

买入 (维持)

现代牧业 (1117.HK)

目标价: 3.70 港元

现价 : 2.54 港元

困境反转曙光乍现 把握布局时机

预期升幅: 46%

主要财务指标

会计年度	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入 (百万元)	3,289	5,423	6,095	7,266
同比增长	62.3%	64.9%	12.4%	19.2%
净利润 (百万元)	481	1,063	1,170	1,478
同比增长	22.2%	121.2%	13.0%	26.2%
毛利率	19.3%	34.9%	35.8%	37.9%
净利率	15.4%	20.7%	20.8%	22.0%
净资产收益率	8.8%	17.4%	17.0%	18.9%
每股收益 (元)	0.10	0.22	0.24	0.31
市盈率	20.23	9.11	8.28	6.56
股息率	-	3.3%	3.6%	4.6%

市场数据

报告日期	2015.1.26
收盘价 (港元)	2.54
总股本 (亿股)	48.27
总市值 (亿港元)	123
总资产 (亿元)	131.79
每股净资产 (港元)	1.64

数据来源: 彭博

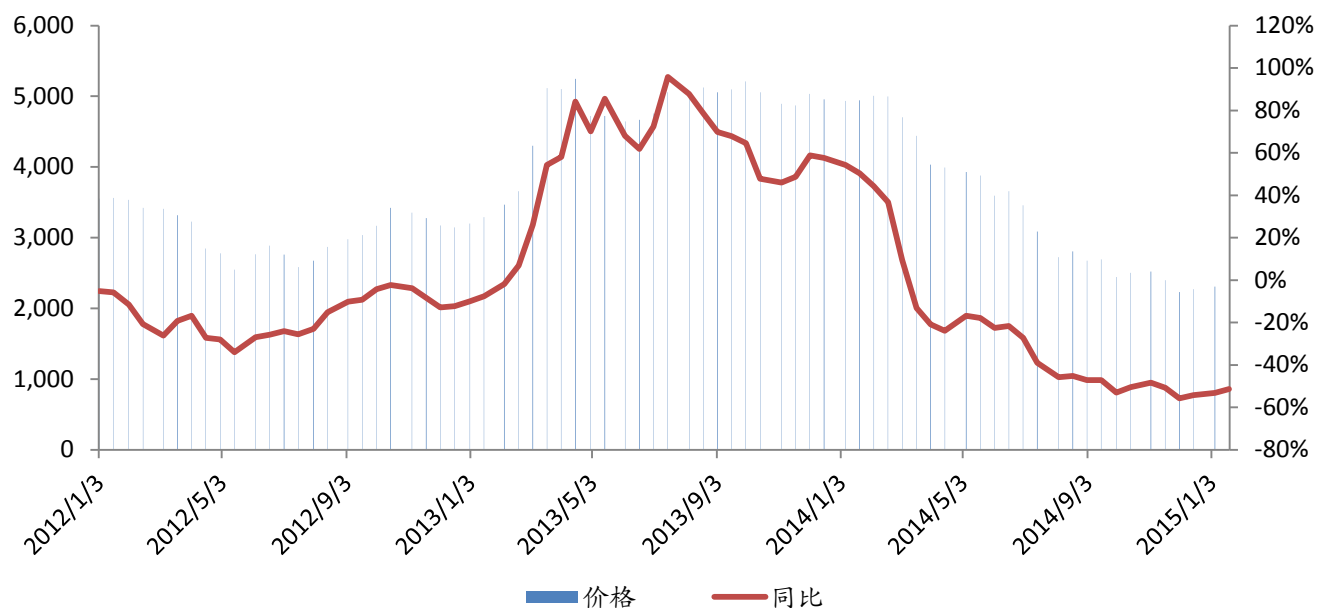
数据来源: 公司资料、兴证香港

最新观点:

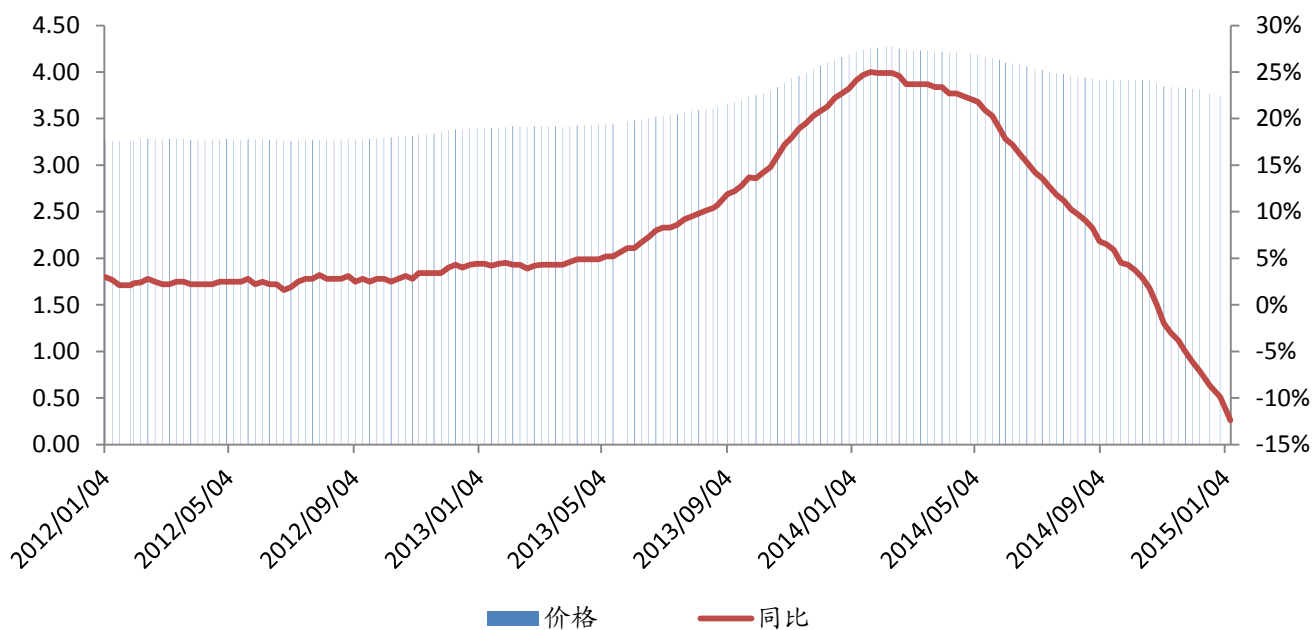
- **原奶价格下跌区间不可能没有下限:** 2014 年液态乳需求疲弱和进口奶粉价格下行冲击国内原奶市场。一月中旬国内平均奶价已经达到 3.6 元, 接近散养的可变成本。散养代表国内 40% 的养殖产能, 奶价下跌引起散户退出会反过来制约供给, 封住奶价的下跌空间。
- **散养产能加速退出, 周期接近尾声:** 山东、河北、青海、广东等地近来纷纷出现散户倾倒鲜奶的情况, 反映缺乏成本优势的落后产能正加速退出。原奶供过于求的矛盾有望逐步缓解, 行业景气下行周期接近尾声。
- **下游需求将逐步回升:** 2013 年末进口奶粉价格大跌, 国内乳制品企业当时囤积大量奶粉库存。奶粉保质期一般为 18 个月, 预计到 2015 年二季度, 上一轮过度采购的库存压力基本释放, 乳企奶粉库存会逐步恢复至健康水平, 对原奶的需求回升。
- **发展大规模养殖大势所趋:** 大型牧场原奶品质好、卫生标准高, 符合消费升级、下游产品高端化的发展趋势。规模化养殖生产效益也远高于散养。两大主线是投资乳制品上游的逻辑起点, 在这一轮行业波动中未被改变。
- **奶价反弹将是最大的催化剂:** 2013 年新西兰的干旱触发了一波奶粉价格行情, 2015 年初新西兰再次出现干旱, 恒天然奶粉拍卖价环比已经探底回升。国内 70% 的奶粉进口自新西兰, 升幅很快会传导到国内, 影响原奶市场, 奶价反弹如箭在弦。
- **估值:** 央行降息减轻债务成本和公司首度派息的预期下, 现代牧业估值存在修复的空间。我们预测公司 2014 到 2016 财年每股收益为 0.279, 0.307 和 0.387 港元, 给予历史平均市盈率 12 倍, 微调目标价至 3.7 港元, 建议把握机会布局, 现在就开始买入。

兴证香港研究部
分析师: 郑泽滨
(SFC: BEN914)

86-755-23836008
852-35095999
zhengzb@xyzq.com.hk

图 1、2012-2015 年新西兰奶粉价格及同比


数据来源：恒天然、兴证香港

图 2、2012-2015 年国内生鲜乳价格及同比


数据来源：wind、兴证香港

附表
资产负债表

单位: 千元人民币

会计年度	FY13	FY14E	FY15E	FY16E
流动资产	2,037,061	2,455,260	2,300,205	2,695,087
存货	691,108	721,545	843,919	961,415
应收贸易账款及其它应收	544,710	660,290	882,710	956,827
土地使用权	1,667	1,667	1,667	1,667
已质押银行结余	430,535	557,147	557,147	557,147
银行结余及现金	369,041	514,611	14,762	218,032
非流动资产	10,456,760	11,034,103	11,923,548	12,767,616
物业、厂房及设备	4,032,642	4,176,736	4,313,472	4,443,227
土地使用权	66,261	66,261	66,261	66,261
与联营公司权益	25,722	30,000	33,000	36,000
商誉	310,426	310,426	310,426	310,426
于合营公司之权益	32,829	90,148	90,148	90,148
其他金融资产-非流动资产	34,517	60,000	40,000	40,000
生物资产	5,954,363	6,300,532	7,070,241	7,781,554
资产总计	12,493,821	13,489,363	14,223,754	15,462,703
流动负债	4,483,123	5,108,595	5,146,375	5,229,865
应付贸易账款及其它应付	1,386,430	1,356,560	1,394,340	1,477,830
应付关联方款项	87,820	-	-	-
借款 - 于一年内到期	1,788,799	2,641,122	2,641,122	2,641,122
递延收入	10,913	10,913	10,913	10,913
其他	1,200,000	1,100,000	1,100,000	1,100,000
非流动负债	2,149,964	1,717,639	1,498,466	1,498,466
长期借款	1,959,867	1,384,155	1,384,155	1,384,155
短期债券	190,097	333,484	114,311	114,311
负债合计	6,633,087	6,826,234	6,644,841	6,728,331
股本	415,261	415,261	415,261	415,261
储备	5,327,763	6,072,024	6,890,919	7,925,268
少数股东权益	117,710	175,843	272,732	393,843
股东权益合计	5,860,734	6,663,129	7,578,912	8,734,372
负债及权益合计	12,493,821	13,489,363	14,223,753	15,462,703

现金流量表

单位: 千元人民币

会计年度	FY13	FY14E	FY15E	FY16E
净利润	517,565	1,083,785	1,195,701	1,510,269
调整项	505,509	529,075	481,202	464,603
营运资金的变动	-574,186	-175,887	-307,014	-108,122
经营活动产生现金流量	584,164	1,436,973	1,369,889	1,866,750
投资活动产生现金流量	-1,924,394	-1,062,096	-1,092,867	-1,035,025
融资活动产生现金流量	1,432,621	-229,307	-776,871	-628,455
现金净变动	92,391	145,570	-499,849	203,269
现金的期初余额	276,650	369,041	514,611	14,762
现金的期末余额	369,041	514,611	14,762	218,032

利润表

单位: 千元人民币

会计年度	FY13	FY14E	FY15E	FY16E
所产奶牛销售额	3,289,281	5,422,500	6,094,851	7,266,171
原奶对外销售	2,967,956	4,702,500	4,894,851	5,766,171
UHT收入	321,325	720,000	1,200,000	1,500,000
销售成本	-2,653,900	-3,531,633	-3,913,661	-4,513,334
毛利	635,381	1,890,867	2,181,191	2,752,836
公允价值变动	-82,751	-130,000	-100,000	-100,000
其他期间费用	-26,867	-	-	-
息税前利润	725,948	1,371,893	1,499,333	1,816,543
融资成本	-208,383	-229,974	-206,743	-185,163
税前利润	517,565	1,141,918	1,292,590	1,631,380
所得税开支	-10,571	-20,555	-25,852	-32,628
净利润	506,994	1,121,364	1,266,738	1,598,752
少数股东权益	25,944	58,133	96,889	121,111
归属母公司净利润	481,050	1,063,231	1,169,850	1,477,641
股息	-	318,969.20	350,954.87	443,292.40

主要财务比率

会计年度	FY13	FY14E	FY15E	FY16E
成长性 (%)				
营业收入增长率	62.3%	64.9%	12.4%	19.2%
息税前利润增长率	23.7%	120.6%	13.2%	26.2%
净利润增长率	19.8%	121.0%	10.0%	26.3%
盈利能力 (%)				
息税前利润率	22.1%	25.3%	24.6%	25.0%
净利率	14.6%	19.6%	19.2%	20.3%
ROE	8.8%	17.4%	17.0%	18.9%
偿债能力 (%)				
资产负债率	53.1%	50.6%	46.7%	43.5%
流动比率	45.4%	48.1%	44.7%	51.5%
净负债率	58.8%	33.9%	28.3%	33.1%
营运能力 (次)				
资产周转率	0.26	0.40	0.43	0.47
应收帐款周转率	7.95	9.00	7.90	7.90
每股资料				
每股收益	0.10	0.22	0.24	0.31
每股经营现金	0.12	0.30	0.28	0.39
每股净资产	1.18	1.34	1.51	1.73
估值比率 (倍)				
PE	20.23	9.11	8.28	6.56
PB	2.14	1.89	1.68	1.47

【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。