

全年有望实现扭亏为盈，打造双主业格局

投资要点

- **事件：**公司发布三季报，2017 年前三季度共实现营业收入 1.4 亿元，同比下降 58.3%，归属于上市公司股东的净利润为 375 万元，同比上升 106.5%。同时预计 2017 年全年归属于上市公司股东的净利润变动区间为 400 万元至 550 万元之间，变动幅度为 103%至 104%。
- **成本把控，成功实现扭亏为盈。**报告期内，公司不断优化组织架构，细化产业布局。尤其澳洲子公司方面公司降成本效果明显，公司基本停止了澳洲种畜引进全部业务，大幅提升了公司的盈利能力。2017 年上半年澳洲子公司成功同比减亏 2582 万元，有效提升公司净利率水平。同时，公司针对国内稀缺的高档牛肉市场，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，在国内已经形成优良安格斯基因群规模，未来放量值得期待。
- **重组进行时，进军传媒领域。**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，同时非公开发行股份募集配套资金不超过 6.0 亿元。同时，承诺标的公司 2017-2019 年度实现的扣非后净利润应分别不低于 1.4 亿元、1.8 亿元、2.1 亿元。我们认为户外广告服务行业是一个资本密集型行业，初期进入户外广告领域需要大量的资金投入。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媒体资源和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。
- **双主业有望实现协同效应。**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。
- **盈利预测与投资建议。**考虑公司基本暂停了全部原有主营的种畜销售业务，因此我们下调对公司的盈利预测。预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.03 元、0.06 元、0.08 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。

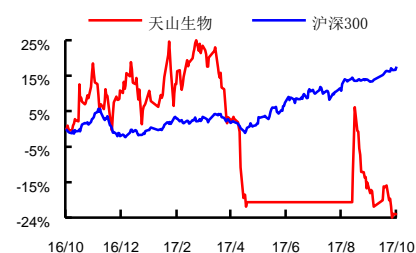
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	375.21	151.28	149.80	158.78
增长率	51.99%	-59.68%	-0.97%	5.99%
归属母公司净利润 (百万元)	-139.63	5.10	11.38	15.33
增长率	-491.56%	-96.35%	123.28%	34.68%
每股收益 EPS (元)	-0.71	0.03	0.06	0.08
净资产收益率 ROE	-45.74%	0.88%	2.11%	2.85%
PE	-18	488	218	162
PB	6.20	5.00	4.92	4.85

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)	12.4-20.5
总市值(亿元)	24.87
总资产(亿元)	7.59
每股净资产(元)	1.84

相关研究

1. 天山生物 (300313): 涉足传媒领域，未来双主业打开想象空间 (2017-09-20)
2. 天山生物 (300313) 业绩低于预期，仍需静待黎明到来 (2016-10-25)

关键假设：

1) 考虑公司 2017 年业务内部调整幅度较大，公司基本暂停了全部原有主营的种畜销售业务，因此我们下调对公司种畜销售和育肥牛业务的盈利预测。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-90%、10%、15%。

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 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
合计	收入	375.21	151.28	149.80	158.78
	增速	51.99%	-59.68%	-0.97%	5.99%
	毛利率	-1.13%	31.28%	33.09%	34.53%
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	15.00	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	23.73	26.10	30.02
	增速	108.90%	-90.00%	10.00%	15.00%
	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

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	151.28	149.80	158.78	净利润	-183.42	4.38	10.65	14.63
营业成本	379.48	103.96	100.23	103.96	折旧与摊销	30.54	56.88	57.48	58.25
营业税金及附加	0.83	0.29	0.30	0.32	财务费用	15.75	7.06	1.95	0.78
销售费用	27.00	15.13	16.48	17.47	资产减值损失	73.45	0.00	0.00	0.00
管理费用	66.49	28.14	27.71	29.37	经营营运资本变动	131.99	36.42	-4.34	-0.23
财务费用	15.75	7.06	1.95	0.78	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	69.10	62.84	66.64
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	3.70	11.13	15.89	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	4.92	12.24	17.03	股权融资	123.05	0.00	0.00	0.00
所得税	-3.30	0.54	1.59	2.41	支付股利	0.00	89.36	-3.26	-7.29
净利润	-183.42	4.38	10.65	14.63	其他	-144.12	-21.34	-1.95	-0.78
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	-172.48	-5.21	-8.06
归属母公司股东净利润	-139.63	5.10	11.38	15.33	现金流量净额	48.16	-116.48	45.67	47.57
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	45.73	91.40	138.97	成长能力				
应收和预付款项	62.30	48.21	45.49	44.94	销售收入增长率	51.99%	-59.68%	-0.97%	5.99%
存货	85.70	30.66	15.53	18.01	营业利润增长率	-484.69%	-98.03%	200.62%	42.71%
其他流动资产	1.94	1.14	1.01	1.11	净利润增长率	-486.15%	-97.61%	143.14%	37.30%
长期股权投资	5.18	5.18	5.18	5.18	EBITDA 增长率	-937.73%	-52.13%	4.31%	6.18%
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%	31.28%	33.09%	34.53%
无形资产和开发支出	140.06	125.32	110.58	95.84	三费率	29.12%	33.26%	30.80%	29.99%
其他非流动资产	23.21	32.67	42.12	51.58	净利率	-48.88%	2.90%	7.11%	9.21%
资产总计	855.37	632.08	622.28	633.62	ROE	-45.74%	0.88%	2.11%	2.85%
短期借款	240.50	0.00	0.00	0.00	ROA	-21.44%	0.69%	1.71%	2.31%
应付和预收款项	96.62	50.27	37.43	40.53	ROIC	-29.44%	1.86%	2.48%	3.48%
长期借款	56.12	56.12	56.12	56.12	EBITDA/销售收入	-37.66%	44.71%	47.10%	47.18%
其他负债	61.08	27.95	23.61	24.51	营运能力				
负债合计	454.33	134.35	117.17	121.16	总资产周转率	0.42	0.20	0.24	0.25
股本	197.35	197.35	197.35	197.35	固定资产周转率	0.99	0.42	0.47	0.55
资本公积	286.57	286.57	286.57	286.57	应收账款周转率	7.66	4.32	5.85	6.36
留存收益	-113.33	-18.87	-10.75	-2.70	存货周转率	2.10	0.98	1.68	1.83
归属母公司股东权益	367.65	465.05	473.17	481.22	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	497.72	505.11	512.46	资产负债率	53.11%	21.26%	18.83%	19.12%
负债和股东权益合计	855.37	632.08	622.28	633.62	带息债务/总负债	65.29%	41.77%	47.90%	46.32%
					流动比率	0.80	1.82	2.96	3.64
					速动比率	0.58	1.38	2.66	3.32
					股利支付率	0.00%	-1752.8%	28.66%	47.52%
业绩和估值指标	2016A	2017E	2018E	2019E	每股指标				
EBITDA	-141.30	67.64	70.56	74.92	每股收益	-0.71	0.03	0.06	0.08
PE	-17.81	487.74	218.45	162.20	每股净资产	2.03	2.52	2.56	2.60
PB	6.20	5.00	4.92	4.85	每股经营现金	0.62	0.35	0.32	0.34
PS	6.63	16.44	16.60	15.66	每股股利	0.00	-0.45	0.02	0.04
EV/EBITDA	-18.55	36.50	34.21	31.45					
股息率	0.00%	—	0.13%	0.29%					

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 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
	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