

国内牛良种繁育龙头企业

——天山生物新股点评

事件

天山生物（300313）首次公开发行A股，本次发行2,273万股，占发行后总股本9,091万股的25%。

评述

公司是我国最大的牛品种改良产品及服务提供商。公司主要产品为优质种公牛冻精，品种包括荷斯坦、褐牛、西门塔尔、夏洛来、安格斯等，包括奶牛、肉牛及乳肉兼用牛的主要品种。牛奶、犊牛等是公司从事良种繁育业务的副产品。2008-2011年公司冻精收入占比65%，毛利占比近90%。公司2010年农业部良种补贴项目牛冻精产品市场份额达到10.5%，位居全国前列，2010年、2011年入选农业部良种补贴项目的种公牛数量位居全国第一，公司市场已覆盖全国21个省、市、自治区等国内主要畜牧区域。

未来冻精需求量大，良种补贴政策促进行业需求。目前我国畜牧业良种覆盖率仅为50%，与欧美95%的良种覆盖率相比差距巨大，制约我国乳制品、肉制品产业的发展。我们认为良种覆盖率低的现状将使未来高品质冻精的潜在需求量大：（1）奶牛：目前我国奶牛存栏量1,260万头，奶牛单产4.8吨，根据规划，到2013年全国奶牛存栏达到1,500万头，奶类产量达到4,800万吨，成母牛平均单产水平提高到5.7吨，2015年优势区域奶牛存栏量达到1700万头，牛奶产量达到5400万吨。按每头牛补贴2剂冻精，则2013年奶牛冻精潜在市场需求3000万剂，2015年潜在市场需求超过3400万剂。（2）肉牛：目前我国内肉牛存栏量已超过一亿头，且良种率较低，按照其中能繁母牛为总存栏量的30%，每头母牛繁育需要2剂冻精估计，则每年需要肉牛冻精6000万剂，远高于目前奶牛冻精的市场需求量。国家自2005年开始良种补贴项目试点，2011年我国共发放种公牛冻精补贴3.2亿元，其中补贴奶牛896万头，肉牛600万头，国家对畜牧业良种补贴金额、范围、品种、标准呈逐年加大趋势。

种质资源是公司核心竞争力。公司目前拥有美国荷斯坦、褐牛、安格斯、蒙贝利亚、西门塔尔、夏洛来六个品种的种牛，种质资源丰富，特别是拥有美国荷斯坦种母牛460头，种公牛77头，涵盖北美13个家系，是目前国内美国奶牛品系最全的荷斯坦基因库，全国最为优质的北美荷斯坦活体种公牛供种基地之一；同时也是新疆地区褐牛改良的主要承担企业，国内品系最全的种公牛站之一。公司2010年、2011年良种补贴项目入选种公

天山生物
300313

首次 不评级

分析师：李其东

投资咨询执业证书编号：

S0630512010001

联系信息：

021-50586660-8590

liqd@longone.com.cn

日期

发布时间：2012年4月24日

分析时间：2012年4月24日

价格

合理价格区间：11.7元—13.65元

发行数据

发行前总股本：6,818万股

发行数量：2,273万股

发行价格：13元

发行日期：2012年4月17日

上市日期：2012年4月25日

公司估值

| | 2010 | 2011 | 2012E | 2013E |
|-----|------|------|-------|-------|
| EPS | 0.25 | 0.30 | 0.39 | 0.51 |

注：EPS为最新股本摊薄后数据

牛头数分别为 171 头、168 头，均居行业第一位。由于牛养殖行业养殖品种的多样性，良种繁育企业所拥有的优质种公牛种质资源将决定企业未来的市场空间。齐全的种公牛品种为公司的市场竞争与市场开拓打下了坚实基础，也获得了较为突出的比较优势。在目前国内无法从北美引进活体牛的情况下，公司拥有的北美活体种公牛、种母牛使公司具有自我繁育、改良北美荷斯坦牛的能力，公司在北美荷斯坦牛方面在国内具有不可复制的领先优势。

公司具先发与区域优势。由于历史原因，以前我国冻精生产单位多属国有事业单位体制，缺乏自主经营和开拓市场能力。公司自成立之日起即独立进行市场化运作，自主经营，自负盈亏，一直大力加强品牌宣传力度并增强服务质量，不断开拓市场和客户群，充分发挥公司机制灵活带来的营销能力优势。2004 年起公司开始组建销售队伍，开拓冻精市场，在立足新疆市场的同时，面向全国积极开拓冻精市场。经过多年努力，销售范围已覆盖了我国主要畜牧区域。同时新疆是我国五大畜牧区之一，是畜牧业传统优势区域，但近年来由于良种化进程缓慢，奶牛存栏量及奶牛单产量等指标增长较慢，低于全国水平。巨大的牛存栏量与较低的良种率使公司的产品及服务在新疆具有广阔的市场空间。

募投项目聚焦良种繁育业务，提升公司盈利能力。公司目前生产的冻精均为普通冻精，产品品种略显单一。性控冻精能够控制改良后代性别，迅速扩大奶牛良种覆盖率，可以满足牛养殖户尤其是大型牧场快速扩群的需要。通过牛性控冷冻精液生产与开发项目的实施，丰富公司冻精产品品种，提高公司生产规模，项目达产后每年将增加 45 万剂牛性控冻精产能，为公司带来新的利润增长点，增强公司盈利能力和抵御市场风险能力。畜牧良种繁育信息技术中心建设项目通过建立国内外优质奶牛、肉牛信息数据库，并开展牛后裔测定、DHI 测定和信息收集以及进行营养、冻精、繁殖、分子育种等方面的研究，有助于针对特定牛的基因状况，选配优质种公牛，增强公司良种繁育业务的核心竞争力。同时，项目建设有利于公司在良种繁育方面进行深入研究，依托公司产品和技术提供良种繁育相关技术服务，拓展公司的产业链，巩固和提高公司市场领先地位，推动公司可持续发展。

表 1：公司募投项目分析

| 项目名称 | 投资总额 (万元) | 财务内部 收益率 | 投资回 收期 | 建设 期 (年) | 达产后年均销售收 入(万元) | 达产后年均净利润(万 元) |
|----------------------|--------------|-------------|-----------|----------------|-------------------|------------------|
| 牛性控冷冻精液生产与开发项目 | 7,838.65 | 39.47% | 4.5 | 2 | 8,100 | 3,471.67 |
| 畜牧良种繁育信息技术中心建设 项目 | 3,604.54 | | | 2 | | |
| 其他与主营业务相关的营运资金 | | | | | | |

来源：公司招股说明书，东海证券研究所整理

盈利预测及投资建议：我们预测公司 2011-2013 年摊薄后的 EPS 分别为 0.30 元、0.39 元和 0.51 元，参考种业公司 12 年平均 28 倍的估值，考虑到公司作为 A 股首家畜牧“种子公司”，给予 12 年 30-35 倍的 PE 估值，合理的价格区间为 11.7 元—13.65 元。

风险提示：动物疫病风险；市场集中风险；良种补贴政策风险；税收优惠、政府补助风险。

表 2：未来三年利润表预测

| 利润表 (万元) | 2008A | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|-----------|---------|---------|---------|---------|----------|----------|
| 营业收入 | 2,230.4 | 3,370.7 | 5,251.8 | 7,548.5 | 11,521.1 | 15,394.1 |
| 营业总成本 | 1897.1 | 2255.3 | 3146.9 | 5196.0 | 8359.7 | 11186.1 |
| 营业成本 | 943.4 | 1518.8 | 2067.4 | 3305.3 | 5939.3 | 7952.4 |
| 营业税金及附加 | 0.0 | 0.5 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 销售费用 | 603.3 | 191.1 | 150.5 | 360.6 | 691.3 | 923.6 |
| 管理费用 | 325.7 | 527.9 | 824.8 | 1252.8 | 1728.2 | 2155.2 |
| 财务费用 | 13.0 | 14.0 | 103.5 | 175.0 | 0.0 | 153.9 |
| 资产减值损失 | 11.8 | 3.0 | 0.7 | 102.3 | 1.0 | 1.0 |
| 公允价值变动净收益 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 投资净收益 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 汇兑净收益 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 营业利润 | 333.3 | 1115.3 | 2105.0 | 2352.5 | 3161.4 | 4208.0 |
| 加： 营业外收入 | 264.6 | 111.7 | 314.1 | 648.1 | 500.0 | 500.0 |
| 减： 营业外支出 | 73.8 | 183.2 | 175.1 | 268.4 | 100.0 | 100.0 |
| 利润总额 | 524.2 | 1041.6 | 2244.0 | 2732.2 | 3561.4 | 4608.0 |
| 减： 所得税 | 12.9 | 2.2 | 0.0 | 29.7 | 0.0 | 0.0 |
| 净利润 | 511.3 | 1041.6 | 2244.0 | 2702.5 | 3561.4 | 4608.0 |
| 减： 少数股东损益 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 归属母公司净利润 | 511.3 | 1041.6 | 2244.0 | 2702.5 | 3561.4 | 4608.0 |
| 每股收益(元/股) | 0.06 | 0.11 | 0.25 | 0.30 | 0.39 | 0.51 |
| 每股净资产 | 0.47 | 0.87 | 1.11 | 1.41 | 1.80 | 2.31 |

资料来源：公司公告，东海证券研究所预测

作者简介

李其东：农林牧渔行业分析师，同济大学经济学硕士，2010年8月加盟东海证券。

评级定义

| | |
|--------|---------------------------------|
| 市场指数评级 | 看多——未来6个月内上证综指上升幅度达到或超过20% |
| | 看平——未来6个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间 |
| | 看空——未来6个月内上证综指下跌幅度达到或超过20% |
| 行业指数评级 | 超配——未来6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过10% |
| | 标配——未来6个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 |
| | 低配——未来6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过10% |
| 公司股票评级 | 买入——未来6个月内股价相对强于上证指数达到或超过15% |
| | 增持——未来6个月内股价相对强于上证指数在5%—15%之间 |
| | 中性——未来6个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间 |
| | 减持——未来6个月内股价相对弱于上证指数5%—15%之间 |
| | 卖出——未来6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过15% |

风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司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，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

分析师承诺“本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在利益关系”。本报告仅供“东海证券有限责任公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

资格说明

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

联系方式

| | |
|---------------------|----------------------|
| 北京 东海证券研究所 | 上海 东海证券研究所 |
| 中国 北京 100089 | 中国 上海 200122 |
| 西三环北路87号国际财经中心D座15F | 世纪大道1589号长泰国际金融大厦11F |
| 电话：(8610) 66216231 | 电话：(8621) 50586660 |
| 传真：(8610) 59707100 | 传真：(8621) 50819897 |