



肉牛项目或促公司新爆发，兵团改革亦可期

投资要点

- **肉牛行业供需失衡，现存缺口成就未来发展空间。**（1）在消费层面，2014 年我国表现人均牛肉消费量为 5.3 千克，近六年保持递增趋势；牛肉占肉类比也已突破 4%，但在人均消费量上仍与其他国家至少存在一倍的差距。（2）在供给层面，我国基础母牛存栏量低且价格持续上涨，导致我国肉牛存栏量增速不及出栏量，存栏绝对数呈下降趋势，随之导致最近十年我国的牛肉行业供给增速十分缓慢，呈现供给紧缺现象，牛肉价格在五年内翻了一倍。进一步的，我国牛肉从净出口转变为净进口近 30 万吨，且今年开放澳洲活肉牛进口，补充国内牛肉供应。综合国内牛肉供需失衡、国内外价格倒挂的现状，走私愈发盛行，弥补了市场 200 万吨左右的缺口。（3）在养殖成本方面，2014 年，我国散养肉牛养殖成本中仔畜费和饲料费占比分别达 74.3%、24.1%，且仔畜费有逐年提高的趋势。
- **双主线发展，肉制品线或成利润爆发点。**从收入结构上来看西部牧业的核心主业是乳制品生产与销售，且今年上半年营收 1.84 亿元，占营收的 50%，贡献毛利 75%。随着明年公司旗下西牧乳业的产能释放，业绩将有大幅度的增长。另外，公司在发展乳制品线的时候，肉制品线也将成为公司发展的重点，并可能成为公司未来最大的利润增长点。今年 8 月，公司与浙江一恒牧业股东签署协议，取得对方 40% 的股权，共同实施“年进口 10 万头澳大利亚肉牛隔离屠宰项目”。项目总投资 1.7 亿元，其中建设投资 9889 万元。该项目计划在慈溪建隔离场（容纳：12500 头）、屠宰场（效率：40 头/小时）等，产能弹性较大。目前，该项目正在建设中，预计明年中旬实现肉牛进场。经测算，预计每头活牛贡献毛利约为 3860 元。
- **兵团国资改革待出台，未来值得期待。**西部牧业控股股东为石河子国有资产经营有限公司，持股比例为 44.32%，该公司隶属于新疆生产建设兵团第八师。农八师是新疆生产兵团下属农业师，是兵团各单位中最大的经济联合体，国民生产总值占兵团的四分之一。目前，公开信息显示新疆国企改革兵团国资改革方案已经制定完成，兵团旗下拥有 13 家上市公司，总市值 600 多亿，我们认为这 13 家公司可能会成为国有资产整合和合并的标的。西部牧业作为其中之一，且是农八师旗下唯一的农业上市公司运作平台，将大概率实现优质资产的注入。
- **估值与评级：**我们预计公司 15-17 年 EPS 分别为 0.18 元、0.48 元和 0.7 元，对应 PE 为 107 倍、41 倍和 28 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。
- **风险提示：**肉牛项目进展或不达预期，肉牛进口政策风险，牲畜疫病风险，奶价风险。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入（百万元）	771.38	651.24	900.47	1097.98
增长率	70.86%	-15.58%	38.27%	21.93%
归属母公司净利润（百万元）	22.49	30.21	78.42	114.27
增长率	-17.25%	34.35%	159.57%	45.71%
每股收益 EPS（元）	0.14	0.18	0.48	0.70
净资产收益率 ROE	4.08%	4.83%	9.89%	12.38%
PE	144	107	41	28
PB	4.30	4.11	3.71	3.29

数据来源：Wind，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：熊莉

执业证号：S1250514080002

电话：023-63786278

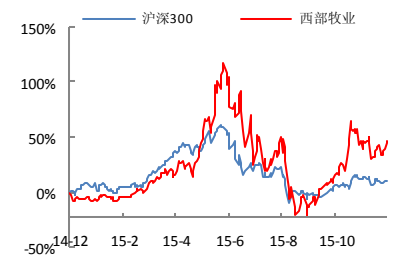
邮箱：xiongli@swsc.com.cn

联系人：谢芝优

电话：021-68415832

邮箱：xzy@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：西南证券

基础数据

总股本(亿股)	1.64
流通 A 股(亿股)	1.62
52 周内股价区间(元)	10.6-29.82
总市值(亿元)	32.47
总资产(亿元)	19.05
每股净资产(元)	3.98

相关研究

目 录

1. 肉牛行业供需失衡，现存缺口成就未来发展空间	1
1.1 消费呈逐年递增之势，需求仍有巨大开发空间	1
1.2 供给短缺而价格高企，显增长背后的走私利益	2
1.3 规模化程度有待提高，仔畜与饲料为成本中心	6
2. 双主线发展，肉制品线或成利润爆发点	9
3. 兵团国资改革待出台，未来值得期待	10
4. 盈利预测与投资建议	11

图 目 录

图 1: 2006-2014 年我国表观人均牛肉消费量及其增速情况	1
图 2: 我国农村居民人均牛肉消费占比情况	1
图 3: 各国人均牛肉消费量对比	1
图 4: 2009-2014 年我国肉牛出栏与存栏情况	2
图 5: 1980-2014 年我国牛肉产量（万吨）	3
图 6: 2008-2014 年我国牛肉产量占肉类比例	3
图 7: 2008-2015 年我国牛肉价格走势（元/千克）	3
图 8: 2009-2014 年我国牛肉进出口情况	4
图 9: 2010-2015.10 我国进口牛肉细分情况	4
图 10: 2010-2015.10 我国进口牛肉价格情况（美元/千克）	5
图 11: 我国牛肉走私路径	6
图 12: 2007-2013 年我国肉牛养殖规模化程度情况	7
图 13: 2014 年我国散养肉牛费用构成情况	7
图 14: 2011-2014 年我国散养肉牛的仔畜费和饲料费占比情况	7
图 15: 我国南北方养殖户牦牛单位成本	8
图 16: 我国南北方养殖户牦牛获利情况	8
图 17: 2015 年 H1 公司各产品营收结构	9
图 18: 2015 年 H1 公司各产品毛利润结构	9
图 19: 新疆生产建设兵团结构图	11

表 目 录

表 1: 我国牛类相关产品进口国家名单	5
表 2: 我国北方部分肉牛主产区母牛养殖户头均养殖成本和牦牛售价	8
表 3: 我国南方部分肉牛主产区母牛养殖户头均养殖成本和牦牛售价	8
表 4: 一恒牧业股东及其股权结构	9
表 5: 公司牛肉收入测算	10
表 6: 公司进口活牛成本估算	10
表 7: 分业务收入及毛利率	11
附表: 财务预测与估值	13

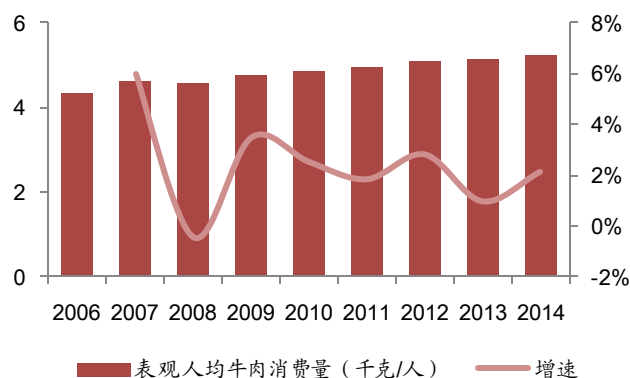
1. 肉牛行业供需失衡，现存缺口成就未来发展空间

从 19 世纪 90 年代开始，我国肉牛产业就开始快速发展。至 1998 年，我国已成为世界第三大肉牛生产国。但是最近十年，我国牛肉总产量基本在 600 万吨徘徊，增长缓慢。从供需角度看，需求保持逐年增长的态势，而国产牛肉供给却并没有相应跟上，从而引申出走私牛肉盛行的局面，这也变相的说明我国牛肉市场的空间巨大。

1.1 消费呈逐年递增之势，需求仍有巨大开发空间

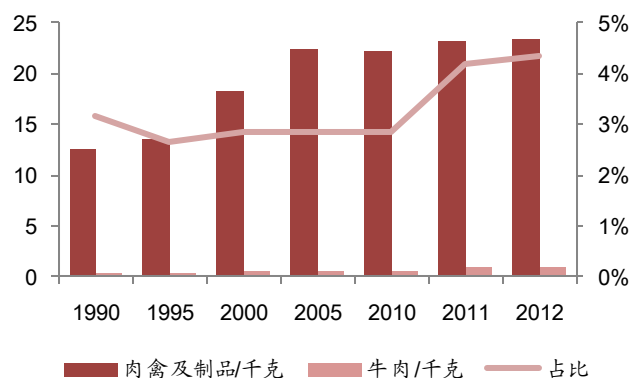
近 6 年，我国人均牛肉消费量保持稳步上升的态势。2014 年，我国表观人均牛肉消费量为 5.3 千克，同比增长 2.1%，比 2008 年增长 14.6%。另外，根据统计年鉴数据，我国农村居民人均牛肉消费量从 1995 年的 0.36 千克上升到 2012 年的 1.02 千克，实现了近 3 倍的增长。在总肉类消费量的情况统计中，牛肉的占比从 1995 年的低点（2.65%）上升到 2012 年的 4.35%。可见，牛肉在居民肉类消费中的地位逐步提高。

图 1：2006-2014 年我国表观人均牛肉消费量及其增速情况



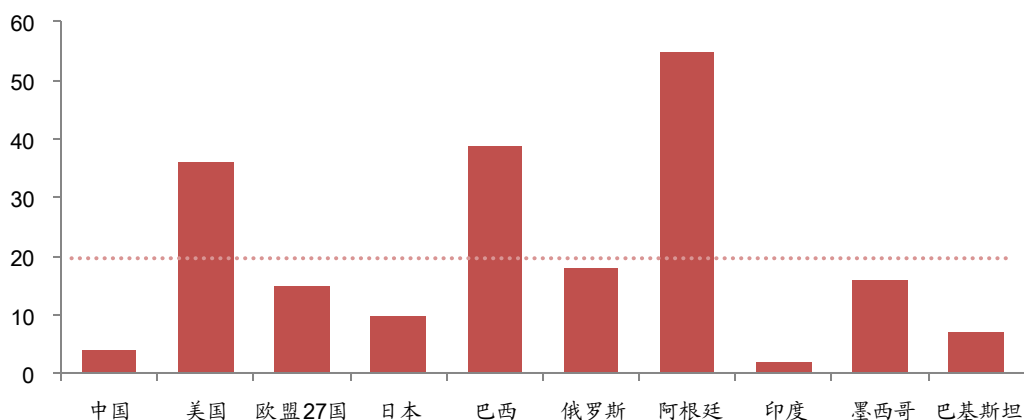
数据来源：wind，中国畜牧业协会牛业分会，西南证券

图 2：我国农村居民人均牛肉消费占比情况



数据来源：中国统计年鉴 2014，西南证券

图 3：各国人均牛肉消费量对比



数据来源：wind，西南证券

然而相比于发达国家的消费量，仍旧有巨大的差距。从具体数据来看，日本、欧盟 27 国、美国的人均牛肉消费量分别是 10 千克、15 千克和 36 千克。我国与这些国家间的差距至少有一倍，换个角度看，我国的牛肉消费仍具有巨大的上升空间。

1.2 供给短缺而价格高企，显增长背后的走私利益

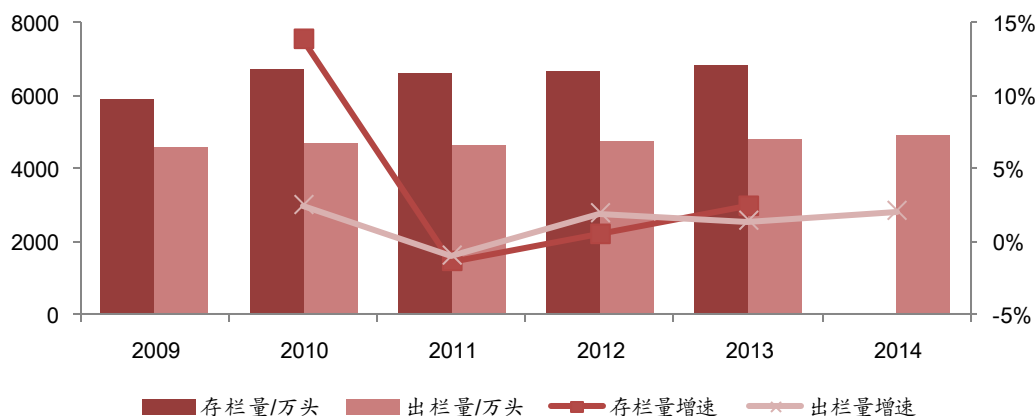
1.2.1 从产业链上中下游看我国牛肉供给情况

基础母牛存栏量低，从上游看肉牛供给端的紧缺。根据《中国畜牧业年鉴》中的统计数据，2012 年我国能繁母牛数量有 758.2 万头，相比于 2009 年的 719.2 万头，上涨了 5.4%，期间复合增速仅为 1.8%。考虑到肉牛养殖的周期性长，牛源不足将直接影响下游的产量。同时，能繁母牛的价格情况也显现了市场行情的趋势，2011 年以来，能繁母牛均价持续上涨，尤其是 2012 年后半年以来涨幅明显增大；2014 年，我国能繁母牛均价达到 10021 元/头，同比增加 16.2%。

我国肉牛存栏量增速与出栏量增速有差距。2013 年我国肉牛存栏总量为 6838.6 万头，较 2012 年增长 160.5 万头，同比增长 2.4%，比 2009 年增长 15.5%。同时，2013 年我国牛肉出栏总量是 4828.2 万头，同比增长 1.4%，比 2009 年增长 4.9%。从复合增速的角度来看，2010-2013 年我国肉牛存栏量和出栏量的复合增速分别是 0.5% 和 0.8%，存栏量增速不及出栏量，在一定程度上也抑制了我国肉牛行业的快速发展。

我国肉牛存栏量水平处于历史地位。1995 年我国肉牛存栏量为 13205.8 万头，到 2005 年减少为 10016.6 万头，十年内减少 24.2%；而与此同时，宰杀数却增加 39%。这种逆向的发展模式使得我国肉牛数量急剧减少，2009 年达到低点 5918.8 万头，倒逼市场价格一路往上。

图 4：2009-2014 年我国肉牛出栏与存栏情况



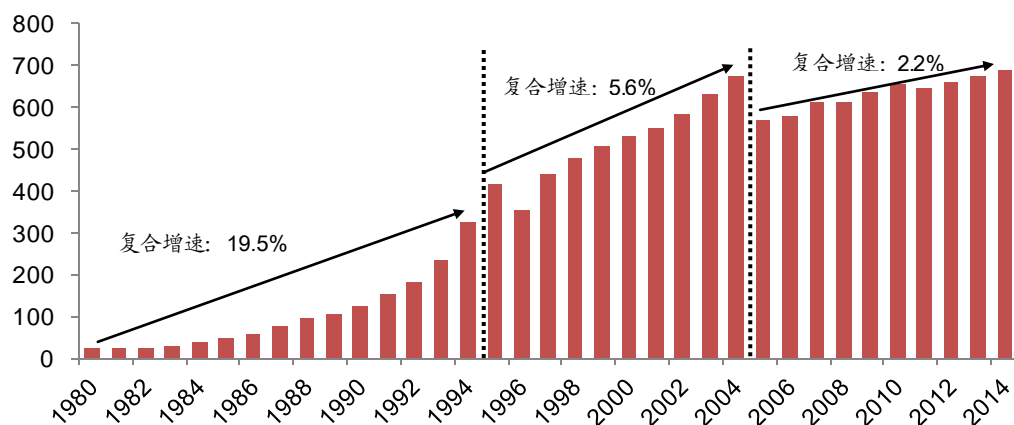
数据来源：wind，中国畜牧业协会牛业分会，西南证券

牛肉产量增速放缓进一步论证行业供给收缩。2014 年我国牛肉总产量达到 689.2 万吨，同比增长 2.4%；相比于我国 80 年代的牛肉消费起步阶段，已经增长了 26 倍。从牛肉产量情况来看，可大致分为三个阶段（约 10 年一个阶段），其中复合增速逐期下降，分别是 19.5%、5.6% 和 2.2%。细分来看，2004 年达到第二阶段高点 675.9 万吨，而后 2005 年下跌 16%，产量只有 568.1 万吨，并在此开启第三个增长阶段；经历 10 年才略微超越前期高点。另外，

在猪牛羊禽肉产量占比中，牛肉占比从 2008 年的 5% 下降到目前的 3.3%，并保持稳定。可见，最近十年我国的牛肉行业供给增速十分缓慢，呈现供给紧缺现象。

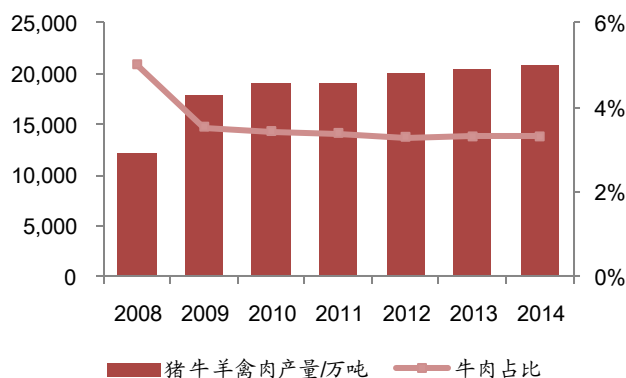
供给层面的紧张也在牛肉价格端显现。2010 年以前我国牛肉价格始终在 30 元左右徘徊，2010 年 6 月以后价格从 33 元/千克一路上涨，直至今年 2 月，达到历史高点 65.26 元/千克；此后有所回落，目前稳定在 63 元/千克。

图 5：1980-2014 年我国牛肉产量（万吨）



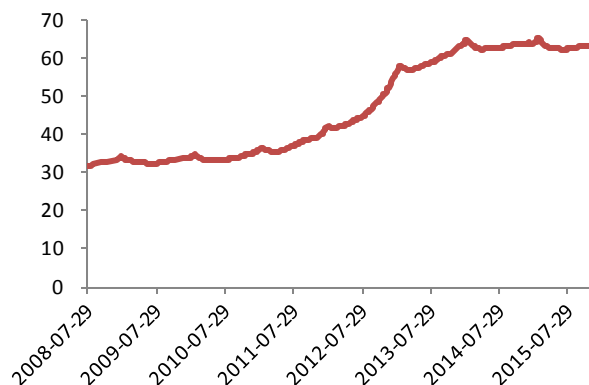
数据来源：wind，西南证券

图 6：2008-2014 年我国牛肉产量占肉类比例



数据来源：wind，西南证券

图 7：2008-2015 年我国牛肉价格走势（元/千克）

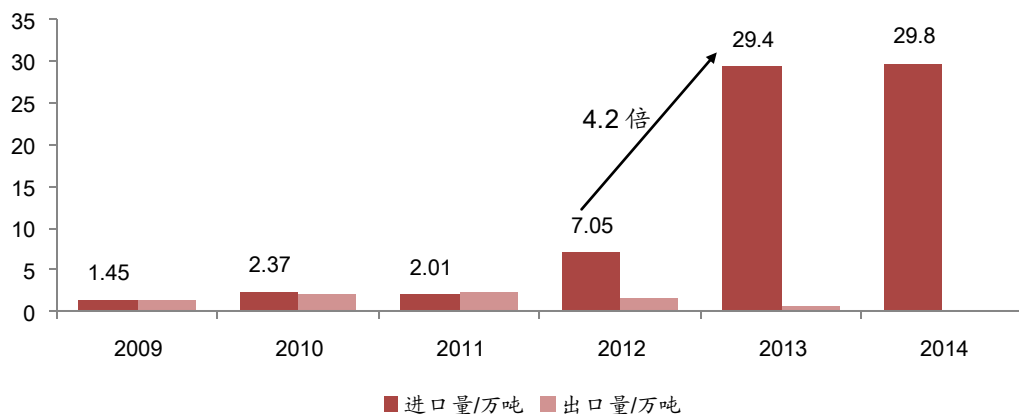


数据来源：wind，西南证券

1.2.2 从牛肉净出口、净进口到肉牛进口的市场演变

我国牛肉进口量与出口量反向变动。2014 年，我国进口牛肉总计 29.8 万吨，同比增长 1.3%；而 2013 年（29.4 万吨）相比于 2012 年（7.05 万吨）上涨了 4.2 倍，实现跨越式的增长。今年 1 到 10 月份，我国牛肉进口量已经超过前期高点，达到 33.1 万吨。与此同时，我国牛肉出口量逐年降低，从 2011 年的 2.23 万吨下降到 2014 年的 0.2 万吨。可见，我国牛肉进口与出口量反向变动，从侧面反映国内牛肉消费市场的需求旺盛，且供应压力持续加大的客观事实。

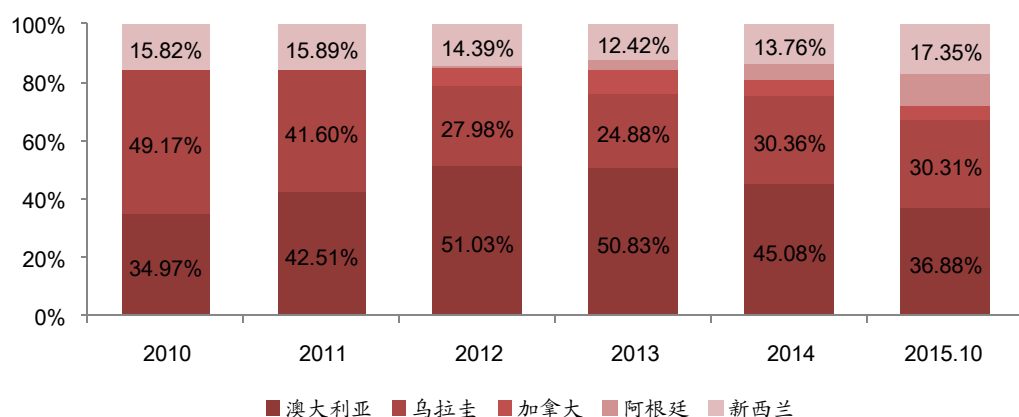
图 8：2009-2014 年我国牛肉进出口情况



数据来源：中国海关总署，西南证券

从进口国细分情况来看，澳大利亚成为我国牛肉进口国中当之无愧的老大，最高达到 51% 的进口占比，其次是乌拉圭（30%）和新西兰（17%）。

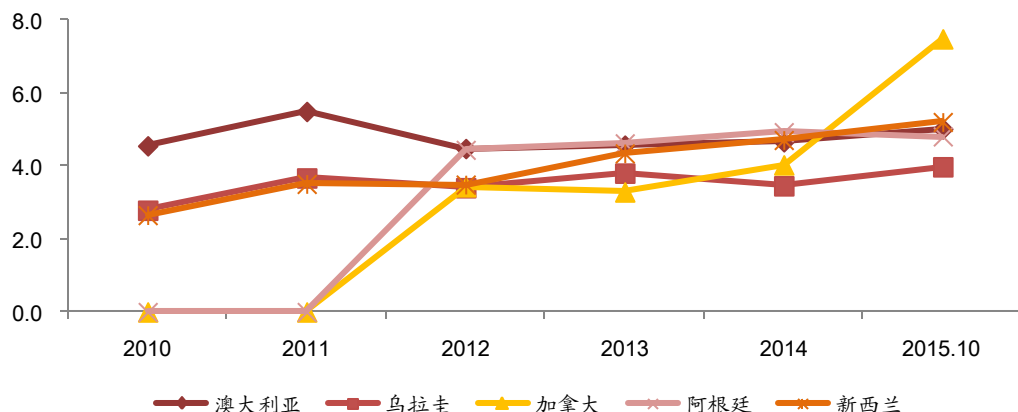
图 9：2010-2015.10 我国进口牛肉细分情况



数据来源：wind，西南证券

在价格层面，澳大利亚牛肉价格相对其他国家更为稳定，始终在 4.5 美元/千克至 5.5 美元/千克之间浮动，今年我国从该国进口牛肉均价为 5 美元/千克；而乌拉圭价格区间虽较大，但从低点 2.8 美元/千克上涨到目前的 4 美元/千克，也仍具有很大的价格优势，份额也从前期低点上升到 30%；然而新西兰在价格方面的优势正逐渐消失。

图 10: 2010-2015.10 我国进口牛肉价格情况（美元/千克）



数据来源: wind, 西南证券

我国牛肉、肉牛进口政策的变化。根据国家质检总局发布的名录，目前能够正常报关进口牛肉到中国的国家只有六个：乌拉圭、阿根廷、哥斯达黎加、澳大利亚、新西兰和加拿大。今年 5 月 19 日，李克强总理访问巴西期间，中巴发表《中华人民共和国政府和巴西联邦共和国政府联合声明》，立即恢复 2012 年对巴输华牛肉实施禁令以前已注册巴西企业对华出口。可见，合法合规的牛肉进口国将逐步增加，牛肉进口量也将逐步提高。

表 1: 我国牛类相关产品进口国家名单

进口产品	进口国家
牛肉	澳大利亚、乌拉圭、新西兰、加拿大、阿根廷、哥斯达黎加
种牛	澳大利亚、新西兰、乌拉圭
牛精液	美国、加拿大、法国、瑞典、德国、罗马尼亚、荷兰、新西兰、澳大利亚等

数据来源: 公开信息, 西南证券

在今年之前，我国活牛进口主要包含奶牛和种牛，进口国包括澳大利亚、新西兰、乌拉圭、罗马尼亚、智利等；而并没有放开肉牛进口。今年 6 月，中澳自贸协定的正式签定标志了中国从澳大利亚进口肉牛的协议的正式落地。根据协议，我国将每年从澳大利亚进口 100 万头肉牛，到岸地有重庆、浙江、山东、河南、天津五地，对应输送我国的东、西、南、北区域。

今年 10 月，首批澳大利亚肉牛落地重庆，包括 150 头澳大利亚安格斯、安格斯杂交和鲍斯塔斯肉牛，价值 14.3 万美元，均价约 6000 元/头。根据重庆肉牛进口规划，2020 年将实现凉井口 25 万头澳大利亚活牛、5 万吨冰鲜牛肉，综合产值达到 500 亿元。

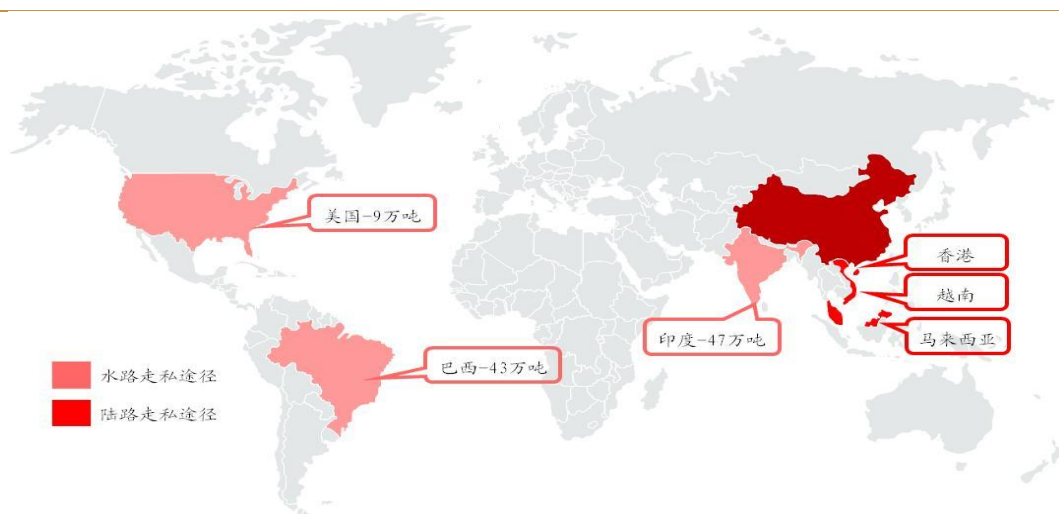
1.2.3 走私盛行之下，我国牛肉供给短缺尤为明显

根据公开数据显示，2013 年巴西、印度、美国分别向中国出口牛肉为 43 万吨、47 万吨和 9 万吨，合计近 100 万吨。但是上述三国，并不在我国允许进口牛肉的国家列表中。据估算，我国每年消费牛肉量约为 900 万吨，其中我国牛肉产量 689.2 万吨（2014）、进口 29.8 万吨（2014），那么可预计走私牛肉数量约 100-200 万吨；甚至外媒预计我国走私牛肉将近 300 万吨。

我国走私牛肉大行其道的根本原因是国内外牛肉价格差的巨大，同时监管体制的不健全也助涨了走私现象的愈演愈烈。从公开信息了解到，从印度走私路径的牛腿部肉成本价约为 30-40 元/千克，而目前我国牛肉市场均价约为 60 元/千克。可见，成倍的利润驱使下，以及市场缺口的真实存在，使得牛肉走私成为长久存在的问题。

关于走私途径，从可收集到的信息了解到，主要有水路和陆路两个途径。（1）水路边境走私：从巴西、印度、美国到中国的各个港口，然后分销到全国各地。（2）陆路边境走私：先进入越南、马来西亚、香港等地，其中香港的货经陆路到深圳集散；来自越南、马来西亚的货通过广西边境进来，而广西东兴市是一个重要的入境地点；在各地通过小面包车走私进入中国后，在深圳、南宁改装大巴，先运往全国主要的交通枢纽城市，然后分销到全国各地。

图 11：我国牛肉走私路径

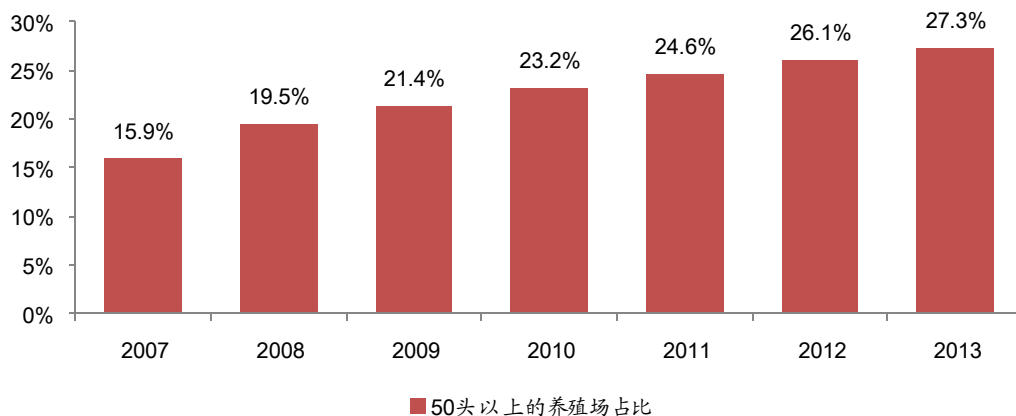


数据来源：公开信息，西南证券

1.3 规模化程度有待提高，仔畜与饲料为成本中心

我国肉牛养殖以散户为主，2013 年肉牛养殖年出栏 50 头以上的占比为 27.3%，相比于 2007 年上涨了 11.4 个百分点，增长趋势较为显著。根据《全国牛羊肉生产发展规划（2013-2020）》，我国计划到 2015 年肉牛年出栏 50 头以上规模养殖比例达到 33%，而到 2020 年该比例计划达到 40% 以上。

图 12：2007-2013 年我国肉牛养殖规模化程度情况



数据来源：中国畜牧业协会牛业分会，西南证券

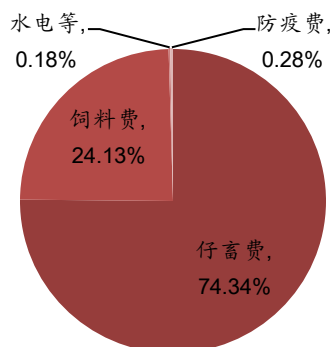
美国肉牛场的规模化程度与出栏量呈反比，超过 1000 头存栏的育肥场尽管只占总量的 5% 以下，但是出栏量占到 80%-90%。另外，2000 年以来，美国大型肉牛育肥场开始垂直整合，与商品牦牛生产、青年架子牛生产、包装、零售实现整合，在减少肉牛生产风险和成本的同时，提高肉牛产品质量、改善商品流通。

相比于美国的规模化程度，我国肉牛养殖的集约化将有较大的空间。考虑到牛肉价格的高企、产量的缓慢增长，肉牛养殖的效益是比较乐观的。对于大规模养殖户来说，成本规模效应将提升其养殖热情与积极性。未来在资金、政策的倾斜下，我国肉牛养殖将逐步走向规模化养殖，实现良性循环。

考虑到我国肉牛养殖规模化程度不高，在考虑成本分拆时，以散养肉牛为分析对象。

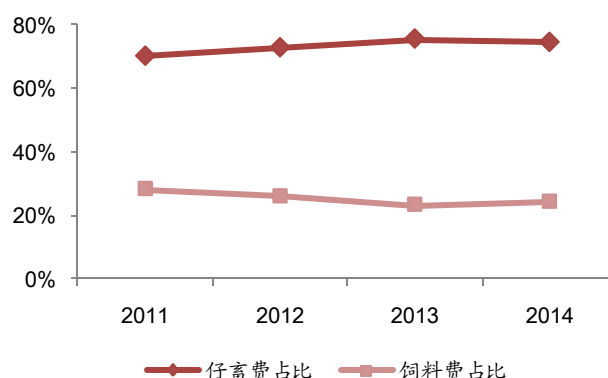
肉牛散养成本中仔畜费和饲料费占绝大多数。2014 年，我国散养肉牛养殖成本为 7632.5 元/头（不包括人工成本），相比于 2010 年的 4541.4 元/头提高了 68.1%。其中，2014 年仔畜费和饲料费分别为 5674.3 元、1842.1 元，占比分别为 74.3%、24.1%，这两项是肉牛养殖成本的大头。同时，从 2011 至 2014 年的费用占比情况看，仔畜费用呈逐年递增趋势。

图 13：2014 年我国散养肉牛费用构成情况



数据来源：全国农产品成本收益资料汇编，西南证券

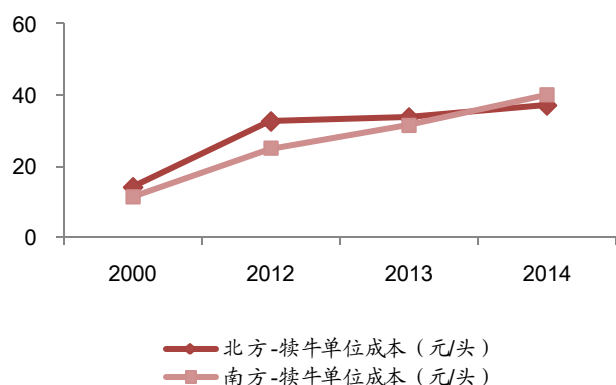
图 14：2011-2014 年我国散养肉牛的仔畜费和饲料费占比情况



数据来源：全国农产品成本收益资料汇编，西南证券

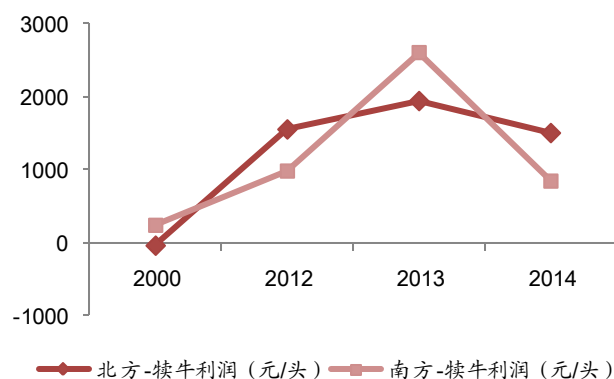
我国不同区域的犊牛养殖成本与售价有逐年递增的趋势。考虑到南北方犊牛出售体重不一致，我们从犊牛单位成本来看，南方犊牛单位成本基本低于北方 15.5% 左右，而到了 2014 年，南方犊牛单位成本为 40 元/千克，高于北方 8.1%。从犊牛售价来看，南方犊牛价格始终低于北方。拆分来看，北方犊牛出售价格为 5200 元/头，而南方是 6440 元/头，相当于提高了 23.9%；而北方、南方饲料费用分别为 1988 元/头、3640 元/头，成本提高了 83.1%。由于成本提高幅度过大，导致 2014 年南方犊牛获利低于北方。

图 15：我国南北方养殖户犊牛单位成本



数据来源：西南证券

图 16：我国南北方养殖户犊牛获利情况



数据来源：西南证券

表 2：我国北方部分肉牛主产区母牛养殖户头均养殖成本和犊牛售价

时间	犊牛出售时间	犊牛出售体重	犊牛出售价格	养殖成本 (元/头)					
				总成本	饲料费用	防疫费用	雇工费用	水电费用	其他费用
单位	月龄	Kg	元/kg	元	元	元	元	元	元
2000	3	90	13.5	1261	840	20	96	5	300
2012	3	100	48	3251	1570	30	180	13	1458
2013	3	100	53	3362	1675	35	180	14	1458
2014	3	100	52	3701	1988	40	200	15	1458

数据来源：中国畜牧业协会牛业分会，西南证券（注：其他费用包括母牛年摊销、占用资金利息等）

表 3：我国南方部分肉牛主产区母牛养殖户头均养殖成本和犊牛售价

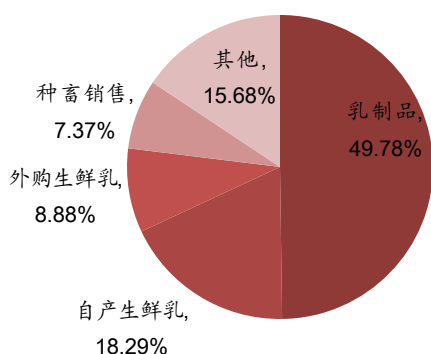
时间	犊牛出售时间	犊牛出售体重	犊牛出售价格	养殖成本 (元/头)				
				总成本	饲料费用	防疫费用	雇工及水电费用	其他费用
单位	月龄	Kg	元/kg	元	元	元	元	元
2000	3-6	140	13	1586	1030	32	160	364
2012	3-6	140	32	3502	2276	70	350	805
2013	3-6	140	50	4397	2858	88	440	1011
2014	3-6	140	46	5600	3640	112	560	1288

数据来源：中国畜牧业协会牛业分会，西南证券（注：其他费用包括母牛年摊销、占用资金利息等）

2. 双主线发展，肉制品线或成利润爆发点

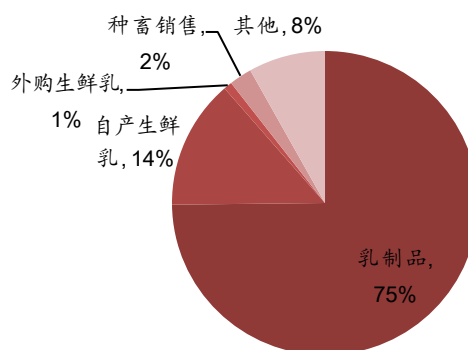
从收入结构上来看西部牧业的核心主业是乳制品生产与销售，且今年上半年营收 1.84 亿元，占营收的 50%，贡献毛利 75%。随着明年公司旗下西牧乳业的产能释放，业绩将有大幅度的增长。同时，公司在发展乳制品线的时候，肉制品线也将成为公司发展的重点，并可能成为公司未来最大的利润增长点。

图 17：2015 年 H1 公司各产品营收结构



数据来源：wind，西南证券

图 18：2015 年 H1 公司各产品毛利润结构



数据来源：wind，西南证券

今年 8 月，公司与浙江一恒牧业股东签署协议，取得对方 40% 的股权，共同实施“年进口 10 万头澳大利亚肉牛隔离屠宰项目”。项目总投资 1.7 亿元，其中建设投资 9889 万元，浙江宁波成为公司澳大利亚肉牛登陆口岸（全国五个口岸之一），公司将在慈溪建设肉牛隔离屠宰基地，包括隔离饲养区、屠宰场、冷库、码头、育肥基地等，实现肉牛进口、隔离、检疫、屠宰、销售一体化。目前，该项目正在建设中，预计明年中旬实现肉牛进场。

表 4：一恒牧业股东及其股权结构

序号	股东姓名/名称	认缴出资额/万元	持股比例/%
1	西部牧业	4000	40
2	陈烈	3500	35
3	应群宇	1000	10
4	杜如立	1500	15
合计		10000	100

数据来源：公司公告，西南证券

硬件产能层面解读。（1）公司设计隔离场可容纳进口活牛 12500 头。假设年进口活牛计划为 10 万头且隔离场利用率 100%，就意味着需要每年进口 8 次，每批（12500 头）肉牛最长的隔离养殖时间可为 1 个半月，较为宽裕。此前，第一批澳洲活牛进口已经抵达重庆并屠宰完毕，规定隔离不超过 14 天，被确定无疫病后即可屠宰；该时间限定对于公司的产能设定来说十分宽裕。（2）公司拟建设 40 头/小时屠宰能力的肉牛标准化屠宰生产线，且年工作时间为 155 天，全天 24 小时（三班倒），可计算得最大设计屠宰能力是 14.88 万头。

肉牛销售收入测算。我国肉牛屠宰时重量约为 500 公斤/头（保守估计），肉牛出胴率约为 47%，即每头牛的牛肉量为 235 公斤。基于此，我们可以得到每头牛给公司带来的收入是 12750 元。

表 5：公司牛肉收入测算

产品	每头数量/千克	参考价（元/千克）	每头收入/元	年总数量/吨	年总收入/万元
高档肉	21	120	2520	2100	25200
优质切块	62	60	3720	6200	37200
一般肉	123	30	3690	12300	36900
分割碎肉	29	20	580	2900	5800
皮	1	310（张）	310	100（千张）	3100
腹内脂肪	22	10	220	2200	2200
内脏	44	30	1320	4400	13200
头蹄骨	78	5	390	7800	3900
合计	380		12750	38000	127500

数据来源：公司公告，西南证券

肉牛进口成本测算。针对澳洲活牛进口项目，公司考虑了肉牛采购价、进口关税、物流运输成本等，估算出每头进口肉牛的成本约为 8890 元。此前澳洲 150 头活牛包机运抵重庆，花费 14.3 万美元，平均每头约 6000 元。考虑到空运和海运的价格差异，活牛到岸价基本一致。结合单位成本与收益，我们预计每头活牛贡献毛利约为 3860 元。可见，随着公司进口澳洲活牛数量的递增，公司营收将迎来爆发式的增长。

表 6：公司进口活牛成本估算

原材料成本项目	费用（元/头）	备注
活牛采购价	5300	根据建设单位与澳大利亚活牛意向供应商的采购意向协议规定
关税	530	根据关税规定按采购价的 10% 支付
活牛检验检疫费用	265	按国家发展改革委、财政部关于印发《出入境检验检疫收费办法》的通知（发改价格【2003】2357 号）规定的标准资费，本项目暂按采购价的 5% 估算
活牛损耗	265	项目年宰规模为 10 万头，考虑到项目在实际运输及存栏过程中涉及死亡或其他损耗，因此为保证年宰 10 万头进口肉牛，项目暂按采购价的 5% 估算活牛损耗
活牛采购商费用	530	暂按活牛采购价的 10% 估算
物流运输成本	2000	活牛运输需由按国家规定的特质运输车辆运输，从码头到隔离场的物流运输成本暂按 2000 元/头估算
合计	8890	—

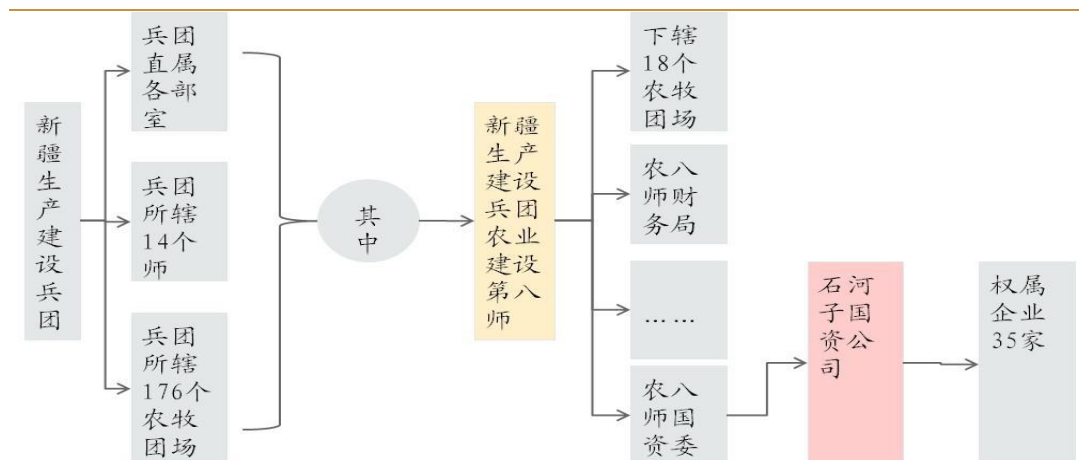
数据来源：公司公告，西南证券

3. 兵团国资改革待出台，未来值得期待

西部牧业控股股东为石河子国有资产经营有限公司，持股比例为 44.32%，占绝对控制地位，而该公司隶属于新疆生产建设兵团第八师。农八师是新疆生产建设兵团下属农业师，是兵团各单位中最大的经济联合体，国民生产总值占兵团的四分之一。

目前，公开信息显示新疆国企改革的兵团国资改革方案已经制定完成，兵团旗下拥有 13 家上市公司，总市值 600 多亿，我们认为这 13 家公司可能会成为国有资产整合和合并的标的。西部牧业作为 13 家上市公司之一，且是农八师旗下唯一的农业上市公司运作平台，将大概率实现优质资产的注入。

图 19：新疆生产建设兵团结构图



数据来源：石河子国资公司短融募集说明书，新疆生产建设兵团官网，西南证券整理

4. 盈利预测与投资建议

公司的乳制品业务是目前的主要盈利来源，旗下拥有花园乳业和西牧乳业两家乳制品厂。其中花园乳业日处理产能为 300 吨，目前实施单班制，日处理 150 吨左右，该公司旗下有 80 多个产品，包括常温奶、发酵奶和奶粉；西牧乳业有相同的生产能力，但是目前还没有投产，公司预计明年开始生产销售，从而实现公司乳制品的产量翻番。同时，随着公司乳制品产量的提高，公司自有原奶也会侧重内部供给，从而减少外销份额。据此，我们预计 2015-2017 年公司乳制品营收增速分别为 45%、60%和 20%，自产生鲜乳营收增速为 15%、-10%和-20%。

肉制品作为公司未来发展的另一个重要业务，随着明年中旬慈溪市隔离、屠宰等厂房的建设完毕，并陆续实现澳洲活牛进场，将给公司带来可观的业绩增厚。我们根据每头牛贡献收入 12750 元、公司占比 40%、进口活牛 10000 头测算，公司营收可增加 5100 万元。据此，我们预计 2015-2017 年公司乳制品营收增速分别为 20%、50%和 70%。

表 7：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2014A	2015E	2016E	2017E
乳制品	收入	251.48	364.65	583.43	700.12
	增速	17.37%	45.00%	60.00%	20.00%
	毛利率	27.70%	27.00%	28.00%	29.00%
自产生鲜乳	收入	75.79	87.16	78.44	62.75
	增速	-25.08%	15.00%	-10.00%	-20.00%
	毛利率	25.81%	14.00%	16.00%	18.00%
外购生鲜乳	收入	18.30	36.60	25.62	20.50
	增速	-50.29%	100.00%	-30.00%	-20.00%
	毛利率	1.20%	1.80%	2.00%	2.00%
种畜销售	收入	347.54	69.51	72.98	76.63
	增速	2705.00%	-80.00%	5.00%	5.00%

单位：百万元		2014A	2015E	2016E	2017E
	毛利率	4.41%	6.00%	7.00%	7.00%
其他	收入	77.77	93.32	139.99	237.98
	增速	-9.17%	20.00%	50.00%	70.00%
	毛利率	11.24%	12.00%	16.00%	18.00%
合计	收入	771.38	651.24	900.47	1,097.98
	增速	70.86%	-15.58%	38.27%	21.93%
	毛利率	14.72%	19.45%	22.65%	23.95%

数据来源：公司公告，西南证券

综上，我们预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.18 元、0.48 元和 0.7 元，对应 PE 为 107 倍、41 倍和 28 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	771.38	651.24	900.47	1097.98	净利润	30.83	38.21	86.42	122.27
营业成本	657.84	524.55	696.53	835.04	折旧与摊销	59.54	69.38	69.38	69.38
营业税金及附加	0.40	0.65	0.90	1.01	财务费用	32.45	41.76	42.81	42.93
销售费用	30.10	33.67	47.72	58.19	资产减值损失	5.45	0.00	0.00	0.00
管理费用	35.56	32.24	44.57	54.35	经营营运资本变动	-217.96	163.97	-157.72	-124.84
财务费用	32.45	41.76	42.81	42.93	其他	-76.94	0.92	-0.20	-0.06
资产减值损失	5.45	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	-166.62	314.24	40.70	109.69
投资收益	0.98	0.00	0.00	0.00	资本支出	-55.75	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-95.40	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.22	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-151.15	0.00	0.00	0.00
营业利润	10.55	18.59	67.92	106.46	短期借款	208.42	38.52	0.00	0.00
其他非经营损益	22.44	21.48	23.02	22.41	长期借款	58.50	0.00	0.00	0.00
利润总额	32.99	40.07	90.95	128.87	股权融资	0.40	0.00	0.00	0.00
所得税	2.15	1.85	4.52	6.59	支付股利	-2.92	-2.42	-3.25	-8.44
净利润	30.83	38.21	86.42	122.27	其他	99.84	-56.25	-42.81	-42.93
少数股东损益	8.34	8.00	8.00	8.00	筹资活动现金流净额	364.24	-20.15	-46.06	-51.37
归属母公司股东净利润	22.49	30.21	78.42	114.27	现金流量净额	46.46	294.09	-5.36	58.31
资产负债表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	142.84	436.93	431.57	489.88	成长能力				
应收和预付款项	225.40	151.17	217.14	269.98	销售收入增长率	70.86%	-15.58%	38.27%	21.93%
存货	559.54	445.24	591.72	709.59	营业利润增长率	478.85%	76.19%	265.42%	56.73%
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润增长率	3.56%	23.94%	126.16%	41.48%
长期股权投资	88.33	88.33	88.33	88.33	EBITDA 增长率	29.44%	26.51%	38.84%	21.46%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	562.48	499.62	436.77	373.91	毛利率	14.72%	19.45%	22.65%	23.95%
无形资产和开发支出	57.17	50.79	44.40	38.02	三费率	12.72%	16.53%	15.00%	14.16%
其他非流动资产	113.05	112.91	112.77	112.63	净利率	4.00%	5.87%	9.60%	11.14%
资产总计	1748.81	1784.99	1922.70	2082.33	ROE	4.08%	4.83%	9.89%	12.38%
短期借款	611.48	650.00	650.00	650.00	ROA	1.76%	2.14%	4.49%	5.87%
应付和预收款项	115.39	109.82	141.04	168.06	ROIC	3.77%	5.33%	10.39%	12.80%
长期借款	87.00	87.00	87.00	87.00	EBITDA/销售收入	13.29%	19.92%	20.00%	19.92%
其他负债	179.97	147.40	170.72	189.50	营运能力				
负债合计	993.83	994.22	1048.76	1094.56	总资产周转率	0.51	0.37	0.49	0.55
股本	163.80	163.80	163.80	163.80	固定资产周转率	1.49	1.28	2.01	2.85
资本公积	280.58	280.58	280.58	280.58	应收账款周转率	6.91	4.55	6.72	6.11
留存收益	188.36	216.15	291.32	397.16	存货周转率	1.39	1.04	1.34	1.28
归属母公司股东权益	632.74	660.54	735.71	841.54	销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	92.67%	—	—	—
少数股东权益	122.23	130.23	138.23	146.23	资本结构				
股东权益合计	754.98	790.77	873.94	987.78	资产负债率	56.83%	55.70%	54.55%	52.56%
负债和股东权益合计	1748.81	1784.99	1922.70	2082.33	带息债务/总负债	70.28%	74.13%	70.27%	67.33%
					流动比率	1.12	1.24	1.40	1.58
					速动比率	0.44	0.71	0.73	0.82
					股利支付率	13.01%	8.01%	4.15%	7.39%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	每股指标				
EBITDA	102.55	129.73	180.11	218.77	每股收益	0.14	0.18	0.48	0.70
PE	144.36	107.45	41.40	28.41	每股净资产	4.61	4.83	5.34	6.03
PB	4.30	4.11	3.71	3.29	每股经营现金	-1.02	1.92	0.25	0.67
PS	4.21	4.99	3.61	2.96	每股股利	0.02	0.01	0.02	0.05
EV/EBITDA	36.13	26.48	19.10	15.46					
股息率	0.09%	0.07%	0.10%	0.26%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

上海地区

蒋诗峰（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

北京地区

赵佳（地区销售负责人）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn