

日期: 2011年4月14日

行业: 农业



郭昌盛

021-53519888-1924



guochangsheng@sigchina.com

执业证书编号: S0870510120009

基本数据 (Y10)

报告日股价 (元)	18.68
12mth A 股价格区间 (元)	31.50/ 16.71
总股本 (百万股)	117.00
无限售 A 股/总股本	25.64%
流通市值 (百万元)	56.04
每股净资产 (元)	4.43
PBR (X)	4.22
DPS (Y10, 元)	/

主要股东 (Y10)

石河子国有资产经营公司	44.32%
上海联创永宣创业投资公司	14.49%
新疆恒和源投资公司	7.76%
全国社保基金转持三户	2.56%
交银施罗德稳健配置	2.05%

收入结构 (Y10)

外购生奶	66.59%
自产生奶	13.61%
饲料	8.19%
其他	7.07%

最近 6 个月股票走势与沪深 300 的比较



报告编号: GCS11-CI05

相关报告: 西部牧业新股定价: 乳制品供应链上的一颗璀璨明珠

首次报告日期: 2010-08-04

扩张步伐加快, 业绩前景乐观

■ 报告背景

日前, 西北地区生鲜奶行业龙头、新疆兵团上市公司西部牧业发布了 2010 年年报。公司营业收入、归属母公司股东的净利润增长分别同比增长 10.25%、12.20%, 且每股收益实现 0.29 元; 年度利润不分配。在此予以点评。

■ 主要观点

年报业绩略低于预期, 生奶销售少增。

公司的营业收入、净利润的增长偏低, 恐与生奶销售的实现或少计有关。而当地生奶市场的供不应求状况仍在持续, 且可令企业基本维持稳定的盈利能力。

市场环境日趋有利, 公司规模扩张上路。

各地乳业重审完毕, 这对于上游的西部牧业来说十分有利, 市场话语权将能上升。公司实施中的募集资金项目, 将令自有产能在两年内增大 1.3 倍, 至于潜在的并购或更可锦上添花。

未来业绩将继续大增。

仅考虑现有框架下的资产与项目, 预计公司 2011~2013 年营业收入的增速将依次达 43%、38%、43%, 每股收益可达 0.47 元、0.72 元、1.06 元, 相应地可依次递增 61%、53%、47%。

■ 估值与建议

于未来六个月内, 对该股维持评级为“跑赢大市”。

鉴于其突出的成长性, 以及偏低的市盈成长率, 可作为成长型标的, 在复牌后适时买入。

■ 数据预测:

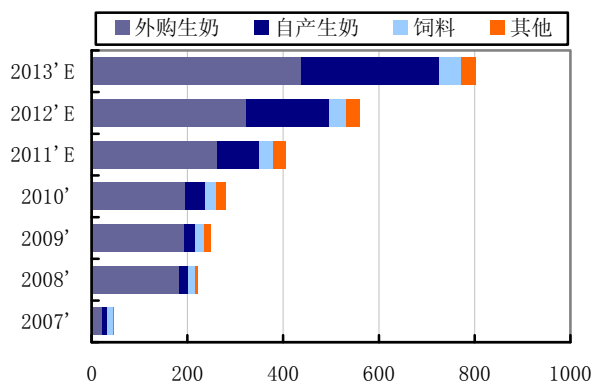
至 12 月 31 日 (¥, 百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	267.23	294.63	420.75	579.68	826.41
年增长率 (%)	13.41	10.25	42.81	37.77	42.56
属于母公司的净利润	30.44	34.16	55.14	84.33	123.89
年增长率 (%)	29.46	12.20	61.42	52.95	46.91
每股收益 (元)	0.260	0.292	0.471	0.721	1.059
PER (X)	71.79	63.99	39.66	25.91	17.64

注: 有关指标按当前总股本为 117 百万股, 4 月 13 日收盘价计算

一、年报业绩略低，生奶销售少增

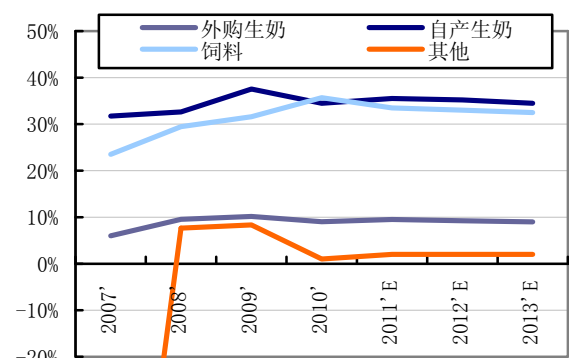
1. 业绩略低于预期，生奶销售或少计。2010 年公司营业收入和归属于母公司股东的净利润分别增长 10.25%、12.20%，归属于母公司股东经常性损益的净利润同比增 7.44%，此态势略低于早前的预期，料由于自产奶及外购奶的销售实现偏低，可能有所少计。然而经营性现金净流入大增 84.63%，是经营性应收项目获一定控制的结果。

图 1 西部牧业的营业收入趋势（百万元）



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所整理

图 2 西部牧业的分类毛利率走势



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所整理

2. 报告期综合盈利能力稳中有增。生鲜牛乳占其营业收入的比重仍达 80% 以上；综合毛利率为 15.21%，较上年增 0.22 个百分点，且息税前利润率及净利润率也都略好于上年水平。但也注意到：生奶尤其外购奶的毛利率略有下降，看来在遭遇原料或进货成本涨价的些许压力时，公司未能及时而充分地向下游转移。

3. 营运效率指标变差，但尚可接受。报告期的应收账款周转率、存货周转率呈下降趋势，分别降至 9.53（次）、2.53（次）。存货上升较快，既有大量奶牛购进的原因，也有库存商品增加的作用。而外部资金占用主要是信誉良好的乳品企业用户，故导致坏账的风险不大。

二、乳业大整顿完成，公司经营环境有利

刚刚于 3 月底结束的全国乳制品行业准入重新审核，有 45% 的中小企业惨遭淘汰。公司所在的新疆也有 34 家未通过审核，占当地乳企总数的 44%，其中公司的第四大客户新疆麦趣乳业公司不幸落

榜。新疆与全国乳制品行业的情形一样，准入门槛的抬高对于当地大中型乳品企业及上游大型奶源基地企业都是利好，本来处于短缺的原奶领域也将更趋向集中，如西部牧业这样的优势奶源企业将可获得更大发展空间，产品定价能力也有望增强。另外，公司即使缺失麦趣的销路，但同时又可以更充分地满足乳旺、伊利这样的大客户。

三、扩张步伐将加快，业绩前景乐观

公司未来三年的业绩前景除了紧密依托奶源短缺、需求旺盛这一背景因素外，将更主要取决于其募集资金项目的完成及投产，公司所在石河子市及农八师麾下的分散奶源的向此集中也会构成潜在的支持。公司已培育并接近成熟的良种肉羊、红安格斯肉牛，也可能成为良好的增长点。不久前，公司将超额募集资金（1.69 亿元）的一部分首先投在呼图壁西牧 1100 头奶牛和红光牧业 2000 头奶牛以及新疆兵团畜牧工程技术中心三个项目上，待全部项目完成后，公司将自有奶牛存栏 1.6 万头以上，再加上服务外部的 3 万头，成为西北地区遥遥领先、全国都名列前茅的业界龙头！

就在本报告将完成之际，公司发布公告称正在策划重大重组并于即日停牌，我们推测：并购邻近的国有呼图壁奶牛场可能性较大。后者约有 8900 头奶牛存栏，是自治区内的最大基地，但财务状况极其不佳。若能成功该并购，将可能令公司成长进程再加快。在此仍不考虑该项因素，预计其未来三年营收将依次增长 43%、38%、43%；归属于母公司股东的净利润增速依次为 61%、53%、47%；相应的每股收益为 0.47 元、0.72 元、1.06 元。公司 2010 年年度不分配，或与每股经营性现金净流入-0.19 元有关，若要并购，便更可理解。

图 3 近 6 个月西部牧业的走势与沪深 300 比较



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所整理

四、估值与建议：高成长机会值得关注

基于以上的业绩预期，西部牧业的相对估值（2010/2011 年 40 ~ 64 倍 PE）适中，但若考虑其持续的业绩高增长趋势，则中长线投资机会凸显，可视为成长型标的加以关注。在此维持对其“跑赢大市”评级，投资者可于复牌后适时买入，冀望分享其未来高成长成果。但须同时支出，该股的主要非系统性风险仍在公司生产经营各个环节上的食品安全因素，万一管理疏忽或动物疫情爆发，其冲击会是巨大的。

附表 1 西部牧业的历年财务指标

财务指标	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
销售毛利率 (%)	/	/	19.14	13.71	14.99	15.21
销售净利率 (%)	/	/	14.54	9.60	11.33	11.60
息税前利润/营业总收入 (%)	/	/	18.64	10.69	12.46	13.56
净资产收益率(摊薄) (%)	/	/	10.51	18.28	18.92	6.58
流动比率 (%)	/	/	0.78	1.05	1.61	4.31
速动比率 (%)	/	/	0.49	0.54	0.88	3.14
资产负债率 (%)	/	/	58.81	46.85	51.32	27.74
存货周转率(次)	/	/	1.95	6.25	4.26	2.53
应收账款周转率(次)	/	/	3.02	13.29	13.34	9.53
总资产周转率(次)	/	/	0.29	0.99	0.89	0.54
营业收入(同比增长率) (%)	/	/	/	263.88	13.41	10.25
归属母公司股东的净利润(同比增长率) (%)	/	/	/	210.61	14.35	7.44
每股收益-期末股本摊薄(元)	/	/	0.13	0.27	0.35	0.29
每股经营活动产生的现金流量净额(元)	/	/	0.19	0.20	-0.10	-0.19
每股未分配利润(元)	/	/	0.17	0.19	0.51	0.65
每股资本公积(元)	/	/	0.00	0.28	0.30	2.73

数据来源：Wind 资讯，上海证券研究所整理

（下一页：附表 2 西部牧业的会计报表预测与分析）

附表 2 西部牧业的会计报表预测及分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	475	519	615	780	营业收入	295	421	580	826
现金	261	290	356	467	营业成本	250	350	471	665
应收账款	36	53	58	56	营业税金及附加	0	0	0	0
其他应收款	2	2	3	4	营业费用	3	5	6	8
预付账款	47	44	51	53	管理费用	8	12	17	26
存货	129	130	148	198	财务费用	5	0	1	1
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	1	2	2	2
非流动资产	261	309	342	369	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	170	210	241	254	营业利润	28	53	83	124
无形资产	26	26	24	24	营业外收入	7	5	5	5
其他非流动资产	65	73	77	91	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	736	827	957	1149	利润总额	34	57	87	128
流动负债	110	134	153	200	所得税	0	0	0	0
短期借款	32	45	55	70	净利润	34	57	86	128
应付账款	37	44	48	64	少数股东损益	0	1	2	4
其他流动负债	42	45	50	66	归属母公司净利润	34	55	84	124
非流动负债	94	105	128	146	EBITDA	51	63	97	140
长期借款	20	40	50	60	EPS (元)	0.29	0.47	0.72	1.06
其他非流动负债	74	65	78	86					
负债合计	204	239	282	346					
少数股东权益	13	15	17	21					
股本	117	117	117	117					
资本公积	320	320	320	320					
留存收益	82	137	222	346					
归属母公司股东权益	519	574	658	782					
负债和股东权益	736	827	957	1149					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	-22	53	90	119	成长能力				
净利润	34	57	86	128	营业收入	10.3%	42.8%	37.8%	42.6%
折旧摊销	18	11	13	15	营业利润	4.3%	89.7%	57.1%	50.1%
财务费用	5	0	1	1	归属于母公司净利润	12.2%	61.4%	52.9%	46.9%
投资损失	0	0	0	0	获利能力				
营运资金变动	-83	-9	-11	-24	毛利率(%)	15.2%	16.9%	18.7%	19.5%
其他经营现金流	4	-6	0	0	净利率(%)	3.4%	11.6%	13.1%	14.5%
投资活动现金流	-61	-57	-46	-41	ROE(%)	6.6%	9.6%	12.8%	15.8%
资本支出	61	56	47	40	ROIC(%)	9.2%	12.8%	18.4%	24.6%
长期投资	0	0	0	0	偿债能力				
其他投资现金流	0	-1	0	-1	资产负债率(%)	27.7%	28.9%	29.4%	30.1%
筹资活动现金流	324	33	23	33	净负债比率(%)	37.68%	46.20%	47.56%	48.51%
短期借款	-22	13	10	15	流动比率	4.31	3.87	4.01	3.90
长期借款	-20	20	10	10	速动比率	3.14	2.90	3.04	2.91
普通股增加	30	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	294	0	0	0	总资产周转率	0.54	0.54	0.65	0.79
其他筹资现金流	43	0	2	8	应收账款周转率	10	10	11	15
现金净增加额	242	29	66	112	存货周转率	9.16	8.71	10.24	11.90

每股指标 (元)					估值比率				
每股收益 (最新摊薄)	0.29	0.47	0.72	1.06	P/E	62.41	38.66	25.28	17.21
每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.19	0.45	0.77	1.02	P/B	4.11	3.71	3.24	2.73
每股净资产 (最新摊薄)	4.43	4.91	5.63	6.68	EV/EBITDA	39	31	20	14

数据来源: 公司年报, 上海证券研究所整理

分析师承诺

分析师 郭昌盛

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。