业 2014 年业绩总收入 50.27 亿元, 同比增长 52.84%, 其中奶牛养殖收入 41.9 亿, 同比增长 41.3%, 占总收入比为 83.4%。液态奶收入 8.3 亿, 同比增长 159%。归属大股东净利润为 7.63 亿元, 同比增长 50.47%, 净利润率为 14.6%。首次派息 4830 万人民币。
- **剔除非现金成本后业绩超预期:** 现代牧业报表呈现的业绩低于预期, 但剔除 3.3 亿公允价值变动和约 1 亿的衍生金融工具公允价值净亏损, 实际业绩超过市场预期。2015 年 Cash EBITDA 增长 73%, 增速理想。
- **奶价仍有可能下行:** 下游乳企消化奶粉库存还需要时间。管理层预计 3, 4 季度原奶价格才会好转。2015 年全年的平均奶价 4.5-4.6 元/吨 (同比下降 9%)。1, 2 月份给予蒙牛的奶价是 4.7 元/吨, 年内奶价不会大幅度下行也不会有很大的上升空间。
- **下游业务超预期:** 液态奶业务超过之前定下 7 亿的经营目标, 超出市场预期。虽然分部毛利率从 2013 年的 27% 大幅下降到 16.4%。管理层解释主要原因是原奶价格下跌, 而非过度促销。公司目前的市场投放主要用于跨区域推广, 扩宽销售边界, 而不是单纯的价格战。
- **估值:** 我们将 2015 年的奶价预期从 4.7 元/吨下调到 4.55 元/吨, 调高 2015 年公允价值变动带来的负面影响到 2.5 亿, 并上调了泌乳牛的增长速度。得出 2015 到 2017 财年利润, 每股收益为 0.297, 0.38 和 0.47 港元, 给予历史平均市盈率 12 倍, 维持目标价 3.7 港元不变。

兴证香港研究部
分析师: 郑泽滨
(SFC: BEN914)电话: 86-755-23826008
852-35095999

邮箱: zhengzb@xyzq.com.hk

会议问题:**1. 2014 年下游销售的指引?**

下游销售原本目标是 12 亿，最新上调到 14 亿。

2. 奶价的未来走势是怎么样?

目前奶价处于低谷，预计 3, 4 季度会好转，下游乳企消化奶粉库存还需要时间。2015 年全年的平均奶价 4.5-4.6 元，不会太坏但也不要期待有太高的增长。

3. 2015 年巴氏奶产品占下游销售的比例大概是多少?

巴氏奶 9 月份投产，预计全年销售 8000-1 个亿的销售。

4. 2015 年的资本开支是多少?

2014 年花了 17 亿，其中 7 个亿是小牛的饲料资本化。2015 年的资本开支是 16 亿。

5. 巴氏奶的利润率?

巴氏奶的毛利率会比常温奶要高，但净利润率要更低，主要因为人员和冷链费用高。

6. 自有品牌的毛利率下降比较多的原因，最新的促销情况怎么样?

毛利率从 27.1% 下降到 16.4%，有两方面的原因，一个是原奶价格同比上升，另外是销售让利比较多。公司让利不是因为价格战，而是因为跨地区推广，从 16 个省推广到 28 个省，开发业务前期投入比较大。从 15 年 3 月份开始，高温奶的让利已经减少，逐渐恢复原销售价格。

7. 2015 年 1, 2 月份的奶价如何。?

给蒙牛的价格是 4.7 元。

8. 小牛目前的市价是多少?

公司去年只进了一船（2000 头）的小牛，后面就自给自足了，所以对最新的牛价不是特别了解，预计目前市价在 2.2-2.3 万左右。

9. 1, 2 月份液态奶的销售情况如何?

1, 2 月销售情况理想，达到全年目标 20%。

10. 各地生产巴氏奶需要很大的资本投入吗?

全国的牧场都有预留生产线，工厂都预留了土地空间，只需要添加设备就可以生产巴氏奶了。2015 年在生产线这方面不会再有投入，2016 年会有但不会太多。

11. 下游产品越来越丰富，蒙牛会担心有竞争吗?

目前消费者的需求越来越多元化，希望有更多的选择。现代牧业不去做，还会有很多蒙牛的竞争者会去做，而且现代牧业增加的 SKU 并不多。

12. 去年卖牛的收入？

出售淘汰牛收入 3 个亿。去年公牛出售了 2000 多头，收入 1.5 亿

13. 行业高峰的时候很多竞争者进入，1.5-2 年之后开始释放供给，到时行业会不会面临另一个从供给端而非需求端引起的问题？

奶牛养殖选址很重要，牧场周边一定要有买家，建牧场的地方都是供应不足的地方。牛奶运送要在 200 公里以内，牧场的布局都是局域性的，合理布局的话不存在竞争。

附表
资产负债表

单位: 千元

会计年度	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
流动资产	2,638,893	3,124,386	3,158,309	3,253,127
存货	640,581	899,209	816,344	1,047,022
应收贸易账款及其它应收	826,772	972,012	1,062,770	1,275,171
土地使用权	1,667	1,667	1,667	1,667
已质押银行结余	612,909	612,909	612,909	612,909
银行结余及现金	556,964	638,589	664,619	316,357
非流动资产	11,571,960	11,939,877	13,038,125	14,540,444
物业、厂房及设备	4,457,970	4,526,736	4,995,601	5,640,527
土地使用权	64,868	64,868	64,868	64,868
与联营公司权益	18,931	33,000	36,000	39,000
商誉	310,426	310,426	310,426	310,426
于合营公司之权益	95,208	191,052	314,281	464,893
其他金融资产-非流动资产	93,743	40,000	40,000	40,000
生物资产	6,530,814	6,773,795	7,276,950	7,980,731
资产总计	14,210,853	15,064,263	16,196,435	17,793,571
流动负债	4,375,681	4,646,468	4,724,419	5,020,046
应付贸易账款及其它应付	1,403,003	1,676,577	1,754,528	2,050,155
应付关连方款项	-	-	-	-
应付利息	-	-	-	-
借款 - 于一年内到期	1,858,398	1,858,398	1,858,398	1,858,398
递延收入	11,493	11,493	11,493	11,493
其他	1,102,787	1,100,000	1,100,000	1,100,000
非流动负债	3,179,220	2,938,378	2,938,378	2,938,378
长期借款	2,829,450	2,829,450	2,829,450	2,829,450
其他	349,770	108,928	108,928	108,928
负债合计	7,554,901	7,584,846	7,662,797	7,958,424
股本	415,261	415,261	415,261	415,261
储备	6,094,978	6,888,287	7,903,736	9,157,858
少数股东权益	145,713	175,869	214,641	262,028
股东权益合计	6,655,952	7,479,417	8,533,637	9,835,147
负债及权益合计	14,210,853	15,064,263	16,196,435	17,793,571

现金流量表

单位: 千元

会计年度	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
净利润	866,697	1,157,043	1,481,037	1,838,757
调整项	765,890	690,282	589,286	622,216
营运资金的变动	-214,962	-130,294	70,059	-147,453
经营活动产生现金流量	800,389	1,717,030	2,140,382	2,313,520
投资活动产生现金流量	-1,535,827	-1,018,932	-1,379,105	-1,479,732
融资活动产生现金流量	754,401	-447,513	-735,246	-1,182,050
现金净变动	18,963	250,585	26,031	-348,262
现金的期初余额	369,041	388,004	638,589	664,619
现金的期末余额	388,004	638,589	664,619	316,357

利润表

单位: 千元

会计年度	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
所产奶牛销售总额	5,026,706	6,115,865	7,121,737	8,182,795
原奶对外销售	4,194,020	4,715,865	5,321,737	5,982,795
UHT收入	832,686	1,400,000	1,800,000	2,200,000
销售成本	-3,161,345	-4,311,412	-4,975,103	-5,776,435
毛利	1,865,361	1,804,454	2,146,634	2,406,360
公允价值变动	-329,069	-250,000	-150,000	-150,000
其他期间费用	-500,327	-428,449	-497,814	-572,716
息税前利润	1,035,965	1,437,228	1,744,826	2,111,161
融资成本	-265,601	-250,030	-225,017	-225,017
税前利润	770,364	1,187,198	1,519,809	1,886,144
所得税开支	-7,476	-23,744	-30,396	-47,154
净利润	762,888	1,163,454	1,489,413	1,838,991
少数股东权益	27,571	30,156	38,772	47,388
归属母公司净利润	735,317	1,133,299	1,450,641	1,791,603
股息	48273.00	339989.59	435192.30	537480.93

主要财务比率

会计年度	FY14A	FY15E	FY16E	FY17E
成长性 (%)				
营业收入增长率	52.8%	21.7%	16.4%	14.9%
息税前利润增长率	42.7%	38.7%	21.4%	21.0%
净利润增长率	50.5%	52.5%	28.0%	23.5%
盈利能力 (%)				
息税前利润率	21%	24%	25%	26%
净利率	15%	19%	21%	22%
ROE	0.12	0.16	0.19	0.20
偿债能力 (%)				
资产负债率	53.2%	50.3%	47.3%	44.7%
流动比率	60.3%	67.2%	66.9%	64.8%
速动比率	45.7%	47.9%	49.6%	43.9%
营运能力 (次)				
资产周转率	0.35	0.41	0.44	0.46
应收帐款周转率	7.33	6.80	7.00	7.00
每股资料				
每股收益	0.15	0.23	0.30	0.37
每股经营现金	0.16	0.36	0.44	0.48
每股净资产	1.36	1.55	1.77	2.04
估值比率 (倍)				
PE	13.89	8.92	6.97	5.64
PB	0.16	0.09	0.06	0.05

【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,则意味着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】

主要撰写本研究报告全部或部分内容的分析员乃获颁发第[4]类牌照之持牌人士。分析员在此声明:(1)本研究报告所表述的任何观点均准确地反映了上述每位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,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。