

1117.HK 现代牧业

未评级

换股收购销售公司，重塑下游经销商体系

2016年06月17日

市场数据

报告日期	2016.06.17
收盘价(港元)	1.33
总股本(百万股)	5,305
总市值(百万港元)	7,060
净资产(百万元)	7,782
总资产(百万元)	17,508
每股净资产(元)	1.47

数据来源: Wind

相关报告

现代牧业(1117.HK)-2015 年业绩点评-20160322
消费行业 2015 年业绩总结-行业深度报告-20160413

海外消费行业研究

海外消费研究

高级分析师: 王佳卉
wangjihui@xyzq.com.cn
SFC: BAD529
SAC: S0190516030002

事件:

6月16日,现代牧业与现代牧业(安徽)签订买卖协议,现代牧业收购重组完成后现代牧业安徽45%股权,以每股1.46港元的发行价向卖方发行代价股。公司于6月17日上午召开关于该事件的电话说明会。

点评:

- **换股收购销售子公司:** 公司此次以发行代价股收购子公司现代牧业(安徽)45%股权,是兑现此前与销售公司的换承诺。现代牧业(安徽)是2011年成立的现代牧业的销售公司,于公告日由中国控股公司及现代牧业(安徽)分别拥有55%和45%的股权,而中国控股公司由现代牧业持有97.87%股权。公司收购重组完成后的现代牧业(安徽)45%股权,以每股1.46港元发行价向卖方发行代价股,相当于经发行代价股份扩大后公司总股本的6%,代价股股价较公告日收盘价溢价9.77%。卖方承诺不会在完成日期起一年内出售代价股份,在禁售期届满后依旧受到共管账户约束。
- **着力发展下游业务:** 公司计划着力发展下游自有品牌业务,计划2020年自有品牌收入占比达到60%。此次与销售公司换股后,原来四个区域五大一级经销商将全部纳入公司层面,而原有其他区域的二、三级经销商则将成一级经销商,实现经销体系扁平化。首先,公司通过经销商体系变化,规划未来通过经销商体系下沉,渠道细分来实现经销商拓展,计划在2017年初经销商由目前的510家达到900-1000家。销售网点的增加有望提升铺货率,公司维持2016年全年下游自有品牌销售额同比增长30%的目标。其次,公司层面对下游产品的费用投入将增加,公司短期将以获取市场份额为主要目标,公司规划年内自有品牌净利润率水平在5%。另外,未来新一级经销商会实行先付款再付货,公司的现金流将得到改善。
- **我们的观点:** 公司从单一原奶供应商向全产业链乳品品牌商转换的战略,一方面有利于降低公司业绩对原奶价格的依赖程度,使盈利性更加稳定,另外公司的高品质原奶可以在市场上获得一定品牌溢价。但当前公司上游原奶业务仍贡献公司近七成的收入,公司当前原奶价格约为4元/kg,较2015年均价下跌10%,年内预计原料奶价格上涨空间有限,或影响年内公司整体盈利性。当前公司对应2016年P/E为10x,低于行业平均水平,但短期缺乏催化因素,建议投资者审慎关注。
- **风险提示:** 原料奶价格超预期下跌;促销力度超预期;费用投入超预期

报告正文

● 实现与销售公司换股

公司此次以发行代价股收购子公司现代牧业（安徽）45%股权，是兑现此前与销售公司的换股承诺。现代牧业（安徽）是与2011年成立的现代牧业的销售公司，于公告日由中国控股公司及现代牧业（安徽）分别拥有55%和45%的股权，而中国控股公司由现代牧业持有97.87%股权。公司收购重组完成后现代牧业安徽45%股权，以每股代价股份1.46港元发行价向卖方发行代价股，相当于经发行代价股份扩大后公司总股本的6%，代价股股价较公告日收盘价溢价9.77%。卖方承诺不会在完成日期起一年内出售代价股份，在禁售期届满后依旧有共管账户约束。

● 着力发展下游业务

公司计划着力发展下游自有品牌业务，计划2020年达到自有品牌收入占比达到60%，原奶自供比例达到50%，而截止2015年底下游自有品牌收入占公司总收入比重为31%，原奶自供比例为18.6%。而此次通过换股将销售公司纳入上市公司体系，也是出于下游业务中长期发展考虑。此次与销售公司换股后，原来四个区域五大一级经销商将全部纳入公司层面，并将持续对原有覆盖的35个城市直销，而原有其他区域的二级、三级经销商则将成为一级经销商，实现经销体系扁平化。

我们看到该变更对公司有以下几方面影响：首先，公司规划未来将通过经销商体系下沉，渠道细分来实现经销商拓展，计划在2017年初经销商由目前的510家达到900-1000家，销售网点的增加有望提升铺货率，增加下游自有产品销售规模，公司维持2016年全年下游自有品牌销售额同比增长30%的目标。其次，公司层面对下游产品的费用投入将有望增加，公司短期将以获取市场份额为主要目标，盈利性难有较大提升，公司规划年内自有品牌净利润率水平在5%。另外，未来新一级经销商会实行先付款再付货，公司应收款将得到改善。

● 我们的观点

公司从单一原奶供应商向全产业链乳品品牌商转换的战略，一方面有利于降低公司业绩对原奶价格的依赖程度，使盈利性更加稳定，另外公司的高品质原奶可以在市场上获得一定品牌溢价。但当前公司上游原奶业务仍贡献公司近七成的收入，公司当前原奶价格约为4元/kg，较2015年均价下跌10%，年内预计原料奶价格上涨空间有限，或影响年内公司整体盈利性，当前公司对应2016年P/E为10x，低于行业平均水平，但短期缺乏催化因素，建议投资者审慎关注。

● 风险提示：原料奶价格超预期下跌；促销力度超预期；费用投入超预期

- 公司举办电话会议问答环节

Q: 公司收购的销售公司的净利润 3300 万, 净资产 1.37 亿元, 公司收购的价格是否偏贵, 是在什么基础上确定的?

A: 收购价格不仅要考虑销售公司的业绩, 同样要考虑到上游的生产厂的价值, 即整体下游产品的盈利水平, 即要考虑到 2015 年公司自有品牌 1.8 亿的整体利润, 估值是在此基础上计算的。

Q: 公司当前的经销商情况, 换股后的经销商体系的规划?

A: 公司当前有 5 个一级经销商, 这五个经销商涵盖了中国市场的 35 个城市。换股后整个经销体系打破了, 下面的二级经销商会变成一级经销商, 整体扁平化, 直接合作的经销商会有增加, 从目前的 510 个增加到 2017 年年初的 900-1000 家。到零售网点也会增加, 铺货率的增加, 加上公司对品牌运作下提升单店卖力的增加, 提升下游产品的销售额增长。

Q: 下游产品收入占比总收入 60% 的实现时间? 届时外供和自供的比例到时候是怎么样的?

A: 2020 年实现该目标, 届时原奶占比 50% 自供

Q: 目前乳制品市场的竞争情况如何, 公司的促销情况和上半年的销售情况

A: 公司下游产品整体销售情况二季度比一季度好很多。按照年初的规划推进, 全年自有品牌销售额 30% 的增长, 净利润率目标是 5%。

2016 年 1-5 月高端品类奶还是比较激烈, 但是 3 月份开始所有品牌, 从特仑苏、经典、圣牧已经现代牧业, 促销力度都在减弱, 售价都回升, 竞争情况比去年同期好很多。消费大环境依旧疲软, 大家都有把促销力度降低, 品牌回归理性, 个别门店个别市场还是会在生产日期和年度额度的压力下进行幅度相对较大的促销。

Q: 公司的新产品酸奶销售情况如何

A: 公司当前常温酸奶只有 3 条生产线, 产能在 1500 吨/月, 目前全部都可以销售。这个月 18 号公司将改造另外 3 条生产线, 月产能有望达到 2800 吨的水平。

Q: 销售公司占公司牛奶销售的百分比, 还是所有下游的产品销售都是通过该销售公司进行销售的?

A: 公司所有的销售都是来自于该销售公司实现的。

Q: 现在下游收入多少来自于传统渠道, 多少是现代渠道, 出厂价格两种渠道的差距和金额, 利润率是怎样的?

A: 2015 年各占 50%。价格体系上看, 现代零售价格要比传统价格高一些, 现代通路的费用也要高一些, 包括导购员费用, 进场费用, 也后后台扣点要求, 因此现代通路的定价、供价和终端价格都会相对较高一些。但是目前市场竞争相对激烈, 我们主要通过现代通路做促销。因此传统通路对公司的现金利润贡献是比较重要的, 贡献更大。

Q: 此次发行的股票锁定期以及解锁条件

A: 共管账户的约束, 完成目标达成后才能解锁, 视一级经销商和二级经销商和公司整体的方案衔接完成情况而定。

Q: 五个经销商由一批经销商转换成为公司里的什么角色?

A: 换股以前五个经销商下面有 35 个城市是他们自己做的直营, 其余都是二级和三级经销商做渗透。换股后还是会对 35 个城市进行直接销售, 35 个城市以外的二、三级经销商升级为一级经销商。

Q: 45% 股权拿回来之后是不是完全控制经销公司, 那么费用投入规划?

A: 换股之后会在品牌经营渠道建设加大投入, 短期会以加大市场份额的获取作为主要的目标。

Q: 经销商体系变更后, 公司在流动资金方面, 在应收账款上是否给优惠, 在价格上是否有优惠, 对公司的资金流是否有影响?

A: 对应收账款会有很大的改善, 因为此前五个经销商是有账期的, 未来新的一级经销商会先付款再付货。

Q: 整个行业白奶的销量 1Q, 2Q 的情况?

A: 中高端白奶 3 月份出现比较明显的变化, 环比 2 月下降 19%, 因为 2 月份春节销售旺季, 受到三月份的影响, 一季度数据都很不好看。

中高端白奶 4 月份较 3 月份环比有明显的增长, 但是同比增长不明显, 增长幅度约在 5% 左右, 近几年还能维持两位数的增长。

现代牧业 5 月份比 4 月份环比表现明显, 行业数据还没拿到。

Q: 公司下游产品目前的平均出厂价, 分渠道的平均出厂价水平? 5%的利润率目标对应的出厂价水平多少可以达到?

A: 近两个月公司下游产品的平均出厂价较一季度有所提升, 目前约在 9000 元/吨, 1Q16 的价格 7000 元/吨-8000 元/吨之间, 主要原因在于 3 月份, 4 月份的促销力度都有所减弱。

下游业务 5%的净利润率水平对应公司的下游产品出厂价约在 9000 元/吨左右。

Q: 公司常温酸奶产能释放后铺货的打算及价格策略

A: 今年常温酸奶在行业上不乐观, 竞品比较多, 65-69 元/箱的定位相对较多, 目前促销的活动分几个形式, 一个是立减 20 元, 或者特价 45 元或者 49 元, 或者加量不加价的形式。所以整体看常温酸奶价格是向下的。

公司常温酸奶扩产后计划集中到部分市场, 把有限的量集中到重点城市去做。

Q: 原奶价格目前的情况? 原奶供不应求的局面是否有所缓解?

A: 年内整体饲料价格下跌, 因此原奶价格上涨可能性不大, 奶价止跌回升的迹象还没看到, 供需情况上看进口奶的量有所萎缩。

公司当前原料奶价格在 4 元/kg 左右, 全年公司 guidance 也在 4 元左右。

Q: 高端奶的增长速度在 4 月份下滑是显著的, 是不是因为常温酸奶的增长带来替代效应?

A: 常温酸奶替换最多的是儿童奶的市场份额, 随常温酸奶增速提升, 儿童奶下降十分明显, 常温酸奶也会对高端奶有所影响, 但是没有对儿童奶的影响大。

Q: 公司中长期看下游产品的增长点在哪里? 公司电商业务如何?

A: 公司在高端奶品类中的发展空间还是很大的, 35 个城市以外的渠道将成为新的增长点, 即新的一级经销商有望成为新的增长点。

电商收入占比目前不是很高, 未来会有专门的电商部门来操作。电商进口奶都是低价策略, 公司在规划未来可以有线上专供品种, 不伤害线下产品。目前线上部分主要是以品牌宣传和消费者沟通为主要目的。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期恒生指数的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;
减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人		邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn	
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
胡岩	021-38565982	huyan@xyzq.com.cn	王立维	021-38565451	wanglw@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	陈杨	010-66290197	chenyang@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京西城区锦什坊街 35 号北楼 601-605 (100033) 传真: 010-66290220					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
曾雅琪	021-38565451	zengyayi@xyzq.com.cn	申胜雄		shensx@xyzq.com.cn
赵新莉	021-38565922	zhaoxinli@xyzq.com.cn			
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募及企业客户负责人		刘俊文	021-38565559	liujw@xyzq.com.cn	
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-20370777	yangxueting@xyzq.com.cn
唐恰	021-38565470	tangqia@xyzq.com.cn	韩立峰	021-38565840	hanlf@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					

香港及海外市场

机构销售负责人					
		丁先树	18688759155	dingxs@xyzq.com.hk	
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
郑梁燕	18565641066	zhengly@xyzq.com.hk	阳焯	18682559054	yanghan@xyzq.com.hk
王子良	18616630806	wangzl@xyzq.com.hk	周围	13926557415	zhouwei@xyzq.com.hk
孙博轶	13902946007	sunby@xyzq.com.hk			
地址: 香港中环德辅道中 199 号无限极广场 32 楼 3201 室 传真: (852)3509-5900					

【信息披露】

兴业证券股份有限公司(“本公司”) 在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有相关监管机构所须之牌照。本人确认已合乎监管机构之相关合规要求，并以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

本报告由兴业证券股份有限公司(已具备证券投资咨询业务资格)制作。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号: AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

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本公司违反当地的法律或法规或可致使本公司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)。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司网站以外的资料，本公司未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接的目的，纯粹为了收件人的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。