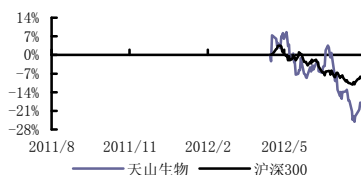


农业 - 农业服务

2012 年 8 月 12 日

市场数据	2012 年 8 月 10 日
当前价格 (元)	12.58
52 周价格区间 (元)	11.54-16.72
总市值 (百万)	1143.65
流通市值 (百万)	285.94
总股本 (百万股)	90.91
流通股 (百万股)	22.73
日均成交额 (百万)	38.82
近一月换手 (%)	135.17%
Beta (2 年)	
第一大股东	天山农牧业发展有限公司
公司网址	http://www.tsbulls.net

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
天山生物	-9.50%	-24.49%	0.00%
沪深 300	-0.29%	-9.69%	-15.03%

李云光

执业证书号: S1030512040001  
(0755) 83199599-8145

liyg@csc.com.cn

本公司具备证券投资咨询业务资格

## 分析师申明

本人, 李云光, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 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。

## 短期补贴减少利润下滑, 长期仍是冻精服务龙头

—天山生物 (300313) 2012 年中报点评

评级: 增持 (首次给予)

预测指标	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入 (百万元)	75	92	113	143
净利润 (百万元)	27	27	39	48
每股收益 (元)	0.30	0.30	0.43	0.53
净利润增长率%	20%	1%	44%	23%
每股净资产 (元)	1.30	4.69	5.12	5.66
市盈率	42.32	41.84	29.03	23.65
市净率	9.66	2.68	2.46	2.22
EV/EBITDA	45	45	40	32

资料来源: 世纪证券研究所

- **收入小幅增长, 补贴减少导致利润同比下滑。**2012 年 1-6 月份, 公司营业收入 3302 万元, 同比增长 19.96%, 归属上市公司股东净利润为 630 万元, 同比下降 14.15%。其中, 普通冻精收入同比增长 51.06%, 收入占比为 42.87%, 毛利率为 84.32%; 性控冻精收入同比增长 32.63%, 收入占比为 25.72%, 毛利率为 55.33%, 两项产品合计贡献毛利 82%, 扣除非经常性损益后净利润同比增长 86.08%。去年公司收到政府上市补贴资金 400 万左右, 本期无此项补贴, 导致公司净利润同比出现下滑。
- **牛群结构趋于合理、主营业务保持稳定。**2012 年公司入选农业部良种补贴项目种公牛数量为 140 头, 在 43 家拥有投标资格的企业中排名第二, 入选数量比去年减少 28 头, 主要原因是公司在逐步加大荷斯坦奶牛入选量的同时, 加快扩大肉牛的入选量及入选品种, 主动淘汰了区域性品种 35 头褐牛数量, 主动优化牛群结构。
- **布局进口冻精高端市场、保持行业领先地位。**进口冻精、胚胎价格较高, 为分享高端市场份额, 丰富公司产品线, 2012 年上半年, 公司设立两家中外合资公司, 7 月已获得工商行政审批。开始积极拓展进口冻精市场, 2012 年对公司整体影响不大, 2013 年开始贡献收入, 上市募投项目将于 2014 年投产, 未来发展值得期待。
- **盈利预测:** 考虑未来行业需求空间巨大以及公司自身竞争优势, 我们认为未来几年公司业务仍能保持快速增长。截止 6 月 30 日, 公司消耗性生物资产存栏数 1532 头, 比年初 1346 头净增加 186 头, 增幅为 14%。我们预计公司 2012-2014 每股收益分别为 0.30 元、0.43 元、0.53 元, 对应 2012 年 8 月 10 日收盘价, 市盈率分别为 41.84X、29.03X、23.65X, 综合考虑给予“增持”投资评级。
- **风险提示:** 政府采购减少、产品质量、动物疾病

**收入小幅增长，政府补贴减少导致利润下滑**

2012 年 1-6 月份，公司营业收入 3302 万元，同比增长 19.96%，归属上市公司股东净利润为 630 万元，同比下降 14.15%，每股收益 0.083 元，同比下降 23.15%。

2011 年上半年，公司扣除非经常损益后主营业务净利润为 340.5 万元，2012 年公司由于政府招标提前，冻精产品收入同比增长 43.58%，毛利率同比上升 4.47%，公司主营业务实现净利润 633.7 万元，扣除非经常性损益净利润同比增长 86.08%。去年公司收到政府一次性上市补贴资金 400 万左右，本期无此项补贴，本期计入政府补贴大幅减少，导致公司净利润同比出现下滑。

分产品来看：冻精业务、牛奶销售以及牛羊肉销售是公司三大主要业务，三者合计收入占比为 97.4%。

**冻精业务。**公司主营业务冻精收入为 2265 万元，收入占比达 68.6%，同比增长 43.58%，公司主营业务继续保持快速增长。其中普通冻精收入 1415 万元，同比增长 51.06% 产品毛利率为 84.32%，同比提升 2.6 个百分点；性控冻精收入 849 万元，同比增长 32.63%，产品毛利率 55.33%，基本与去年同期持平。公司冻精业务主要销售方式是政府招标采购，在时间分布上具有较大波动，过去三年政府招标采购占公司冻精销售的比例高于 80%。

**牛奶销售。**牛奶是公司养殖过程中的副产品，上半年实现收入 438 万元，同比下降 22.08%，主要原因是公司奶牛出现群体性乳房炎导致产量下降，乳房炎是奶牛常见病，经过治疗后对后续生产影响不大。上半年全国鲜奶收购价格基本稳定，但饲料价格过快上涨导致公司牛奶业务毛利率为-25.33%，同比下滑 33.51%。

**牛羊肉销售。**上半年，牛、羊肉分别销售 228 万元和 285 万元，虽然牛羊肉价格同比有所上涨，但公司育肥牛屠宰方式从外购活体直接屠宰转为自行繁育与外购架子牛育肥相结合的方式进行的屠宰，同时因受饲料价格及架子牛收购价上涨的影响，导致公司育肥牛成本较高，同时因公司部分牛产品尚在推广阶段且价格较低，导致牛产品毛利率为-7%，同比下降 21.71%。

从产品销售区域来看，公司产品销售主要以新疆市场为主，新疆是我国重要的畜牧生产区，奶牛饲养量占到全国 20%，公司是当地主要的冻精提供者，上半年公司在新疆销售 2989 万元，占全部收入的 90.5%。

### 牛群结构趋于合理、主营业务保持稳定

进入农业部良种补贴项目种公牛数量是影响政府采购规模的重要依据，2010 年、2011 年公司入选数量分别为 171 头和 168 头，连续两年排名第一。2012 年公司入选农业部良种补贴项目种公牛数量为 140 头，在 43 家拥有投标资格的企业中排名第二，第一名为河南鼎元种牛育种有限公司，中标数量为 146 头，公司中标数量仍保持行业领先水平。

入选数量下降主要原因是公司优化牛群结构。上半年公司在逐步加大荷斯坦奶牛入选量的同时，加快扩大肉牛的入选量及入选品种，主动淘汰了区域性品种褐牛的数量。经过结构调整，使得公司的种公牛群结构逐步趋于合理，进一步提升了产品的盈利能力，结构调整导致公司入选农业部良种补贴项目种公牛的数量有所下降。

Figure 1 公司入选农业部良种补贴项目情况

品种	2010	2011	2012
荷斯坦	53	56	63
西门塔尔	41	41	35
褐牛	74	62	27
夏洛莱	3	5	8
利木赞	-	-	1
安格斯	-	4	6
小计	171	168	140
排名	1	1	2

资料来源：公司报告 世纪证券研究所

### 布局进口冻精高端市场、保持行业领先地位

**布局进口冻精高端市场。**随着我国良种繁育的快速发展，国际知名公司开始纷纷进入国内市场，目前冻精市场仍以国内冻精为主，市场份额超过 80%，但进口冻精业务正快速发展。由于进口冻精、胚胎价格较高，为分享高端市场份额，丰富公司产品层次，公司积极通过合资设立子公司来布局进口业务，使进口业务成为公司良种繁育业务的有益补充。

2012 年 6 月 18 日，公司与北京田园奥瑞生物科技有限公司、信维力、关彦虎共同出资在北京设立控股子公司，新设公司注册资本 600 万元，其中公司以自有资金出资人民币 390 万元，占注册资本的 65%。新设公司将主要致力于进口冻精业务经营及未来国内选育验证公牛培育计划。2012 年 7 月 27 日，新公司已取得北京市工商行政管理局核准公司名称为“北京天山凯风畜牧科技有限公司”。

2012 年 7 月 18 日，公司与德国诺丁林种畜基因产品公司共同出资设立控股子公司，新设公司注册资本 500 万元，其中公司以自有资金出资人民币 350 万元，占注册资本的 70%，新设公司主要业务为牛冻精、胚胎、活体种牛的进口和销售；牛育种；奶牛 DHI；饲养技术咨询服务。截止 2012 年 8 月 8 日，新公司已取得新疆维吾尔自治区工商行政管理局核准公司名称为“新疆新诺生物科技有限责任公司”。

**募投项目仍处于建设期，2014 年有望建成投产。**公司 2012 年 4 月 25 日登陆创业板，公开募集资金 2.6 亿元，用于“牛性控冷冻精液生产与开发项目”和“良种繁育信息技术中心建设项目”。截止 6 月 30 日，该项目引进 10 头荷斯坦验证公牛，累计投入 300 万元。募投项目在未来两年仍处于建设期，预计在 2014 年 6 月份可以投入使用，在投产之前对公司整体经营不会产生明显影响。

**扩大种羊冻精业务，丰富公司产品线。**羊肉是新疆当地主要的肉食消费品种，《新疆农牧业现代化建设规划纲要 2011-2020》把羊肉产业作为四大优势产业加以扶持，计划在 2015 年之前新增出栏肉羊 1000 万只。公司抓住机遇，扩大种养业务，进一步丰富产品线。2012 年 8 月 9 日，公司宣布利用超募资金 2500 万元扩建高产种羊养殖项目，项目预计在 2016 年达产，每年可提供 200 万剂优质种羊冻精、胚胎 3000 枚，预计每年可增加收入 3000 万元。

## 投资评级与盈利预测

**未来冻精行业需求巨大。**目前我国人均奶类消费量为 32.4 千克，不到全球平均水平的三分之一，2011 年我国奶牛存栏量达到 1440 万头，奶类产量为 3810 万吨。随着人口增长以及生活水平的提高、学生奶工程推广以及农村市场的启动，未来奶业市场仍将保持快速增长。而奶牛

的产量提升是主要的发展方向，我国奶牛平均单产 4.8 吨，为发达国家平均水平的 50% 左右，提升奶牛单产的主要方式是进行品种改良，为国内冻精市场提供了巨大的增长空间。

**公司具有明显的竞争优势。**公司是我国最大的牛品种改良产品及服务提供商之一。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一，2012 年排名第二，仍保持领先地位。

**公司增长看疆外市场拓展和进口产品推广。**公司市场已覆盖国内主要畜牧区域，依托新疆市场的技术优势和品牌优势，未来主要拓展内蒙古、河北、黑龙江、山东等全国重点奶牛养殖区。公司快速布局进口冻精市场，在抢占高端市场份额的同时，通过与国外知名育种公司深入合作，提升在品种选育、冻精技术研究方面的科研水平。

结合未来行业发展以及公司自身竞争优势，我们认为未来几年公司业务仍能保持快速增长，目前公司经营稳定、财务状况良好、费用控制合理。截止 6 月 30 日，公司消耗性生物资产存栏数 1532 头，比年初 1346 头，净增加 186 头，增幅为 14%，生物性资产存栏增加保证公司主营业务继续拓展。

假定公司未来三年仍保持 10% 左右的政府采购市场份额，我们预计公司 2012-2014 每股收益分别为 0.30 元、0.43 元、0.53 元，对应 2012 年 8 月 10 日收盘价，市盈率分别为 41.84X、29.03X、23.63X，综合考虑给予“增持”投资评级。

Figure 2 公司盈利预测

重要财务指标	单位: 百万元			
主要财务指标	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	75	92	113	143
收入同比 (%)	44%	22%	23%	27%
归属母公司净利润	27	27	39	48
净利润同比 (%)	20%	1%	44%	23%
毛利率 (%)	56.2%	52.0%	51.5%	55.0%
ROE (%)	22.8%	6.4%	8.5%	9.4%
每股收益 (元)	0.30	0.30	0.43	0.53
P/E	42.32	41.84	29.03	23.65
P/B	9.66	2.68	2.46	2.22
EV/EBITDA	45	45	40	32

资料来源：公司报告 世纪证券研究所

## 风险提示

公司主要为奶牛提供品种改良所需冷冻精液，具有较高的技术要求和产品质量要求，公司具有政府采购投标资格，表明公司产品质量稳定，但仍有可能发生产品质量风险，导致未能进入政府采购名单，将会对公司正常经营产生重大不利影响。另外，公司具有一定规模的奶牛存栏量，规模化养殖有集中爆发疫病的风险，也可能会对公司产生负面影响。

---

**世纪证券投资评级标准:**

---

---

**股票投资评级**

---

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

---

**行业投资评级**

---

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

---

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和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.