

## 1117.HK 现代牧业

未评级

## 1H16 核心净利下滑 46%，报表净利盈转亏

2016年08月23日

## 市场数据

报告日期	2016.08.23
收盘价(港元)	1.28
总股本(百万股)	5,305
总市值(百万港元)	6,790
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

## 主要财务指标

会计年度	2013 A	2014 A	2015A	2016E
营业收入(百万元)	3,289	5,027	4,826	4,989
同比增长(%)	-	52.8%	-4.0%	3.37%
净利润(百万元)	507	763	344	263
同比增长(%)	-	50.5%	-54.9%	-17.9%
毛利率(%)	30.0%	37.1%	34.4%	33.5%
净利润率(%)	15.4%	15.2%	7.1%	-
净资产收益率(%)	6.5%	12.0%	4.1%	8.0%
每股收益(元)	0.10	0.15	0.06	0.05

数据来源: 公司资料、兴业证券研究所、Wind

\* 公司 2013 年以前财务年度截止为当年 6 月 30 日

## 相关报告

现代牧业(1117.HK)-2015 年业绩点评-20160322

## 海外消费研究

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

## 投资要点

- **原料奶销售量升价跌，液态奶销售量价齐跌：**上半年公司实现收入 22.3 亿元，同比减少 8.5%。其中原奶收入占总收入比重 71%，品牌奶占比 29%。上游原料奶整体产量同比增长 17.6%，主要受益于乳牛比重的提升和单产的提高，但对外销量同比增长 7%。公司原奶售价从去年同期的 4.54 元/公斤下降至 4.04 元/公斤，因此上游原料奶收入同比下降 4.5%。品牌奶由于去年底至今年一季度较高的出货量，导致渠道库存积压，二季度放缓出货，因此上半年品牌奶收入同比下降 17%。
- **盈利性下滑，净利润由盈转亏：**公司整体毛利率（对销后）32.54%，同比下降 3.93ppts。奶价虽明显下跌，但原奶销售毛利率受益于成本下降，同比仅下降 0.2ppts。品牌奶利率（对销后）32%，同比下降 11ppts。另外，上游原料奶新客户的开发及运费的增加，下游销售团队改革使销售费用率同比提升 3.3ppts。上半年公司乳牛公允价值变动损益为-5 亿元，一方面是奶价下跌原因，另外公司上半年加大了奶牛的淘汰力度，牛群总数下降了 5000 头至 22 万头。1H16 公司亏损金额为 5.66 亿元，剔除衍生工具和乳牛公允价值变动收益的影响，核心净利润 3 亿元。
- **我们的观点：**公司预计国内原料奶价格短期仍难有上涨趋势，但受到国内成本支撑，继续大幅下跌空间有限。而品牌奶的营销团队改革仍在持续，进入三季度品牌奶渠道库存已经开始下降，平均售价持续环比，我们预计下半年品牌奶销量及销售有望环比上半年有显著提升。我们预计公司全年报表净溢利转盈仍有挑战，目前公司股价对应 2016 年 P/E 为 10.4 倍，建议投资者审慎关注。
- **风险提示：**食品安全；原料奶价继续超预期下跌；费用支付大幅超出预期

## 报告正文

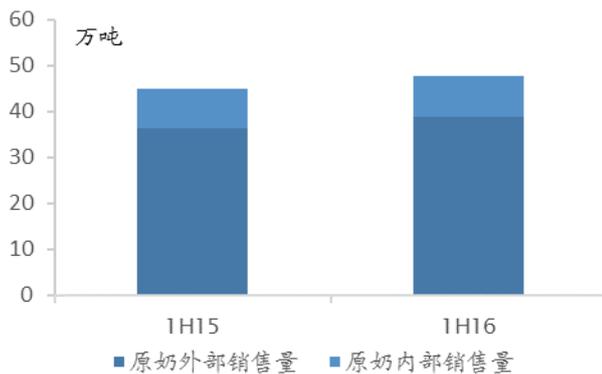
## 原料奶销售量升价跌，液态奶销售量价齐跌

上半年公司实现外部销售收入 22.3 亿元，同比减少 8.5%。其中原奶收入占总收入比重 71%，品牌奶占比 29%。

上游原料奶整体产量同比增长 17.6%，主要受益于乳牛比重的提升和单产的提高，但对外销量同比增长 7%。截止 2016 年 6 月 30 日，公司运营牧场 27 个，总牛群数量约为 22.0 万头，较去年同期的 22.5 万头有所下降。从牛群结构上看，泌乳牛比重从去年同期的 50.9% 提升至 52.0%。上半年公司每头牛年产奶量从去年同期的 9.1 吨上升至 9.4 吨，同比提升 3.3%。公司原奶售价从去年同期的 4.54 元/公斤下降至 4.04 元/公斤，因此上游原料奶收入同比下降 4.5%。

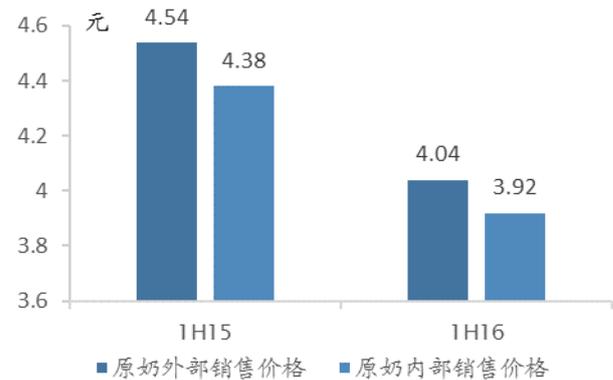
品牌奶由于去年底至今年一季度较高的出货量，导致渠道库存积压，二季度放缓出货，因此上半年品牌奶收入同比下降 17%。

图表 1、公司外部原料奶销量占比降低



数据来源:公司资料,兴业证券研究所

图表 2、原料奶价格显著回落



数据来源:公司资料,兴业证券研究所

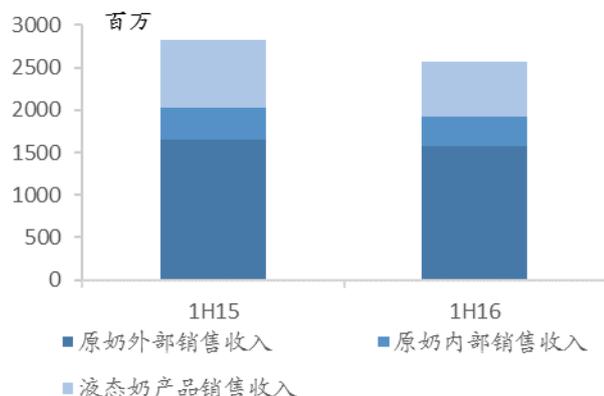
## 价格下行及费用率提升形成盈利性下滑

公司整体毛利率(对销后) 32.54%，同比下降 3.93ppts。奶价虽明显下跌，但原奶销售毛利率受益于成本下降，同比仅下降 0.2ppts。

品牌奶毛利率(对销后) 32%，同比下降 11ppts，主要受到上半年，尤其是一季度促销带来的 ASP 下降。1H16 品牌奶平均售价 8,598 元/吨，同比下降 10%，除了行业竞争一季度较为激烈外，主要也是受到公司一季度渠道库存较高的影响。

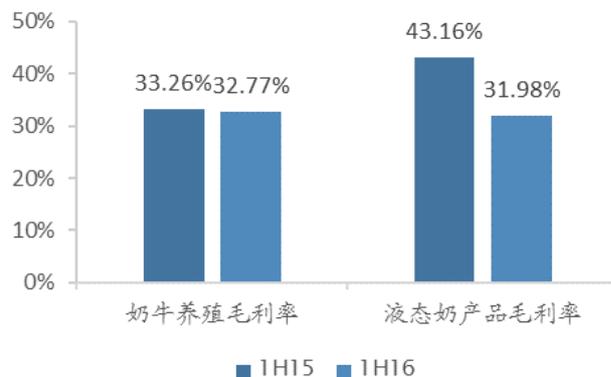
另外，公司上半年开发了部分新客户，加之原料奶调转运费的增加，也增加了上游业务的费用开支。而下游四大经销商并入集团后，销售团队改革也将带来销售费用的大幅提升。1H16 公司销售费用率同比提升 3.3ppts 至 6.1%。

图表 3、公司销售收入结构



数据来源:公司资料, 兴业证券研究所

图表 4、公司各业务毛利率

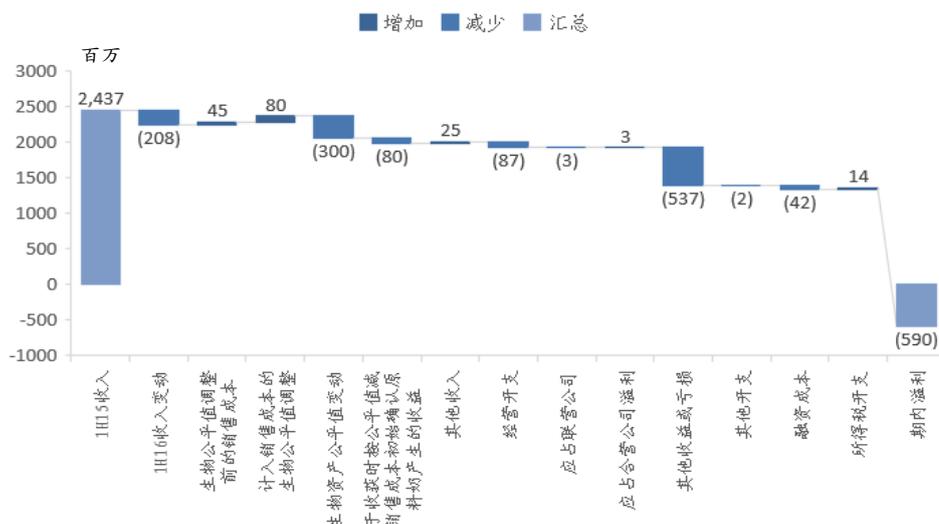


数据来源:公司资料, 兴业证券研究所

### 上半年实现核心净利润 3 亿元

上半年公司持有人应占溢利录得亏损, 亏损金额为 5.66 亿元, 而去年同期录得溢利 4.77 亿元。公司上半年亏损主要有以下几方面原因。第一, 公司毛利同比减少 1.64 亿元。第二, 由于原料奶售价下降, 公允价值变动减乳牛销售成本产生亏损约 3 亿元, 而于收获时按公允价值减销售成本初始确认原料奶产生的收益亦下降约 8000 万元。第三, 其他收益与亏损净额减少 5.37 亿元, 主要包括公允价值计入损益的金融负债所产生的公允价值亏损 3.88 亿元。第四, 公司经营开支大幅增加 8689 万元至 2.67 亿元, 同比上升 48.5%。其中销售及分销开支升幅最大, 同比增加 101.2%, 主要是市场推广费用、渠道费用及运费增加所致。剔除衍生工具和乳牛公允价值变动收益的影响, 核心净利润 3 亿元。

图 5、公司利润影响因素拆分



数据来源:公司资料, 兴业证券研究所

### 我们的观点

公司预计国内原料奶价格短期仍难有上涨趋势，但受到国内成本支撑，继续大幅下跌空间有限。而品牌奶的营销团队改革仍在持续，进入三季度品牌奶渠道库存已经开始下降，平均售价持续环比，我们预计下半年品牌奶销量及销售额有望环比上半年有显著提升。我们预计公司全年报表净溢利转盈仍有挑战，目前公司股价对应 2016 年 P/E 为 10.4 倍，建议投资者审慎关注。

**风险提示：**食品安全；原料奶价格继续超预期下跌；费用支付大幅超出预期

## 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: 上海浦东新区长柳路 36 号兴业证券大厦 12 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	zhushd@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](http://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。