



中信证券研究部



薛缘
首席食品饮料
分析师
S1010514080007

核心观点

2020H1 业绩靓丽增长。疫情后下游需求复苏超预期，奶价触底回升、重回上行周期，2020H2 持续乐观。公司为原奶龙头，在产能、品质等综合竞争优势基础上持续降本增效，提升获利能力，望在本轮原奶上行周期中充分受益。

■ **2020H1 公司实现强劲增长，核心净利润大增 492%，超市场预期。**2020H1 公司实现收入 28.3 亿、同增 10%，实现净利润 2.3 亿、同增 69%。剔除 2019H1 应收账款减值准备拨回 1.1 亿、2020H1 转让能源资产公司股权的一次性处置收益 0.7 亿等非经常项目，核心净利润同比高增 492%，表现亮眼。2020H1 公司毛利率为 37.2%、同增 2.3Pcts，主要系奶价稳中有升&成本有所下降。自由现金流表现强劲，2020H1 约 6.3 亿元、高增 80%。另外有息负债同降 7.0 亿元至 62.2 亿元，资产负债率同降 3Pcts 至 51%。综上，2020H1 扣非净利率 5.4%、较 2019H1(0.9%)大幅提升。

■ **量增乐观&奶价稳中有升，营收加速增长；降本增效显著提升利润弹性。**2020H1 公司原奶业务同增 10.0%。拆分量价：2020H1 公司原奶产/销量分别为 75/73 万吨、同增 10.3%/9.3%，其中单产提升 0.6 吨/头，牛群数量同增 4.0%；2020H1 奶价为 3.87 元/公斤、同增 0.5%。从下游客户看，82.5%/9.9%的原奶销售至战略客户蒙牛&新希望，剩余 7.6%的原奶销售至第三方客户。公司降本增效成果明显，每公斤奶现金成本降至 2.27 元、同降 1.8%，其中饲料成本下降至 1.75 元、同降 1.7%，单头泌乳牛获利能力持续增强。此外，2020H1 液态奶业务贡献利润 1233 万元、同增 0.4%。

■ **跟踪奶价稳健上行，内部持续增效，看好全年盈利弹性。**疫情增强消费者健康意识，4 月以来乳制品消费迅速恢复，下游需求旺盛，拉动奶价持续上涨，结合农业部奶价数据，我们预计 7-8 月公司原奶价格持续上涨，同增 2-3%，9 月及 Q4 趋势亦将延续。另外，尽管天气炎热且降雨较多，但 7-8 月产量表现依然稳健，预计同增近 10%。量价齐升，预计 H2 收入增长稳健。盈利方面，公司持续通过优化奶牛基因、改善热应激环境等提升单产，预计全年望维持在 11.2 吨水平，且长期看仍有提升空间。成本方面，2020H1 受疫情&国际贸易摩擦等影响，大宗饲料价格普遍上涨，H2 饲料成本价面临一定压力，公司将使用 2019 年的青贮储备以及逢低锁货的采购策略，平抑玉米&豆粕价格的上升，全年来看公斤奶现金成本料将控制在 2.27 元，内增效益预计仍将持续。此外，随着公司负债规模和融资成本的下降，利息支出有所减少，预判全年业绩具备较大弹性。

■ **风险因素：**原奶价格下降风险，疫情发展超预期，产能扩张不及预期，环保政策变动风险，奶牛疾病及其他自然风险。

■ **投资建议：**下游需求复苏超预期，奶价触底回升，2020H2 持续乐观。公司为原奶龙头，在产能、品质等综合竞争优势基础上持续降本增效，提升获利能力，望在本轮原奶上行周期中充分受益，维持 2020-2022 年 EPS 预测为 0.08/0.10/0.13 元（人民币），维持“买入”评级。

现代牧业	01117.HK
评级	买入（维持）
当前价	1.03 元
总股本	64.59 百万股
流通股本	64.59 百万股
近 12 月绝对涨幅	-6.4%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4968	5521	5911	6391	6969
营业收入增长率	3.6%	11.2%	7.1%	8.1%	9.1%
净利润(百万元)	-496	341	518	653	846
净利润增长率	-49%	-169%	52%	26%	30%
每股收益 EPS(基本)(元)	-0.09	0.06	0.08	0.10	0.13
毛利率%	31%	38%	40%	41%	42%
PE	-	16	12	9	7

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2020 年 9 月 23 日收盘价

利润表 (百万元)						资产负债表 (百万元)					
指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E	指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入	4968	5521	5911	6391	6969	现金	703	893	957	1034	1128
销售及劳务成本	-3411	-3412	-3536	-3768	-4043	应收贸易账款	781	618	657	704	760
毛利	1558	2109	2368	2617	2919	存货	979	1078	1009	1116	1210
其它收入	11	7	18	18	18	其他流动资产	146	309	341	192	-16
销售及推广费用	-172	-175	-188	-203	-221	流动资产合计	2609	2899	2963	3046	3082
其它经营费用	-1982	-2225	-2206	-2230	-2259	物业、厂房及设备	3921	3455	3566	3647	3698
其他收益及亏损	53	163	1	1	1	权益性投资	181	215	215	218	221
经营利润	-533	-121	-7	202	457	商誉及无形资产	1399	1691	1780	1904	2135
应占联营公司溢利	25	34	45	57	71	其他非流动资产	7837	7463	7544	7529	7512
税前利润	-506	350	530	667	864	非流动资产合计	13337	12825	13106	13298	13566
所得税开支	-1	-1	-1	-1	-1	总资产	15946	15724	16069	16344	16648
少数股东权益	10	-9	-11	-13	-17	应付账款票据及其他应付款	2090	1563	1779	1855	1904
股东应占利润	-496	341	518	653	846	短期借贷	4402	4874	4051	4056	3808
现金 EBITDA	1082	1528	2214	2462	2757	其他流动负债	0	0	0	0	0
EBIT	767	1528	1924	2143	2408	流动负债合计	6492	6437	5830	5911	5713
						长期借贷	2746	1716	2139	1666	1306
						其他非流动负债	153	364	364	364	364
						非流动负债合计	2899	2080	2503	2030	1670
						总负债	9391	8516	8333	7941	7382
						普通股股本	526	551	551	551	551
						储备	5919	6531	7049	7702	8548
						股东权益合计	6554	7208	7737	8403	9266
						总负债及总权益	15946	15724	16069	16344	16648

现金流量表 (百万元)						主要财务指标					
指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E	指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	-506	350	530	667	864	增长率 (%)					
营运资金变动	-79	0	215	71	107	毛利	8%	35.4%	12.3%	10.5%	11.5%
折旧及摊销	315	0	289	319	349	EBITDA	-473%	41.3%	44.8%	11.2%	12.0%
其他	1675	1699	225	206	176	EBIT	-	-	25.9%	11.3%	12.4%
经营现金流	1406	2049	1259	1263	1495	股东应占利润	-	-	51.9%	25.9%	29.5%
资本支出	-1585	0	-489	-523	-631	利润率 (%)					
资产变卖	14	0	0	0	0	毛利	31%	38.1%	40.1%	41.0%	41.9%
其它	509	0	-81	12	14	EBITDA	22%	27.7%	37.4%	38.5%	39.6%
投资现金流	-1062	0	-570	-511	-617	EBIT	15%	27.7%	32.6%	33.5%	34.6%
新股筹资	-24	0	0	0	0	股东应占利润	NA	6.2%	8.8%	10.2%	12.1%
借贷变化	-1	0	-400	-467	-609	其它 (%)					
已付股息	0	0	0	0	0	有效税率	0%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
其它	-283	0	-225	-207	-176	已动用资本回报率	-5%	3.7%	5.1%	6.3%	7.7%
融资现金流	-308	0	-625	-674	-785	股东回报率	-7%	5.0%	6.9%	8.1%	9.6%
外汇汇率变动	0	0	0	0	0	资产回报率	-3%	2.2%	3.3%	4.0%	5.1%
变动净现金流	37	0	63	78	94						

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将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。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

其他声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited 分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas, LLC（下称“CLSA Americas”）除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧盟与英国由 CLSA Europe BV 或 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：孟买（400021）Nariman Point 的 Dalalal House 8 层；电话号码：+91-22-66505050；传真号码：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118；印度证券交易委员会注册编号：作为证券经纪商的 INZ000001735，作为商人银行的 INM000010619，作为研究分析商的 INH000001113）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会会员）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA group of companies（CLSA Americas 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则定义且 CLSA Americas 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA group of companies 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（资本市场经营许可持有人及受豁免的财务顾问），仅向新加坡《证券及期货法》s.4A（1）定义下的“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。根据新加坡《财务顾问法》下《财务顾问（修正）规例（2005）》中关于机构投资者、认可投资者、专业投资者及海外投资者的第 33、34 及 35 条的规定，《财务顾问法》第 25、27 及 36 条不适用于 CLSA Singapore Pte Ltd.。如对本报告存有疑问，还请联系 CLSA Singapore Pte Ltd.（电话：+65 6416 7888）。MCI (P) 086/12/2019。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

欧盟与英国：本研究报告在欧盟与英国归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在欧盟与英国由 CLSA（UK）或 CLSA Europe BV 发布。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理，CLSA Europe BV 由荷兰金融市场管理局授权并接受其管理，本研究报告针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士，且涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于由英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）与 CLSA Europe BV 制作并发布。就英国的金融行业准则与欧洲其他辖区的《金融工具市场指令 II》，本研究报告被制作并意图作为实质性研究资料。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

一般性声明

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2020 版权所有。保留一切权利。