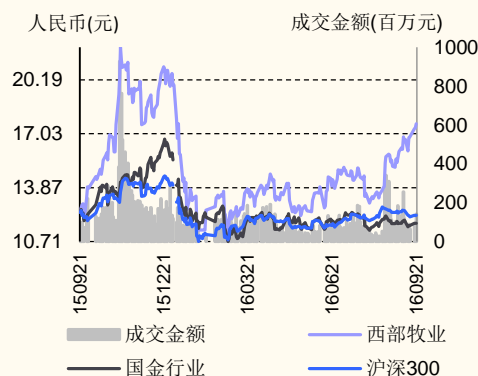


市场价格 (人民币): 17.61 元
 目标价格 (人民币): 21.00-21.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股) 210.30
 总市值(百万元) 3,721.56
 年内股价最高最低(元) 22.09/11.27
 沪深 300 指数 3266.64



原奶价格回暖，业绩有望扭亏为盈

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.137	0.141	-0.095	0.083	0.318
每股净资产(元)	3.86	3.98	4.83	4.91	5.23
每股经营性现金流(元)	-1.02	0.44	0.04	-0.87	-0.35
市盈率(倍)	91.99	140.96	-183.35	209.80	54.68
行业优化市盈率(倍)	99.24	125.24	101.76	101.76	101.76
净利润增长率(%)	-17.25%	2.77%	N/A	N/A	283.70%
净资产收益率(%)	3.55%	3.54%	-1.96%	1.69%	6.08%
总股本(百万股)	163.80	163.80	211.33	211.33	211.33

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **原奶价格回暖，新疆最大的奶源供应商直接受益：**由于国内原奶价格长期低位、跌无可跌，今年存栏量继续下滑或引发供给端下滑，叠加国外奶价上涨情绪，我们预计国内原奶价格将在明年进入上升周期。西部牧业作为新疆最大的规模牧场奶源供应商，将直接受益于原奶价格回暖，业绩有望扭亏为盈。
- **14 年引种小牛将于今年下半年进入泌乳期，原奶产量有望大幅上升：**目前公司自有奶牛 1.7~2 万头，下控牧场 2 万头。目前可以控制的奶源大概 300 吨/天。预计 14 年的引种小牛将于今年下半年陆续进入泌乳期，明年放量预计可以达到 450~500 吨/天，未来产能还将逐步释放。
- **下游花园乳业和西牧乳业调整再出发：**2015 年花园乳业、西牧乳业分别录得收入 3.16 亿元/7,950 万元，花园乳业利润率约为 3.1%，而西牧乳业由于前期改造时间过长，仍亏损。花园乳业和西牧乳业是新疆境内目前仅有的两家取得婴幼儿配方乳粉生产、销售经营许可的本地企业，未来婴幼儿奶粉的占比将成为西牧下游乳企主要的利润增长点。

核心假设

- 我们测算 2017 年生鲜乳价格达到 3.55 元/kg 左右可至西部牧业的盈亏平衡线。我们预计 2017 年生鲜乳价格可至 3.9 元/kg，对应生鲜乳收入 1.89 亿元，同比+454%。
- 我们预计参股奶牛将于 2016 年下半年陆续进入泌乳期，在满足下游花园、西牧的原料奶需求后，公司将对外销售生鲜乳。自产+合资合计产奶量 2016-2018 年分别估测为 8.96 万吨/15.9 万吨/21.5 万吨，而 2015 年生鲜乳产量约为 3.69 万吨，增量明显。

投资建议

- 我们预计 2016-2018 年西部牧业收入分别为 5.79 亿元/8.83 亿元/11.49 亿元，2016-2018 年归母净利润分别为-2,003 万/1,751 万/6,717 万，EPS -0.095/0.083/0.318 元，对应 PE-183/210/55 倍，考虑到西部牧业的原奶概念稀缺性，我们给予"增持"评级，目标价 21 元。

风险

- 自然灾害/原奶产量不及预期/食品安全风险。

于杰 分析师 SAC 执业编号: S1130516070001
 yujie@gjzq.com.cn

岳思铭 分析师 SAC 执业编号: S1130516080006
 yuesiming@gjzq.com.cn

申晟 联系人
 (8621)60230204
 shensheng@gjzq.com.cn

内容目录

全产业链布局的乳制品加工企业.....	3
兵团农八师下属的农牧一体化企业	3
下属子公司较多，收入结构复杂	4
新疆最大的规模牧场奶源供应商	5
收购乳制品加工企业进军下游，提高溢价能力	8
布局肉牛屠宰业务，站上牛肉进口风口	9
原料奶价格上涨对业绩的影响	10
自产生鲜乳盈利预测	10
乳制品盈利预测.....	11

图表目录

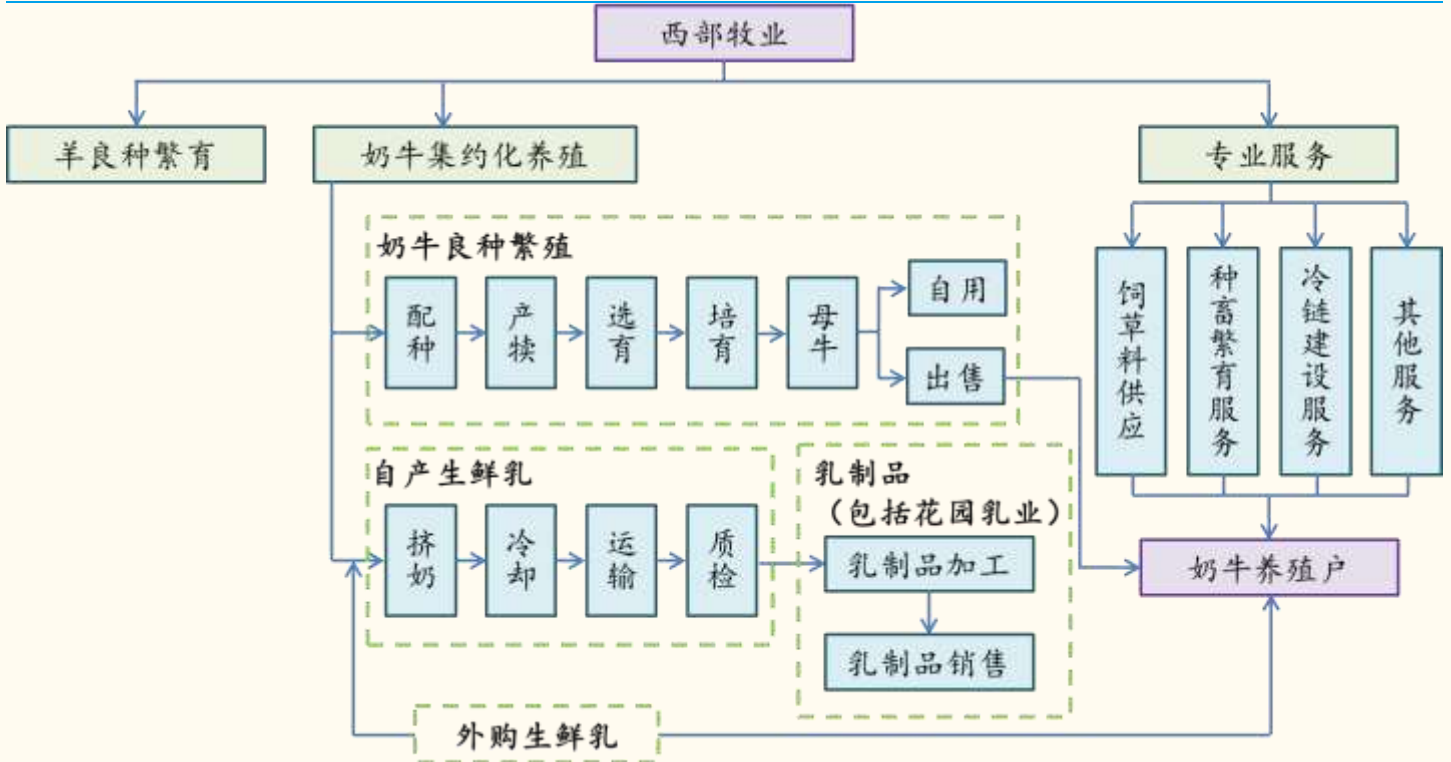
图表 1：西部牧业全产业链模式	3
图表 2：股权结构图	3
图表 3：西部牧业分产品收入（百万）	4
图表 4：西部牧业收入、利润增速（百万）	4
图表 5：西部牧业分部毛利.....	4
图表 6：西部牧业生鲜乳量（吨）	5
图表 7：奶牛养殖子公司	5
图表 8：奶牛养殖半年利润（万元）	6
图表 9：绿洲牧业收入利润情况（万元）	6
图表 10：玛纳斯西牧收入利润情况（万元）	6
图表 11：红光牧业收入利润情况（万元）	6
图表 12：呼图壁县西牧养殖收入利润情况（万元）	6
图表 13：准噶尔牧业收入利润情况（万元）	6
图表 14：2014 年 2 月参股建设的规模牧场	7
图表 15：泉牲牧业收入、利润（百万）	7
图表 16：花园乳业收入、利润率（百万）	8
图表 17：乳制品销量及单价.....	8
图表 18：一恒牧业收入预测.....	9
图表 19：肉牛进口原材料成本分析.....	9
图表 20：进口牛屠宰	10
图表 21：西部牧业自产、合资、外围牧场关系图.....	10
图表 22：自产生鲜乳预测	11
图表 23：乳制品预测	12

全产业链布局的乳制品加工企业

兵团农八师下属的农牧一体化企业

西部牧业成立于 2003 年，是新疆兵团农八师旗下企业，主要业务为乳制品加工、原奶销售、奶牛养殖等，拥有完整的乳制品产业链布局，同时从事种畜、饲料、分割肉销售等其他业务。公司于 2010 年 8 月在深交所创业板上市，目前总市值超过 30 亿。

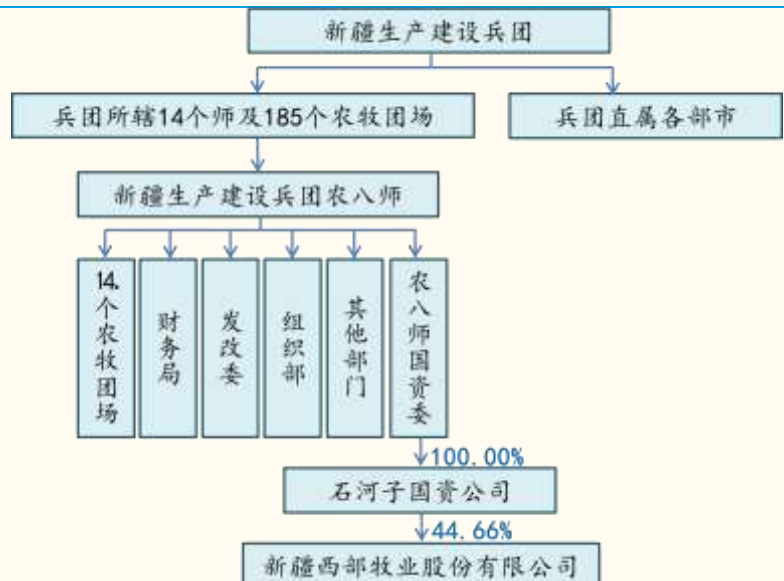
图表 1：西部牧业全产业链模式



来源：公司公告，国金证券研究所

股权结构：西部牧业实际控制人是农八师国有资产监督管理委员会，通过全资子公司石河子国有资产（集团）有限公司控股 44.66% 的股份。

图表 2：股权结构图

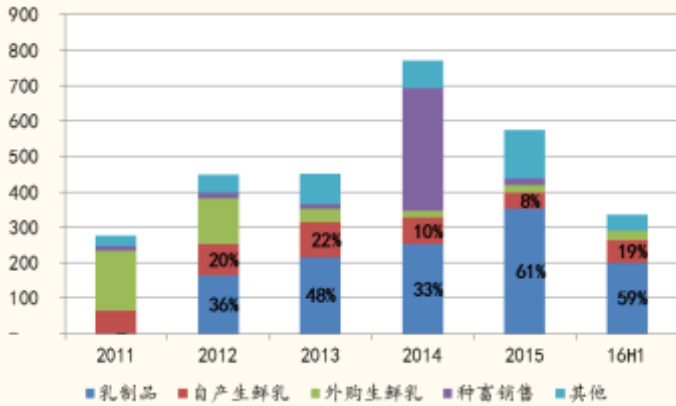


来源：国金证券研究所

下属子公司较多，收入结构复杂

公司 2015 年/2016H1 分别实现收入 5.99 亿元/3.36 亿元，同比-22.2%/-8.9%，主要是由于原奶价格下滑，导致种畜销售和原奶收入下滑所致，录得净利润分别为 2,311 万元/-2,666 万元。

图表 3：西部牧业分产品收入（百万）



来源：国金证券研究所

图表 4：西部牧业收入、利润增速（百万）



来源：国金证券研究所

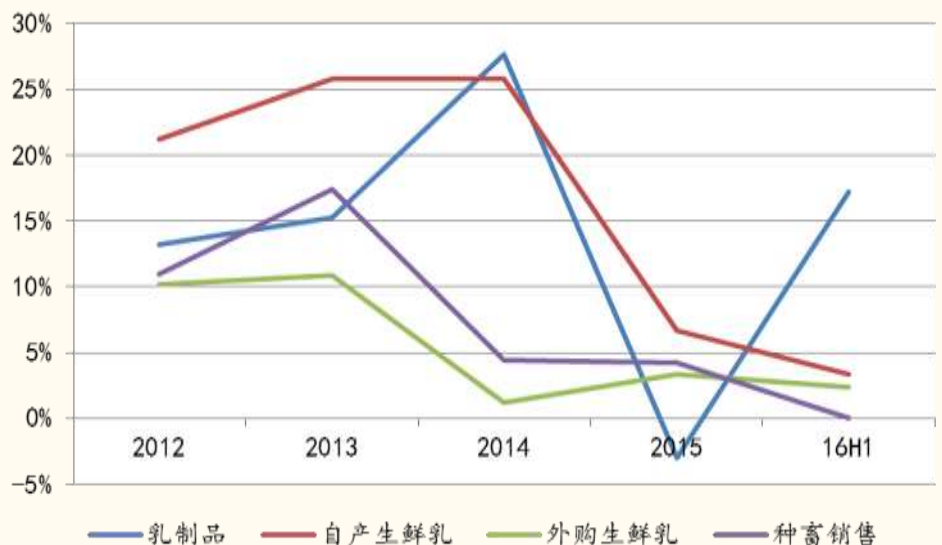
收入构成方面：

- 2011 年之前，外购生鲜乳业务是公司收入的主要来源，占比超过 50%
- 2011 年 11 月，西部牧业收购花园乳业 60% 股权，乳制品收入占比逐渐提升，2015 年约占总收入的 61%，2016H1 由于会计准则的调整，占比下滑。
- 而 2014 年公司通过参股（30%-50%）的方式共投资建设了多个规模化奶牛养殖有限公司，自产生鲜乳量也逐年提升，在 2015 年生鲜乳价格低谷期，贡献收入占比约为 8%，2016H1 占比约为 19%。

毛利润方面：

2016H1 乳制品贡献了 80% 的毛利，2015 年乳制品毛利的大幅下滑，主要是由于 2015 年 7 月，公司收购原石河子伊利乳业 100% 股权后，为其增加液态乳生产线（以前只是奶粉生产线），以及会计准则处理的变化，造成了乳制品毛利 2015 年的大幅下滑。

图表 5：西部牧业分部毛利



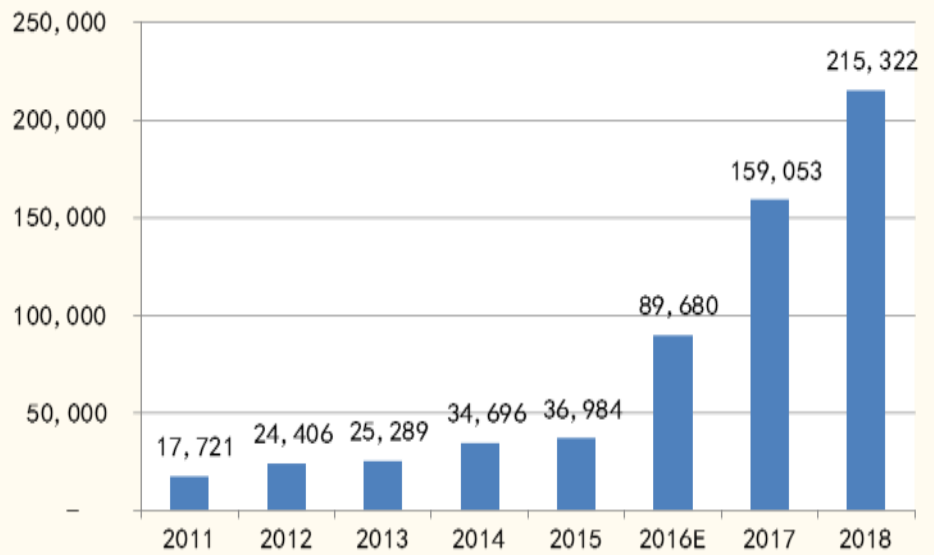
来源：国金证券研究所

新疆最大的规模牧场奶源供应商

公司自有奶牛 1.7~2 万头（全部控股牧场 9 个），下控牧场 2 万头（30%控股牧场 8 个,40%控股牧场 2 个，50%控股牧场 2 个，80%控股牧场 1 个），自有牧场目前每天产奶 120~150 吨，下控牧场的每天产奶约 100 吨左右，外围可控散户每天接近 100 吨（计入外购生鲜乳），目前可以控制的奶源大概 300 吨/天。主要客户包括天润、麦趣尔、蒙牛、娃哈哈、旺旺等。

西牧 2015/16H1 自产生鲜乳（包括自用、外销）分别为 36,984 吨/18,704 万吨，我们预计随着 14 年引入的小牛都能开始产奶，明年放量预计可以达到 450~500 吨/天，未来产能还将逐步释放。

图表 6：西部牧业生鲜乳量（吨）



来源：国金证券研究所

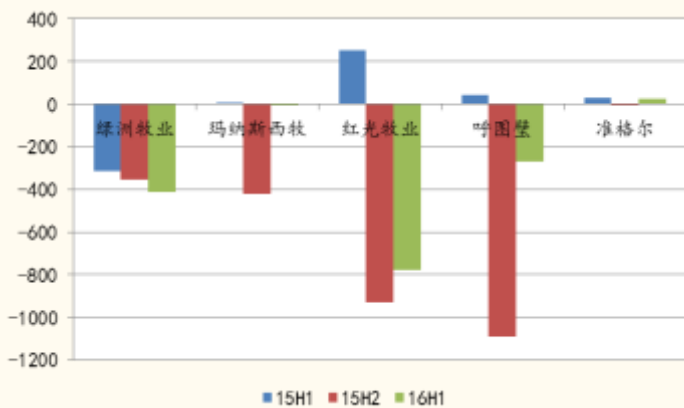
由于原奶价格从 2014H1 开始下滑，并持续低迷，西部牧业的奶牛养殖业务从 15H2 开始出现全面亏损，进入 2016 年后，随着西部牧业的内部积极调整，除了绿洲牧业外，其他子公司的亏损额环比都有所减少，准噶尔已在上半年扭亏为盈。

图表 7：奶牛养殖子公司

	收购/参股时间	2016H1 控股比例	2015 收入 (万元)	2015 利润 (万元)	16H1 利润 (万元)	主营业务描述
绿洲牧业	2009.4	100%	1,806	-670	-412	奶源供给伊利
玛纳斯西牧养殖	2009.7	100%	941	-418	-3	向肉牛养殖转型
呼图壁县西牧养殖	2010.12	100%	635	-1,049	-269	存栏约为 1,100 头
红光牧业	2010.12	65%	4,208	-680	-778	存栏约为 2,000 头
新疆西部准噶尔牧业	2011.7	37.13%	3,708	20	26	计入投资收益，存栏 5,000 头

来源：国金证券研究所

图表 8: 奶牛养殖半年利润 (万元)



来源: 国金证券研究所

图表 9: 绿洲牧业收入利润情况 (万元)



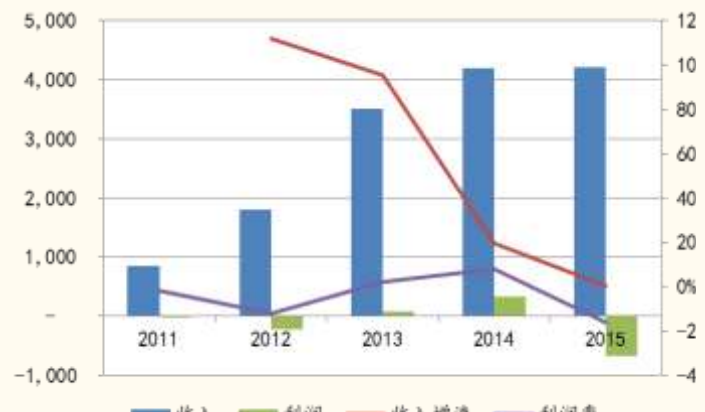
来源: 国金证券研究所

图表 10: 玛纳斯西牧收入利润情况 (万元)



来源: 国金证券研究所

图表 11: 红光牧业收入利润情况 (万元)



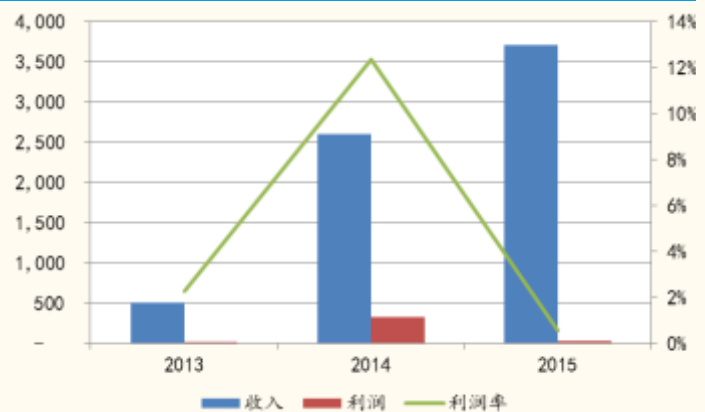
来源: 国金证券研究所

图表 12: 呼图壁县西牧养殖收入利润情况 (万元)



来源: 国金证券研究所

图表 13: 准噶尔牧业收入利润情况 (万元)



来源: 国金证券研究所

1. 陆续投资参股建设牧场

- 2014年2月, 西牧旗下全资子公司分别以参股方式投资建设3个2,000头、1个3,000头, 3个4,000头规模化奶牛养殖有限公司, 入股比例均为30%。

- 2014年12月，西牧旗下全资子公司以参股方式投资建设5个2,000头、2个1,000头规模化奶牛养殖公司，投资占比30%-50%。

图表 14: 2014年2月参股建设的规模牧场

存栏(头)	成母牛(头)	牛均产(吨)	鲜奶产量(吨)	销售母犊牛	育肥架子牛	建设期	静态投资回收期(含建设期)
2,000	1,200	8.5	8,160	240	720	1年	5.95年
3,000	1,800	8.5	12,240	360	1,080	1年	5.72年
4,000	2,400	8.5	16,320	480	1,440	1年	5.86年

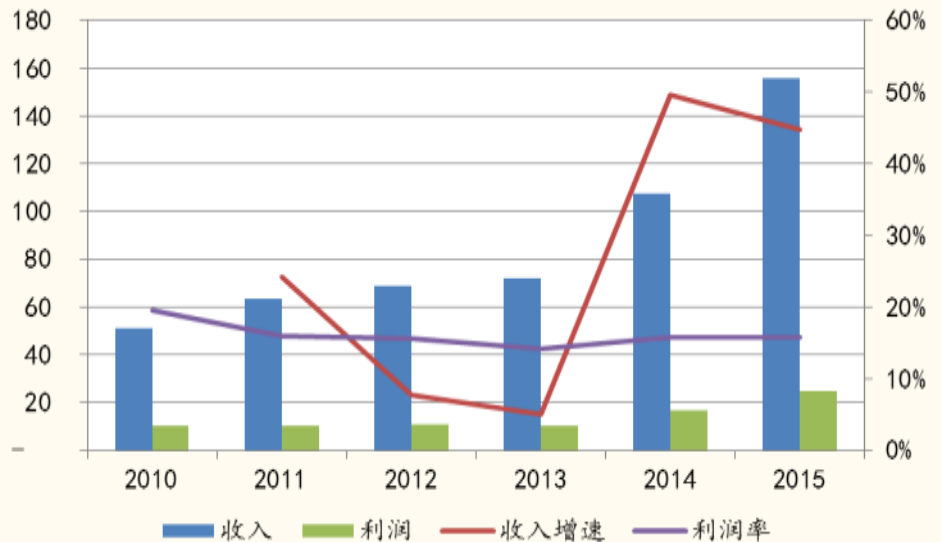
来源: 公司公告, 国金证券研究所 (成母牛比例占比60%, 全年泌乳牛占成母牛80%, 繁育率80%, 成年母牛淘汰率按20%计算)

2. 扩大饲料产能, 供给奶牛养殖

2014年9月, 公司以每10股配售不超过3股的比例向全体股东配售4,914万股, 募集资金2.53亿元, 用来建设“年产15万吨精饲料生产基地建设项目”(1.03亿元)及补充流动资金(1.5亿元), 项目建设期为一年, 第三年达产率就可达100%。据公告显示, 2014年西部牧业下属养殖场、合建牛场及农八师其他养殖场精饲料需求大38万吨, 而当时子公司泉牲牧业的产能仅6万吨。

泉牲牧业2015年分别录得收入1.55亿元/利润2,454万元, 分别同比上升44.7%/45.4%, 16H1录得利润2,687万元, 已经超过去年全年的利润收入。

图表 15: 泉牲牧业收入、利润(百万)



来源: 国金证券研究所

3. 原奶供销平衡产业链

天源奶业成立于2006年, 成立目的是合理分配、调剂农八师的奶源流向, 平衡乳企和养殖农场、农户的利益。2009年, 天源奶业的购销业务转给了西部牧业, 目前主要业务是鲜奶收购与销售、食用植物油。公司2015年之前一直亏损, 15年收入规模为1,178.9万元, 16H1扭亏为盈, 录得利润34.6万元。

收购乳制品加工企业进军下游，提高溢价能力

公司旗下共有两家乳制品加工企业，花园乳业和西牧乳业，分别持股 60%、100%。西部牧业于 2011 年年底收购花园乳业 60% 的股权，收购花园乳业是西部牧业扩张至下游的第一步。2012 年前，公司自产、外购合计约控制当地约 80% 的奶源，下游需求不佳时，原奶的销售就会遭遇压价、销售受阻的情况。收购花园乳业后，一方面可以自行消化部分奶源，提高利润率，同时提高原奶在当地的溢价能力。

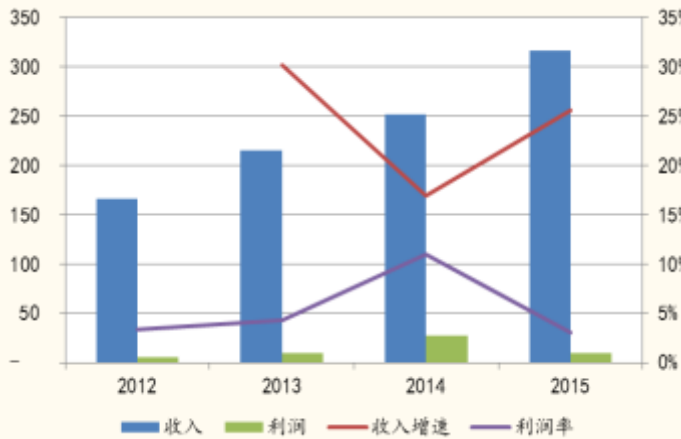
2015 年花园乳业、西牧乳业分别录得收入 3.16 亿元/7,950 万元，利润方面，花园乳业录得利润 969 万元，利润率约为 3.1%，而西牧乳业亏损。

1. 花园乳业

花园乳业成立于 1983 年，为疆内规模较大的乳制品企业之一，在当地具有较高的市占率。产品系列囊括奶粉、常温奶、巴氏奶、酸奶和乳饮料等 30 多个品种。公司液态乳年产能约为 4 万吨，其中高温奶 1.5 万吨，酸奶 9,000 吨，巴氏奶 1.6 万吨，奶粉约有 4,500 吨的产能。

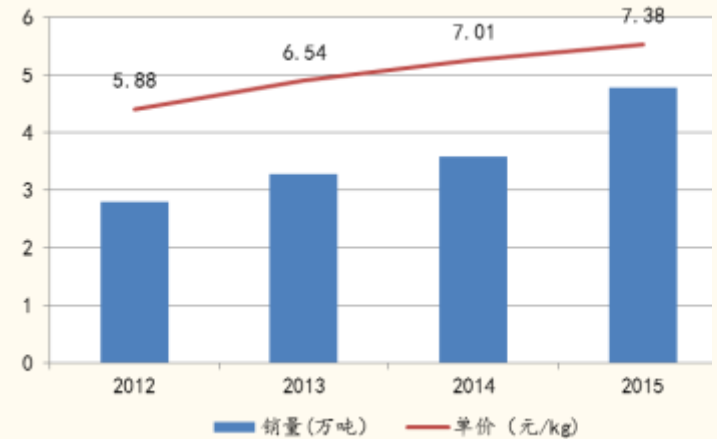
2015 年花园乳业收入约为 3.17 亿元，约占西牧 15 年收入的 52.7%，利润 969 万元，利润率约为 3.1%。2016H1 由于会计准调整，录得利润 715 万，同比下滑 62%。

图表 16：花园乳业收入、利润率（百万）



来源：国金证券研究所

图表 17：乳制品销量及单价



来源：国金证券研究所

2. 西牧乳业

2015 年 6 月西部收购石河子伊利乳业 100% 的股权（后改名为西牧乳业），原是伊利婴幼儿奶粉的生产线以及鲜奶收购企业，日处理鲜奶 200 吨，婴幼儿奶粉设计产能约为 1 万吨/年。西部牧业收购后，对公司的生产线进行改造，增加液态乳生产线，今年三月份新品陆续上市，2015 年录得收入 7,950 万，由于前期改造时间较长，15 年、16H1 西牧乳业依然亏损，亏损额分别为 1,970 万、1,504 万。

3. 婴幼儿配方乳粉

花园乳业和西牧乳业是疆内目前仅有的两家取得婴幼儿配方乳粉生产、销售经营许可的本地企业。未来按计划，花园乳业奶粉主要在疆内销售，西牧乳业奶粉主打疆外市场，以避免内部竞争。目前西牧乳业的婴幼儿奶粉已经上市，常温、低温液态奶也开始在疆内铺货，我们期望西牧乳业的业绩能逐步转好。

布局肉牛屠宰业务，站上牛肉进口风口

2015年8月，西部牧业与浙江一恒牧业股东签署协议，收购其40%的股权，用于“年进口10万头澳大利亚肉牛隔离屠宰项目”，布局肉牛进口风口。项目总投资1.7亿元，其中9,889万元用于在慈溪建设肉牛屠宰基地。浙江一恒牧业今年上半年已经开始盈利。

一恒牧业肉牛隔离屠宰项目主要是针对从宁波港进口澳大利亚肉牛提供配套屠宰服务。活体动物进境需要实施严格的动物检疫，国家质检总局对进境肉用活牛实施指定口岸入境、定点隔离检疫、定点屠宰的检疫模式。现在全国范围共有5个澳大利亚肉牛进口试点口岸，分别是宁波、潍坊、黄骅港、厦门、重庆，分别供应华东、华北、华中、华南、西南地区。

地理位置卓越：一恒牧业位于慈溪，项目建设的隔离场可容纳进口活牛12,500头，另外公司拟建设40头/小时屠宰能力的肉牛标准化屠宰生产线，公司年屠宰产能将超过10万头。慈溪背靠沪杭甬城市圈，居民消费能力高，将成为消化公司高档牛肉有力保障。

收入成本测算：收入方面，公告显示，若按每头500公斤保守估计，出肉率47%估算，每头牛の出肉量约为235公斤，按不同部位分割价格计算（高档肉120元/kg，优质切块60元/kg，一般肉30元/kg），每头收入约为12,750元，按10万头的产能预算，收入完全达产后每年可达12.75亿元。

图表 18：一恒牧业收入预测

	每头数量 (kg)	参考价 (元/kg)	每头收入 (元)	年总数量 (吨)	年总收入 (万元)
高档肉	21	120	2,520	2,100	25,200
优质切块	62	60	3,720	6,200	37,200
一般肉	123	30	3,690	12,300	36,900
分割碎肉	29	20	580	2,900	5,800
皮	1	310 (张)	310	100 (千张)	3,100
腹内脂肪	22	10	220	2,200	2,200
内脏	44	30	1,320	4,400	13,200
头蹄骨	78	5	390	7,800	3,900
合计	380		12,750	38,000	127,500

来源：公司公告，国金证券研究所

项目运营期间成本费用主要包括原材料、燃料动力费、人员工资、修理维护费、场地租金、管理费用、销售费用、研发费用和折旧摊销，项目达产年利润约为1.08亿元，税后利润8,113万元，按照40%的控股比例，西部牧业权益收益约为3,245万元。

图表 19：肉牛进口原材料成本分析

原材料成本项目	费用 (元/头)	备注
活牛采购价	5,300	建设单位与澳大利亚活牛意向供应商的采购意向
关税	530	10%关税
活牛检验检疫费用	265	采购价 5%
活牛损耗	265	采购价 5%
活牛采购商费用	530	采购价 10%
物流运输成本	2,000	
合计	8,890	

来源：公司公告，国金证券研究所

由于2016年夏天阴雨天气影响，公司慈溪兴建的屠宰场工期延长，我们预计2017年初第一批澳洲进口活牛可以到港进行屠宰，公司透露全年屠宰量要依靠下游市场开发情况决定。参考10万吨的活牛屠宰能力，如5年内达到满产，则假设2017/2018分别屠宰活牛20,000头和50,000头。公司在可研报告中披露该项目完全达产后理论净利率可达到8.61%，规模达到之前净利润率会有所

下调，则假设 20,000 头时净利率为 4.3%，50,000 头时净利率为 7.61%。按照公司 40%的权益，2017/2018 年，该项目将分别给公司贡献 439 万/1939 万元投资净收益。

图表 20：进口牛屠宰

	2017E	2018E
收入	255.00	637.50
头数	20000.00	50000.00
成本	177.80	444.50
毛利	77.20	193.00
净利率	4.30%	7.61%
净利	10.97	48.48
并表比例	40.0%	40.0%
实际贡献	4.39	19.39

来源：公司公告，国金证券研究所

由以上信息可以看到，公司涉及的业务较多，在其他业务中还包括葡萄籽精加工提取等。而从兵团的层面我们了解到，兵团未来的方向是希望将公司打造成疆内奶粉的领军品牌，公司作为新疆唯一一家拥有奶粉生产资质的企业凭借自身的强大原奶供给能力，有望以奶粉的形式将新疆的优质乳制品输入内地市场。而奶粉的销售需要强大的原奶供给能力，所以公司在战略上始终将保证原奶供给作为第一要务。

原料奶价格上涨对业绩的影响

由于从 2015 年到今年上半年，西部牧业的业绩的下滑主要是来自于生鲜乳价格的下滑所带来的自产生鲜乳以及种畜收入的下滑。国内原奶价格出现回暖的情绪，作为 A 股唯一对应的原奶标的，我们将着重从生鲜乳价格未来的走势来预测西部牧业未来的弹性。

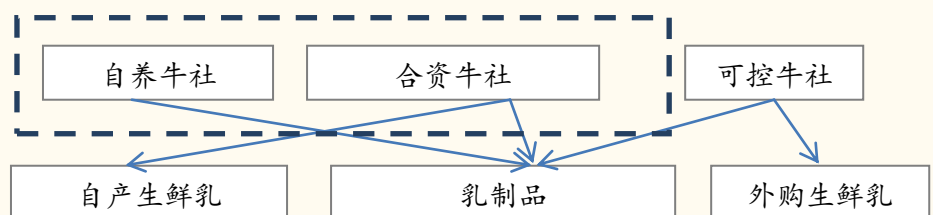
自产生鲜乳盈利预测

1. 基本情况

奶牛数：公司自有奶牛 1.7~2 万头，下控牧场 2 万头（30%控股牧场 8 个，40%控股牧场 2 个，50%控股牧场 2 个，80%控股牧场 1 个）。2014 年引种的牛是 16 个月的小牛，2016 年下半年将进入产奶的高峰期。

产奶量：自有牧场目前每天产奶 120~150 吨，下控牧场的每天产奶约 100 吨左右，外围可控散户每天接近 100 吨（计入外购生鲜乳），目前可以控制的奶源大概 300 吨/天。2014 年引种的牛是 16 个月的青年牛，引来配种后 2016 年下半年将进入产奶的高峰期，明年放量预计可以达到 450~500 吨/天，未来产能还将逐步释放，所有鲜奶的控制权都归西牧所有，西牧给合资牧场以及外围散户供给饲料，他们的牛奶都是以西牧作为统一出口。

图表 21：西部牧业自产、合资、外围牧场关系图



来源：国金证券研究所

2. 生鲜乳业绩弹性:

- 1) 假设西部牧业自有牛、外围牛存栏的比例以 10%左右的速度增长,该速率为正常牛群自然增长速率;
- 2) 我们以先满足毛利更高的下游乳企花园乳业、西牧乳业的原料奶需求来预计生鲜乳的销售量。
- 3) 2017/18 年的生鲜乳价格分别上升至 3.9 元/4.5 元每千克。
- 4) 公司参股牧场比例各不相同,每个牧场的牛数未披露,根据前文所述参股情况,假设合资牧场的利润有 40%归公司所有。

图表 22: 自产生鲜乳预测

	2015	2016E	2017E	2018E
自有牛 (万头)	1.7	1.9	2.1	2.3
成母牛/自有牛	40%	40%	60%	71%
泌乳牛/成母牛	70%	75%	76%	77%
泌乳牛 (头)	4,760	5,610	9,437	12,323
合资牛 (万头)	2	2.0	2.2	2.4
成母牛/合资牛	40%	40%	60%	71%
泌乳牛/成母牛	0%	70%	75%	76%
泌乳牛 (头)	-	5,600	9,960	13,009
权益占比		40%	40%	40%
泌乳牛占比	28.00%	28.97%	45.56%	54.10%
牛均产 (吨/年)	7.8	8.0	8.2	8.5
日产奶	101.33	172.05	301.51	408.16
自产+合资合计产奶		62,800	110,050	148,977
自产生鲜乳销量 (吨)	36,984	10,021	48,387	67,696
自产生鲜乳增速	6.6%	-72.9%	382.9%	39.9%
自产生鲜乳外销吨价 (元/kg)	3.40	3.40	3.90	4.50
自产生鲜乳收入 (百万)	44.2	34.1	188.7	304.6

来源: 国金证券研究所

注: 如前文所述, 合资牧场的牛奶统一以公司作为出口向市场销售, 所以公司披露的自产鲜牛乳销量是所有“自产奶+合资牧场奶”的销量, 而自产鲜牛乳的销售收入是仅可计入公司营收部分的销售收入。为了便于计算, 表 22 中 2016~2018 年的自产鲜牛乳销量更正为“自产奶+40%合资牧场奶”销量, 这也与下文自产鲜牛乳收入口径形成了统一。如此分析也很好的解释了正是因为两者数据口径不匹配, 2015 年销售 36984 吨自产鲜牛乳仅创造 4420 万元收入的疑惑。

乳制品盈利预测

西部牧业 2015 年共销售乳制品 4.8 万吨, 同比+33.2%, 销售单价为 7.38 元/kg, 同比+5.2%, 由于 2016 上半年的产品结构调整, 产品销量下滑-16.5%, 但吨价上升至 9.16 元/kg, 估计主要是由于婴幼儿奶粉占比的增加。

假设: 2016 年花园产量 UHT 占比 49%/酸奶占比 49%/奶粉占比 2%, 而奶粉的产量占比逐渐上升, 2018 年占比上升至 6%。(UHT 奶/酸奶/奶粉的原奶转化比例分别为: 1:1、1:1.5、1:8.7。)

图表 23: 乳制品预测

	2015	2016E	2017E	2018E
花园乳业收入	317	339	389	467
- 花园乳业收入增速	25.5%	7%	15%	20%
西牧乳业收入	80	119	179	233
- 西牧乳业收入增速		50%	50%	30%
分部抵消	-44	-50.35	-62	-77
乳制品总收入	352	408	506	623
总吨数(吨)	47,775	42,998	47,297	54,392
总吨数增速	33.2%	-10%	10%	15%
吨价 (元/kg)	7.38	9.48	10.70	11.45
乳制品毛利率	-3.0%	16%	20%	20%
理论用奶量(吨)		52,779	61,664	81,282

来源: 国金证券研究所

结论:

- 1) 我们测算生鲜乳价格达到 3.55 元/kg 左右可至西部牧业的盈亏平衡线。
- 2) 预计 2017 年的生鲜乳价格可至 3.9 元/kg, 对应生鲜乳收入 1.89 亿元, 同比+454%。
- 3) 预计参股奶牛将于今年下半年陆续进入泌乳期, 在满足下游花园、西牧的原料奶需求后, 公司将对外销售生鲜乳。自产+合资合计产奶量 2016-2018 年分别估测为 8.96 万吨/15.9 万吨/21.5 万吨, 而 2015 年生鲜乳产量约为 3.69 万吨, 增量明显。

图表 24: 生鲜乳价格敏感性分析 (人民币百万元)

假设生鲜乳价格	2017				2018			
	自产生鲜乳收入	总收入	净利润 (剔除进口肉牛业务)	EPS (剔除进口肉牛业务)	自产生鲜乳收入	总收入	净利润 (剔除进口肉牛业务)	EPS (剔除进口肉牛业务)
3.5 元/kg	169.35	863.7	-1.8	-0.01	236.93	1,081.8	-3.7	-0.02
3.6 元/kg	174.19	868.5	2.2	0.01	243.70	1,088.5	1.9	0.01
3.7 元/kg	179.03	873.3	6.2	0.03	250.47	1,095.3	7.6	0.04
3.8 元/kg	183.87	878.2	10.2	0.05	257.24	1,102.1	13.2	0.06
3.9 元/kg	188.71	883.0	14.2	0.07	264.01	1,108.8	18.8	0.09
4.0 元/kg	193.55	887.9	18.2	0.09	270.78	1,115.6	24.5	0.12
4.1 元/kg	198.38	892.7	22.2	0.11	277.55	1,122.4	30.1	0.14
4.2 元/kg	203.22	897.5	26.2	0.12	284.32	1,129.1	35.7	0.17
4.3 元/kg	208.06	902.4	30.2	0.14	291.09	1,135.9	41.4	0.20
4.4 元/kg	212.90	907.2	34.2	0.16	297.86	1,142.7	47.0	0.22
4.5 元/kg	217.74	912.1	38.2	0.18	304.63	1,149.5	52.6	0.25

来源:

我们预计 2016-2018 年西部牧业收入分别为 5.79 亿元/8.83 亿元/11.49 亿元, 2016-2018 年归母净利润分别为 -2,003 万/1,751 万/6,717 万, EPS 0.095/0.083/0.318 元, 对应 PE-183/210/55 倍, 考虑到西部牧业的原奶概念稀缺性, 给予“增持”评级。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	451	771	600	579	883	1,149	货币资金	94	143	182	200	200	200
增长率		70.9%	-22.2%	-3.5%	52.5%	30.2%	应收款项	66	207	294	293	446	581
主营业务成本	-375	-658	-567	-500	-734	-919	存货	383	560	565	500	734	919
%销售收入	83.1%	85.3%	94.4%	86.3%	83.1%	80.0%	其他流动资产	15	19	67	72	93	110
毛利	76	114	33	79	149	230	流动资产	559	928	1,108	1,064	1,473	1,810
%销售收入	16.9%	14.7%	5.6%	13.7%	16.9%	20.0%	%总资产	43.6%	53.1%	48.8%	45.4%	49.5%	51.0%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0	长期投资	49	88	283	283	283	283
%销售收入	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	固定资产	612	674	776	884	1,105	1,335
营业费用	-24	-30	-42	-32	-49	-63	%总资产	47.8%	38.5%	34.2%	37.8%	37.1%	37.6%
%销售收入	5.3%	3.9%	6.9%	5.5%	5.5%	5.5%	无形资产	61	59	100	107	114	121
管理费用	-27	-36	-44	-41	-57	-69	非流动资产	722	821	1,163	1,278	1,505	1,742
%销售收入	6.1%	4.6%	7.3%	7.0%	6.5%	6.0%	%总资产	56.4%	46.9%	51.2%	54.6%	50.5%	49.0%
息税前利润 (EBIT)	25	47	-52	7	43	98	资产总计	1,280	1,749	2,271	2,343	2,978	3,552
%销售收入	5.5%	6.2%	n.a	1.2%	4.9%	8.5%	短期借款	416	626	1,038	887	1,406	1,837
财务费用	-20	-32	-47	-36	-38	-55	应付款项	109	206	341	206	303	381
%销售收入	4.5%	4.2%	7.8%	6.2%	4.3%	4.8%	其他流动负债	-6	-1	14	3	5	6
资产减值损失	-2	-5	-17	-1	0	0	流动负债	519	831	1,393	1,096	1,714	2,223
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	29	87	70	70	70	71
投资收益	0	1	-1	0	4	19	其他长期负债	46	76	77	78	78	74
%税前利润	0.2%	3.0%	n.a	-0.5%	23.4%	27.0%	负债	593	994	1,539	1,244	1,862	2,368
营业利润	2	11	-117	-30	9	62	普通股股东权益	613	633	653	1,020	1,038	1,105
营业利润率	0.4%	1.4%	n.a	n.a	1.0%	5.4%	少数股东权益	74	122	79	79	79	79
营业外收支	29	22	134	10	10	10	负债股东权益合计	1,280	1,749	2,271	2,343	2,978	3,552
税前利润	31	33	18	-20	19	72	比率分析						
利润率	6.8%	4.3%	2.9%	n.a	2.1%	6.3%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-1	-2	3	0	-1	-5	每股指标						
所得税率	2.9%	6.5%	-19.7%	n.a	6.5%	6.5%	每股收益	0.232	0.137	0.141	-0.095	0.083	0.318
净利润	30	31	21	-20	18	67	每股净资产	5.237	3.863	3.984	4.828	4.910	5.228
少数股东损益	3	8	-2	0	0	0	每股经营现金净流	-0.289	-1.017	0.444	0.036	-0.869	-0.349
归属于母公司的净利润	27	22	23	-20.03	17.51	67.17	每股股利	0.000	0.000	0.065	0.000	0.000	0.000
净利率	6.0%	2.9%	3.9%	n.a	2.0%	5.8%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	4.44%	3.55%	3.54%	-1.96%	1.69%	6.08%
净利润	30	31	21	-20	18	67	总资产收益率	2.12%	1.29%	1.02%	-0.86%	0.59%	1.89%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	投入资本收益率	2.12%	3.02%	-3.40%	0.33%	1.54%	2.95%
非现金支出	59	65	80	76	84	94	增长率						
非经营收益	21	40	76	28	26	23	主营业务收入增长率	-6.15%	70.86%	-22.23%	-3.47%	52.48%	30.17%
营运资金变动	-144	-302	-104	-76	-310	-258	EBIT 增长率	-36.02%	92.60%	-210.2%	-112.9%	534.26%	127.64%
经营活动现金净流	-34	-167	73	8	-184	-74	净利润增长率	-14.32%	-17.25%	2.77%	N/A	N/A	283.70%
资本开支	-69	-111	-100	-181	-300	-320	总资产增长率	16.36%	36.61%	29.85%	3.16%	27.14%	19.26%
投资	-10	-40	-248	0	0	0	资产管理能力						
其他	0	0	0	0	4	19	应收账款周转天数	39.3	52.8	73.2	45.0	45.0	45.0
投资活动现金净流	-79	-151	-348	-180	-296	-301	存货周转天数	325.0	261.4	362.4	365.0	365.0	365.0
股权募资	2	40	0	388	0	0	应付账款周转天数	69.8	44.1	89.0	58.0	58.0	58.0
债权募资	166	317	391	-150	519	431	固定资产周转天数	484.2	309.3	461.0	482.7	324.9	259.2
其他	-22	7	-79	-47	-40	-57	偿债能力						
筹资活动现金净流	146	364	312	191	479	374	净负债/股东权益	50.91%	75.52%	126.51%	68.84%	114.27%	144.21%
现金净流量	33	46	37	18	0	0	EBIT 利息保障倍数	1.2	1.5	-1.1	0.2	1.1	1.8
							资产负债率	46.36%	56.83%	67.79%	53.09%	62.51%	66.67%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；

中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD