

中信证券研究部

核心观点


薛缘
首席食品饮料
分析师
S1010514080007



印高远
食品饮料分析师
S1010520070002

根据公司业绩预告，2020 年公司归母净利润同增超 100%、核心净利润高增 230%，表现靓丽。预计本轮奶价周期将延续至 2022 年底，公司作为原奶龙头，在产能、品质等综合竞争优势基础上望持续降本增效，提升获利能力，充分受益奶价上涨，维持“买入”评级。

■ **2020 年公司实现强劲增长，核心净利润高增 230%，表现靓丽。**公司发布 2020 年业绩预告：预计 2020 年公司实现归母净利润超 7 亿元、同增 100%以上；剔除 2019 年应收账款减值拨回 1.6 亿元、2020 年转让能源资产公司股权的一次性处置收益 0.7 亿元等非经常项目，核心净利润同比高增 230%以上，表现靓丽。

■ **2020 年：量增乐观、奶价加速上涨，积极降本增效提升盈利弹性。**我们预计 2020 年公司原奶业务收入同增超 10%，较 2019 年提速；利润弹性巨大。主要原因包括：**①量增乐观，预计原奶产量&销量均同增高个位数。**一方面公司顺应需求趋势合理扩产；另一方面通过优化奶牛基因、改善奶牛舒适度等提升单产，预计 2020 年单产超 11 吨、较 2019 年提升超 0.4 吨，再创高峰。**②奶价加速上涨&全年稳增。**2020Q1 受疫情影响公司奶价下滑 1%-2%，4 月之后伴随需求超预期复苏、公司奶价领先行业快速上涨，2020H1 同增 0.5%；7-10 月同增 1%-2%，11 月/12 月分别同增中个位数/双位数以上。全年来看，预计奶价同增超 2%。**③持续降本增效明显，公司持续推进内部效率提升、降本增效。**虽然 2020H2 玉米及豆粕等主要大宗物料市场价格持续上涨，但公司通过 2019 年储备青贮、大宗饲料适时锁单、直接采购减少中间环节等，平抑了成本压力；综合看，2020 年在提升单产、控制成本、提升效率等积极措施下，公司公斤奶成本料亦有低单位数下滑。

■ **2021-2022 年趋势延续、高利润弹性望持续兑现。**一方面，疫情增强消费者健康意识，下游乳制品处于较高景气，原奶需求旺盛。另一方面，疫情影响扩产节奏，预计未来 2 年供给增长相对有限。综合供需分析，预计本轮奶价周期将延续至 2022 年底。现代牧业作为龙头持续受益：2021 年低基数下奶价加速上涨，预计同增 4%左右，同时量增稳健，成本控制得当，料将继续兑现高盈利弹性；2022 年奶价有所放缓，预计同增低个位数，高增趋势延续。根据公司“十四五”计划，公司将坚持“适度增群、稳定增产、有序降债、提质降本”经营策略，规划 2025 年实现奶牛存栏 50 万头、鲜奶产量 360 万吨目标，较 2020 年翻倍。持续看好牧业龙头在奶价上行周期的高增长弹性以及中长维度公司整合扩张、实现收入规模的持续突破。

■ **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：**公司 2020 年业绩预告超预期，我们上调公司 2020-2022 年 EPS 预测至 0.11/0.15/0.20 元（原 0.08/0.10/0.13 元），当前股价对应 2020-2022 年 PE 为 22/15/11 倍，维持“买入”评级。

现代牧业	01117.HK
评级	买入（维持）
当前价	2.84 港元
总股本	64.59 百万股
流通股本	64.59 百万股
近 12 月绝对涨幅	158.3%

项目/年度	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4968	5521	6128	6890	7578
营业收入增长率	3.6%	11.2%	11.0%	12.4%	10.0%
净利润(百万元)	-496	341	705	1000	1296
净利润增长率	NA	NA	107%	42%	30%
每股收益 EPS(基本)(元)	-0.09	0.06	0.11	0.15	0.20
毛利率%	31%	38%	41%	44%	45%
PE	-	43	22	15	11

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2021 年 1 月 19 日收盘价

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
收入	4968	5521	6128	6890	7578
销售及劳务成本	-3411	-3412	-3605	-3881	-4165
毛利	1558	2109	2516	3002	3405
其它收入	11	7	18	18	18
销售及推广费用	-172	-175	-195	-219	-241
其它经营费用	-1982	-2225	-2217	-2255	-2289
其他收益及亏损	53	163	58	1	1
经营利润	-533	-121	180	547	894
应占联营公司溢利	25	34	45	57	71
税前利润	-506	350	720	1021	1323
所得税开支	-1	-1	-1	-1	-1
少数股东权益	10	-9	-14	-20	-26
股东应占利润	-496	341	705	1000	1296
现金 EBITDA	1082	1528	2340	2799	3185
EBIT	767	1528	2051	2480	2836

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
现金	703	893	992	1115	1227
应收贸易账款	781	618	678	753	820
存货	979	1078	1029	1149	1246
其他流动资产	146	309	341	377	413
流动资产合计	2609	2899	3040	3394	3706
物业、厂房及设备	3921	3455	3566	3647	3698
权益性投资	181	215	215	218	221
商誉及无形资产	1399	1691	1780	1904	2135
其他非流动资产	7837	7463	7544	7529	7512
非流动资产合计	13337	12825	13106	13298	13566
总资产	15946	15724	16146	16692	17272
应付账款票据及其他应付款	2090	1563	1806	1898	1950
短期借贷	4402	4874	3910	3820	3398
其他流动负债	0	0	0	0	0
流动负债合计	6492	6437	5716	5719	5347
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	8219	7748	7017
普通股股本	526	551	551	551	551
储备	5919	6531	7235	8232	9517
股东权益合计	6554	7208	7927	8944	10255
总负债及总权益	15946	15724	16146	16692	17272

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
税前利润	-506	350	720	1021	1323
营运资金变动	-79	42	201	46	95
折旧及摊销	315	319	289	319	349
其他	1675	1337	221	194	150
经营现金流	1406	2049	1431	1580	1917
资本支出	-1585	-1559	-489	-523	-631
资产变卖	14	0	0	0	0
其它	509	533	-81	12	14
投资现金流	-1062	-1026	-570	-511	-617
新股筹资	-24	298	0	0	0
借贷变化	-1	-749	-541	-751	-1038
已付股息	0	0	0	0	0
其它	-283	-381	-222	-194	-150
融资现金流	-308	-832	-763	-946	-1188
外汇汇率变动	0	0	0	0	0
变动净现金流	37	191	98	123	111

指标名称	2018	2019	2020E	2021E	2022E
增长率 (%)					
毛利	8%	35.4%	19.3%	19.3%	13.4%
EBITDA	-473%	41.3%	53.1%	19.6%	13.8%
EBIT	NA	NA	34.2%	20.9%	14.4%
股东应占利润	NA	NA	106.5%	41.9%	29.6%
利润率 (%)					
毛利	31%	38.1%	41.1%	43.6%	45.0%
EBITDA	22%	27.7%	38.2%	40.6%	42.0%
EBIT	15%	27.7%	33.5%	36.0%	37.4%
股东应占利润	NA	6.2%	11.5%	14.5%	17.1%
其它 (%)					
有效税率	0%	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%
已动用资本回报率	-5%	3.7%	6.8%	9.1%	10.9%
股东回报率	-7%	5.0%	9.3%	11.9%	13.5%
资产回报率	-3%	2.2%	4.4%	6.1%	7.8%

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）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) 024/12/2020。

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 2021 版权所有。保留一切权利。