

## 业绩低于预期，仍需静待黎明到来

### 投资要点

- **事件:** 公司发布三季报, 2016 年 1-9 月, 公司实现营业收入 33.4 亿元, 同比增长 107.0%; 实现归属于母公司所有者的净利润-5781.9 万元, 同比减少 306.6%, 业绩低于预期。
- **培育期项目利率偏低, 业绩低于预期。** 公司前三季度营业收入继续保持快速增长, 主要是由于随着公司引种业务的展开及大肉牛战略的推广, 种畜销售及牛羊肉产品销售收入同比增长 180.1% 和 144.5%。相比于营业收入的大幅增长, 公司净利润亏损进一步扩大, 主要因为: 1) 由于报告期引种业务及合并范围增加, 各项费用开支相应增加导致期间费用同比增长 42.2%; 2) 受国内进口荷兰斯坦种母牛销售价格大幅下降影响, 公司境外子公司种畜销售毛利进一步降低, 且由于其收入占比达 68.1%, 致使种畜销售业务大幅亏损; 3) 毛利率较高的冻精销量因全国良补招标推迟, 同比减少 71.5%。我们认为, 今年第四季度随着全国良补招标的开展, 公司业绩有望有所回升, 但全年业绩仍将大概率保持亏损。而长期来看, 未来随着公司各板块业务相互协同的加强, 肉牛产业布局的完善和市场的转暖, 公司期间费用有望得到有效控制, 毛利率有望提高。
- **大肉牛战略布局稳步展开, 安格斯牛肉产品打开想象空间:** 大肉牛战略下, 公司以优质种质资源为龙头, 通过澳洲纯种安格斯肉牛引进、推广养殖, 逐步建成“育种基地—育肥基地—牛肉屠宰—牛肉销售”整个产业链。同时, 安格斯牛肉产品的上市将打开国内稀缺的高档牛肉市场。公司自有养殖目前规模在 2000 头安格斯牛左右, “公司+农户”养殖模式下拥有 1 万多头安格斯牛。我们认为, 虽然公司短期亏损, 但是随着安格斯牛肉的出栏以及公司整体产业链布局的完善将大幅提升公司盈利能力。
- **盈利预测与投资建议。** 考虑今年公司目前经营情况, 我们调低对公司的盈利预测情况, 预计公司 2017-2018 年 EPS 分别是 0.10 元、0.17 元, 对应 2017-2018 年动态 PE 分别为 162 倍、98 倍。我们认为公司虽然目前业绩低于预期, 但借助“大肉牛”战略已经基本完成布局, 明年随着安格斯牛肉的出栏以及相应的渠道建设完成将大幅提升公司盈利能力。考虑目前公司市值较小, 业绩处于底部, 正是迎来苦尽甘来的时代, 建议长期关注。
- **风险提示:** 良种补贴政策风险; 国家经济增速放缓的不利影响; 疫病风险; 政府招标采购导致经营业绩季节性波动风险等。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	246.87	406.61	670.67	909.58
增长率	102.45%	64.71%	64.94%	35.62%
归属母公司净利润 (百万元)	-35.66	-24.18	21.76	35.92
增长率	-2090.95%	32.19%	190.00%	65.03%
每股收益 EPS (元)	-0.17	-0.11	0.10	0.17
净资产收益率 ROE	-11.46%	-2.76%	5.00%	8.88%
PE	-99	-146	162	98
PB	8.49	4.81	4.22	4.11

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振  
 执业证号: S1250513110001  
 电话: 023-63786049  
 邮箱: zhzh@swsc.com.cn  
 联系人: 徐卿  
 电话: 021-68415832  
 邮箱: xuq@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	1.97
流通 A 股(亿股)	1.82
52 周内股价区间(元)	14.98-21.42
总市值(亿元)	32.33
总资产(亿元)	10.38
每股净资产(元)	2.42

### 相关研究

1. 天山生物 (300313): 业绩已达谷底, 未来反转在即 (2016-08-26)
2. 天山生物 (300313): 八万亩土地使用权巩固基础, 业绩反转可期 (2016-07-13)
3. 天山生物 (300313): 业绩反转在即, 未来成长犹可期 (2016-06-13)

### 关键假设：

由于公司育肥牛和牛羊肉制品业务今年全国销售渠道的铺设状况低于预期，产品主要在新疆销售，价格偏低，因此我们调低对该两项业务的毛利率预测。预计 2017-2018 育肥牛和牛羊肉制品业务毛利率分别为 2%，5%和 4%，7%。

基于以上假设，我们预测公司 2016-2018 年分业务收入成本如下表：

**表 1：分业务收入及毛利率**

单位：百万元		2015A	2016E	2017E	2018E
合计	收入	246.9	406.6	670.7	909.6
	增速	105.04%	64.71%	64.94%	35.62%
	毛利率	20.10%	12.52%	25.61%	28.66%
育肥牛	收入	113.56	136.27	149.90	164.89
	增速	3685.33%	20.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	3.48%	-7.00%	2.00%	5.00%
进口冻精	收入	50.48	53.00	55.65	58.44
	增速	11.56%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	36.09%	38.00%	43.00%	43.00%
牛羊肉制品	收入	33.80	118.30	153.79	199.93
	增速	372.73%	250.00%	30.00%	30.00%
	毛利率	0.80%	-7.00%	4.00%	7.00%
普通冻精	收入	30.58	36.70	44.04	52.84
	增速	-17.42%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	75.87%	73.00%	79.00%	82.00%
牛奶	收入	12.20	14.76	18.16	22.70
	增速	19.73%	21.00%	23.00%	25.00%
	毛利率	15.82%	15.00%	19.00%	21.00%
犊牛，后备牛羊	收入	1.87	2.15	2.58	3.10
	增速	-85.68%	15.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	-40.11%	3.00%	4.00%	5.00%
性控冻精	收入	0.69	0.72	0.76	0.80
	增速	-83.65%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	56.52%	56.00%	56.00%	56.00%
其它	收入	3.69	4.70	5.80	6.90
	增速	638.00%	27.41%	23.43%	20.00%
	毛利率	65.7%	66.0%	67.2%	66.7%
安格斯牛肉	收入		40.00	240.00	400.00
	增速			500.00%	66.67%
	毛利率		40%	40%	40.00%

数据来源：公司公告，西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	246.87	406.61	670.67	909.58	净利润	-47.50	-20.18	41.76	75.92
营业成本	197.23	355.71	498.93	648.92	折旧与摊销	19.31	41.85	41.85	41.85
营业税金及附加	0.35	0.57	0.93	1.26	财务费用	12.59	7.15	9.04	14.62
销售费用	22.30	25.62	48.96	63.67	资产减值损失	9.82	0.00	0.00	0.00
管理费用	48.74	48.79	80.48	109.15	经营营运资本变动	-147.07	-33.80	-210.23	-112.68
财务费用	12.59	7.15	9.04	14.62	其他	-47.20	-3.08	-10.10	-12.09
资产减值损失	9.82	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>-200.05</b>	<b>-8.06</b>	<b>-127.68</b>	<b>7.61</b>
投资收益	-4.72	3.00	10.00	12.00	资本支出	-160.70	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.13	0.08	0.10	0.09	其他	96.46	3.27	10.08	12.08
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-64.23</b>	<b>3.27</b>	<b>10.08</b>	<b>12.08</b>
<b>营业利润</b>	<b>-48.77</b>	<b>-28.15</b>	<b>42.44</b>	<b>84.05</b>	短期借款	203.57	-231.78	197.30	169.62
其他非经营损益	1.92	5.51	5.48	5.42	长期借款	14.52	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>-46.85</b>	<b>-22.65</b>	<b>47.92</b>	<b>89.47</b>	股权融资	31.15	239.00	0.00	0.00
所得税	0.65	-2.47	6.16	13.55	支付股利	-4.55	90.50	61.37	-55.23
净利润	-47.50	-20.18	41.76	75.92	其他	34.03	-3.74	-9.04	-14.62
少数股东损益	-11.84	4.00	20.00	40.00	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>278.72</b>	<b>93.98</b>	<b>249.63</b>	<b>99.76</b>
归属母公司股东净利润	-35.66	-24.18	21.76	35.92	<b>现金流量净额</b>	<b>15.54</b>	<b>89.19</b>	<b>132.03</b>	<b>119.45</b>
资产负债表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E	财务分析指标	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	114.11	203.30	335.34	454.79	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	146.01	210.59	346.78	454.09	销售收入增长率	102.45%	64.71%	64.94%	35.62%
存货	206.16	371.81	521.51	678.29	营业利润增长率	-13211.1%	-157.73%	50.76%	98.05%
其他流动资产	2.86	4.33	7.10	9.59	净利润增长率	-2355.1%	-142.49%	106.95%	81.78%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	-237.64%	23.61%	347.62%	50.57%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	383.32	342.41	301.51	260.61	毛利率	20.11%	12.52%	25.61%	28.66%
无形资产和开发支出	22.86	22.31	21.75	21.19	三费率	33.88%	20.06%	20.65%	20.61%
其他非流动资产	36.59	36.20	35.82	35.43	净利率	-19.24%	-4.96%	6.23%	8.35%
<b>资产总计</b>	<b>911.91</b>	<b>1190.96</b>	<b>1569.80</b>	<b>1914.00</b>	ROE	-11.46%	-2.76%	5.00%	8.88%
短期借款	299.61	67.83	265.13	434.74	ROA	-5.21%	-1.69%	2.66%	3.97%
应付和预收款项	120.14	296.52	355.29	488.64	ROIC	-6.83%	-2.51%	4.81%	7.11%
长期借款	14.52	14.52	14.52	14.52	EBITDA/销售收入	-6.83%	5.13%	13.92%	15.45%
其他负债	63.05	80.52	100.14	120.70	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>497.32</b>	<b>459.38</b>	<b>735.09</b>	<b>1058.60</b>	总资产周转率	0.32	0.39	0.49	0.52
股本	186.95	214.05	214.05	214.05	固定资产周转率	0.81	1.12	2.08	3.24
资本公积	173.92	385.82	385.82	385.82	应收账款周转率	5.62	5.27	5.13	4.79
留存收益	26.30	92.62	175.75	156.43	存货周转率	1.35	1.23	1.12	1.08
归属母公司股东权益	351.31	664.30	747.43	728.11	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	94.80%	—	—	—
少数股东权益	63.29	67.29	87.29	127.29	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>414.60</b>	<b>731.58</b>	<b>834.71</b>	<b>855.40</b>	资产负债率	54.54%	38.57%	46.83%	55.31%
负债和股东权益合计	911.91	1190.96	1569.80	1914.00	带息债务/总负债	63.16%	17.93%	38.04%	42.44%
					流动比率	1.04	1.91	1.76	1.58
					速动比率	0.58	1.01	1.00	0.91
					股利支付率	-12.75%	374.27%	-281.97%	153.78%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	-0.17	-0.11	0.10	0.17
					每股净资产	1.94	3.42	3.90	4.00
					每股经营现金	-0.93	-0.04	-0.60	0.04
					每股股利	0.02	-0.42	-0.29	0.26
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	-16.87	20.85	93.32	140.52					
PE	-98.68	-145.53	161.69	97.98					
PB	8.49	4.81	4.22	4.11					
PS	14.25	8.65	5.25	3.87					
EV/EBITDA	-192.38	161.41	36.76	24.77					
股息率	0.13%	—	—	1.57%					

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

### 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

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
广深	刘娟	地区销售总监	0755-26675724	18665815531	liuj@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	0755-26820395	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn