

西部牧业（300106）半年报点评：

上半年业绩低于预期，预计下半年业绩会强于上半年

分析师：罗柏言

执业证书编号：S0300513060001

Email: luobaiyan@lxzq.com.cn

日期：2013年9月2日

www.lxzq.com.cn

事件：

公司发布2013年中报，报告期内公司实现营业收入28053.9万元，同比增长16.7%，归属于上市公司股东的净利润1617.3万元，同比增长3.69%，归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润1344.8万元，同比下降7.44%，实现基本每股收益0.14元。

点评：

1、毛利率下滑导致业绩不及预期，预计下半年业绩会强于上半年。虽然公司自养牛开始进入集中泌乳期，新合并花园乳业的快速增长也大幅增大了销售收入，但是饲料原料价格上涨以及合并花园乳业主营成本导致上半年公司营业成本增长的更快，销售毛利率同比下降1.39个百分点。而且由于花园乳业产品结构中低端液态乳占比太大，而中高端的巴氏奶和奶粉占比很小且正处于市场开拓期，所以花园乳业毛利率不仅低于行业平均水平，而且上半年乳制品毛利率还同比减少2.81个百分点。毛利率下滑特别是乳制品毛利率下滑是公司上半年业绩低于预期的主要原因。

不过，截至上半年末公司奶牛存栏数达到了1.2万头以上，预计年底会超过1.3万头，从自产奶牛的增加时点和牛犊成长周期来推断，从2013年开始的未来几年公司自产生鲜乳将进入集中释放期。而今年五、六月份，公司通过与生鲜乳收购企业多次谈判，最终上调了生鲜乳销售价格，提价对公司业绩的影响将在下半年充分体现。此外，花园乳业已正式具备生产婴幼儿配方乳粉的资格，“巴氏杀菌奶”也已推向市场并全面供应乌鲁木齐和石河子地区，随着高端乳制品的推出，下半年公司乳制品的毛利率预计将有所提升。综合以上因素我们预计下半年业绩会强于上半年。

2、进军乳粉行业，在疆内将稳占一席之地。新中国成立以来我国已经经历三次生育高峰，分别是上世纪50年代，1963年到1976年，1986年到1990年，如果第三次生育高峰的人大部分在25—30岁结婚生子，那么从2012年开始我国将迎来第四轮生育小高峰。过去几年我国新生儿出生率在11%以上，而2012年达到12.1%，未来几年我国新生儿数量将维持在1600万以上，而且这一趋势有望持续到2015年，第四轮人口生育高峰的到来将推动我国婴幼儿食品行业步入黄金发展期。而从年初至今一系列的整合收购事件，特别是九部委联合下发的《关于进一步加强婴幼儿配方乳粉质量安全工作的意见》，以及即将批复的《推动婴幼儿配方乳粉行



业企业兼并重组工作方案》可以看出，政府将进一步加强乳粉质量监管，提高行业集中度，鼓励具有品牌、规模、自建自控奶源的乳粉企业快速做大做强。虽然西部牧业是乳粉行业的新进入者，但凭借公司的奶源优势和新疆独特的地域特色，未来有望在疆内乳粉市场占据一席之地，并充分分享行业的成长性。

3、下调公司至“持有”评级。经过测算，我们下调公司 2013—2015 年的业绩分别为 0.33 元、0.49 元、0.66 元，对应 PE 分别为 56X、37X、28X。尽管公司下半年业绩将好于上半年，乳制品结构中高端品占比将提升，牛肉价格有望继续维持高位且肉牛出栏量也将明显增长，但鉴于目前公司估值较高，解禁压力较大且公司股价已经达到我们之前预测的 18.6 元的目标价，所以我们下调公司至“持有”的投资评级。

4、主要风险提示：1、首发原股东限售股解禁；2、巴氏奶、乳粉市场开拓缓慢；3、当地爆发疫情或自然灾害；4、食品安全问题。

图表 1 公司盈利预测（万元）

	2011 年 A	2012 年 A	2013 年 E	2014 年 E	2015 年 E
营业收入	31469.98	48103.89	51989.18	63747.48	74863.05
增速	6.81%	52.86%	8.08%	22.62%	17.44%
营业成本	26314.98	40802.82	43597.84	52655.12	61010.53
毛利率	16.38%	15.18%	16.14%	17.40%	18.50%
销售费用	331.8572	1204.164	1322.992	1622.21	1905.073
管理费用	1298.59	2190.521	2013.286	2468.627	2899.079
财务费用	148.9383	1067.135	1866.143	2288.205	2687.197
营业利润	3137.408	2733.517	3115.014	4622.696	6254.747
利润总额	3864.864	3120.096	3893.441	5777.887	7817.78
所得税	2.2521	71.7625	89.54953	132.892	179.8097
归属母公司净利润	3826.105	3172.096	3826.105	5677.96	7682.573
增速	12.02%	-17.09%	20.62%	48.40%	35.31%
EPS（元）	0.33	0.27	0.33	0.49	0.66

数据来源：公司公告，联讯证券投资研究中心

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。

本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对基准指数涨幅介于-5%以上。

行业投资评级标准

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

风险提示

本报告由联讯证券有限责任公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。