

农林牧渔—生鲜奶

署名人: 王义国

执业证书号: S0960200010020

0755-82026749

wangyiguo@cjis.cn

6-12个月目标价: 22元

当前股价: 22.8元

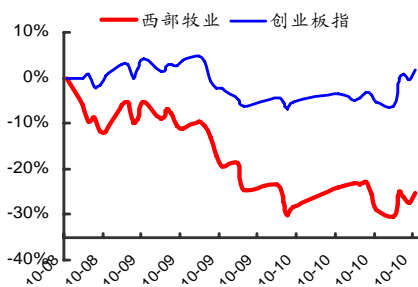
评级调整: 维持

基本资料

创业板指数	13225
总股本(百万)	117
流通股本(百万)	24
总市值(亿)	26.6
10预测EPS	0.30
10预测BV(元)	4.36
资产负债率	21%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
西部牧业	0.8	n.a	n.a
创业板指数	8.4	n.a	n.a



相关报告

《西部牧业: 定位于生鲜乳的销售冠军》  
2010-8-5

西部牧业

300106

中性

扩大自养高产奶规模 未来值得期待

事件: 公司10月26日公布三季报显示, 三季度营业收入为0.86亿元, 同比增长11%, 净利润为0.127亿元, 同比增长32.8% (营业外收入作了部分贡献)。公司同时公布设立呼图壁县西牧养殖公司和合资设立石河子红光牧业养殖公司。

投资要点:

- **公司三季度收入平稳增长属于暂时现象** 三季度公司营业收入只增长11%, 低于上半年17%增长数据。这是因为第三季度的9月份奶款未收到, 若将9月应收款的合理部分计入营业收入, 那么三季度收入预计有1.16亿, 同比增长50%。我们认为, 三季度收入平稳增长属于暂时现象。公司管理层认为, 公司现阶段重点是抓紧募投项目, 而不是扮靓季报业绩。
- **自养高产奶规模正在加紧扩大** 公司目标是在三年内将自养高产奶规模从现有3千头扩大到9千头。自养高产奶不仅毛利高(35%), 而且也是控制鲜奶品质的最有效方法。公司公布设立呼图壁县西牧养殖公司负责实施6千万头高产奶项目, 同时与石河子桃花农场合资设立石河子红光牧业养殖公司(2千头高产奶)。我们认为, 公司自养高产奶规模扩大方面的初步效果将在明年下半年见效。
- **公司盈利将于后年从平稳增长转为高速增长** 公司自产和外购的生鲜奶属于资源性产品, 基于后年公司自养高产奶比例大幅上升, 我们认为, 公司盈利将从现在平稳增长转变为高速增长。公司10-12年预测盈利为3600万、4700万、7200万, 增长率分别为17%、33%和52%。
- **短期中性, 长期推荐** 公司是生鲜奶行业的龙头企业, 基于公司独特的经营位置和不断扩大的自养高产奶规模, 我们维持短期中性、长期推荐的评级。

风险因素: 动物疫病和自然灾害

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	267	383	487	663
同比(%)	13%	43%	27%	36%
归属母公司净利润	30	36	47	72
同比(%)	29%	17%	33%	52%
毛利率(%)	15.0%	15.3%	15.3%	17.4%
ROE(%)	18.9%	7.0%	8.5%	11.4%
每股收益(元)	0.35	0.30	0.40	0.61
P/E	65.16	75.04	56.49	37.14
P/B	12.33	5.23	4.79	4.24
EV/EBITDA	93	63	49	32

资料来源: 公司报告、中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表			
会计年度	2009	2010E	2011E
<b>流动资产</b>	151	409	435
现金	19	262	228
应收账款	26	38	49
其它应收款	6	11	15
预付账款	32	16	21
存货	68	81	124
其他	0	0	0
<b>非流动资产</b>	199	252	306
长期投资	0	0	0
固定资产	138	193	242
无形资产	26	26	26
其他	35	34	37
<b>资产总计</b>	350	661	741
<b>流动负债</b>	94	57	89
短期借款	54	0	30
应付账款	18	26	33
其他	22	31	26
<b>非流动负债</b>	86	85	85
长期借款	40	40	40
其他	46	45	45
<b>负债合计</b>	180	142	174
少数股东权益	10	9	9
股本	87	117	117
资本公积	26	309	309
留存收益	48	84	131
归属母公司股东权益	161	510	557
<b>负债和股东权益</b>	350	661	741

现金流量表			
会计年度	2009	2010E	2011E
<b>经营活动现金流</b>	-12	49	3
净利润	30	35	47
折旧摊销	0	8	12
财务费用	3	5	2
投资损失	-0	-0	-0
营运资金变动	0	4	-58
其它	-45	-3	0
<b>投资活动现金流</b>	-37	-61	-65
资本支出	38	62	65
长期投资	0	0	0
其他	1	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	56	255	28
短期借款	31	-54	30
长期借款	40	0	0
普通股增加	0	30	0
资本公积增加	2	284	0
其他	-16	-4	-2
<b>现金净增加额</b>	7	242	-34

利润表			
会计年度	2009	2010E	2011E
<b>营业收入</b>	267	383	487
营业成本	227	324	412
营业税金及	0	0	0
营业费用	3	8	10
管理费用	7	15	19
财务费用	3	5	2
资产减值损	0	0	1
公允价值变	0	0	0
投资净收益	0	0	0
<b>营业利润</b>	27	31	43
营业外收入	4	5	5
营业外支出	0	1	1
<b>利润总额</b>	30	35	47
所得税	0	0	0
<b>净利润</b>	30	35	47
少数股东损	-0	-0	0
<b>归属母公司</b>	30	36	47
<b>EBITDA</b>	30	44	57
<b>EPS (元)</b>	0.35	0.30	0.40

主要财务比			
会计年度	2009	2010E	2011E
<b>成长能力</b>			
营业收入	13.4%	43.2%	27.2%
营业利润	19.6%	16.1%	38.4%
归属于母公	29.5%	16.8%	32.8%
<b>获利能力</b>			
毛利率	15.0%	15.3%	15.3%
净利率	11.4%	9.3%	9.7%
ROE	18.9%	7.0%	8.5%
ROIC	11.7%	11.7%	10.9%
<b>偿债能力</b>			
资产负债率	51.3%	21.4%	23.5%
净负债比率			
流动比率	1.61	7.19	4.87
速动比率	0.88	5.77	3.48
<b>营运能力</b>			
总资产周转	0.89	0.76	0.69
应收账款周	13	12	11
应付账款周	14.60	14.78	13.99
<b>每股指标</b>			
每股收益(最	0.26	0.30	0.40
每股经营现	-0.10	0.42	0.03
每股净资产	1.37	4.36	4.76
<b>估值比率</b>			
P/E	65.16	75.04	56.49
P/B	12.33	5.23	4.79
EV/EBITDA	93	63	49

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

## 投资评级定义

### 公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%  
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内  
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 分析师简介

**王义国:** 中投证券研究所农业行业分析师, 3 年行业经历, 10 年证券从业经验。

主要研究覆盖公司: 中粮屯河、南宁糖业、好当家、新赛股份、东凌粮油、开创国际、山下湖、  
亚盛集团、东方园林、金德发展、圣农发展、西部牧业等

## 免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

## 中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

### 深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼  
邮编: 518000  
传真: (0755) 82026711

### 北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层  
邮编: 100032  
传真: (010) 63222939

### 上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼  
邮编: 200041  
传真: (021) 62171434