

方正证券研究所证券研究报告

分析师：陈光尧

执业证书编号：S1220511020005

TEL: 010-68582893

E-mail: chenguangyao@foundersc.com

农业食品行业分析师：张保平

执业证书编号：S1220511030002

TEL: 010-68582807

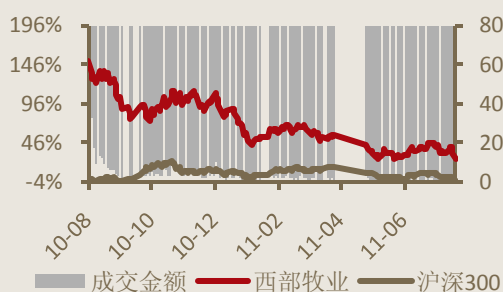
E-mail: zhangbaoping@foundersc.com

联系人：汪庭满

TEL: 010-68582897

Email: wangtingman@foundersc.com

历史表现



盈利预测

单位:百万元	2010A	2011E	2012E	2013E
主营收入	294.63	353.00	573.00	952.00
(+/-)	10.25%	19.81%	62.32%	66.14%
净利润	34.16	40.44	106.16	219.84
(+/-)	12.20%	18.41%	162.50%	107.07%
EPS(元)	0.29	0.35	0.91	1.88
P/E	49.60	46.29	17.63	8.52

数据来源：港澳资讯，方正证券研究所

相关研究

冉冉升起的牧业明星-2010-8-2

请务必阅读最后特别声明与免责条款

西部牧业(300106)

公司调研简报
2011.08.09 增持

农业综合 II 行业

投资要点

※奶牛养殖规模成倍扩张，盈利能力大幅提升：

2010 年公司主要收入来源是外购生鲜乳销售（66.6%）和自产生鲜乳销售（13.6%），外购生鲜乳毛利较低（9%），而自产生鲜乳较高（35%），因此增加自有奶牛养殖、提高自产生鲜乳占比是公司提高盈利能力的重要手段。2010 年自产生鲜乳收入同比增加 64%，产量约 1.15 万吨，存栏母牛 5279 头增长 62%，预计 2011 年末将达到 11000 头左右，到 2012、2013 年，前期陆续增加的自有奶牛将进入产奶期，生鲜乳产能预计在 2011-2013 年末将分别达到 7、14、20 万吨左右，届时公司综合毛利率将大幅上升。

※独特的地域优势：

新疆是我国第二大天然牧场，公司地处天山北麓中段，这里地域辽阔，气候非常适合牧草生长，牧草的养分含量显著高于其他地区，养殖业可获得价格低廉却品质优良的饲草；新疆还是我国最重要的产棉区和葡萄、番茄生产区，大型棉加工企业、番茄酱生产企业、葡萄酒企业产生的副产品棉粕、番茄籽、葡萄籽等经过加工成为养分含量高（含有丰富蛋白质）、价格低廉的饲料，这些都可大幅度降低养殖成本，并且当地产的牛奶品质优异，发展养殖业条件得天独厚。同时与其他主要牧区相比，这里养殖业起步晚，有着巨大发展空间，

※技术优势突出：

公司引进、改造的荷斯坦奶牛品种产奶可稳定达到 8 吨/头/年，选育的高产奶牛核心群年产奶量平均达 10 吨以上，远高于国内 4.8 吨/头的平均水平。公司掌握业内最先进的性控胚胎技术，并成功运用于公司奶牛养殖基地，该技术可每周从母牛体采集两次 10 个卵细胞，通过实验室培育成熟进行人工受精，发育成早期胚胎，并进行性别鉴定，留下发育良好的雌性胚胎移植到受体（可以当地产母牛做受体），母牛出生比率可由 50% 提升到 90% 以上。公司还以此技术培育优良的肉牛、肉羊品种，公司现在优种牲畜主要是自用，将来随着繁育能力提高和自需的满足将会加大外销力度，届时将成为公司新的利润增长点。

※区域独家垄断：

公司是农八师唯一一家上市的农牧企业，控股股东石河子国资公司（农八师国资委全资子公司）承诺不与公司开展竞争性业务，由于生鲜乳收购销售的食品安全性，公司在石河子生鲜乳收购、销售中处于独家垄断地位，加之当地生鲜乳独特的品质优势，公司的销售议价能力较强，在新

疆是生鲜乳销售价格最高的企业。

※存在行业整合预期：

公司是目前新疆生产建设兵团最大的农牧企业，随着 2010 年成功登陆资本市场，资本实力大幅提升，拥有了行业整合的实力与平台；同时新疆生产建设兵团还拥有多个其他的农牧资源，极有可能成为公司整合的对象；公司也有整合区域内其他相关企业的考虑，包括向下游延伸，前期拟整合花园乳业即是明证。由于从生鲜乳生产、乳品加工到乳制品销售三个环节，生产投入大幅减少，但利润却大幅提升，因此向下游延伸产业链是公司必然选择，也将开辟公司新的收入渠道。

※乳业即将迎来第二轮发展高峰：

我国牛奶消费在 2000-2006 年处于第一次发展高峰，主要是城市消费快速上升，自 2008 年以来由于三聚氰胺等事件影响以及政府乳品安全管制的加强，牛奶生产基本处于停滞期，但是现在进入了农村乳品消费的普及期，而城市乳制品消费进入升级阶段，乳品需求进入了新的高速增长期，而原奶供给明显滞后；同时，我国人均牛奶消费量还很低，2000 年世界人均乳制品消费量已达 100 公斤，而我国 2009 年人均 28 公斤，仅相当于世界平均水平的 1/4，发达国家的 1/12，国内乳制品消费有着巨大的发展潜力。随着乳制品消费量的高速增长，生鲜乳生产销售者的议价能力和毛利率都将明显提高。

※政策支持：

国家对畜牧业一直给予政策扶持，公司享受税收优惠、政府补贴以及新疆生产建设兵团的地方补贴，尤其对于种畜生产销售政策更优，2011 年全国乳制品行业准入重新审定使得行业集中度进一步提升，7 月底关于乳制品增值税抵扣政策的变更有利于乳制品产业链总体利润提升。2010 年以来国家援疆政策在今后将会强劲显现，届时公司必将从新疆经济的快速发展中受益。

※盈利预测与评级：

不考虑行业整合情形的影响，我们预计公司 2011-2013 年 EPS 为 0.35、0.91、1.88 元，对应目前股价 PE 为 46.3、17.6、8.5 倍，考虑到公司的高成长性，半年目标价 19 元，给予增持评级。

※风险提示：

食品安全风险：虽然公司采取严密的安全措施，但仍不能完全排除食品安全风险；**疫情风险：**公司虽然对自有奶牛和农户奶牛进行科学的防疫处理，而且当地气候、地域等条件也不易发生疫情，但仍不能完全排除集中化奶牛养殖的疫情风险；**自然灾害风险：**新疆冬季气候寒冷，降雪量大，可能会出现极端的天气灾害。

附录：公司财务预测表

单位：百万元

资产负债表					现金流量表				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	475.08	436.00	663.90	1111.89	经营活动现金流	-6.99	76.42	-8.54	175.34
现金	261.00	224.48	247.40	524.95	净利润	34.18	40.47	106.23	219.97
应收账款	35.83	22.76	75.71	96.27	折旧摊销	17.94	22.18	35.91	59.36
其它应收款	2.46	7.30	8.55	17.78	财务费用	5.02	6.02	9.77	16.23
预付账款	46.82	0.00	76.50	47.63	投资损失	0.00	-0.07	-0.10	-0.06
存货	128.96	181.46	255.74	425.26	营运资金变动	-64.13	7.83	-160.35	-120.16
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	其它	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产	261.21	285.49	430.49	685.07	投资活动现金流	-80.09	-46.38	-180.82	-313.89
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	34.10	44.61	140.80	250.61
固定资产	200.78	234.08	357.50	570.18	长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	25.66	30.69	50.31	83.70	其他	-45.98	-1.78	-40.01	-63.28
其他	34.77	20.72	22.68	31.20	筹资活动现金流	325.03	-66.54	-7.45	-19.37
资产总计	736.28	721.49	1094.39	1796.96	短期借款	-22.02	-16.98	10.00	25.00
流动负债	110.24	77.89	354.78	871.10	长期借款	-20.00	-2.59	5.80	15.40
短期借款	31.98	15.00	244.71	705.18	其他	367.05	-46.97	-23.25	-59.77
应付账款	36.61	8.77	62.61	56.16	现金净增加额	237.95	-36.51	-196.80	-157.91
其他	41.64	54.11	47.46	109.75					
非流动负债	94.04	71.13	81.13	100.50	主要财务比率	2010	2011E	2012E	2013E
长期借款	20.00	17.41	23.21	38.61	成长能力				
其他	74.04	53.72	57.92	61.89	营业收入	10.25%	19.81%	62.32%	66.14%
负债合计	204.28	149.01	435.91	971.60	营业利润	4.33%	33.89%	174.55%	111.20%
少数股东权益	13.25	13.27	13.33	13.46	归属母公司净利润	12.20%	18.41%	162.50%	107.07%
归属母公司股东权益	518.76	559.20	645.14	811.90	获利能力				
负债和股东权益	736.28	721.49	1094.39	1796.96	毛利率	15.21%	16.46%	23.70%	28.47%
					净利率	11.60%	11.46%	18.54%	23.11%
利润表	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	6.42%	7.07%	16.13%	26.65%
营业收入	294.63	353.00	573.00	952.00	ROIC	5.10%	6.23%	10.86%	13.49%
营业成本	249.81	294.90	437.20	681.00	偿债能力				
营业税金及附加	0.08	0.10	0.16	0.26	资产负债率	27.74%	20.65%	39.83%	54.07%
营业费用	2.89	3.67	5.95	9.71	净负债比率	37.68%	24.67%	63.04%	77.84%
管理费用	7.65	10.19	15.78	26.14	流动比率	4.31	5.60	1.87	1.28
财务费用	5.02	6.02	9.77	16.23	速动比率	3.14	3.27	1.15	0.79
资产减值损失	1.42	1.04	2.22	3.25	营运能力				
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	总资产周转率	0.54	0.48	0.63	0.66
投资净收益	0.00	0.07	0.10	0.06	应收帐款周转率	9.53	12.05	11.64	11.07
营业利润	27.75	37.16	102.02	215.47	应付帐款周转率	9.16	13.00	12.25	11.47
营业外收入	7.48	4.35	5.31	5.71	每股指标(元)				
营业外支出	1.02	1.00	1.00	1.00	每股收益	0.29	0.35	0.91	1.88
利润总额	34.21	40.51	106.33	220.18	每股经营现金	-0.06	0.65	-0.07	1.50
所得税	0.03	0.04	0.10	0.21	每股净资产	4.43	4.78	5.51	6.94
净利润	34.18	40.47	106.23	219.97	估值比率				
少数股东损益	0.02	0.02	0.06	0.13	P/E	49.60	46.29	17.63	8.52
归属母公司净利润	34.16	40.44	106.16	219.84	P/B	3.27	3.35	2.90	2.31
EBITDA	52.15	62.68	142.24	279.54	EV/EBITDA	30.63	27.94	13.85	7.79
EPS (元)	0.29	0.35	0.91	1.88					

数据来源：港澳资讯 公司公告 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
 增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

	北京	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼 (100037)	湖南省长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼 (410015)
电话：	(8610) 68584820	(86731) 85832351
传真：	(8610) 68584803	(86731) 85832380
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com