

原奶筑底回升带来业绩反转

投资要点

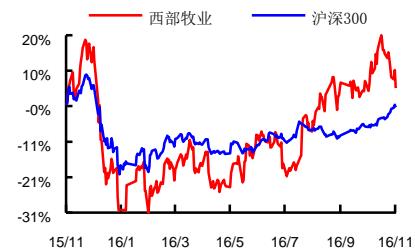
- 推荐逻辑:** 1、原奶价格有望筑底回升: 国内原奶需求5%-10%的增速, 供给端国内、国际加速去产能, 国际大包粉进口冲击趋缓, 同时国内大包粉库存逐步出清, 供需关系改善明显。国内规模牧场均已进入大规模亏损, 原奶价格跌无可跌。恒天然拍卖价格开始上涨, 带动国内原奶价格回升。2、公司生鲜乳、乳制品业务将充分受益于原奶价格回升, 业绩弹性充分, 肉牛业务未来有望培育新的利润增长点。
- 供需关系改善, 原奶价格有望筑底回升:** 目前国内原奶下游需求保持5%-10%的增速, 相对较为稳定。供给端在逐步收缩: 1、2015年以来, 奶价跌破散户养殖户成本线, 大量散户奶农选择杀牛卖肉, 加速退出; 规模化牧场在今年二季度进入大规模亏损阶段, 非正常淘汰占比大幅提升, 国内奶牛数量在逐步减少。2、国际大包粉(主要为新西兰)冲击趋缓: 在全球乳品市场需求不景气的情况下, 新西兰、澳大利亚、阿根廷等国相继减产, 其中占全球原奶出口量的60%以上新西兰在2015年全脂奶粉产量同比-6%, 脱脂奶粉产量同比-11%, 原奶产量呈下降趋势, 预计未来国际原奶供应有望见底(恒天然拍卖价格近期涨幅超50%)。3、国内大包粉库存逐步出清: 国内乳制品龙头企业大包粉库存已大幅下降, 目前存量5-10万吨左右, 与之前历史最高40-50万吨相比大幅下降, 国内低价大包粉库存逐步出清, 供给端进一步收缩。4、国内生鲜乳价格滞后于恒天然拍卖价格3-6个月, 预计明年一季度迎来价格拐点。
- 乳肉并举, 乳制品业务受益原奶价格上涨, 肉牛为培育利润点:** 1、公司作为两市唯一一家具备外销原奶的上市公司, 将直接受益原奶价格上涨, 短期业绩弹性大; 2、乳制品业务受益原奶价格上涨带来的成本优势效应, 看好未来疆内疆外市场齐发力。花园乳业在疆内享有较高知名度, 由于受制乳制品龙头低价竞争策略, 2015年下半年以来盈利能力大幅下降, 随着原奶价格提升竞争趋缓, 未来业绩将重拾升势。西牧乳业开拓疆外, 目前正处于市场开拓期, 费用较高, 造成乳制品业务较大亏损, 静候疆外费用缩减。3、公司积极开拓疆外肉牛业务, 收购的子公司浙江一恒牧业基建预计2016年底结束, 明年有望开始进口活牛。随着公司进口澳洲活牛数量的递增以及在长三角地区销售渠道的铺设完成, 未来肉牛业务将迎来爆发式增长, 成为公司新的利润增长点。
- 盈利预测与投资建议:** 预计2016-2018年公司收入复合增速达22%, 归母净利润复合增速达58%, 随着原奶价格的企稳回升, 公司业绩弹性将会凸显。首次覆盖, 给予“买入”评级。
- 风险提示:** 奶价风险, 牲畜疫病风险, 疆外市场开拓或不达预期。

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: zhz@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)	2.11
流通A股(亿股)	2.10
52周内股价区间(元)	11.27-20.95
总市值(亿元)	36.14
总资产(亿元)	25.12
每股净资产(元)	4.65

相关研究

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	599.90	605.00	830.00	1080.00
增长率	-22.23%	0.85%	37.19%	30.12%
归属母公司净利润(百万元)	23.11	-80.39	49.84	90.59
增长率	2.77%	-447.80%	161.87%	81.76%
每股收益EPS(元)	0.11	-0.38	0.24	0.43
净资产收益率ROE	2.87%	-11.83%	7.56%	11.87%
PE	156	-45	73	40
PB	4.94	5.53	5.08	4.49

数据来源: Wind, 西南证券

目 录

1 公司概况：全产业链布局的区域性龙头乳企	1
2 供需关系改善，原奶价格有望筑底回升	2
3 乳肉并举，乳制品受益原奶价格上涨，肉牛培育新利润	5
3.1 两市原奶外销唯一标的，充分受益原奶价格上涨	5
3.2 肉牛项目持续推进或成新的利润增长点	6
4 盈利预测与估值	8
5 风险提示	9

图 目 录

图 1: 公司主营业务收入结构占比	2
图 2: 公司主营业务毛利结构占比	2
图 3: 公司历年主营业务收入及增速	2
图 4: 公司历年归母净利润及增速	2
图 5: 乳制品产量及同比增速	3
图 6: 乳制品销量及同比增速	3
图 7: 全国奶牛存栏量 (万头) 2014 年达到最高值	3
图 8: 全国荷斯坦奶牛年单产 (KG) 逐年提升	3
图 9: 中国全脂奶粉进口量大幅下滑后放缓	4
图 10: 中国全脂奶粉库存 (千吨) 降至低位	4
图 11: 恒天然全脂奶粉拍卖价格大幅上涨	4
图 12: 恒天然脱脂奶粉拍卖价格大幅上涨	4
图 13: 国内生鲜乳价格滞后于恒天然拍卖价格 3-6 个月	5
图 14: 自产生鲜乳产量逐年增加	6
图 15: 自产生鲜乳占比不断提升	6
图 16: 近年来我国牛肉产量变化情况	7
图 17: 近年来我国牛肉消费量变化情况	7
图 18: 2008 年以来我国牛肉价格变化情况(元/公斤)	7
图 19: 喀尔万历年营业收入及同比增速	8
图 20: 喀尔万历年净利润及同比增速	8

表 目 录

表 1: 西部牧业主要控股参股公司情况及 2015 年业绩状况	1
表 2: 西部牧业各项业务整体预测表 (百万元)	9
附表: 财务预测与估值	10

1 公司概况：全产业链布局的区域性龙头乳企

新疆西部牧业是专业的优质生鲜乳供应商，是新疆地区集奶牛集约化养殖、种畜繁育、优质生鲜乳供应和乳肉制品深加工于一体的畜牧业产业化龙头企业。新疆天山北坡是业内公认的全国最优质天然牧场之一，公司地处的石河子市位于天山北坡经济带的中心，优越的自然地理位置为公司乳业发展提供了优良的奶源保障。公司主要产品为生鲜乳、肉制品和乳制品；公司核心市场为新疆市场，有天然的壁垒优势，同时积极开拓疆外市场。

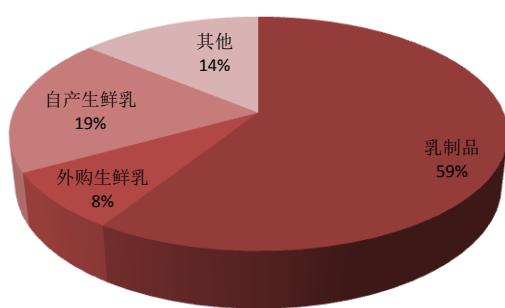
公司生产经营主要在 12 家子公司进行，包括花园乳业、西牧乳业和喀尔万食品公司等，其中西牧乳业是公司为完善产业链于 2015 年 6 月自石河子伊利乳业收购；此外，公司还有 9 家参股公司，包括准噶尔牧业、一恒牧业等，其中一恒牧业是公司于 2015 年 8 月收购，合作实施“年进口 10 万头澳大利亚肉牛隔离屠宰项目”。

表 1：西部牧业主要控股参股公司情况及 2015 年业绩状况

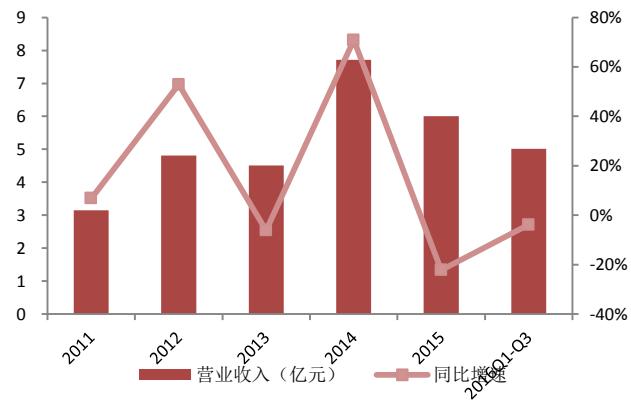
主要业务	公司名称	持股比例	总资产 (万元)	收入 (万元)	净利润 (万元)
乳制品制造	新疆石河子花园乳业有限公司	60%	19393	31653	969
	新疆西牧乳业有限公司	100%	11800	7951	-1970
肉牛进口、屠宰、销售	浙江一恒牧业有限公司	40%	—	—	—
畜产品初加工	新疆喀尔万食品科技有限公司	100%	5306	5378	564
畜牧业	石河子开发区绿洲牧业奶牛养殖有限责任公司	60%	4433	1806	-670
	玛纳斯西牧养殖有限责任公司	100%	1473	941	-418
	石河子市红光牧业有限责任公司	65%	11603	4208	-680
	呼图壁县西牧养殖有限责任公司	100%	3902	635	-1049
	新疆西部波尔多牧业有限责任公司	60%	4351	7	-15
	新疆西部准噶尔牧业股份有限公司	37%	25638	3709	20
畜牧技术服务	新疆生产建设兵团畜牧工程技术研究中心	100%	53996	4	-1080
	新疆澳瑞新生物科技有限公司	69%	102	0	-7
食品加工（饲料）	新疆泉牲牧业有限责任公司	100%	14987	15574	2455
食品制造（鲜奶收购与销售、食用植物油、酒）	石河子市天源奶业有限责任公司	100%	9121	1179	-9

数据来源：公司公告，西南证券整理

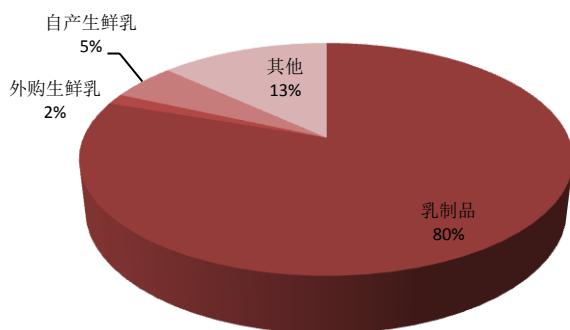
主营业务情况：公司主业是乳制品的生产和销售，2016H1 乳制品销售收入同比+8%，收入占比达到 59%，但收购西牧乳业正在开拓疆外市场，前期费用较高，仍处于亏损状态。乳制品业务合计毛利占比达到 80%。由于生鲜乳收购价格大幅下降，2016H1 自产和外购生鲜乳收入均出现下滑，同比-5.3%、-18.6%，收入占比合计 27%，毛利占比合计仅为 7%。2014 年后原奶价格走低，公司营业收入也出现明显下滑趋势，截至 2016Q3，公司主营收入同比-4%，有止跌企稳迹象，但净利率下滑严重，同比-401%，主要原因是原奶价格低迷，养殖产业持续亏损，同时公司大量借款导致财务费用大幅增加以及西牧用于拓展疆外市场的销售费用持续攀升。

图 1：公司主营业务收入结构占比


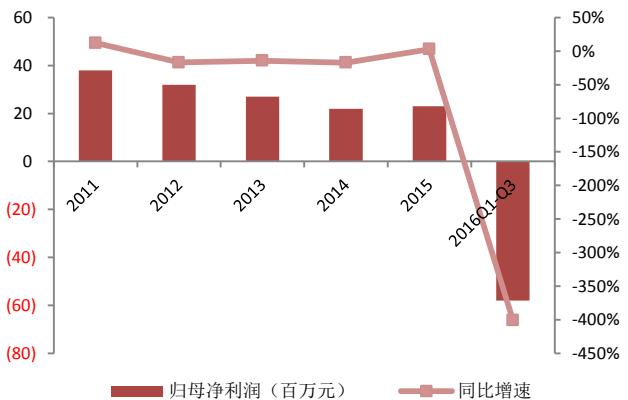
数据来源：公司 2016 年中报，西南证券整理

图 3：公司历年主营业务收入及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 2：公司主营业务毛利结构占比


数据来源：公司 2016 年中报，西南证券整理

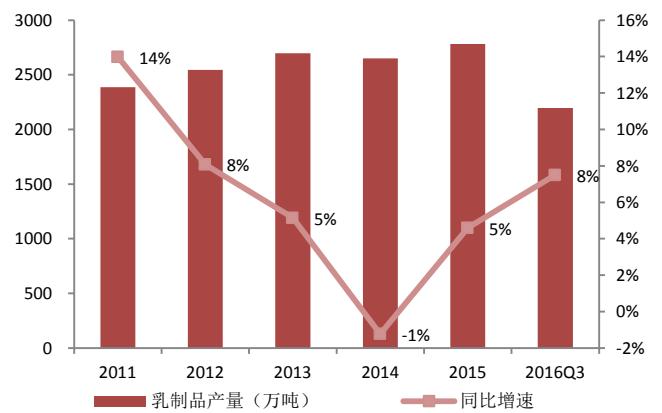
图 4：公司历年归母净利润及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

2 供需关系改善，原奶价格有望筑底回升

我国生鲜乳价格在经过 2009-2013 年暴涨之后，从 2014 年初开始逐步下降，截至目前，主产区生鲜乳平均价为 3.45 元/公斤，跌幅超过 20%，2016 年呈现筑底企稳状态，随着需求端稳健增长、供给端加快去产能，国内原奶供需关系得到明显改善，原奶价格有望筑底回升。

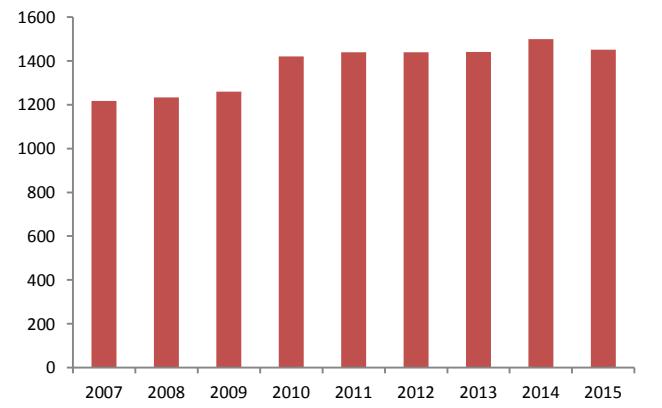
需求端：国内下游保持稳健增长。乳制品在经过高速增长阶段之后逐步回归正常增速，近几年乳制品产销量增速基本是个位数增长，2016 年前三季度乳制品产量同比+8%，2016 年上半年乳制品销量增长 7%。我们认为，未来乳制品下游需求仍将保持个位数稳定增长。主要基于以下两点考虑：1) 国内人口基数大、二胎政策放开、人均乳制品消费仍具备较大空间是乳制品能保持稳定增长的主因；2) 乳制品需求呈现出高端化、健康化趋势，且创新型产品逐步推出市场，进一步打开乳制品空间。

图 5：乳制品产量及同比增速


数据来源: wind 资讯, 西南证券整理

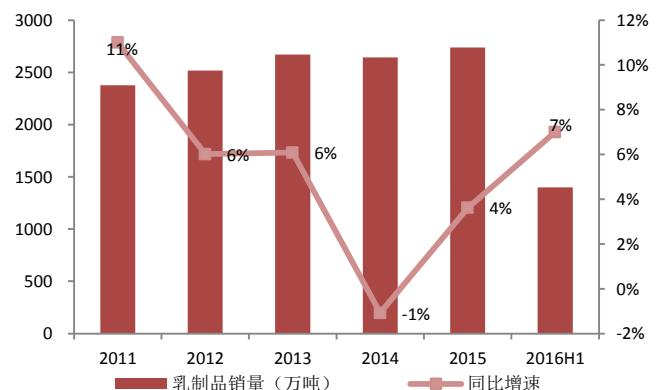
供给端: 国内外上游加快去产能, 恒天然奶粉拍卖价格大幅上涨, 有望带动国内原奶价格回升。

1) 国内奶牛存栏下降, 非正常宰杀蔓延。2013 年以前, 国内原奶短缺现象突出, 原奶供不应求, 奶价一度达到 4.3 元/公斤, 随后在高奶价的驱动下, 大牧场与奶农大量投产, 奶牛存栏量在 2014 年达到 1500 万头的峰值; 同时, 奶牛单产也在逐步提升, 2015 中国荷斯坦牛奶年单产达到 6 吨/头; 双重因素叠加下原奶供应在 2014 年出现历史新高点, 之后一直处于供大于求的状况。

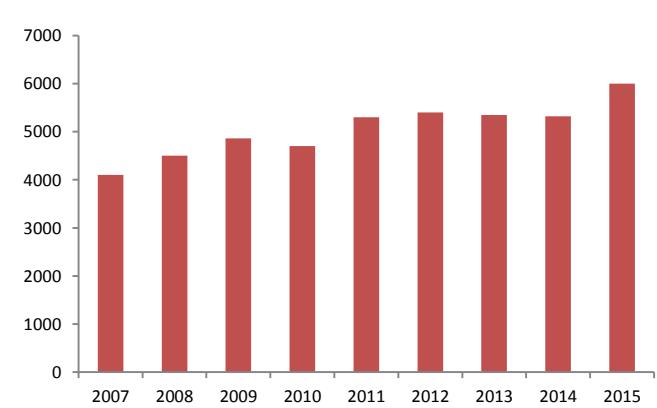
图 7：全国奶牛存栏量（万头）2014 年达到最高值


数据来源: 中国奶业年鉴, 西南证券整理

2014 年之后中国原奶供应一直处于过剩状态, 叠加国际大包粉进口冲击, 导致国内奶价开始一路下跌。2015 年开始, 奶价跌破散户养殖户成本线, 大量散户奶农选择杀牛卖肉, 加速退出。到了 2016 年二季度乳业上游情况进一步恶化, 整个行业的危机已经从个体奶农发展到中小养殖企业进而蔓延到奶牛养殖集团, 现代牧业、华夏牧场等国内大型牧场也开始出现“倒奶杀牛”现象, 存在不同程度上的经营困难。整个上游养殖端已经到了最艰难的时期, 基本上所有牧场都在调整产能, 加速乳牛淘汰, 缩减原奶供应。目前国内生鲜乳均价各大牧场奶价都已经在底部, 继续下跌空间有限。

图 6：乳制品销量及同比增速


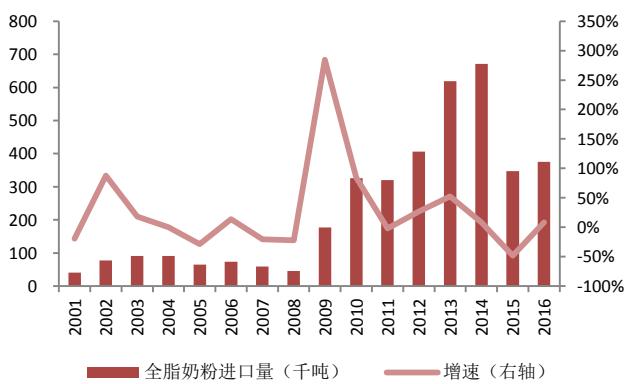
数据来源: wind 资讯, 西南证券整理

图 8：全国荷斯坦奶牛年单产（KG）逐年提升


数据来源: 中国奶业年鉴, 西南证券整理

2) 国际大包粉价格上涨, 进口冲击趋缓。国内的乳制品企业除了使用国内自产生鲜乳, 同时使用进口大包粉替代。2015 年国内消耗原奶 2100 万吨, 进口大包粉 60 万吨, 按照 1 吨大包粉折合 8.5 吨原奶换算, 进口大包粉对应原奶 510 万吨, 占国内原奶供应的 24%, 因此国际大包粉对国内原奶供需关系影响巨大。2014 年前国内原奶价格高企, 国内的乳制品企业大量进口大包粉替代, 全国大包粉库存存在 2014 年达到顶峰, 之后进入了漫长的去库存阶段。中国全脂奶粉进口量 2015 年大幅下滑, 仅为 35 万吨, 同比下降 48%; 2016 年仅有回升, 全脂奶粉进口量将近 40 万吨, 同比+8%。国内大包粉经过 2015-2016 年的消化, 库存已大幅降低, 目前仅为 5 万吨左右, 与之前 30 万吨的存量相比已大幅下降, 国内低价大包粉库存逐步出清, 供给端进一步收缩。

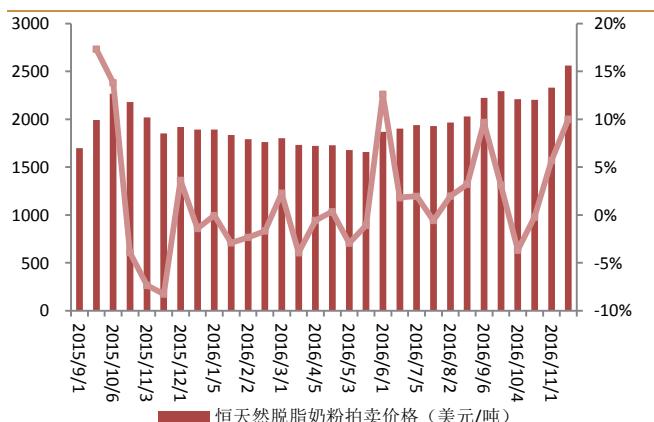
图 9: 中国全脂奶粉进口量大幅下滑后放缓



数据来源: USDA, 西南证券整理

受全球乳制品市场不景气及极端气候影响, 新西兰、澳大利亚、阿根廷等主产国相继减产, 其中占全球原奶出口量的 60% 以上新西兰在 2015 年全脂奶粉产量同比-6%, 脱脂奶粉产量同比-11%, 原奶产量呈现明显下降趋势。受其影响, 恒天然原奶价格在今年三季度开始出现大幅上涨, 从每 100 千克 20 欧元上涨至目前的 28.76 欧元, 幅度超过 40%, 恒天然原奶价格上涨将带动大包粉拍卖价格上涨。截止最新一次 11 月 15 日, 全脂奶粉和脱脂奶粉拍卖价格分别达到 3423 美元/吨、2562 美元/吨, 较 2016 年 5 月份分别上涨 52%、55%。

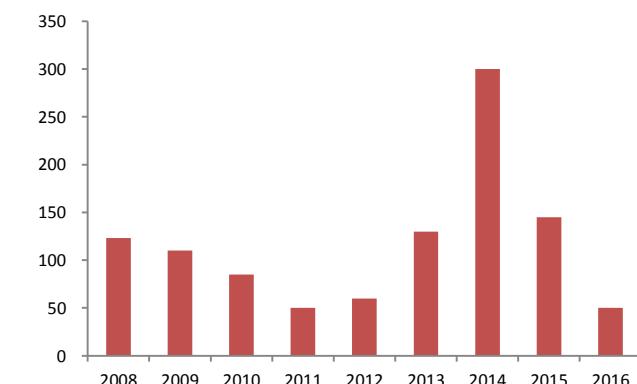
图 11: 恒天然全脂奶粉拍卖价格大幅上涨



数据来源: global dairy trade, 西南证券整理

请务必阅读正文后的重要声明部分

图 10: 中国全脂奶粉库存 (千吨) 降至低位



数据来源: USDA, 西南证券整理

图 12: 恒天然脱脂奶粉拍卖价格大幅上涨



数据来源: global dairy trade, 西南证券整理

国内需求拉动原奶价格上涨空间有限，进口大包粉涨价是导致国内原奶价格上涨的主要动力。国内生鲜乳价格一般滞后于恒天然拍卖价格3-6个月，恒天然拍卖价格在2016年6月份开始出现较大幅度上涨，国内生鲜乳价格近期有所上调，但并未出现大幅上涨，预计明年一季度将是国内生鲜乳价格的拐点。

图 13：国内生鲜乳价格滞后于恒天然拍卖价格3-6个月



数据来源: wind 资讯, 西南证券整理

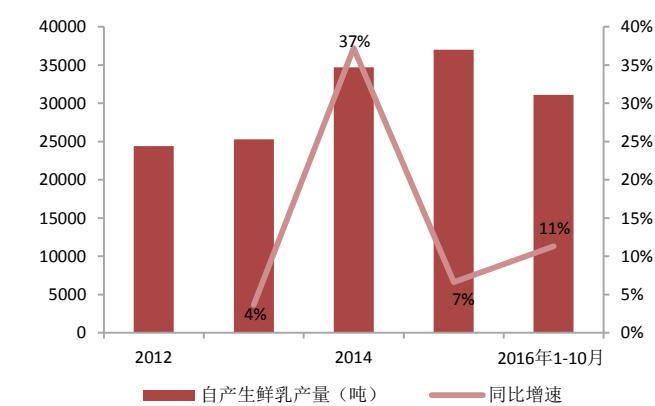
3 乳肉并举，乳制品受益原奶价格上涨，肉牛培育新利润

西部牧业经过十年的努力，已经成为新疆奶肉牛存栏量最大、日处理生鲜乳加工能力最大的畜牧业企业，拥有完整的饲草料加工-牲畜养殖-乳肉制品深加工全产业链。乳肉并举，多点开花，未来业绩有望实现快速增长。

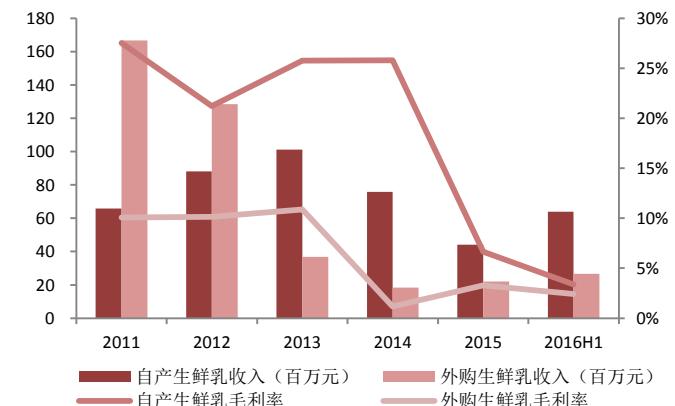
3.1 两市原奶外销唯一标的，充分受益原奶价格上涨

生鲜乳生产、收购和销售业务直接受益原奶价格上涨。公司是疆内最大的规模牧场生鲜乳供应商，主要客户有天润、麦趣尔、蒙牛等。公司通过子公司和参股公司进行奶牛养殖，下属6家养殖子公司奶牛存栏量1.7万头，日产奶量超过300吨。同时全资子公司畜牧工程技术研究中心参股的13家牛场于2015年完成初步基本建设工作，并进行奶牛的进口存栏工作，奶牛存栏量达到4.5万头。2016年中期存栏奶牛将会大量繁育，并进入生产状态。未来几年公司的奶牛存栏量将继续提高，生鲜乳的产量也将随之增长。

除了自产，公司还从养殖户收购生鲜乳进行销售。一开始外购生鲜乳占比比较高，随着自有牧场的建设，逐步提升自产生鲜乳所占比例。从毛利率看，自产生鲜奶毛利率要远高于外购，奶价不断下行让两者差距逐渐收窄。生鲜乳销售将直接受益于原奶价格上涨，奶价上行，毛利和收入均会显著提升。公司作为两市唯一一家具备外销原奶的上市公司，业绩存在较大弹性。

图 14：自产生鲜乳产量逐年增加


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 15：自产生鲜乳占比不断提升


数据来源：公司公告，西南证券整理

同时，公司的乳制品业务也将充分受益原奶价格上涨带来的成本优势效益。乳制品业务是公司主要的收入和利润来源，受乳制品行业整体竞争激烈影响，近些年经营状况有所恶化。随着原奶价格上涨，行业竞争有望趋缓，公司自产奶源带来的成本优势将进一步凸显，竞争力有望加强。随着疆外市场的稳步拓展，未来乳制品业绩将重现快速增长。

公司乳制品业务的生产经营主要在花园乳业和西牧乳业两个子公司进行，前者定位于疆内，后者主要开拓疆外市场：

1) 花园乳业日处理鲜奶能力 300 吨，其中酸奶 100 吨，UHT 奶 100 吨，奶粉 100 吨；产品品类齐全，主要包括奶粉，无菌百利包，酸奶和乳饮料四大系列，产品在疆内市场有较高的知名度，收入快速增长。2014 年、2015 年上半年花园乳业净利润率到 10%，2015 年下半年受疆外龙头乳企冲击较大，导致产品降价和竞争加剧，盈利能力恶化；2016 年上半年净利润 716 万元（15 年同期净利润 1900 万元）。随着冰淇淋酸奶、爱克林包装酸奶等新品的推出和原奶价格逐步企稳回升带来疆外龙头乳业冲击下降，预计花园乳业未来业绩将重拾升势。

2) 西牧乳业原是伊利集团在新疆最大的奶粉生产基地，生产能力为日处理鲜奶 200 吨。公司于 2015 年 6 月以 9046 万元收购其 100% 股权。公司自 2015 年收购之后，进一步对西牧乳业业务进行梳理，增加下游液态奶销售业务，重点布局奶粉业务，目前主销区主要在江浙一带，上海地区有部分销售。西牧乳业的“西悦”“西澳牧都”高品质常温奶于 2015 年 12 月正式销售，逐步寻找各类代理商和多方合作伙伴共同开发内地市场，努力扩大销售份额，已经在华东地区形成销售。2016 年上半年亏损 1504 万元，主要是疆外市场开拓，团队建设和费用支持等侵蚀了大部分的利润，预计西牧乳业全年亏损在 2500 万左右，明年在销售上升的趋势下，有望逐步减亏。

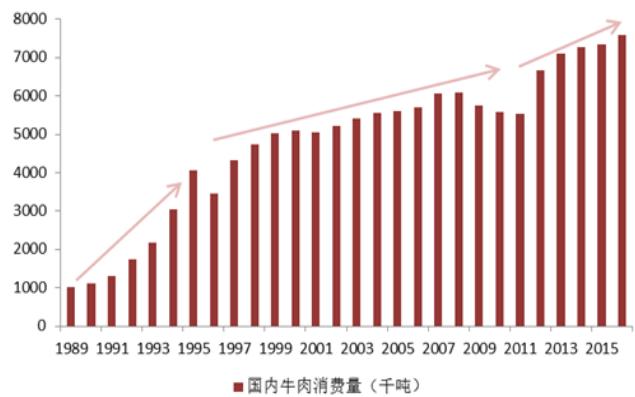
3.2 肉牛项目持续推进或成新的利润增长点

目前国内牛肉供需缺口大，牛肉价格持续攀升。国内肉牛供需失衡主要体现在两方面：

1) 肉牛存栏量增速不及出栏量增速，在一定程度上抑制了我国肉牛行业的发展；2) 国内牛肉消费量增速远高于产量增速，供需缺口持续扩大。截至 2015 年全国牛肉产量 700 万吨，近 5 年牛肉产量的增长率平均仅为 1%，增长极为缓慢。而近五年国内牛肉消费量平均增速

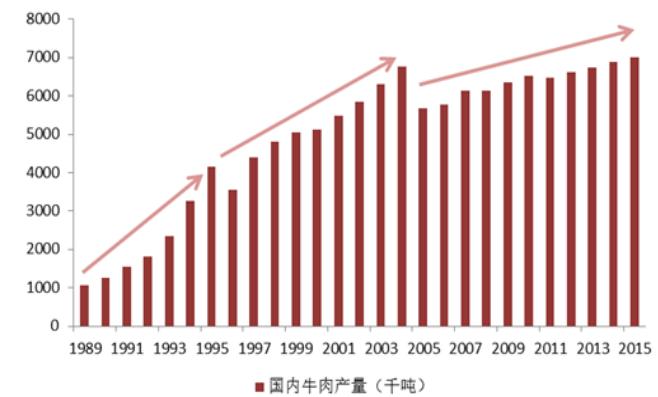
为 5.9%，供需缺口逐年扩大。2015 年我国牛肉消费量和产量的缺口为 80 万吨，以目前国内牛肉平均价 62.5 元/公斤计算，我国仍存在 500 亿元的供需缺口。

图 16：近年来我国牛肉产量变化情况



数据来源：wind 资讯，西南证券整理

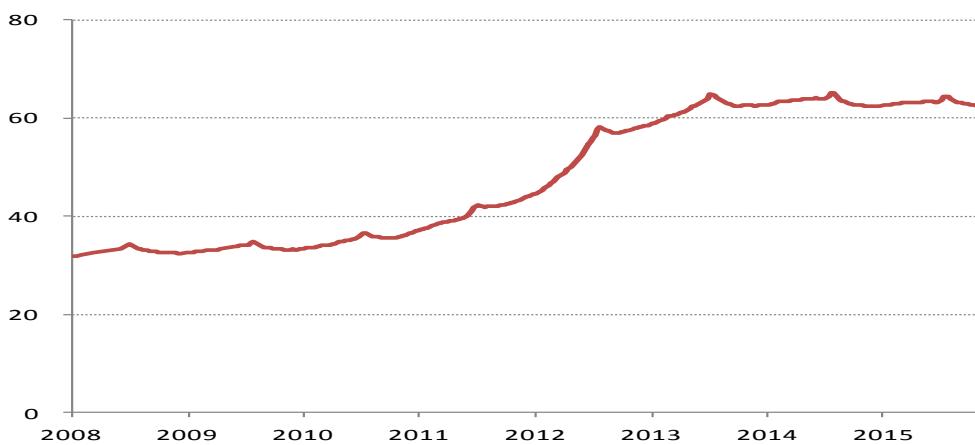
图 17：近年来我国牛肉消费量变化情况



数据来源：wind 资讯，西南证券整理

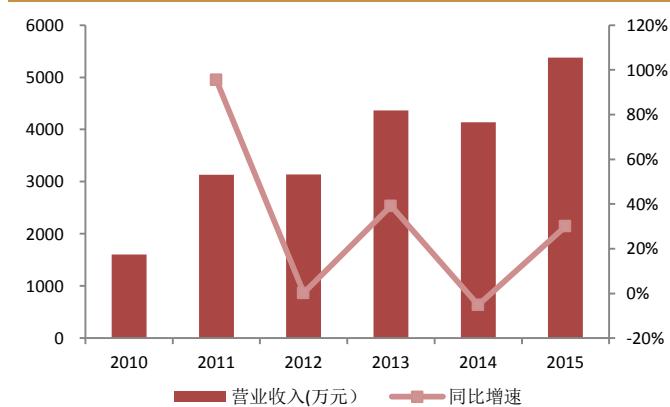
在供需缺口持续扩大的推动下，国内牛肉价格一路攀升。2010 年以前我国牛肉价格始终在 30 元左右徘徊，2010 年 6 月以来价格从 33 元/千克一路上涨，牛肉价格的高企为肉牛养殖行业提供了巨大的盈利空间。

图 18：2008 年以来我国牛肉价格变化情况(元/公斤)

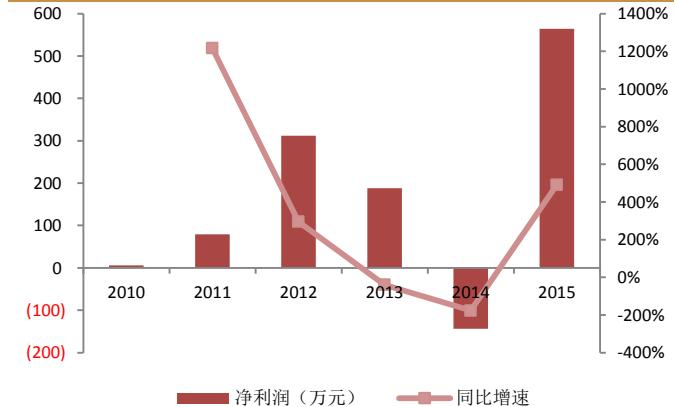


数据来源：农业部，西南证券整理

公司在疆内疆外均有肉牛业务布局。在疆内，西部牧业全资子公司新疆喀尔万食品科技有限公司成立于 2006 年，是一家集肉牛、肉羊，饲养、屠宰、分割等肉制品加工、牛羊皮张加工销售于一体的现代化清真肉类加工企业，年生产能力可屠宰羊 100 万只、牛 6 万头、加工生鲜肉制品 10000 吨，终端产品目前已进入石河子和乌鲁木齐各大超市和连锁专卖店销售，深受广大消费者的青睐。2015 年公司实现营业收入 5378 万元，净利润 564 万元，业绩增长情况良好。

图 19: 喀尔万历年营业收入及同比增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 20: 喀尔万历年净利润及同比增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

同时，公司也正积极开拓疆外市场。2015 年 8 月，公司收购浙江一恒牧业有限公司 40% 股权，将以该公司为载体开展“年进口 10 万头澳大利亚肉牛隔离屠宰项目”，以加快公司开发新产品、开拓新市场，在华东长三角地区设立营销中心，向周边广大市场进行覆盖；同时可充分发挥公司优质肉牛养殖优势，保证其销售渠道的畅通，提高公司经济效益，增强市场竞争力。公司 10 万头澳大利亚肉牛隔离屠宰项目计划投入 4 千万元，设备、厂房正在建设中，受雨水等影响，预计 2016 年底全部完工。原预计 2016 年 6 月引进第一批肉牛，但由于澳大利亚政策规定牛必须有超过六个月的养殖期才可以出口中国，且公司计划每批肉牛的引入规模不低于 3000 头，为控制物流成本，公司第一批肉牛引进时间延迟至年底，引进规模 5000 头左右。

保守估计肉牛屠宰时重量约为 500 公斤，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。随着公司进口澳洲活牛数量的递增以及一恒牧业在长三角地区销售渠道的铺设完成，未来肉牛业务将迎来爆发式增长，成为公司新的利润增长点。

4 盈利预测与估值

关键假设：

- 1) 随着国际原奶价格的企稳回升，预计国内原奶下半年筑底，明年企稳回升，预计 2016 年、2017 年、2018 年公司自产生鲜乳销售均价分别为 3.30 元/公斤、3.76 元/公斤、4.45 元/公斤。公司生鲜奶业务将直接受益原奶价格上涨，随着奶牛存栏量的增加，收入和毛利率大幅提升；
- 2) 公司乳制品随着原奶价格的回升，竞争格局将会逐步缓和，盈利能力也能恢复到正常水平。西牧乳业疆外市场开拓和高毛利的奶粉产品推广使乳制品业务实现快速增长；
- 3) 一恒牧业肉牛养殖业务周期较长，进展较慢，暂时不考虑对公司未来三年业绩影响。

表 2：西部牧业各项业务整体预测表（百万元）

业务	项目	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
合计	营业收入	771.38	599.90	605.00	830.00	1,080.00
	增速	70.86%	-22.23%	0.85%	37.19%	30.12%
	营业成本	657.84	566.57	542.69	673.55	864.00
	毛利率	14.72%	5.56%	10.30%	18.85%	20.00%
乳制品	营业收入	251.48	352.49	405.00	486.00	631.80
	增速	17.37%	40.17%	14.90%	20.00%	30.00%
	营业成本	181.83	363.10	344.25	396.09	492.80
	毛利率	27.70%	-3.01%	15.00%	18.50%	22.00%
自产生鲜乳	营业收入	75.79	44.20	54.50	156.00	223.00
	增速	-25.08%	-41.68%	23.30%	186.24%	42.95%
	营业成本	56.23	41.26	52.59	129.48	169.48
	毛利率	25.81%	6.65%	3.50%	17.00%	24.00%
外购生鲜乳	营业收入	27.50	41.80	58.80	27.50	41.80
	增速	25.23%	52.00%	40.67%	25.23%	52.00%
	营业成本	26.68	40.13	55.27	26.68	40.13
	毛利率	3.00%	4.00%	6.00%	3.00%	4.00%
种畜销售	营业收入	347.54	18.04	0.00	18.00	20.00
	增速	2705.00%	-94.81%	0.00%		11.11%
	营业成本	332.23	17.28	0.00	17.28	19.20
	毛利率	4.41%	4.21%	0.00%	0.00%	0.00%
其他	营业收入	77.77	139.45	118.00	128.20	138.70
	增速	-9.17%	79.31%	-15.38%	8.64%	8.19%
	营业成本	69.03	99.96	104.43	112.82	122.06
	毛利率	11.24%	28.32%	11.50%	12.00%	12.00%

数据来源: wind 资讯、西南证券

在此基础上，预计 2016-2018 年公司收入复合增速达 22%，归母净利润复合增速达 58%，随着原奶价格的企稳回升，公司业绩弹性将会凸显。首次覆盖，给予“买入”评级。

5 风险提示

奶价风险，牲畜疫病风险，疆外拓展市场或不达预期。

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	599.90	605.00	830.00	1080.00	净利润	20.97	-77.39	53.84	95.59
营业成本	566.57	542.69	673.55	864.00	折旧与摊销	63.28	70.97	71.56	71.68
营业税金及附加	0.42	0.39	0.55	0.70	财务费用	46.73	66.64	58.08	59.35
销售费用	41.66	42.35	32.37	41.04	资产减值损失	16.58	0.00	0.00	0.00
管理费用	43.59	48.40	38.18	42.12	经营营运资本变动	-3.06	173.66	-110.07	-145.28
财务费用	46.73	66.64	58.08	59.35	其他	-71.73	4.04	0.91	0.54
资产减值损失	16.58	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	72.78	237.93	74.32	81.88
投资收益	-1.29	-10.00	0.00	0.00	资本支出	-83.57	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-264.69	-10.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-348.26	-10.00	0.00	0.00
营业利润	-116.94	-105.46	27.28	72.78	短期借款	405.45	-231.69	13.49	17.46
其他非经营损益	134.47	24.00	30.00	30.00	长期借款	-17.50	0.00	0.00	0.00
利润总额	17.53	-81.46	57.28	102.78	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	-3.44	-4.07	3.44	7.19	支付股利	-3.28	0.00	4.02	-2.49
净利润	20.97	-77.39	53.84	95.59	其他	-72.60	-87.31	-58.08	-59.35
少数股东损益	-2.14	3.00	4.00	5.00	筹资活动现金流净额	312.08	-319.01	-40.57	-44.38
归属母公司股东净利润	23.11	-80.39	49.84	90.59	现金流量净额	36.59	-91.08	33.75	37.50
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	181.83	90.75	124.50	162.00	成长能力				
应收和预付款项	335.46	135.95	188.97	244.73	销售收入增长率	-22.23%	0.85%	37.19%	30.12%
存货	565.43	516.39	654.24	835.37	营业利润增长率	-1208.50%	9.82%	125.87%	166.83%
其他流动资产	25.54	17.17	27.49	34.06	净利润增长率	-31.98%	-469.00%	169.57%	77.54%
长期股权投资	282.73	282.73	282.73	282.73	EBITDA 增长率	-106.76%	363.78%	388.09%	29.89%
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	645.86	578.62	510.79	442.84	毛利率	5.56%	10.30%	18.85%	20.00%
无形资产和开发支出	99.04	95.40	91.77	88.13	三费率	22.00%	26.01%	15.50%	13.20%
其他非流动资产	134.99	134.89	134.79	134.69	净利润率	3.50%	-12.79%	6.49%	8.85%
资产总计	2270.88	1851.90	2015.28	2224.56	ROE	2.87%	-11.83%	7.56%	11.87%
短期借款	1016.93	785.24	798.72	816.19	ROA	0.92%	-4.18%	2.67%	4.30%
应付和预收款项	220.79	170.18	230.08	289.74	ROIC	-6.54%	-3.05%	7.11%	10.08%
长期借款	69.50	69.50	69.50	69.50	EBITDA/销售收入	-1.16%	5.31%	18.91%	18.87%
其他负债	232.27	172.97	205.11	244.17	营运能力				
负债合计	1539.48	1197.89	1303.41	1419.60	总资产周转率	0.30	0.29	0.43	0.51
股本	163.80	211.33	211.33	211.33	固定资产周转率	1.03	1.01	1.53	2.27
资本公积	280.58	233.05	233.05	233.05	应收账款周转率	4.98	7.97	7.90	7.93
留存收益	208.20	127.81	181.67	269.76	存货周转率	1.00	0.99	1.14	1.15
归属母公司股东权益	652.58	572.19	626.05	714.15	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	129.61%	—	—	—
少数股东权益	78.82	81.82	85.82	90.82	资本结构				
股东权益合计	731.40	654.01	711.87	804.97	资产负债率	67.79%	64.68%	64.68%	63.81%
负债和股东权益合计	2270.88	1851.90	2015.28	2224.56	带息债务/总负债	70.57%	71.35%	66.61%	62.39%
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E	流动比率	0.80	0.72	0.86	1.00
EBITDA	-6.93	32.15	156.92	203.82	速动比率	0.39	0.23	0.29	0.35
PE	156.35	-44.95	72.51	39.89	股利支付率	14.17%	0.00%	-8.06%	2.75%
PB	4.94	5.53	5.08	4.49	每股指标				
PS	6.02	5.97	4.35	3.35	每股收益	0.11	-0.38	0.24	0.43
EV/EBITDA	-518.21	132.00	26.91	20.62	每股净资产	3.46	3.09	3.37	3.81
股息率	0.09%	0.00%	—	0.07%	每股经营现金	0.34	1.13	0.35	0.39
					每股股利	0.02	0.00	-0.02	0.01

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
	任晓	机构销售	0755-26820395	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn