

2017年09月20日

证券研究报告·动态跟踪报告

天山生物(300313) 农林牧渔

增持(维持)

当前价: 14.22元

目标价: ——元(6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

涉足传媒领域，未来双主业打开想象空间

投资要点

- **事件：**天山生物披露重大资产重组预案，公司拟以发行股份及支付现金的方式，购买大象股份 96.2% 股权，并将以现金方式收购其剩余股权。
- **业务内部调整，实现扭亏为盈。**公司 2015、2016 年连续亏损，主要原因是澳洲子公司引进的牛群价格倒挂严重，导致公司业绩大幅亏损。2017 年公司积极调整业务结构，暂停大部分澳洲子公司业务并对其进行整顿，2017 年半年报披露三费均有大幅下降，有效提升公司经营效率。
- **国内肉牛养殖扩容迫在眉睫：**我国牛肉消费量从 1990 年 110 万吨增长至 2015 年 759 万吨，增长近 7 倍。但自 2012 年开始，国内牛肉需求量大幅增长，而国内的牛肉产量却增长缓慢，从而导致国内市场的供需缺口迅速扩大。2016 年我国牛肉消费量和产量的缺口为 90 万吨，以牛肉平均价 62.2 元/公斤计算，我国仍存在 560 亿元的供需缺口。针对国内稀缺的高档牛肉市场，2015 年公司稳步开展“以两头带中间”的战略模式，公司近三年已经成功引进 2.4 万头安格斯种群，初具规模，未来放量值得期待。
- **重组进行时，期待发挥协同效应。**公司此次拟收购的大象股份交易作价为 23.7 亿元，上市公司拟通过发行股份及支付现金的方式购买大象股份 1.3 亿股股票，占总股本的 96.21%，同时非公开发行股份募集配套资金不超过 6.0 亿元。同时，陈德宏承诺标的公司 2017 年度、2018 年度和 2019 年度实现的扣除非后净利润应分别不低于 1.4 亿元、1.8 亿元、2.1 亿元。我们认为此次收购若能顺利落地，一方面大象股份具有多年户外广告行业的运营经验，其模式清晰、业务成熟，能够为天山生物带来稳定的收入和利润来源。另一方面，公司能够凭借大象股份的宣传渠道为自己牛肉产品打开疆外市场，加速市场开拓进度。
- **盈利预测与投资建议。**暂不考虑收购大象股份事对业绩产生的影响，预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.05 元、0.08 元、0.10 元，考虑大象股份已做出业绩承诺，若是收购能够顺利落地，将大幅增强公司盈利能力，且享有更高的估值溢价，建议保持关注。暂不给予目标价，维持“增持”评级。
- **风险提示：**肉牛出栏规模或不达预期、肉牛价格或大幅下跌导致盈利或不达预期、销售渠道建设或不达预期、肉牛进口的行业政策或变化、收购或不达预期等风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	375.21	181.03	185.51	202.93
增长率	51.99%	-51.75%	2.47%	9.39%
归属母公司净利润(百万元)	-139.63	9.29	14.83	19.52
增长率	-491.56%	-93.35%	59.60%	31.68%
每股收益 EPS(元)	-0.71	0.05	0.08	0.10
净资产收益率 ROE	-45.74%	1.71%	2.76%	3.62%
PE	-20	302	189	144
PB	7.00	5.59	5.50	5.40

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

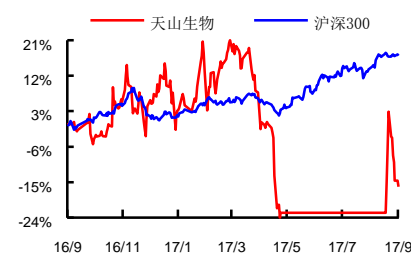
邮箱: zhzh@swsc.com.cn

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)	12.9-20.5
总市值(亿元)	28.06
总资产(亿元)	7.56
每股净资产(元)	1.82

相关研究

1. 天山生物(300313) 业绩低于预期，仍需静待黎明到来 (2016-10-25)

目 录

1 公司概况：短期业务内部调整，实现扭亏为盈	1
2 “大肉牛”战略稳步推进.....	2
2.1 国内牛肉市场供不应求，肉牛养殖扩容迫在眉睫	2
2.2 安格斯牛肉打开国内高端牛肉消费市场	3
3 并购大象股份，打造双主业格局	4
3.1 专营户外广告领域，业务结构明晰，收入稳定	4
3.2 户外广告行业竞争激烈，地铁普及时代打开成长空间.....	5
3.3 媒体资源丰富，汇聚知名品牌客户	6
4 重组进行时，期待发挥协同效应	8
5 盈利预测与投资建议	8
6 风险提示	9

图 目 录

图 1：公司 2017 年 H1 主营业务结构情况.....	1
图 2：公司 2017 年 H1 主营业务毛利情况.....	1
图 3：公司近年来营业收入及增速.....	1
图 4：公司近年来归母净利润.....	1
图 5：国内牛肉消费量的变化.....	2
图 6：国内牛肉产量的变化.....	2
图 7：国内牛肉平均价的变化.....	2
图 8：国内牛肉进出口量的变化.....	2
图 9：公司 2016 年主营业务结构情况.....	4
图 10：公司 2016 年主营业务毛利情况.....	4
图 11：大象股份 2013-2016 年营业收入及增速.....	5
图 12：大象股份 2013-2016 年归属母公司净利润及增速.....	5
图 13：2015 年我国户外传媒广告市场规模分布情况.....	6
图 14：公司主要合作品牌.....	7

表 目 录

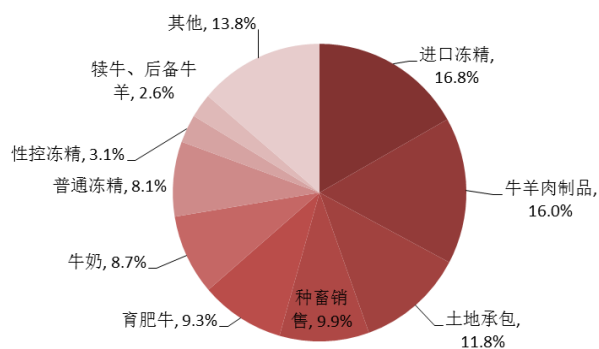
表 1：单头安格斯牛价格拆分情况.....	3
表 2：大象股份拥有的主要广告媒体资源.....	6
表 3：公司主要媒体类型及合作品牌.....	7
表 4：分业务收入及毛利率.....	9
附表：财务预测与估值.....	10

1 公司概况：短期业务内部调整，实现扭亏为盈

天山生物（300313）于2012年4月在深圳证券交易所创业板上市。公司是我国最大的牛品种改良产品及服务提供商之一。公司依托齐全的奶牛、肉牛及乳肉兼用牛的良好基因库，通过应用良种繁育体系研究成果及性控冻精、胚胎移植等前沿遗传生物技术与产品，为牛养殖户提供集品种改良、良种繁育、育种规划、饲养管理及疫病防治等服务的综合良种繁育服务。近年来，公司逐渐意识到单纯靠冻精业务收入很有限，故公司积极向下游产业发展，2013年底开始规划部署大肉牛战略。

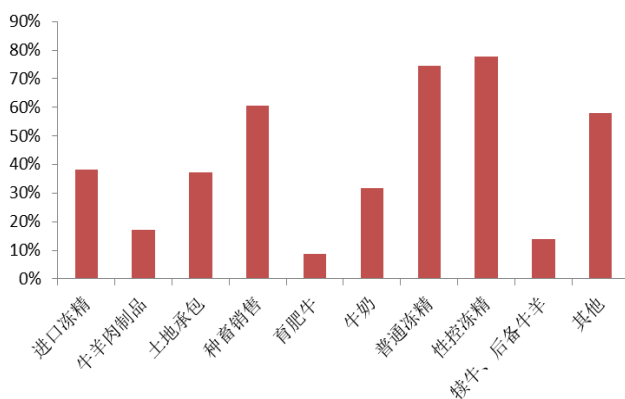
公司主营业务结构：2017年H1公司业务收入较为分散，种畜销售、牛羊肉制品、进口冻精和普通冻精分别占比9.9%、16.0%、16.8%和8.1%。

图1：公司2017年H1主营业务结构情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

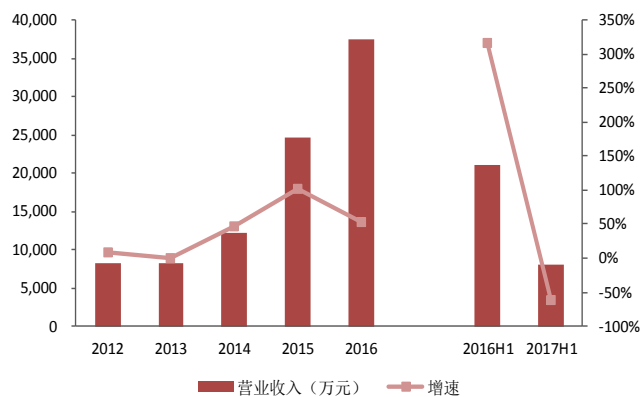
图2：公司2017年H1主营业务毛利情况



数据来源：公司公告，西南证券整理

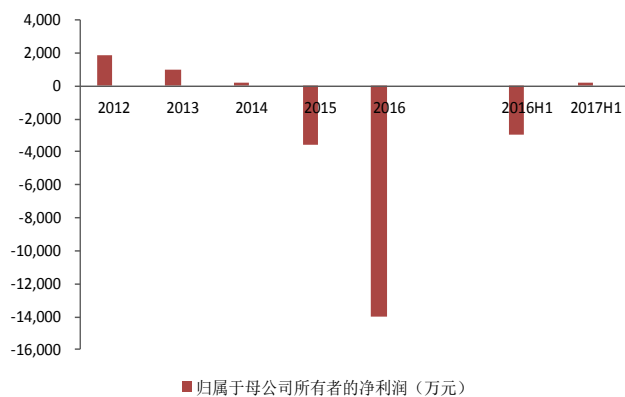
公司业绩状况：公司2015、2016年连续两年亏损，营业收入分别为2.5亿元、3.8亿元，归母净利润分别为亏损3566万元、1.4亿元。2017年上半年公司业绩首次实现扭亏为盈，实现营业收入7971万元，归母净利润168万元。2016年亏损原因为活畜出口增加，受活畜出口周期长、环节多、成本控制难度大等影响，公司利润大幅下滑，2017年，境外公司主要转型为代牧业务和澳洲本土的羊养殖和销售业务，减少种畜销售，控制成本。

图3：公司近年来营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图4：公司近年来归母净利润



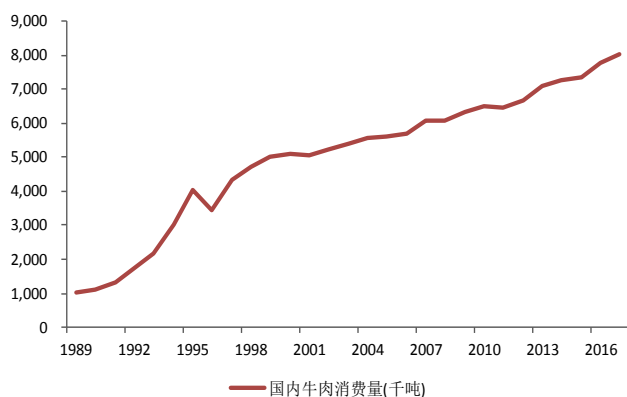
数据来源：公司公告，西南证券整理

2 “大肉牛”战略稳步推进

2.1 国内牛肉市场供不应求，肉牛养殖扩容迫在眉睫

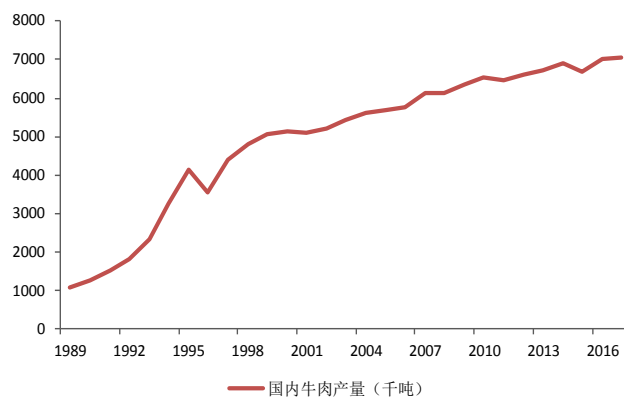
从 19 世纪 90 年代开始，我国肉牛产业就开始快速发展。至 1998 年，我国已成为世界第三大肉牛生产国。从整体看，我国牛肉的供给和需求保持同步上升的趋势，但是近年来，牛肉产量增长趋于缓慢，而我国牛肉需求量保持逐年增长的态势。国产牛肉供给增长低于牛肉需求的上涨，从而导致如今牛肉价格居高不下的局面，这同时也变相的说明我国牛肉市场的空间巨大。

图 5：国内牛肉消费量的变化



数据来源：WIND，西南证券整理

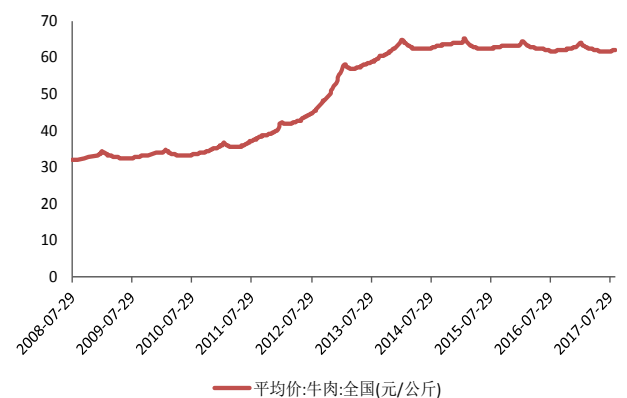
图 6：国内牛肉产量的变化



数据来源：WIND，西南证券整理

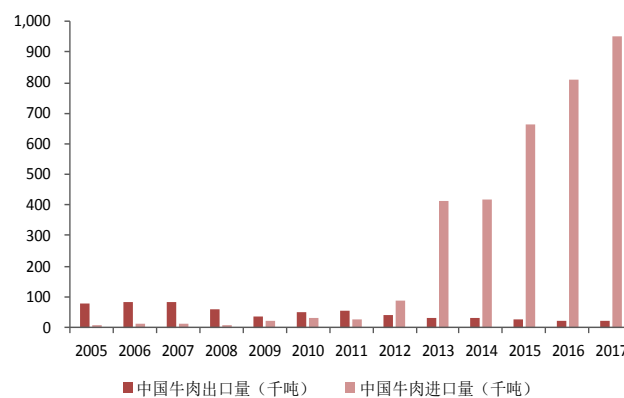
对比我国牛肉产量和消费量的数据可以发现，在 2011 年之前我国都处于供需平衡，牛肉出口量大于进口量的情况。但自 2012 年开始，国内牛肉需求量大幅增长，而与此同时国内的牛肉产量仍保持缓慢增长的态势，从而导致国内市场的供需缺口迅速扩大。我国也从原先的牛肉出口国家转变为牛肉进口大国。2016 年我国牛肉消费量和产量的缺口为 90 万吨，以目前国内牛肉平均价 62.2 元/公斤计算，我国仍存在 560 亿元的供需缺口，这也是直接导致我国近年来牛肉价格始终保持在高位的根本性原因。

图 7：国内牛肉平均价的变化



数据来源：WIND，西南证券整理

图 8：国内牛肉进出口量的变化



数据来源：WIND，西南证券整理

综上所述，我国牛肉消费市场总量上至少存在一倍的成长空间，未来前景巨大；同时，目前市场供需缺口巨大，受制于牛养殖周期较长的影响，短时间内供不应求的局面难以得到有效缓解为公司肉牛产业发展提供了良好发展机遇。

2.2 安格斯牛肉打开国内高端牛肉消费市场

公司全产业链布局安格斯肉牛养殖，产品定位高档牛肉市场。公司稳步开展“以两头带中间”的战略模式，拉通国内外安格斯种牛引种通道，扎实做好安格斯肉牛的引种、推广以及合作客户的拓展工作，积极筹划国内终端销售网点建设布局，初步实现肉牛产业链两端业务的启动。自公司 2014 年实施大肉牛战略，已累计对外引种 2.4 万余头，在国内形成优良安格斯基因群规模。我们认为随着居民收入水平和对食品安全关注度的提高，我国的高档牛肉市场需求逐年加大。据中国畜牧业协会牛业分会统计，2015 年需求量达到 7.4 万吨，国内生产高档肉牛养殖企业凤毛麟角，产能约占全国牛肉产量 0.2% 左右。牛肉行业的主要竞争还集中在低端牛肉的生产销售领域。

公司的肉牛养殖主要分为两个部分。第一部分为公司自有养殖，目前规模在 3000 头左右，其中安格斯牛 2000 多头，其他则是高代杂交种。第二部分为“公司+农户”养殖模式，公司通过澳洲直接引进安格斯种牛以及自己在国内的扩繁厂为农户提供能繁母牛，农户负责母牛配种及繁育环节，并将架子牛出售给公司，公司以高于市场价格回收架子牛。架子牛入栏月龄 10-14 个月，体重 250-320 公斤。通过 10 个月的育肥期后，商品牛 20-24 月龄出栏，出栏体重 700-800 公斤。公司从 2013 年底开始引进安格斯种牛，目前规模达到 20000 多头，其中安格斯牛有 10000 多头。

安格斯牛起源于苏格兰，与日本神户牛肉、意大利奎宁牛肉和法国夏洛莉牛肉并称为世界四大顶级牛肉，具有表现早熟、胴体品质高、出肉多等特性。一般肉牛育肥到 500 公斤后即可屠宰，出肉率在 45%-49%。安格斯牛肉一般可育肥至 700-800 公斤，出肉率可达到 55%-60%。

表 1：单头安格斯牛价格拆分情况

品质	所占比例	销售价格（元/千克）
高档肉	10%	600
中档肉	60%	80
低档肉	35%	60
平均价		129

数据来源：中国畜牧业协会牛业分会，西南证券整理

经计算，安格斯牛肉的平均价大概在 106 元/千克，按照单头安格斯牛 700 千克，出肉率 55% 保守计算，单头安格斯牛肉售价至少可达到 40000 元。

在销售渠道方面，公司目前已经完成北京和上海社区和加盟店的渠道建设，计划以企业客户和经销商渠道为主，打造辐射全国主要区域的肉品分销体系，为安格斯肉品后期上市铺垫基础。

3 并购大象股份，打造双主业格局

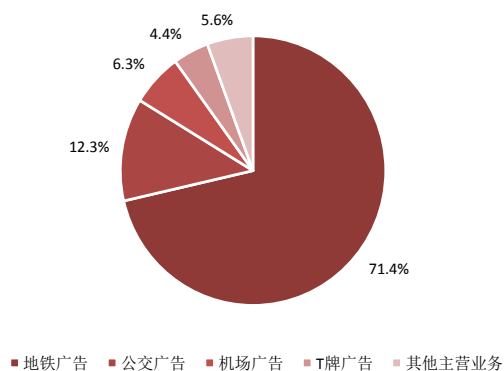
由于公司原有畜牧业务和市场培育均存在较长周期，前期投入大等特点，致使短期内难以产生明显效益，从而公司近年来经营业绩出现了较大幅度的下滑。为了改善盈利能力和财务状况，公司拟通过资本市场并购引进新业务。公司通过并购大象股份将新增户外广告媒体资源运营业务，形成以畜牧业和户外广告业务并存的双主业格局。

3.1 专营户外广告领域，业务结构明晰，收入稳定

大象股份（833738）于 2015 年 10 月 16 日在新三板挂牌上市。公司主营户外广告领域，以交通系统媒体运营为核心，构建全国性的媒体网络，是中国领先的户外广告媒体公司之一。公司整合旗下**地铁媒体、机场媒体、T 牌媒体、候车亭媒体、公交车身媒体、西安钟楼媒体**六大资源平台，根据各行业用户的需求提供户外媒体广告服务以及媒体策划方案，全面呈现户外广告媒体的多元化。

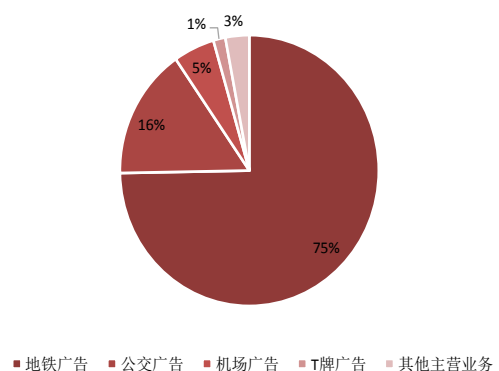
公司主营业务结构：公司收入主要来自地铁广告，占比 71.4%，公交广告营收占比为 12.3%，机场广告占 6.3%，T 牌广告占 4.4%。地铁广告毛利率为 38.7%，贡献 75% 的毛利，公交广告毛利率 46.9%，机场广告毛利率 30.1%，T 牌广告毛利率 12.7%。

图 9：公司 2016 年主营业务结构情况



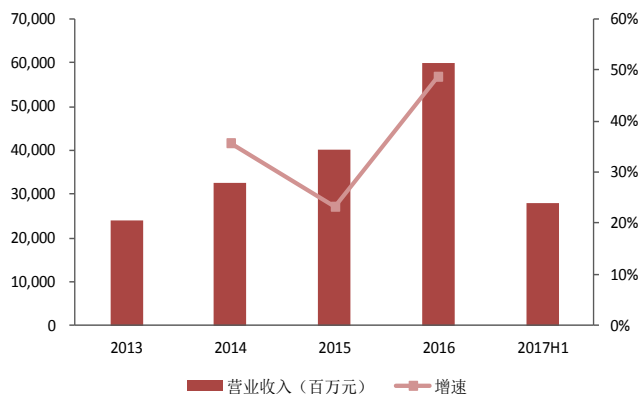
数据来源：公司公告，西南证券整理

图 10：公司 2016 年主营业务毛利情况

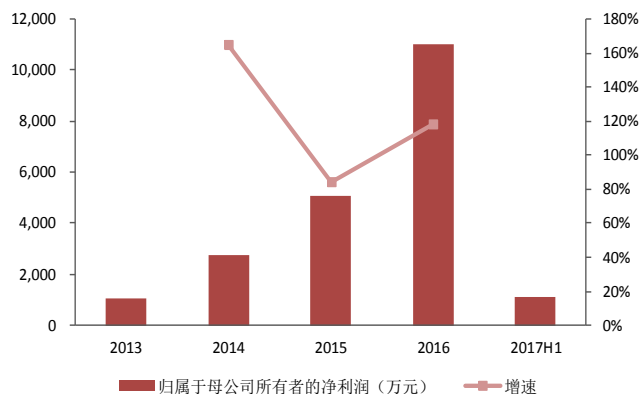


数据来源：公司公告，西南证券整理

公司业绩状况：公司 2016 年实现营业收入 6 亿元，同比上升 48.7%，实现归母净利润 1.1 亿元，较上年上涨 49.5%。营业收入比上年增加主要系原有项目收入增长以及新增项目投入运营所致。2017 年上半年公司实现营业收入 2.8 亿元，同比上升 17.2%，归母净利润 1097 万元，同比下降 52.7%，业绩下滑主要系新开通的线路收入增幅低于成本的增幅，致使毛利率下降。所有的地铁线路每年应付的经营权费都呈现上升趋势，但由于经营权成本采用直线法均摊，因此新取得媒体经营权前期分摊成本高，造成新开通的线路收入增幅低于成本的增幅，致使毛利率下降。另外，公司属于户外广告行业，户外广告业有明显淡旺季之分，第四季度为旺季，2015 年、2016 年，标的公司第四季度营业收入占当年营业收入的比重分别为 38.56%、31.19%，下半年营业收入占当年营业收入的比重分别为 64.18%、60.39%，而成本是按照直线法计入当期成本，致使上半年的毛利率与全年相比较低。

图 11：大象股份 2013-2016 年营业收入及增速


数据来源：公司公告，西南证券整理

图 12：大象股份 2013-2016 年归属母公司净利润及增速


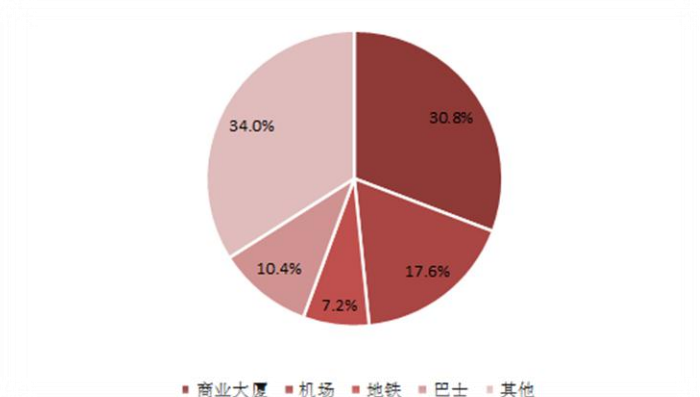
数据来源：公司公告，西南证券整理

3.2 户外广告行业竞争激烈，地铁普及时代打开成长空间

行业竞争激烈。据天山生物披露公告中称大象股份 2016 年户外广告投放总额达到 1174 亿元，同比增长 9%。随着广告市场规模的扩张，进入广告市场的企业数量快速增加，加剧了市场竞争。目前，国内一线城市的优质户外媒体资源已成为各大企业竞争的重中之重，一线城市的户外广告市场也成为各户外广告企业竞争的重点。此外，合肥、大连、沈阳、武汉、西安等二线城市户外广告业务持续稳定增长，为户外广告行业发展提供了新的良好空间，但因其户外媒体资源仍具有较大局限性和不确定性，使得这类市场上的竞争同样激烈。我国的广告代理行业参与竞争的各类主体众多，市场整体集中度不高，行业竞争激烈。随着广告代理行业规范化程度的提高，国内广告公司之间的竞争将愈加激烈，资源规模较小、实力不强的公司将被市场逐步淘汰，具有核心竞争能力的企业将逐步成长为占有相对垄断地位的市场领导者。

二三线城市进入地铁普及时代，成为未来增长主要动力。从户外传媒行业的户外广告市场规模情况来看，市场主要集中在商业大厦、机场、巴士和地铁这四片区域。其中商业大厦的市场规模占比最高，为 30.8%，主要原因是商场等大厦都有较大的 LED 屏，加上广告面积大，可容纳的广告多；地铁占比为 7.2%，主要原因是目前我国还有很多城市的地铁仍在修建过程中，普及率还有待提高。除了北京、上海、广州、深圳这些“老牌”城市地铁外，哈尔滨、重庆、成都、武汉、长沙、南昌等城市贡献了主要增量，地铁建设已经由一线城市逐渐向二、三线城市扩展。2011-2013 年二三线城市集中批复和开建了大批地铁项目，按照 4 年左右的建设期推算，目前是地铁在建项目的集中开通高峰期。地铁线路的陆续开通为公司业绩增长打开空间。

图 13：2015 年我国户外传媒广告市场规模分布情况



数据来源：中国产业信息网，西南证券整理

期限优势。广告行业公司未来业绩重要的保障就是其媒体资源的经营期限，根据大象股份 2017 年半年报，公司主营业务收入中地铁广告收入占到整体收入的 74.8%，公司目前获得的媒体资源无论是机场广告、公交站亭还是地铁广告，期限大部分都在 5-10 年，其中地铁的经营权多数将在 2020 年后到期。由于媒体资源具有区域垄断性和唯一性特点，大象广告经营的媒体资源具有较强的议价能力和市场竞争力。在整体经济环境稳定的情况下，媒体资源成本整体可控，为公司未来的持续发展和经营业绩提供了保障，有利于公司的长远发展。

3.3 媒体资源丰富，汇聚知名品牌客户

布局二线省会城市，具有跨区域、多类型的媒体资源优势。近年公司加大对二线省会城市地铁广告资源投入，巩固核心城市地铁广告资源垄断地位，拥有丰富的媒体资源。2017 年 6 月，公司取得沈阳地铁 1、2 号线广告经营权，至此，公司地铁媒体运营城市扩充到西安、武汉、成都、沈阳四大全国二线省会城市，覆盖 9 条优质地铁线路。此外，公司拥有西安钟楼灯箱广告经营权、合肥新桥国际机场全媒体广告经营权、东莞市区一期公交站亭 1000 多个灯箱广告牌经营权、武汉公交站亭、武汉公交车身等强势媒体资源。

表 2：大象股份拥有的主要广告媒体资源

媒体类型	媒体资源	经营期限	运营起始时间	经营权费（万元）	取得方式
地铁	武汉地铁 2 号线	10 年	2013 年 5 月 11 日	148,000.00	公开拍卖
	武汉地铁 2 号线 30 列列车车厢内展板	4 年	2013 年 8 月 15 日	4600.00	公开拍卖
	武汉地铁 2 号线 5 列列车车厢内展板	2 年	2015 年 8 月 15 日	383.33	公开拍卖
	西安地铁 3 号线	5 年	2017 年 1 月 1 日	23,000.00	公开拍卖
	西安地铁 2 号线	10 年	2011 年 10 月 1 日	73,500.00	公开拍卖
	西安地铁 1 号线	3 年	2017 年 4 月 15 日	6,897.00	公开拍卖
	成都地铁 4 号线	10 年	2016 年 11 月 18 日	40,069.62	公开拍卖
	成都地铁 3 号线	10 年	2016 年 8 月 1 日	72,494.37	公开拍卖
	成都地铁 1 号线	10 年	2016 年 11 月 18 日	130,688.22	公开拍卖
	沈阳地铁 1、2 号线	10 年	2017 年 6 月 1 日	76,257.00	协议取得

媒体类型	媒体资源	经营期限	运营起始时间	经营权费（万元）	取得方式
机场	合肥新桥国际机场第一标段（室内区域）	8 年	2013 年 10 月 1 日	首年 800 万, 次年 900 万, 此后逐年递增 5%	公开招标
	合肥新桥国际机场第一标段（户外区域）	8 年	2013 年 10 月 1 日	首年 1650 万, 此后逐年递增 5%	公开招标
公交	东莞市区一期公交站亭 1000 多个灯箱	10 年	2011 年 9 月 10 日	BOT 模式	公开招标
	武汉市 3365 台公交车车身	3 年	2016 年 6 月 1 日	1636.50	公开拍卖
	武汉公交站亭 1091 只灯箱	1 年	2016 年 1 月 1 日	16585.92	协议取得
其他	西安钟楼地下通道灯箱	6 年	2014 年 1 月 1 日	15100.00	公开拍卖

数据来源：公司公告，西南证券整理

品牌和客户优势。公司在业内树立了良好的口碑和声誉，媒体资源丰富，并积累了丰富的客户资源，特别是全国的品牌客户，为公司的媒体资源快速的扩张和经营提供了有力的支持。

表 3：公司主要媒体类型及合作品牌

媒体类型	合作品牌
地铁	KFC、麦当劳、IBM、联想、雅诗兰黛、周大福、建行、招行、交行等
机场	银联、国元证券、元一地产、万科地产
公交	候车亭广告平台
	车身广告平台
其他	户外 T 牌
	西安钟楼

数据来源：公司官网，西南证券整理

图 14：公司主要合作品牌



数据来源：公司公告，西南证券整理

4 重组进行时，期待发挥协同效应

公司此次拟收购的大象股份交易作价确定为 23.7 亿元，上市公司拟通过发行股份及支付现金的方式购买陈德宏、华融渝稳、华融天泽等 36 名交易对方持有的大象股份 12,507.7 万股股票，占大象股份总股本的 96.21%，同时非公开发行股份募集配套资金不超过 59,996.4 万元，用于支付本次交易的现金对价以及与本次交易相关的中介机构费用及其他税费等并购费用。

同时，陈德宏承诺，标的公司 2017 年度、2018 年度和 2019 年度实现的扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润应分别不低于 1.4 亿元、1.8 亿元、2.1 亿元。如标的资产交割未能于 2017 年度内实施完毕，则陈德宏承诺大象股份 2018 年度、2019 年度和 2020 年度实现的扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润应分别不低于 1.8 亿元、2.1 亿元、2.4 亿元。大象股份所属于的户外广告传媒服务行业是一个服务密集型和资本密集型行业，资金、媒体资源为核心竞争力，初期进入户外广告领域需要大量的前期资金投入并且承担经营风险，随着大象股份此番借助天山生物踏入资本市场，不仅本次募集资金可为公司广告媒体资源和此前已获媒体的经营权提供资金支持，未来还将继续开拓全国优质的户外广告媒体资源，让公司的发展驶入快车道。

公司自 2013 年起集中精力全面布局“大肉牛战略”，目前已经在国内形成 2.4 万头的安格斯种群，初步达到自繁自养的规模。但是由于肉牛养殖大多为重资产模式运营，前期投入较高，养殖周期较长。另外，由于公司地处新疆，虽然在养殖端具有一定的环境优势，但是对疆外市场的开拓方面相对弱势。我们认为此次收购若是能够顺利落地，一方面大象股份具有多年户外广告行业的运营经验，拥有跨区域、跨媒体的优质户外广告媒体资源，其模式清晰、业务成熟、易于管理且经营业绩良好，能够为天山生物带来持续、稳定的收入和利润来源。另一方面，公司能够凭借大象股份的宣传渠道为自己牛肉产品打开疆外市场，加速市场开拓进度，有效发挥协同效应。

5 盈利预测与投资建议

关键假设：

1) 公司 2017 年业务内部调整幅度较大，由于目前澳洲牛肉价格倒挂现象严重，公司暂停了大部分原有主营的种畜销售业务。目前公司在国内已经成功引进了 2.4 万头的安格斯种群，未来有望实现逐步放量。因此我们预计公司种畜销售和育肥牛业务在 2017-2019 年的销量增速为-80%、15%、20%。

2) 公司冻精业务体系发展较为成熟，销售渠道涵盖全国 31 个省份。2016 年受国家招标时间推迟影响有所下滑，2017 年上半年呈恢复态势。我们预测 2017-2019 年公司普通冻精业务销量增长速度为 30%、20%、20%。进口冻精受公司逐步暂停澳洲业务影响，2017-2019 年销量增速为-20%、-10%、-5%。

基于以上假设，我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表：

表 4：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
合计	收入	375.21	181.03	185.51	202.93
	增速	51.99%	-51.75%	2.47%	9.39%
	毛利率	-1.13%	32.90%	34.64%	35.96%
进口冻精	收入	29.82	23.86	21.47	20.40
	增速	-40.93%	-20.00%	-10.00%	-5.00%
	毛利率	39.07%	38.50%	38.50%	38.50%
牛羊肉制品	收入	54.86	27.43	16.46	11.52
	增速	62.33%	-50.00%	-40.00%	-30.00%
	毛利率	-14.59%	17.00%	16.50%	16.00%
土地承包	收入	0.00	20.00	24.00	28.80
	增速		0.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	0.00%	40.00%	40.00%	40.00%
种畜销售及育肥牛	收入	237.3	47.46	54.58	65.49
	增速	108.90%	-80.00%	15.00%	20.00%
	毛利率	-5.96%	40.00%	40.00%	40.00%
牛奶	收入	9.81	11.28	12.97	14.92
	增速	-19.62%	15.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	-0.73%	25.00%	25.00%	25.00%
普通冻精	收入	10.23	13.30	15.96	19.15
	增速	-66.53%	30.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	73.47%	73.00%	73.00%	73.00%
性空冻精	收入	0.32	3.20	3.84	4.61
	增速	-53.07%	900.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	93.69%	94.00%	94.00%	94.00%
牛犊、后备牛羊	收入	4.99	5.24	5.50	5.78
	增速	166.94%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	-88.60%	5.00%	5.00%	5.00%
其他	收入	27.87	29.26	30.73	32.26
	增速	-60.60%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	10.40%	10.00%	10.00%	10.00%

数据来源：西南证券

暂不考虑收购大象股份对业绩产生的影响，预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.05 元、0.08 元、0.10 元，考虑大象股份已做出业绩承诺，若是收购能够顺利落地，将大幅增强公司盈利能力，且享有更高的估值溢价，建议持续关注。暂不给予目标价，维持“增持”评级。

6 风险提示

肉牛出栏规模或不达预期、肉牛价格或大幅下跌导致盈利或不达预期、销售渠道建设或不达预期、肉牛进口的行业政策或变化、收购或不达预期等风险。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	375.21	181.03	185.51	202.93	净利润	-183.42	8.57	14.09	18.82
营业成本	379.48	121.47	121.24	129.96	折旧与摊销	30.54	56.88	57.48	58.25
营业税金及附加	0.83	0.35	0.38	0.41	财务费用	15.75	7.10	2.07	0.93
销售费用	27.00	18.10	20.41	22.32	资产减值损失	73.45	0.00	0.00	0.00
管理费用	66.49	32.59	34.32	37.54	经营营运资本变动	131.99	28.16	-7.08	-2.27
财务费用	15.75	7.10	2.07	0.93	其他	53.34	-35.64	-2.89	-6.78
资产减值损失	73.45	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	121.66	65.07	63.67	68.95
投资收益	0.20	7.00	8.00	9.00	资本支出	6.47	-10.00	-10.00	-10.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-42.03	-3.10	-1.97	-1.01
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-35.56	-13.10	-11.97	-11.01
营业利润	-187.59	8.41	15.09	20.77	短期借款	-59.11	-240.50	0.00	0.00
其他非经营损益	0.87	1.22	1.10	1.14	长期借款	41.61	0.00	0.00	0.00
利润总额	-186.72	9.63	16.19	21.91	股权融资	123.05	0.00	0.00	0.00
所得税	-3.30	1.06	2.10	3.10	支付股利	0.00	89.36	-5.94	-9.49
净利润	-183.42	8.57	14.09	18.82	其他	-144.12	-21.39	-2.07	-0.93
少数股东损益	-43.79	-0.72	-0.73	-0.70	筹资活动现金流净额	-38.57	-172.53	-8.02	-10.42
归属母公司股东净利润	-139.63	9.29	14.83	19.52	现金流量净额	48.16	-120.55	43.68	47.52
资产负债表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E	财务分析指标	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	162.22	41.66	85.35	132.87	成长能力				
应收和预付款项	62.30	57.34	55.98	57.13	销售收入增长率	51.99%	-51.75%	2.47%	9.39%
存货	85.70	41.54	26.98	32.83	营业利润增长率	-484.69%	-95.52%	79.34%	37.66%
其他流动资产	1.94	1.35	1.24	1.40	净利润增长率	-486.15%	-95.33%	64.43%	33.51%
长期股权投资	5.18	5.18	5.18	5.18	EBITDA 增长率	-937.73%	-48.76%	3.09%	7.11%
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	374.76	343.16	310.97	278.00	毛利率	-1.14%	32.90%	34.64%	35.96%
无形资产和开发支出	140.06	125.32	110.58	95.84	三费率	29.12%	31.92%	30.62%	29.96%
其他非流动资产	23.21	32.67	42.12	51.58	净利率	-48.88%	4.74%	7.60%	9.27%
资产总计	855.37	648.21	638.39	654.83	ROE	-45.74%	1.71%	2.76%	3.62%
短期借款	240.50	0.00	0.00	0.00	ROA	-21.44%	1.32%	2.21%	2.87%
应付和预收款项	96.62	59.08	45.58	50.98	ROIC	-29.44%	2.65%	3.17%	4.39%
长期借款	56.12	56.12	56.12	56.12	EBITDA/销售收入	-37.66%	39.99%	40.24%	39.40%
其他负债	61.08	31.10	26.62	28.33	营运能力				
负债合计	454.33	146.30	128.33	135.43	总资产周转率	0.42	0.24	0.29	0.31
股本	197.35	197.35	197.35	197.35	固定资产周转率	0.99	0.51	0.58	0.71
资本公积	286.57	286.57	286.57	286.57	应收账款周转率	7.66	4.81	5.95	6.46
留存收益	-113.33	-14.68	-5.80	4.24	存货周转率	2.10	1.09	1.71	1.86
归属母公司股东权益	367.65	469.24	478.12	488.16	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	106.85%	—	—	—
少数股东权益	33.39	32.67	31.94	31.24	资本结构				
股东权益合计	401.04	501.92	510.07	519.40	资产负债率	53.11%	22.57%	20.10%	20.68%
负债和股东权益合计	855.37	648.21	638.39	654.83	带息债务/总负债	65.29%	38.36%	43.74%	41.44%
					流动比率	0.80	1.75	2.69	3.20
					速动比率	0.58	1.24	2.27	2.73
					股利支付率	0.00%	-962.06%	40.10%	48.60%
					每股指标				
					每股收益	-0.71	0.05	0.08	0.10
					每股净资产	2.03	2.54	2.58	2.63
					每股经营现金	0.62	0.33	0.32	0.35
					每股股利	0.00	-0.45	0.03	0.05
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	-141.30	72.40	74.64	79.95					
PE	-20.10	302.13	189.30	143.75					
PB	7.00	5.59	5.50	5.40					
PS	7.48	15.50	15.13	13.83					
EV/EBITDA	-20.81	38.58	36.70	33.54					
股息率	0.00%	—	0.21%	0.34%					

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 20 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
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	赵佳	机构销售	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn