



2013年8月29日
市场焦点
评级: 买入
目标价: 3.03 港元

H-股股价 (港元) 2.55
预测股价上升空间 18.8%
预测股息率 0.4%
预测总投资回报 19.2%

最近评级 & 目标价 买入; 2.93 港元
日期 2013年5月16日

分析师: 李凯怡
电话: (852) 2147 8809
电邮: lisalee@abci.com.hk

主要数据

52 周高/低价(港元)	2.90/1.86
发行股数 (百万)	4,818.5
市值 (亿港元)	12,287.3
3 个月日均成交额(百万港元)	19.7
主要股东 (%):	
中国蒙牛	27.99
Yimu Holdings	15.41
Xinmu Holding	14.81

来源: 公司, 彭博, 农银国际证券

2013年上半年收入组成 (%)

原奶销售	93.0
加工奶销售	7.0

来源: 公司, 农银国际证券

股价表现(%)

	绝对	相对*
1 个月	6.4	8.0
3 个月	(4.6)	(0.3)
6 个月	(3.8)	0.9

*相对于恒指

来源: 彭博, 农银国际证券

1 年股价表现(港元)



来源: 彭博

现代牧业(1117 HK)

产奶量增加, 盈利上升; 维持“买入”评级

- 由于预料之外的重估损失, 2013 财年集团的净利润同比下跌 16.0%至 3.42 亿; 而剔除公允价值的变动, 2013 财年集团的净利润同比上升 38.0%至 3.806 亿。
- 由于每头奶牛的产量增加, 我们预期 2014 财年现金 EBITDA 利润率将上升。
- 与蒙牛合作的增加将确保销售的上升, 尤其是 2013 年 5 月蒙牛额外购买了现代牧业 27%的股权。
- 根据我们的现金流折现模型和 7.9%的加权平均资本成本, 我们评估公司的价值为每股 3.03 港元, 并设为目标价。我们的目标价相当于 2014 财年的预测市盈率 23.9 倍, 或 2014 财年的预测市帐率 1.95 倍。

由于重估损失, 业绩逊预期。 受益于销量和价格上升, 现代牧业公布 2013 财年收入同比上升 47.9%至 24.806 亿元(人民币, 下同)。期内原料奶销售同比增长 31.4%至 567,021 吨, 而平均售价同比上升 12.3%至每公斤 4.37 元。但是由于包括淘汰率、产奶量、原奶价格等主要评估假设改变, 集团第一次录得重估损失, 数额为 38.6 百万(2012 财年为重估收益, 达 1.315 亿)。因此, 2013 财年集团的净利润同比下跌 16.0%至 3.42 亿, 低于市场预期 25%(市场预期为 4.25 亿)。

由于每头奶牛的产量增加, 预期利润率上升。 为了剔除重估变化带来的影响, 投资者需要关注现金 EBITDA 这一指标(即 EBITDA 减去重估变化)。期内, 现金 EBITDA 同比上升 53.3%至 6.778 亿, 而且对应的利润率增加 0.9 个百分点至 27.3%。管理层表示, 由于效率提升, 现金 EBITDA 利润率将逐步上升至 30%。由于现代牧业能够向客户转嫁成本(2013 财年每吨原奶的成本上升 9.7%, 而平均售价同比增加 12.3%), 我们相信受益于每头奶牛的产量增加, 现金 EBITDA 利润率将能够得到提升。2013 财年, 每头奶牛的平均产奶量同比增长 1.7%至 8.23 吨, 管理层计划 2015 年每头牛的年产量达到 9.0 吨。

与蒙牛的合作更加紧密, 将推动销售增长。 2013 财年, 对蒙牛的销售额占现代牧业原奶总销售额的 83.7%, 低于 2012 财年的 97.8%。由于 2013 年 5 月, 蒙牛额外购买了现代牧业 27%的股权, 我们判断两家公司的合作很可能会增加, 这也将会推动现代牧业的销售。2013 年上半年, 从现代牧业购买的原奶占蒙牛总原奶采购额的比值从 2012 年的 12%上升至 15%-16%, 而且预期在 2014 年将进一步上升至 18%。除了 2012 年推出的自有品牌盒装超高温奶, 现代牧业和蒙牛计划将推出共有品牌来生产低温奶, 这可能会成为现代牧业的新增长动力。

维持“买入”评级。 由于奶牛数量将同比增加 10%, 而且产奶的奶牛比例将从 2013 财年的 48%上升至 52%, 2014 财年, 我们估计现代牧业的销量将同比上升 28.7%。根据我们的现金流折现模型和 7.9%的加权平均资本成本, 我们评估公司的价值为每股 3.03 港元, 相当于 2014 财年的预测市盈率 23.9 倍, 或 2014 财年的预测市帐率为 1.95 倍。

风险因素。 1) 客户集中性风险; 2) 牛患上疾病; 3) 关联方交易。

业绩和估值

财年截至30/06	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E
收入 (百万元人民币)	1,113	1,678	2,481	3,508	4,600
同比变化(%)	88.8	50.7	47.9	41.4	31.1
现金 EBITDA (百万元)	315	442	678	963	1,318
同比变化(%)	160.7	40.4	53.3	42.1	36.8
净利润 (百万元)	225	398	324	493	732
每股盈利 (元)	0.052	0.082	0.067	0.100	0.149
同比变化(%)	102.8	59.6	-18.9	50.2	48.4
每股净资产 (元)	0.973	1.056	1.051	1.224	1.368
同比变化(%)	224.9	8.5	-0.4	16.5	11.7
市盈率 (倍)	-	-	30.2	20.1	13.5
市账率 (倍)	-	-	1.91	1.64	1.47
资产回报率 (%)	7.36	8.19	6.39	9.00	11.72
股本回报率 (%)	4.04	5.12	3.27	4.17	5.53
每股股息(元)	0.00	0.00	0.00	0.008	0.012
股息收益率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.41	0.60
净负债率 (%)	10.6	40.4	70.8	71.7	73.1

来源: 彭博, 农银国际证券预测



综合利润表(2011A-2015E)

财年截至30/6(人民币百万)	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E
收入	1,113.4	1,677.6	2,480.6	3,508.0	4,599.7
销售成本	(730.3)	(1,148.7)	(1,655.8)	(2,248.1)	(2,866.2)
毛利	383.0	528.9	824.8	1,259.9	1,733.4
公允价值变动产生的收益	55.5	131.5	(38.6)	(50.0)	(50.0)
其他收入	101.9	116.6	106.3	100.0	100.0
雇员福利开支	(89.6)	(128.0)	(170.8)	(249.1)	(322.0)
折旧	(67.3)	(94.8)	(135.5)	(162.0)	(189.5)
应占联营公司溢利	0.0	2.0	3.4		
汇兑亏损净额	(17.4)	(4.3)	9.1		
其他收益及亏损	(1.2)	(1.1)	(2.4)		
其他开支	(61.9)	(72.0)	(92.6)	(147.3)	(193.2)
EBIT	303.0	478.8	503.7	751.5	1,078.8
财务费用	(59.1)	(71.3)	(153.7)	(219.0)	(254.0)
EBT	243.9	407.5	350.0	532.5	824.8
税费	(0.0)	(0.1)	(8.1)	(26.6)	(74.2)
归属少数股东的利润	(19.3)	(8.8)	(18.2)	(12.6)	(18.8)
归属公司股东的利润	224.6	398.5	323.8	493.2	731.8
EBITDA	370.4	573.6	639.2	913.5	1,268.3
现金 EBITDA	314.8	442.1	677.8	963.5	1,318.3
股息	0.0	0.0	0.0	39.5	58.5
于期末已发行股份数目 (百万)	4,800.0	4,800.0	4,800.0	4,812.3	4,812.3
可发行股数 (百万)					
购股权 (百万元)	-	87.4	104.1	104.1	104.1
总发行及可发行的股数 (百万)	4,800.0	4,887.4	4,922.7	4,922.7	4,922.7
每股价值 (人民币元)					
全面摊薄每股盈利	0.052	0.082	0.067	0.100	0.149
账面资产净值	0.973	1.056	1.051	1.224	1.368
每股股息	-	0.000	0.000	0.0082	0.0122

来源:公司,农银国际证券预测

主要比率(2011A-2015E)

财年截至30/6	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E
盈利能力指标 (%)					
毛利率	34.4	31.5	33.2	35.9	37.7
EBITDA 利润率	33.3	34.2	25.8	26.0	27.6
现金 EBITDA 利润率	28.3	26.4	27.3	27.5	28.7
EBIT 利润率	27.2	28.5	20.3	21.4	23.5
EBT 利润率	21.9	24.3	14.1	15.2	17.9
净利润率	21.9	24.3	13.8	14.4	16.3
平均资产回报率	4.0	5.1	3.3	4.4	5.5
平均股本收益率	7.4	8.2	6.4	8.6	11.7
成本率 (%)					
雇员福利开支/销售	-8.1	-7.6	-6.9	-7.1	-7.0
其他费用/销售	-5.6	-4.3	-3.7	-4.2	-4.2
实际税率	0.0	0.0	-2.3	-5.0	-9.0
杠杆比率 (倍)					
流动比率	2.10	0.73	0.46	0.57	0.61
速动比率	1.83	0.56	0.36	0.45	0.47
净债务/权益总额	10.6	40.4	70.8	71.7	73.1
营运资金周期 (天)					
存货周转天数	51.9	43.6	66.8	45.0	45.0
应收账款周转天数	35.0	34.6	39.6	35.0	35.0
应付账款周转天数	123.0	119.2	221.8	120.0	120.0

来源:公司,农银国际证券预测



综合资产负债表(2011A-2015E)

财年截至30/6(人民币百万)	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E
固定资产投资	2,221.3	2,964.6	3,772.3	4,948.3	5,569.2
其他	3,025.9	4,588.2	5,869.1	5,545.0	6,059.1
非流动资产	5,247.2	7,552.8	9,641.4	10,493.2	11,628.3
存货	212.7	263.9	342.1	413.1	521.5
应收账款及其他应收款	136.8	181.0	357.7	378.6	503.5
土地使用权	1.4	1.7	1.7	1.7	1.7
已抵押银行资金结余	287.1	134.2	442.7	442.7	442.7
银行存款结余及现金	1,021.7	518.3	378.0	768.6	865.2
流动资产	1,659.7	1,099.1	1,522.3	2,004.7	2,334.7
贸易及其他应付款项	482.8	821.2	1,190.8	1,219.2	1,273.1
短期贷款	303.8	664.2	1,331.0	1,532.7	1,777.7
短期债券	0.0	0.0	700.0	700.0	700.0
其他	4.9	15.7	77.7	77.7	77.7
流动负债	791.6	1,501.1	3,299.4	3,529.5	3,828.4
长期贷款	1,219.1	1,926.6	2,248.1	2,846.4	3,301.4
其他	173.5	91.4	107.5	107.5	107.5
非流动负债	1,392.7	2,018.0	2,355.5	2,953.8	3,408.8
总资产	6,906.9	8,651.8	11,163.7	12,497.9	13,963.0
净资产	4,722.7	5,132.7	5,508.7	6,014.6	6,725.8
已发行股本	413.1	413.1	414.6	414.6	414.6
储备	4,254.9	4,653.4	4,992.2	5,485.5	6,177.8
少数股东权益	54.7	66.2	101.9	114.6	133.4
权益总额	4,722.7	5,132.7	5,508.7	6,014.6	6,725.8
股东应占权益	4,668.0	5,066.5	5,066.5	5,900.0	6,592.4

来源:公司,农银国际证券预测

综合现金流量表 (2011A-2015E)

财年截至30/6(人民币百万)	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
EBITDA	370.4	573.6	639.2	913.5	1,268.3
营运资金变动	10.1	121.2	(198.4)	(63.5)	(179.4)
其他	(69.6)	(152.2)	52.9	162.0	189.5
(所用)/产生的经营现金	310.8	542.5	493.7	1,012.0	1,278.4
支付利息	0.0	1.0	2.0	3.0	4.0
已付所得税	(0.0)	(0.1)	(8.1)	(26.6)	(74.2)
其他	0.0	(1.0)	6.1	(3.0)	(4.0)
经营活动产生的现金流	310.8	542.4	493.7	985.4	1,204.1
资本开支	(1,498.4)	(2,251.7)	(1,537.1)	(1,175.8)	(1,514.1)
其他	(471.7)	(277.6)	(493.7)	(985.4)	(1,204.1)
投资活动产生的现金流	(1,659.3)	(1,986.9)	(1,537.1)	(1,175.8)	(1,514.1)
净借贷	297.8	1,067.9	1,000.0	800.0	700.0
发行股份所得款项	2,810.3	0.0	0.0	0.0	0.0
支付股息	0.0	0.0	0.0	0.0	(39.5)
支付利息	(85.7)	(128.1)	(100.5)	(219.0)	(254.0)
其他	(903.1)	1.3	3.6	0.0	0.0
筹资活动产生的现金流量	2,119.3	941.1	903.1	581.0	406.6
现金及现金等价物净(减少)/增加	770.7	(503.4)	(140.3)	390.6	96.6
在年初的年度/期间的现金及现金等价物	251.0	1,021.7	518.3	378.0	768.6
现金及现金等价物年度/期间结束	1,021.7	518.3	378.0	768.6	865.2

来源:公司,农银国际证券预测



权益披露

分析员，李凯怡，作为本研究报告全部或部分撰写人，谨此证明有关就研究报告中提及的所有公司及/或该公司所发行的证券所做出的观点，均属分析员之个人意见。分析员亦在此证明，就研究报告内所做出的推荐或个人观点，分析员并无直接或间接地收取任何补偿。此外，分析员及分析员之关联人士并没有持有研究报告内所推介股份的任何权益，并且没有担任研究报告内曾提及的上市法团的高级工作人员。

农银国际证券有限公司及/或与其有联系的公司可能会向本报告提及的任何公司寻求投资银行服务并收取财务费用。

评级的定义

评级	定义
买入	股票投资回报 \geq 市场回报
持有	市场回报 - 6% \leq 股票投资回报 < 市场回报
卖出	股票投资回报 < 市场回报 - 6%

股票投资回报是未来 12 个月预期的股价百分比变化加上股息收益率

市场回报是 2007-2011 年市场平均回报率

股价风险的定义

评级	定义
很高	$2.6 \leq 180$ 天波动率/180 天基准指数波动率
高	$1.5 \leq 180$ 天波动率/180 天基准指数波动率 < 2.6
中等	$1.0 \leq 180$ 天波动率/180 天基准指数波动率 < 1.5
低	180 天波动率/180 天基准指数波动率 < 1.0

我们用股票价格波动率相对基准指数波动率来衡量股票价格风险；基准指数指恒生指数

波动率是由每日价格和历史日价格变化对数的标准偏差计算所得。180 天的价格波动率等于最近的 180 个交易日收盘价的相对价格变化的年化标准差。

免责声明

该报告只为客户使用，并只在适用法律允许的情况下分发。本研究报告并不牵涉具体使用者的投资目标，财务状况和特殊要求。该等信息不得被视为购买或出售所述证券的要约或要约邀请。我等并不保证该等信息的全部或部分可靠，准确，完整。该报告不应代替投资人自己的投资判断。文中分析建立于大量的假设基础上，我等并不承诺通知阁下该报告中的任何信息或观点的变动，以及由于使用不同的假设和标准，造成的与其它分析机构的意见相反或不一致。分析员（们）负责报告的准备，为市场信息采集、整合或诠释，或会与交易、销售和其它机构人员接触。农银国际证券有限公司不负责文中信息的更新。农银国际证券有限公司对某一或某些公司内部部门的信息进行控制，阻止内部流动或者进入其它部门及附属机构。负责此研究报告的分析员的薪酬完全由研究部或高层管理者（不包括投资银行）决定。分析员薪酬不取决于投行的收入，但或会与农银国际证券有限公司的整体收入（包括投行和销售部）有关。报告中所述证券未必适合在其它司法管辖区销售或某些投资人。文中所述的投资价格和价值、收益可能会有波动，历史表现不是未来表现的必然指示。外币汇率可能对所述证券的价格、价值或收益产生负面影响。如需投资建议、交易执行或其它咨询，请您联系当地销售代表。农银国际证券有限公司或任何其附属机构、总监、员工和代理，都不为阁下因依赖该等信息所遭受的任何损失而承担责任。进一步的信息可应要求而提供。

版权所有 2013 年农银国际证券有限公司

该材料的任何部分未经农银国际证券有限公司的书面许可不得复印、影印、复制或以任何其他形式分发

办公地址: 香港中环, 红棉路 8 号, 东昌大厦 13 楼, 农银国际证券有限公司

电话: (852) 2868 2183