

跟踪报告



國元(香港)
GY(HK)

2015-3-26 星期四

现代牧业 (1117.HK) 评级: 强烈推荐

跟踪报告日期: 2015.03.26

目标价: HK\$ 3.2

现价: HK\$ 2.55

预计升幅: 25.5%

股本数据

股本(亿股) 48.27

市值(亿港元) 123

52周高/低(HK\$) 4.4/1.97

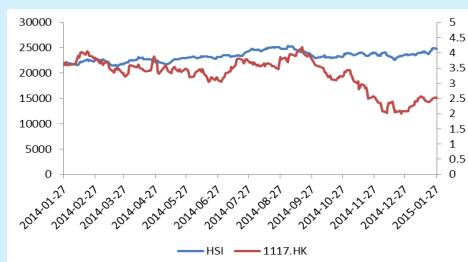
每股净值(元) 1.35

所属行业: 乳制品

主要股东

蒙牛 28%

52周行情图 (Vs 恒生指数)



相关报告

现代牧业首发报告 20140401

现代牧业更新报告 20140716

现代牧业会议摘要 20141217

现代牧业即时评论 20151116

现代牧业更新报告 20150204

国元证券(香港)研究部

分析师: 胡尧盛

电话: (86) 15818770581

(86) 755-2151 9176

电邮: huys@gyzq.com.hk

核心利润符合预期 估值仍具吸引

投资要点:

核心净利润达到 11 亿元, 符合预期:

农公司 2014 年录得营业收入 50 亿元, 同比增长 53%, 其中原奶收入增长 41% 至 41.94 亿元, 下游收入增长 159% 至 8.33 亿元。公司归属股东净利润达到 7.35 亿元, 低于市场预期, 而扣非后净利润为 11 亿元, 符合预期。归属股东净利润不达预期的主要原因在于公允价值损失以及通山牧场搬迁产生的一次性费用所致。

全年奶价预计 4.65 元/公斤, 较去年下降 8%:

公司 2014 年平均奶价为 5 元/公斤, 预计 2015 年全年奶价为 4.65 元/公斤, 同比下降 8%, 在我们之前的预期之中。从行业方面来看, 目前行业平均奶价已经接近散养户养殖的盈亏平衡点, 奶价进一步下跌空间有限, 处于底部区域, 预计下半年奶价会有所回升。另外, 随着大牧场规模效应的显现, 成本下降会在一定程度上平滑奶价下跌的风险。

品牌奶持续增长, 盈利能力逐渐恢复:

2014 年现代牧业自有品牌奶发展良好, 贡献 8.33 亿元的销售收入, 我们预计 2015 年将录得 14.16 亿元的销售收入。2014 年下半年公司加强促销力度, 刺激终端销售, 毛利率下滑至 16.4%, 目前已经有所恢复, 预计在今年将会逐渐恢复至正常水平。另外, 公司今年将会铺开巴氏奶的销售, 预计 2015 年巴氏奶的销售收入占比达到 3-5%。巴氏奶目前在北方已经销售, 预计 9 月份在南方的生产线将会投产。

维持强烈推荐评级, 调整目标价至 3.2 港元, 目前估值吸引:

我们预测公司 2015 年和 2016 年 EPS 分别为 0.16 元和 0.19 元, 根据 DCF 模型测算得出公司目标价 3.2 港元, 相当于 2015 年 16 倍 PE 和 10.6 倍扣非后 PE, 较现价有 25.5% 的升幅, 估值仍具吸引, 维持**强烈推荐**评级。

RMB 截至12月30日	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
总营收(千元)	3,289,281	5,026,706	5,527,482	6,396,305	6,992,447
变动	N/A	52.8%	10.0%	15.7%	9.3%
净利润(千元)	481,050	735,317	760,008	933,721	1,025,400
每股收益(元)	0.10	0.15	0.16	0.19	0.21
变动	N/A	52.9%	3.4%	22.9%	9.8%
基于3.2港元的市盈率	25.69	16.81	16.26	13.24	12.05
每股派息(元)	0.00	0.01	0.02	0.02	0.02
股息现价比率(%)	0.00%	0.24%	0.50%	0.62%	0.68%
派息率(%)	0.0%	5.0%	10.0%	10.0%	10.0%

估值及目標價

我們預測公司 2015 年和 2016 年 EPS 分別為 0.16 元和 0.19 元，根據 DCF 模型測算得出公司目標價 3.2 港元，相當於 2015 年 16 倍 PE 和 10.6 倍扣非後 PE，較現價有 25.5% 的升幅，估值仍具吸引，維持**強烈推薦**評級。

表 1、行業相關公司估值及評級

代碼	公司名稱	市值(億港元)	EPS				PE			
			EPS2012	2013	2014E	2015E	PE2012	2013E	2014E	2015E
151 HK EQUITY	中國旺旺控股	1506.19	0.04	0.05	0.06	0.07	32.89	29.08	24.65	21.38
322 HK EQUITY	康師傅控股	1138.87	0.08	0.08	0.10	0.11	34.16	34.46	28.29	23.58
168 HK EQUITY	青島啤酒	715.29	1.30	1.46	1.69	2.00	28.27	31.05	26.81	22.61
291 HK EQUITY	華潤創業	487.95	1.64	0.74	0.82	0.96	17.04	27.30	24.75	20.98
220 HK EQUITY	統一企業中國	236.84	0.24	0.28	0.21	0.24	27.77	19.04	25.82	22.52
606 HK EQUITY	中國糧油控股	164.85	0.28	0.30	0.35	0.42	15.24	10.43	8.94	7.51
1068 HK EQUITY	中國雨潤食品	76.19	-0.33	-0.46	-0.14	0.17	5.67			24.05
1886 HK EQUITY	匯源果汁	116.02	0.01	0.12	0.15	0.18	206.22	39.10	30.86	24.79
1262 HK EQUITY	蠟筆小新休閒食品集團	33.98	0.25	0.29	0.32	0.39	9.85	8.30	7.50	6.21
				0.32	0.39			24.85	22.20	

代碼	公司名稱	市值	EPS				PE			
			EPS2012	2013	2014E	2015E	PE2012	2013E	2014E	2015E
BN FP EQUITY	達能	314 (億歐元)	2.78	2.84	2.86	3.13	17.95	17.52	17.44	15.91
FSF NZ EQUITY	恒天然合作社集團有限公司	97 (億澳元)	0.41	0.43	0.17	0.35	17.17	14.33	36.80	17.57
WWAV US EQUITY	WhiteWave Foods Co/The	49 (億美元)	0.74	0.72	0.92	1.09	21.29	39.75	31.08	26.10
DF US EQUITY	Dean 食品公司	14 (億美元)	3.44	0.87	0.80	1.15	12.72	17.08	18.69	12.97
DCG LN EQUITY	Dairy Crest乳品集團公共有限	6 (億英鎊)	0.41	0.32	0.40	0.40	4.74	14.57	11.84	11.81
005180 KS EQUITY	賓格瑞有限公司	8944 (億韓元)	5740.00	4097.00	5380.14	6214.57	19.51	22.36	17.03	14.74
005990 KS EQUITY	Maeil Dairy Industry Co Ltd	6204 (億韓元)	1308.00	2025.32	2600.44	3086.64	23.89	22.34	17.40	14.66
2270 JP EQUITY	雪印惠乳業株式會社	935 (億日元)	141.49	153.81	101.70	105.15	9.56	8.65	13.09	12.66
2264 JP EQUITY	森永乳業株式會社	845 (億日元)	20.04	20.53	19.84	15.79	13.77	16.18	16.73	21.03
1262 HK EQUITY	蠟筆小新休閒食品集團	33 (億港元)	0.25	0.29	0.32	0.39	9.85	8.30	7.50	6.21

代碼	公司名稱	市值(億港元)	EPS				PE			
			EPS2012	2013	2014E	2015E	PE2012	2013E	2014E	2015E
2319 HK EQUITY	蒙牛乳業	678.39	0.71	0.84	1.09	1.36	24.89	33.84	26.00	20.82
1117 HK EQUITY	現代牧業	163.65	0.07	0.09	0.14	0.20	25.42	29.41	18.38	13.04
1112 HK EQUITY	合生元	346.62	1.24	1.67	2.11	2.74	15.70	26.55	21.03	16.25
1230 HK EQUITY	雅士利國際	145.21	0.13	0.14	0.17	0.22	12.34	21.48	18.30	14.06
600887 CH EQUITY	伊利股份	730 (億元)	1.07	1.46	1.68	2.08	20.54	24.49	21.39	17.22
600597 CH EQUITY	光明乳業	214 (億元)	0.28	0.38	0.58	0.82	35.11	46.15	30.45	21.74
002329 CH EQUITY	皇氏乳業	30 (億元)	0.15	0.22	0.34	0.51	61.44	65.77	42.56	28.21

資料來源：國元證券（香港），Bloomberg

損益表

<人民币千元>, 财务年度截至<12月31日>

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
收入	3,289,281	5,026,706	5,527,482	6,396,305	6,992,447
毛利	985,259	1,865,361	1,784,522	2,158,880	2,362,574
公允价值变动带来收益	(82,751)	(329,069)	(221,099)	(255,852)	(279,698)
其他收入	69,505	40,213	44,220	51,170	55,940
销售费用	(56,845)	(111,909)	(138,187)	(159,908)	(174,811)
行政开支	(151,820)	(214,561)	(221,099)	(255,852)	(279,698)
经营利润	763,348	1,250,035	1,248,356	1,538,438	1,684,306
融资成本	(208,383)	(265,601)	(276,374)	(319,815)	(349,622)
税前利润	517,565	770,364	799,566	982,321	1,078,772
所得税	(10,571)	(7,476)	(11,993)	(14,735)	(16,182)
税后利润	506,994	762,888	787,573	967,586	1,062,591
少数股东权益	25,944	27,571	27,565	33,866	37,191
归属于所有者的净利润	481,050	735,317	760,008	933,721	1,025,400
每股收益 (元)	0.10	0.15	0.16	0.19	0.21
增长					
收入 (%)	N/A	52.8%	10.0%	15.7%	9.3%
净利润 (%)	N/A	15.3%	7.2%	7.8%	7.5%

资产负债表

<人民币千元>, 财务年度截至<12月31日>

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	369,041	556,964	55,342	-65,830	-248,866
应收帐款	544,710	826,772	1,105,496	1,279,261	1,398,489
存货	691,108	640,581	994,947	1,151,335	1,258,640
其他流动资产	1,345,953	1,998,312	1,879,788	2,199,039	2,135,231
流动资产	2,037,061	2,638,893	2,874,735	3,350,374	3,393,872
固定资产	4,032,642	4,457,970	5,866,249	6,500,536	6,822,917
其他非流动资产	6,424,118	7,113,990	7,570,671	8,154,593	8,511,022
总资产	12,493,821	14,210,853	16,311,655	18,005,503	18,727,811
银行借款	1,959,867	2,829,450	2,468,126	2,377,795	2,332,630
应付账款	1,474,250	1,403,003	2,210,993	1,304,277	2,558,522
其他流动负债	1,049,006	143,228	1,296,373	2,645,949	1,696,442
流动负债	4,483,123	4,375,681	5,975,492	6,328,021	6,587,594
非流动负债	2,149,964	3,179,220	2,448,430	2,722,476	2,676,802
负债总额	6,633,087	7,554,901	8,423,921	9,050,497	9,264,396
已发行股本	4,827,339	4,827,339	4,827,339	4,827,339	4,827,339
普通股东权益	5,860,734	6,655,952	7,887,734	8,955,006	9,463,415
每股净资产	1.21	1.38	1.63	1.86	1.96
营运资金	(2,446,062)	(1,736,788)	(3,100,757)	(2,977,647)	(3,193,722)

财务分析

<人民币千元>, 财务年度截至<12月31日>

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
盈利能力					
毛利率 (%)	30.0%	37.1%	32.3%	33.8%	33.8%
净利率 (%)	14.6%	14.6%	13.7%	14.6%	14.7%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	6.3%	6.5%	6.5%	6.5%	6.5%
实际税率 (%)	2.0%	1.0%	1.5%	1.5%	1.5%
股息支付率 (%)	0.0%	5.0%	10.0%	10.0%	10.0%
存货周转天数	109.5	76.9	79.7	92.4	72.7
应付账款天数	233.5	166.1	176.2	205.4	161.7
应收账款天数	86.3	79.2	94.2	102.7	80.8
财务状况					
资产负债率	53.1%	53.2%	51.6%	50.3%	49.5%
总资产回报率	4.1%	5.4%	4.8%	5.4%	5.7%
净资产收益率	8.2%	11.0%	9.6%	10.4%	10.8%

现金流量表

<人民币千元>, 财务年度截至<12月31日>

	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
除税前利润	517,565	770,364	799,566	982,321	1,078,772
融资成本	(208,383)	(265,601)	(276,374)	(319,815)	(349,622)
营运资金变化	N/A	67,584	(55,537)	(62,712)	(11,923)
所得税	(10,571)	(7,476)	(11,993)	(14,735)	(16,182)
其他活动	285,553	719,432	857,844	911,201	891,666
经营活动现金流	584,164	1,284,303	1,313,505	1,496,260	1,592,711
资本开支	(775,003)	(800,000)	(800,000)	(800,000)	(800,000)
其他投资活动	(1,149,391)	(832,687)	(754,054)	(810,784)	(794,569)
投资活动现金流	(1,924,394)	(1,632,687)	(1,554,054)	(1,610,784)	(1,594,569)
新增净借款	441,258	(63,467)	2,530	(218,498)	(356,903)
其他	991,363	202,883	20,520	118,479	73,184
支付股利	0	36,766	76,001	93,372	102,540
融资活动现金流	1,432,621	176,182	99,051	(6,647)	(181,179)
现金变化	92,391	(172,202)	(141,498)	(121,171)	(183,036)
汇率变动调整	0	0	0	0	0
期初持有现金	276,650	369,041	196,840	55,342	-65,830
期末持有现金	369,041	196,840	55,342	-65,830	-248,866

投資評級定義和免責條款

投資評級：

強烈推薦	預期股價在未來 12 個月上升 20% 以上
推薦	預期股價在未來 12 個月上升 5%~20%
中性	預期股價在未來 12 個月上升或下跌 5% 以內
賣出	預期股價在未來 12 個月下跌 5%~20%
強烈賣出	預期股價在未來 12 個月下跌 20% 以上

免責申明：

此刊物只供閣下參考，在任何地區或任何情況下皆不可作為或被視為證券出售要約或證券、期貨及其它投資產品買賣的邀請。此刊物所提及的證券、期貨及其它投資產品可能在某些地區不能購入、出售或交易。此刊物所載的資料由國元證券(香港)有限公司及/或國元期貨(香港)有限公司(下稱“國元(香港)”)編寫，所載資料的來源皆被國元(香港)認為可靠及準確。此刊物所載的見解、分析、預測、推斷和預期都是以這些可靠數據為基礎，只是表達觀點，國元(香港)或任何個人對其準確性或完整性不作任何擔保。此刊物所載的資料(除另有說明)、意見及推測反映國元(香港)於最初發此刊物日期當日的判斷，可隨時更改。國元(香港)、其母公司、其附屬公司及/或其關連公司對投資者因使用此刊物的材料而招致直接或間接的損失概不負責任。

負責撰寫分析之分析員(一人或多人)就本刊物確認：

分析報告內所提出的一切意見準確地反映了分析員本人對報告所涉及的任何證券或發行人的個人意見；及

分析員過去、現在及將來所收取之報酬之任何部份與其在本刊物內發表的具體建議及意見沒有直接或間接的關連。

此刊物內所提及的任何投資皆可能涉及相當大的風險，若干投資可能不易變賣，而且也不適合所有的投資者。此刊物中所提及的投資的價值或從中獲得的收入可能會受匯率及其它因素影響而波動。過去的表现不能代表未來的業績。此刊物並沒有把任何人的投資目標、財務狀況或特殊需求一并考慮。投資者入市買賣前不應單靠此刊物而作出投資決定，投資者務請運用個人獨立思考能力，慎密從事。投資者在進行任何以此刊物的建議為依據的投資行動之前，應先諮詢專業意見。

國元(香港)、其母公司、其附屬公司及/或其關連公司以及它們的高級職員、董事、員工(包括參與準備或發行此刊物的人)可能隨時與此刊物所提到的任何公司建立或保持顧問、投資銀行、或證券服務關係；及

已經向此刊物所提到的公司提供了大量的建議或投資服務。

國元(香港)、其母公司、其附屬公司及/或其關連公司的一位或多位董事、高級職員及/或員工可能擔任此刊物所提到的證券發行公司的董事。此刊物對於收件人來說屬機密文件。此刊物絕無讓居住在法律或政策不允許該報告流通或發行的地方的人閱讀之意圖。未經國元(香港)事先授權，任何人不得因任何目的複製、發出或發表此刊物。國元(香港)保留一切追究權利。

規範性披露

分析員的過去、現在及將來所收取之報酬之任何部份與其在此報告內發表具體建議及意見沒有直接關聯。

國元證券(香港)有限公司、國元期貨(香港)有限公司及其每一間在香港從事投資銀行、自營證券交易或代理證券經紀業務的集團公司，並無對在此刊物所評論的上市公司持有需作出披露的財務權益、跟此刊物內所評論的任何上市公司在過去12個月內並無就投資銀行服務收取任何補償或委託、並無僱員或其有關聯的個人擔任此刊物內所評論的任何上市公司的高級人員及沒有為此刊物所評論的任何上市公司的證券進行莊家活動。

國元證券(香港)有限公司

香港中環德輔道中 189 號李寶椿大廈 18 樓

電話：(852) 3769 6888

傳真：(852) 3769 6999

服務熱線：400-888-1313

公司網址：<http://www.gyzq.com.hk>