

布局肉牛业务培育利润增长点，兵团改革预期持续存在

核心观点：

- **肉牛产业存在供需缺口，行业发展空间广阔。**1) 我国牛肉市场供需不平衡，2006-2013 年人均牛肉消费量年均增速达 6.7%，而近五年牛肉总产量年均增速仅约 2%。加之牛肉价格的上涨和牛肉进出口的反向变动，进一步印证了我国肉牛产业供不应求，行业空间广阔。2) 牛产品进口贸易政策放宽，2015 年 6 月，中澳自贸协议签订，我国每年将从澳大利亚进口 100 万头肉牛，进口地点包括重庆、浙江、山东、河南、天津五个港口，为公司收购浙江一恒牧业建设“澳大利亚肉牛隔离屠宰项目”提供保障。
- **扩大饲料产能，完善奶制品产业链。**2011 年以来，公司奶制品主业扩张加速，奶牛养殖数量增加，饲料产能缺口扩大。2014 年 9 月，公司发行配股方案，以 10 配 3 的比例向全体股东配股，1.03 亿元投入“年产 15 万吨精饲料生产基地建设项目”，完善“饲料-畜牧养殖-原奶购销-乳制品加工”的全产业链。
- **布局肉牛业务，增加利润增长点。**2015 年 8 月，公司与浙江一恒牧业股东签署协议，收购其 40% 的股权，进行“年进口 10 万头澳大利亚肉牛隔离屠宰项目”，预计 2016 年中肉牛进场。1) 公司投资 9889 万元建设可容纳进口活牛 125005 头的肉牛隔离屠宰基地，同时建设标准化屠宰生产线。2) 肉牛制品收入大于进口成本，根据我们的测算，头均毛利达 3640 元/头，预计 2016/2017 年可屠宰产能为 3/5 万头，则 2016/2017 年肉牛项目可贡献毛利 1.09/1.82 亿元，为公司带来新的利润增长点。
- **兵团改革政策落地，公司有望注入优质资产。**公司实际控制人新疆生产建设兵团第八师。目前，新疆国企改革兵团国资改革方案基本落地，西部牧业作为农八师旗下唯一的农业上市公司，极有可能获得兵团优质资产的注入。
- **行业估值的判断与评级说明：**我们认为随着公司布局肉牛业务新的盈利点将产生，预计未来三年的 EPS 分别为 0.21/0.54/0.73 元，对应目前 13.01 元股价的 PE 为 62x/24x/18x，给予“推荐”评级。

主要财务指标

关键指标	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万)	481	451	771	477	886	1202
增长率(%)	53%	-6%	71%	10%	86%	36%
归属母公司股东净利润(百万)	32	27	22	34	88	120
增长率(%)	7%	6%	3%	7%	10%	10%
EPS(摊薄)	0.27	0.23	0.13	0.21	0.54	0.73
基准股本(百万股)	117.0	117.0	163.8	163.8	163.8	163.8
PE	48.0	56.0	94.8	62.7	24.2	17.8

资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

西部牧业 (300106.SZ)

谨慎推荐 首次评级

分析师

张婧

☎: (8610) 66568757

✉: zhangjing_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130513070001

特此鸣谢

史凡可

☎: (8510) 83571363

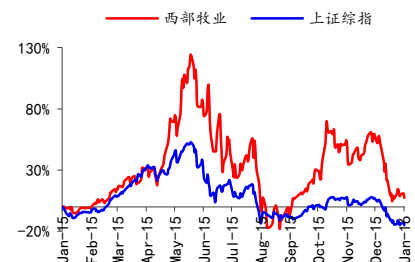
✉: shifanke@chinastock.com.cn

市场数据

时间 2016.01.26

A 股收盘价(元)	13.01
A 股一年内最高价(元)	21.75
A 股一年内最低价(元)	12.91
上证指数	2749.79
总股本(百万股)	164.00
实际流通 A 股(万股)	163.00
流通 A 股市值(亿元)	21.19

相对指数表现图



资料来源：中国银河证券研究部

目 录

一、公司简介：全产业链布局的畜牧企业	2
(一) 公司背景介绍.....	2
(二) 公司主营业务和盈利构成.....	2
(三) 公司的股权结构.....	3
二、牛肉市场存在供需缺口，具有发展空间	4
(一)、我国牛肉市场供需不平衡，牛肉价格高企.....	4
(二)、牛产品进口贸易政策放宽，红利释放.....	6
三、双主业协同发展，资产注入预期强烈	7
(一)、扩大饲料产能，完善奶制品产业链.....	7
(二)、布局肉牛项目，双主业协同发展.....	8
(三)、兵团改革政策落地，资产注入可期.....	9
四、盈利预测和投资评级	10
五、风险提示	11

一、公司简介：全产业链布局的畜牧企业

(一) 公司背景介绍

新疆西部牧业成立于 2003 年，主要业务为乳制品的生产和销售，具体包括饲料加工与销售，种畜的集约化养殖和屠宰，生鲜乳生产销售与冷链配送，乳制品生产与品牌运营等，拥有完整的畜牧经济产业链。公司于 2010 年 8 月公开发行 3000 万股新股，在深交所创业板上市，目前总市值超过 20 亿。

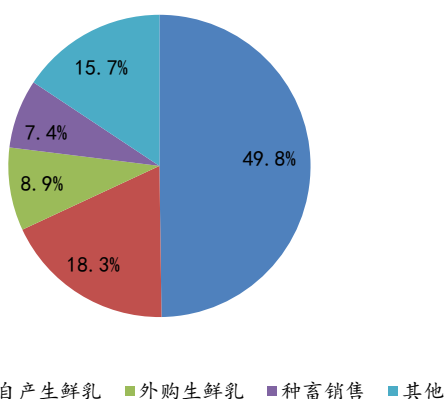
发展乳制品产业的同时，公司积极发展肉制品产业。2015 年 8 月，公司与浙江一恒牧业股东签署协议，取得对方 40% 的股权，共同实施“年进口 10 万头澳大利亚肉牛隔离屠宰项目”。该项目投资 1.7 亿，其中 9889 万元用于在慈溪建设肉牛隔离屠宰基地，实现肉牛进口、隔离、检疫、屠宰、销售一体化。

(二) 公司主营业务和盈利构成

公司 2014 年实现收入 7.71 亿元，同比增长 70.86%；毛利率 14.72%，同比基本持平。由于近期采取业务扩张策略，2014 年公司的三费率均超过 30%，同比增幅达到 10 bp，拖累公司该年净利润下滑 17% 至 2249 万元。但公司 2015 年上半年业绩好转，实现净利润 1800 万元，同比增长 0.89%。

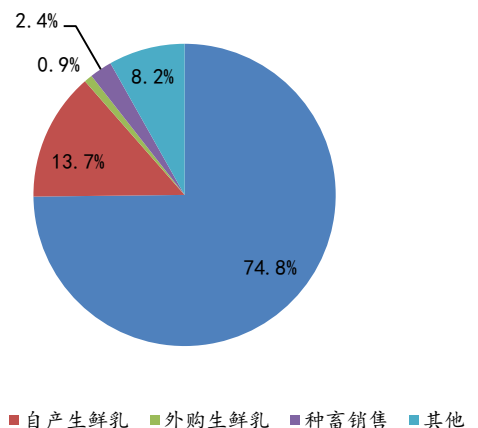
公司业务主要由乳制品，自产生鲜乳，外购生鲜乳，种畜销售四部分构成。从 2015 年上半年的收入结构看，乳制品的生产和销售贡献主要收入，占比达到 49.78%。由于乳制品毛利率较高，乳制品业务在 2015 年上半年贡献公司 75% 的毛利。

图 1：2015 年上半年公司营业收入构成



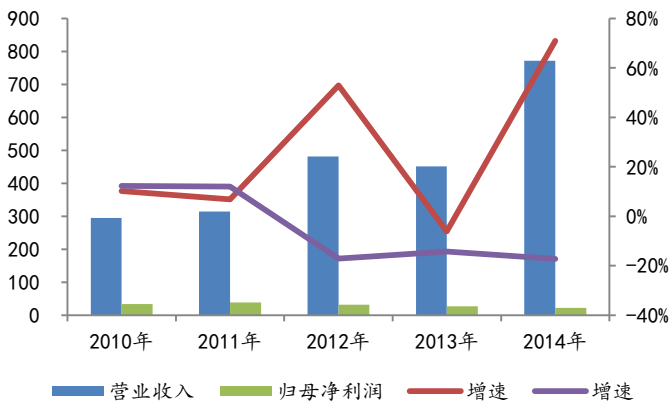
资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

图 2：2014 年公司毛利构成



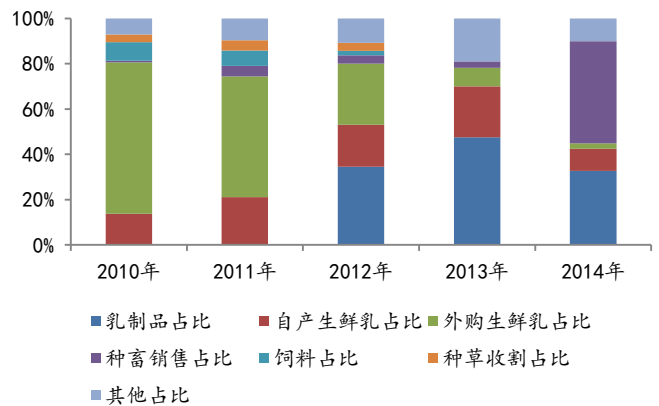
资料来源：公司公告，中国银河证券研究部

图 3: 公司主营业务收入和净利润增长 (百万元)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究

图 4: 公司收入构成变化

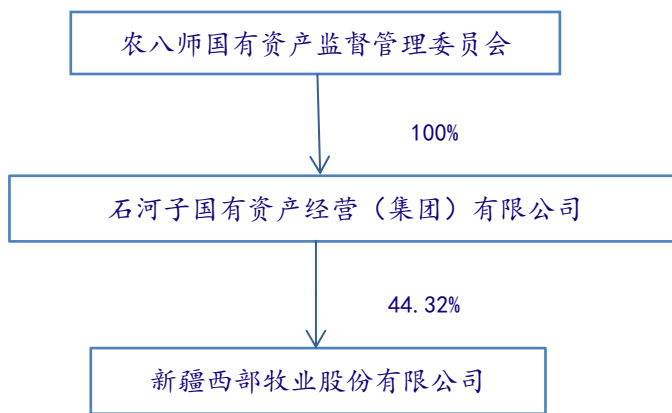


资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

(三) 公司的股权结构

公司的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经营 (集团) 有限公司持有公司 44.32% 股份。

图 5: 公司股权结构图



资料来源: 公司年报, 中国银河证券研究部

表 1: 2012 公告的公司主要控股参股子公司经营情况

被参控公司	持股比 (%)	投资额 (万元)	收入 (万元)	净利润 (万元)	主营业务
新疆石河子花园乳业	60%	8400.0	25213.1	2768.3	乳制品生产与销售
石河子市红光牧业	65%	1337.1	4196.9	329.9	奶牛的养殖和销售, 畜产品的销售
石河子开发区绿洲牧业奶牛养殖	60%	1200.0	1419.6	-544.4	奶牛的养殖和销售, 畜产品的销售
呼图壁县西牧养殖	100%	2000.0	1016.5	-316.9	奶牛的养殖和销售, 畜产品的销售
新疆泉牲牧业	100%	1688.0	10761.1	1688.9	饲料, 饲料原料生产, 加工销售
新疆西部波尔多牧业	60%	600.0	0.0	-2.6	肉牛的养殖和销售, 草料种植, 加工

新疆喀尔万食品科技	100%	737.7	4135.7	-144.3	畜产品初加工
石河子市天源奶业	100%	513.0	1487.2	-53.0	鲜奶收购与销售,食用植物油
兵团畜牧工程技术研究中心	100%	500.0	0.0	-33.5	畜牧养殖等技术的研究,推广与应用
新疆澳瑞新生物科技	69%	68.8	0.0	-28.3	畜牧业技术服务
玛纳斯西牧养殖	100%	100.0	895.3	5.8	奶牛的养殖和销售,畜产品的销售

资料来源：公司年报，中国银河证券研究部整理

二、牛肉市场存在供需缺口，具有发展空间

(一)、我国牛肉市场供需不平衡，牛肉价格高企

我国牛肉消费稳步增长，需求空间广阔。随着居民消费水平的提高，我国牛肉消费需求不断增加：人均牛肉消费量由 2006 年的 4.35 千克/人增加至 2013 年的 5.15 千克/人，年均增速达到 6.7%；牛肉在肉类中的消费占比也从 1995 年的 2.65% 上升到 2012 年的 4.35%，增幅接近 2 bp。尽管我国对牛肉的人均消费逐年递增，但我国牛肉的人均消费量仍远低于美国（36 千克/人）、日本（10 千克/人）等发达国家，未来消费需求仍具巨大空间。

图 6：2006-2013 年我国人均牛肉消费量不断增加

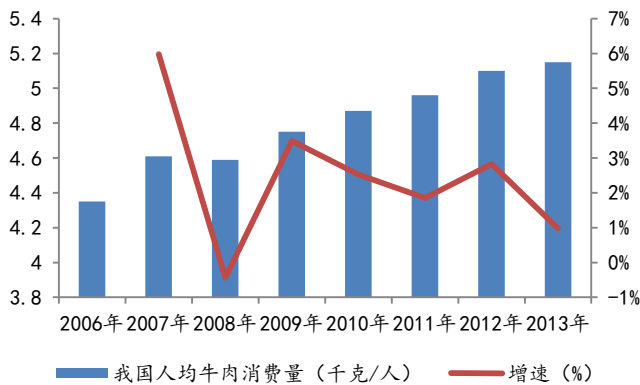
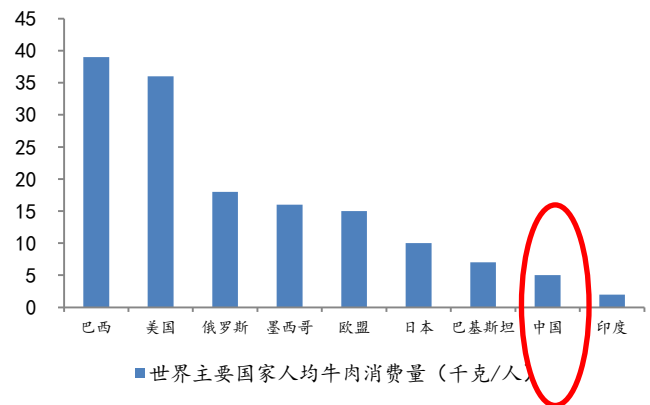


图 7：我国人均牛肉消费量低于世界平均水平



资料来源：中国畜牧业协会牛业分会，中国银河证券研究部（注：人均牛肉消费量=（牛肉年总产量+牛进口量-牛出口量）/总人口）

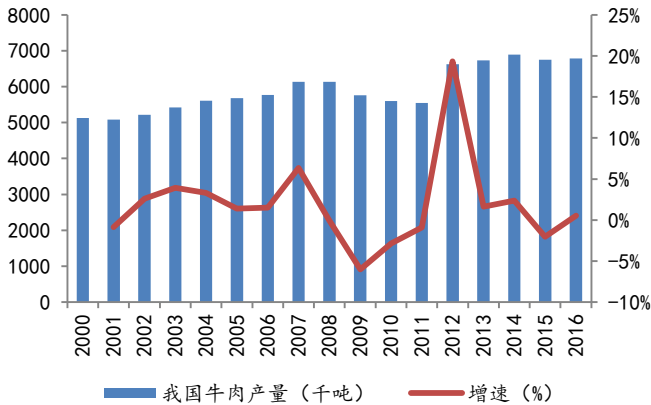
资料来源：WIND，中国银河证券研究部

但是我国牛肉供给端相对短缺，存在供需缺口。我国肉牛产业从 19 世纪 90 年代开始发展，已成为世界第三大肉牛生产国。2014 年我国牛肉总产量达到 689.2 万吨，相比 1980 年增长近 30 倍。但是近五年，我国牛肉总产量增长趋于平缓，年均增速仅 2% 左右。相对于消费需求年均增速 6.7%，行业供给收缩，供需不平衡的现象将有所呈现。

此外，追溯行业上游情况可见，由于屠宰量增加，我国肉牛存栏量由 1995 年的 13205.8 万头下降至 2013 年的 6838.6 万头，目前存栏量处于历史低位。2010-2013 年，我国肉牛存栏总量年均增速 0.5%；而肉牛出栏总量年均增速 0.8%，出栏总量的平均增速持续快于存栏总量，

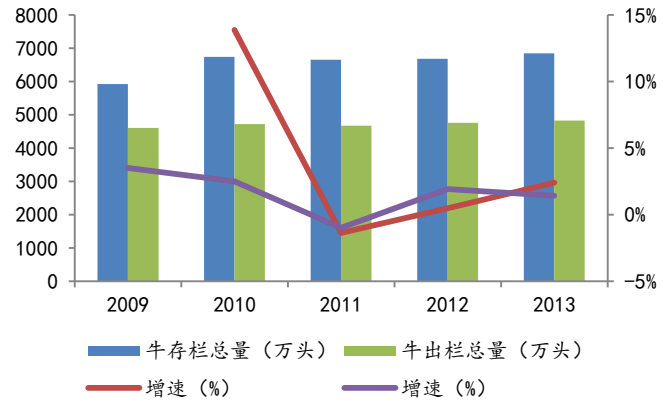
预计肉牛产业供需矛盾将进一步扩大。

图 8: 2000-2016 年我国牛肉产量及增速



资料来源: WIND, 中国银河证券研究部

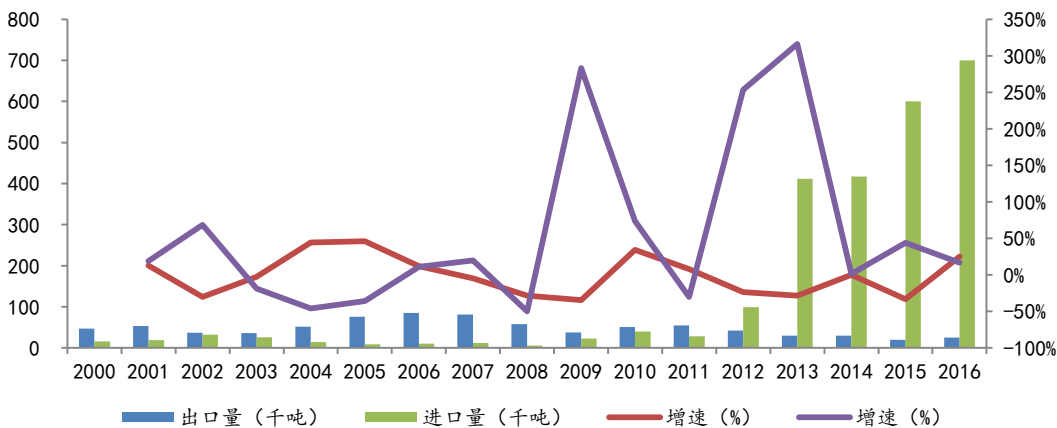
图 9: 我国肉牛存栏和出栏情况及增速



资料来源: 中国畜牧业协会牛业分会, 中国银河证券研究部

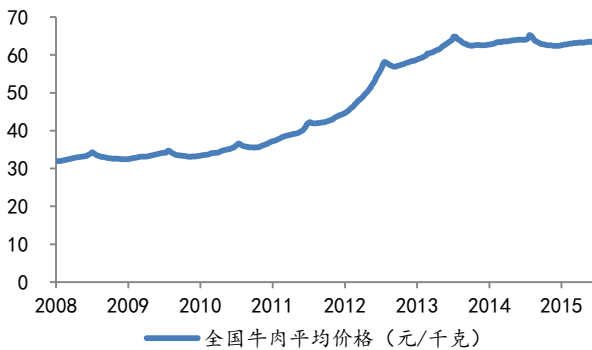
供需矛盾助推牛肉价格上涨, 牛肉进口与出口反向变化。牛肉上中游供给紧缺推导至终端, 我国牛肉价格不断上涨, 由 2008 年的 31.96 元/千克上升到 2016 年的 63.29 元/千克, 增幅达到 2 倍。同时我国进口量从 2000 年的 1.6 万吨增至 2016 年的 70 万吨 (2013 年进口量陡增, 同比增幅达到 4 倍), 而同期, 出口量却由 4.7 万吨下降至 2.5 万吨。牛肉价格的上涨和牛肉进出口的反向变动, 进一步印证了我国肉牛产业供不应求, 行业空间广阔。

图 10: 2000-2016 年我国牛肉进出口情况及增速



资料来源: WIND, 中国银河证券研究部

图 11：我国牛肉平均价格不断提高



资料来源：WIND，中国银河证券研究部

(二)、牛产品进口贸易政策放宽，红利释放

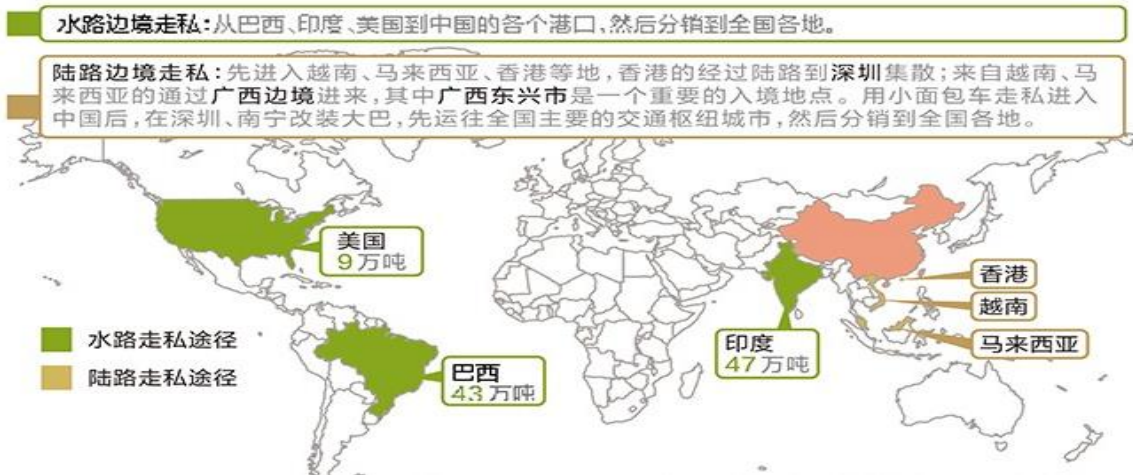
过去我国牛肉、肉牛进口受到限制，走私牛肉充斥市场。以 2015 年为分水岭，此前据国家质检总局规定，牛肉能够正常报关进口到中国的国家包括：乌拉圭、阿根廷、哥斯达黎加、澳大利亚、新西兰和加拿大共 6 个。活牛进口主要包括奶牛和种牛，进口国包括澳大利亚、新西兰、乌拉圭、智利等，且进口的活牛并不包括肉牛。

由于牛肉价格持续上涨，国内外牛肉价差不断扩大，牛肉走私现象十分严重。根据美国农业部数据显示，2013 年我国从印度、巴西进口牛肉分别为 47 万吨、43 万吨，而以上两国并不在国家质检总局允许的六国之内。其中，印度走私路径的牛腿肉成本价为 30-40 元/千克，在我国牛肉市场售价达 60 元/千克，利润达到 2 倍。2014 年数据显示，我国牛肉消费总需求约 900 万吨，而牛肉产量仅 700 万吨，除去 30 万吨上下的合法进口，预计走私牛肉数量超过 100 万吨。走私牛肉现象越演越烈从侧面说明牛肉市场需求广阔的客观事实。

牛产品进口贸易政策放宽，为公司屠宰项目提供保障。2015 年 6 月，中澳自贸协议签订，中国从澳大利亚进口肉牛的篇章正式开启。根据协议，我国每年将从澳大利亚进口 100 万头肉牛，进口到达地点包括重庆、浙江、山东、河南、天津具体五个省市的沿海港口。10 月，价值 14.3 万美元的 150 头澳大利亚肉牛落地重庆。根据重庆肉牛进口规划，2020 年将实现进口 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。

牛产品进口贸易政策的放宽，为公司收购浙江一恒牧业建设“澳大利亚肉牛隔离屠宰项目”提供了制度基础。一恒牧业位于浙江慈溪，背靠三角洲发达经济圈，居民普遍具有较好的消费能力，为消化公司高档的澳洲进口牛肉产品提供保障。

图 12：我国牛肉走私包括水路和陆路两条走私途径



三、双主业协同发展，资产注入预期强烈

(一)、扩大饲料产能，完善乳制品产业链

配股募资建设饲料项目，夯实奶制品主业。西部牧业是新疆农八师畜牧业龙头企业，在多个农业团场建立以奶牛为主的养殖基地，为保证牛羊营养需求和饲料安全，饲料供应采用系统内部生产配送供应方式。2011年以来，公司奶制品主业扩张加速，奶牛养殖数量增加，饲料产能缺口扩大。据公告显示，2014年公司下属养殖场、合建牛场及八师其他养殖场牛羊精饲料的需求达到38万吨，而子公司泉牲牧业的饲料年产能仅6万吨。

2014年9月，公司发行配股方案，拟以每10股配售不超过3股的比例向全体股东配售4914万股，募集资金净额2.53亿元投入“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）。年产15万吨精饲料生产基地建设项目建设期为一年，从第二年开始生产，第二年达产率为70%，第三年起达产率为100%，项目完全达产后预计年销售收入可达4.5亿元，完全达产后预计年税后年均净利润为3037.74万元，投资回收期为4.40年（含建设期1年）。

配股所投项目有助于公司从单纯的原料生鲜乳供应商向乳制品一体化企业转型，完善“饲料原料深加工—畜牧养殖—原奶产销—乳制品加工”的乳制品全产业链布局。除完善全产业链外，募集资金还用于公司在疆外拓展奶制品销售的运营投入。

(二)、布局肉牛业务，双主业协同发展

收购一恒牧业布局肉牛产业，双主业协同发展。在肉牛行业发展潜力巨大的背景下，2015年8月，公司与浙江一恒牧业股东签署协议，收购其40%的股权，进行“年进口10万头澳大

利亚肉牛隔离屠宰项目”，布局肉制品产业。该项目投资 1.7 亿，其中 9889 万元用于在慈溪建设肉牛隔离屠宰基地。公司对肉牛屠宰项目的深入布局，开启公司乳制品、肉制品双主业协同发展的格局。目前，该项目处于建设中，预计 2016 年中旬肉牛进场。

隔离场及屠宰线的建设符合产能需求。据公告披露，该项目建设的隔离场可容纳进口活牛 12500 头。假设年进口肉牛 10 万头，预计产能利用率达到 90%，每年需进口 9 次，每批进口活牛隔离养殖时间在 1 个月到 1 个半月之间，隔离场容量满足屠宰要求。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，年工作日 150 天左右，三班倒每个工作日达到 24 小时，则公司年屠宰产能将超过 14 万头。

肉牛制品收入大于进口成本，带来新的利润增长点。假设我国肉牛屠宰重量 500 公斤/头，出胴率 40%，则每头牛出肉率 200 公斤，以每公斤 60 元计算，每头牛可带来收入 1.2 万的收入。从成本端考虑，根据建设单位与澳大利亚活牛供应商采购协议，假设活牛采购价 5300 元/头，关税税率 10%，活牛检验费率 5%，运输损耗 5%，按国家要求特制运输车辆运送物流成本较高为 2000 元/头，合计成本共 8360 元/头。则毛利润达到 $12000-8360=3640$ 元/头。

预计 2016 年年中第一批屠宰肉牛入场，因此我们预计 2016 年可屠宰产能为 3 万头，则 2016 年肉牛项目可贡献 1.09 亿毛利，预计成为公司新的利润增长点。

表 2：成本项目计算

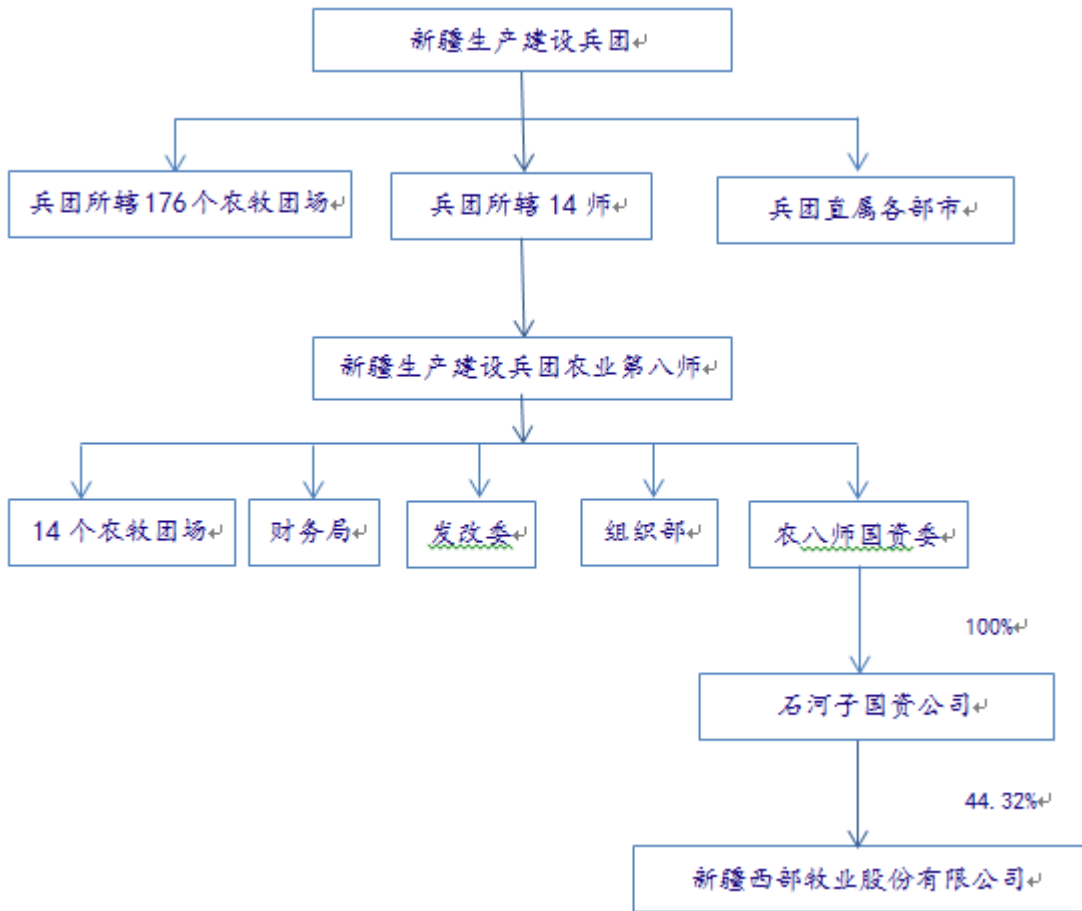
成本项目	费用预估（元/头）
活牛采购价格	5300
关税	$5300*10%=530$
活牛检疫费用	$5300*5%=265$
运输损耗	$5300*5%=265$
物流成本	2000
合计	8360

资料来源：公开资料，中国银河证券研究部

（三）、兵团改革政策落地，资产注入可期

公司是农八师旗下的重要单位，有机会获得优质资产注入。公司控股股东为石河子国有资产经营有限公司，持股比例 44.32%，实际控制人是新疆生产建设兵团第八师，是新疆生产建设兵团下属的农业师。农八师是兵团各单位的最大经济联合体，国民生产总值占兵团的 1/4。目前，新疆国企改革兵团国资改革方案基本落地，西部牧业作为农八师旗下唯一的农业上市公司，极有可能获得兵团优质资产的注入。

图 13：新疆生产建设兵团结构



资料来源：短融募资说明书、中国银河证券研究部

四、盈利预测和投资评级

我们认为随着肉牛屠宰项目的入场，公司有望从 2016 年起培育新的盈利增长点。假设我国肉牛屠宰重量 500 公斤/头，出胴率 40%，则每头牛出肉率 200 公斤，以每公斤 60 元计算，每头牛可带来收入 1.2 万的收入。从成本端考虑，根据建设单位与澳大利亚活牛供应商采购协议，假设活牛采购价 5300 元/头，关税税率 10%，活牛检验费率 5%，运输损耗 5%，按国家要求特制运输车辆运送物流成本较高为 2000 元/头，合计成本共 8360 元/头。则毛利润达到 12000-8360=3640 元/头。由于 2016 年年中第一批屠宰肉牛入场，因此我们预计 2016 年可屠宰产能为 3 万头，2017 年屠宰可达 5 万头。

表 3：收入成本拆分

营业收入预测	2011A	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
畜牧业							
肉牛屠宰							

屠宰数 (万头)					3.00	5.00
销售数量 (万公斤)					600.00	1000.00
销售价格 (元/公斤)					60.00	60.00
收入 (亿元)					3.60	6.00
活牛采购价格 (元/头)					5300.00	5300.00
费率 (关税+检疫+运输损耗)					0.20	0.20
物流成本 (元/头)					2000.00	2000.00
成本 (亿元)					2.51	4.18
毛利					1.09	1.82
毛利率					30%	30%
乳制品						
收入 (亿元)	1.64	2.14	2.51	2.76	3.31	4.14
增长率		30%	17%	10%	20%	25%
毛利率	27%	27%	27%	28%	29%	30%
自产生鲜乳						
收入 (亿元)	0.66	0.88	1.01	0.76	0.84	0.64
增长率		33%	15%	-25%	10%	-10%
毛利率	28%	21%	26%	26%	20%	18%
外购生鲜乳						
收入 (亿元)	1.67	1.28	0.37	0.18	0.13	0.10
增长率		-23%	-71%	-51%	-30%	-20%
毛利率	10%	10%	11%	10%	10%	10%
种畜销售						
收入 (亿元)	0.14	0.18	0.12	3.48	1.04	1.10
增长率		29%	-33%	2800%	-70%	5%
毛利率	4%	11%	17%	4%	4%	4%
成本加和 (亿元)	2.63	4.08	3.75	6.58	3.77	4.11
毛利 (亿元)	0.52	0.73	0.76	1.14	0.72	0.78
毛利率	17%	15%	17%	15%	16%	16%
销售收入(加和)						
yoy		53%	-6%	71%	10%	86%
销售成本	2.63	4.08	3.75	6.58	3.8	6.6
销售毛利	0.52	0.73	0.76	1.13	0.99	2.24
毛利率	17%	15%	17%	15%	21%	25%
归母净利润	0.21	0.32	0.27	0.22	0.33	0.89
净利率	7%	7%	6%	3%	7%	10%

资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究部

我们认为随着公司布局肉牛业务新的盈利点将产生, 预计未来三年的 EPS 分别为 0.21/0.54/0.73 元, 对应目前 13.01 元股价的 PE 为 62x/24x/18x。目前公司的市值仅 21 亿, 我们认为公司具有一定投资价值, 给予“推荐”评级。

五、风险提示

进口贸易政策风险。因中澳自贸协议签订带来澳大利亚进口 100 万头肉牛/年及进口地点浙江省份，为公司增加进口肉牛项目提供保障。若未来贸易协议或进口港岸变更，则肉牛项目收入将受到影响。

牲畜疫病风险。因公司肉牛全部依赖于进口，若澳大利亚爆发牛类疫病，海关封禁，则公司肉制品来源将受到影响。

肉牛项目建设进展不达预期。肉牛隔离屠宰基地及标准化屠宰生产线若未能按时完工，则影响公司肉制品项目产能释放。

插图目录

图 1: 2015 年上半年公司营业收入构成	2
图 2: 2014 年公司毛利构成	2
图 3: 公司主营业务收入和净利润增长 (百万元)	3
图 4: 公司收入构成变化	3
图 6: 2006-2013 年我国人均牛肉消费量不断增加	4
图 7: 我国人均牛肉消费量低于世界平均水平	4
图 8: 2000-2016 年我国牛肉产量及增速	5
图 9: 我国肉牛存栏和出栏情况及增速	5
图 10: 2000-2016 年我国牛肉进出口情况及增速	5
图 11: 我国牛肉平均价格不断提高	6
图 12: 我国牛肉走私包括水路和陆路两条走私途径	6
图 13: 新疆生产建设兵团结构	8

表格目录

表 1: 2012 公告的公司主要控股参股子公司经营情况	3
表 2: 成本项目计算	8
表 3: 公司盈利预测表	9

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6—12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6—12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6—12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

张婧，行业证券分析师。本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

覆盖股票范围：

A 股：新希望（000876.SZ）、正邦科技（002157.SZ）、大北农（002385.SZ）、中粮屯河（600737.SH）、中粮生化（000930.SZ）、大康牧业（002505.SZ）、大华农（300186）等。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

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。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn