

# 牧场价值逻辑兑现，强强联合共推低温发展

## ——新乳业战略投资现代牧业，布局牧场奶源

### 投资摘要：

**事件：**近期乳制品行业各大乳企布局上游牧场奶源动作不断，7月19日新乳业宣布战略投资现代牧业，双方将签订原奶供销合同。新乳业拟以自有资金7.09亿元购买现代牧业本次新发行股份后总股本数的9.28%（截至2018年末蒙牛乳业直接或间接合计持有现代牧业60.76%股份，为主要控制人），通过股权投资的方式进行战略投资以布局上游奶源，新乳业与现代牧业将于交易完成30日内签署原奶供销协议，由现代牧业按照约定比例及定价原则向新乳业供应原奶。

新乳业以低温为主要发展方向，主要竞争优势位于西南市场，公司2015年在四川、云南市场份额分别为14.7%、32%，未来计划进一步开拓华北、华东、华南等重点市场。从牧场的布局来看，现代牧业在华北、华东地区拥有较多规模牧场，可迅速帮助新乳业开拓该区域市场，我们认为，随着新乳业在华北、华东地区的快速布局，未来经营规模将实现较快的增长，增速有望进一步提升。

现代牧业是国内最大的乳牛畜牧公司及最大的原料奶生产商，16-18年牧场原奶产销量CAGR分别为7.8%、11.3%，现代牧业是国内首家采用大规模工业化散栏式乳牛畜牧业务模式的公司之一，成乳牛产奶效率不断提升，从16年的9.4吨/头/年，上升至18年的10.1吨/头/年。蒙牛集团作为现代牧业的控制人，同时也是现代的主要客户，现代牧业供给蒙牛集团的原奶及液态奶等销售额占其总收入的89.87%，公司或将一部分产能划分到对新乳业的原料奶供给上。

蒙牛集团与新乳业将共享现代牧业牧场奶源，受国内原奶价格低迷等因素影响，现代牧业近几年处于亏损状态，未来随着原奶价格上涨、与新晋下游客户的合作，或将扭亏为盈，新乳业对现代牧业的战略投资剑指其牧场资源。我们认为，未来蒙牛在低温业务上存在与新乳业协同的可能性，蒙牛通过与较大区域复合型乳企的合作加高低温壁垒，低温产业竞争格局或发生变化。

我们在乳制品行业三部曲之上游篇《齿轮模型探究乳业趋势，低温需求重估牧场价值》中的观点再次得到兑现：上游规模牧场奶源价值将被推升，奶源竞争愈演愈烈。在低温化趋势下，由于生产低温奶对牧场奶源、冷链运输资源的要求较高，规模乳企对牧场奶源的需求上升，上游牧场资产价值将会被不断推升，规模乳企加速布局进行时。我们在写的乳制品三部曲第二篇之古今篇《乳白色的三维升级，从产品变迁看行业明天》将继续探讨行业未来趋势，报告以产品为轴，利用“三维升级”模型指明乳制品行业低温化、健康化趋势，同时第三篇之中外篇将深入讨论蒙牛、伊利双寡头的差异化竞争之路。

### 行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS (元)			PE			PB	评级
	18A	19E	20E	18A	19E	20E		
新乳业	0.32	0.39	0.56	-	37.42	26.23	6.86	推荐
现代牧业	-0.08	0.04	0.06	-8.45	29.63	19.40	1.16	推荐

2019年07月22日

看好/维持

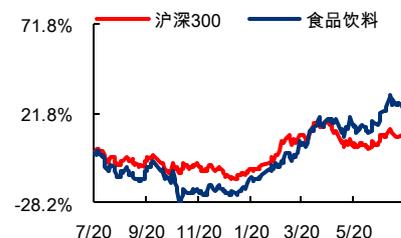
食品饮料 | 行业报告

### 未来3-6个月行业大事：

2019年8月将公布7月份社会消费品零售数据

行业基本资料	占比%
股票家数	99 2.73%
重点公司家数	- -
行业市值	35390.4 亿元 6.01%
流通市值	33114.31 亿元 7.64%
行业平均市盈率	30.46 /
市场平均市盈率	16.79 /

### 行业指数走势图



资料来源：wind、东兴证券研究所

### 首席分析师：刘畅

010-66554017

liuchang\_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480517120001

**投资策略：**新乳业——预计 2019-2020 年 EPS 分别为 0.39、0.56 元，给予 2020 年 40X 估值，股价上升空间 48%，给予“推荐”评级。现代牧业——预计 2019-2020 年 EPS 分别为 0.04、0.06 元，给予 2020 年 30X 估值，股价上升空间 32%，给予“推荐”评级。

**风险提示：**原奶质量安全问题；低温市场发展不及预期

图 1:两公司牧场分布图——现代牧场或将帮助新乳业迅速开拓华北、华东市场



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

## 相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业	乳制品行业三部曲之上游篇：齿轮模型探究乳业趋势，低温需求重估牧场价值	2019-03-18

资料来源：东兴证券研究所

## 分析师简介

### 刘畅

东兴证券研究所大消费组长、首席分析师。先后职于天风证券研究所、东方基金、泰达宏利基金。杜伦大学金融学一等学位，北京航空航天大学工学、法学双学位。2017年11月加入东兴证券研究所，负责食品饮料、商贸零售、社会服务、轻工造纸、农林牧渔、纺织服装的研究工作。2018年获得万得wind平台综合影响力第一名，万得wind食品饮料最佳分析师第三名，同花顺ifind食品饮料最佳分析师第二名。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我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。我们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。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。