

农林牧渔

2015 年 01 月 29 日

天山生物 (300313)

—— 拟注入 8.45 万亩土地，探索肉牛产业链一体化

报告原因：有信息公开需要点评

增持

维持评级

市场数据：2015 年 01 月 28 日

收盘价(元)	23.69
一年内最高/最低(元)	24.33/15
上证指数/深证成指	3306/11354
市净率	5.4
息率(分红/股价)	-
流通 A 股市值(百万元)	990

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2014 年 09 月 30 日

每股净资产(元)	4.41
资产负债率%	22.96
总股本/流通 A 股(百万)	91/42
流通 B 股/H 股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《天山生物(300313)新股分析报告》
2012/04/09

证券分析师

赵金厚 A0230511040007
zhaojh@swsresearch.com
叶洁 A0230514120001
yejie@swsresearch.com

联系人

龚毓幸
(8621)23297818×7405
gongyx@swsresearch.com地址：上海市南京东路 99 号
电话：(8621) 23297818
上海申银万国证券研究所有限公司
(隶属于申万宏源证券有限公司)<http://www.swsresearch.com>

投资要点：

- **国内牛良种繁育龙头企业之一，主营产品优质种公牛冻精。**公司良种补贴种公牛占比第一（7.0%），良种补贴冻精市场份额名列前茅（10.5%）。13 年公司营业收入为 8265.7 万元，冻精收入占比为 71.6%。公司种质资源丰富，包含 6 个国际优秀品种，拥有国内品系最全的美国荷斯坦种母牛群。在国内良种繁育行业由国家良种补贴政策主导下。此外，公司于 13 年成为了美国环球种畜有限公司国内独家分销商“北京环球”的中国境内独家销售商，有助扩展公司进口冻精业务。
- **依托牛育种优势，探索肉牛产业链一体化战略。**公司具备良种繁育、屠宰加工产业基础，未来拟建立集育种、种植、养殖、屠宰加工一体的肉牛项目。继 13-14 年建立肉牛规模养殖示范场（合计年出栏架子牛 1000 头）、引进种母牛（约 5000 头）、初步实现“公司+农户”合作繁育养殖模式后，**公司本次发行股份购买资产，拟将 6.85 万亩农业开发用地与 1.56 万亩草原使用权用于肉牛育肥场建设与饲草料生产，实现“种养一体化”模式。**预计 16 年出栏首批肉牛 1000 余头，实现初步盈利。
- **股权激励与限制性股票激励计划，全面激励中高级管理层。**公司拟向董事长在内的中高级管理层与核心技术业务骨干共计 70 人，授予 300 万份公司限制性股票与 100 万份股票期权，股票期权行权价 23.69 元，行权条件为 15-17 年净利润增长率不低于 12-14 年净利润均值的 20%/40%/60%，营业收入增长率不低于 30%/60%/90%，体现公司中长期增长信心。
- **投资建议：**公司目前主营的牛良种繁育行业国内年产值约 5 亿元，拟发展的肉牛养殖国内年产值则近 1 万亿元，公司发展肉牛产业链一体化项目，进入了市场空间广阔的新领域；14-16 年，预计实现营业收入 0.91/1.64/2.38 亿元，同比增长 10.2%/79.7%/45.4%；实现净利润 890.0/2464.5/3752.0 万元，同比增长 -7.4%/176.9%/52.2%；全面摊薄后 EPS0.10/0.24/0.37 元。公司目前市值约 22 亿元，具备“小市值、大行业”优势，给予“增持”评级。
- **股价表现催化剂：**肉牛育肥场建设扩增、牛羊肉屠宰加工销量超预期、肉牛项目实现出栏盈利。
- **风险因素：**肉牛育肥场建设进程低于预期、牛羊肉销售量价低于预期。

财务数据及盈利预测

	2013	14Q1-Q3	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	83	69	91	164	238
同比增长率(%)	0.8	22.57	10.2	79.7	45.4
净利润(百万元)	10	6	9	25	38
同比增长率(%)	-50	-23.31	-7.4	176.9	52.2
每股收益(元/股)	0.11	0.07	0.10	0.24	0.37
毛利率(%)	44.5	40.2	46.3	42.6	38.6
ROE(%)	2.4	1.6	2.2	5.7	8.0
市盈率	224.0		242.0	87.4	57.4

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

投资案件

投资评级与估值

天山生物，国内牛良种繁育龙头企业之一，主营产品种公牛冻精，国内良种补贴种公牛占比第一，良种补贴冻精市场份额名列前茅。依托牛育种领域优势，公司未来拟拓展肉牛集育种、种植、养殖、屠宰加工的一体化项目，预计肉牛项目 16 年实现初始盈利。14-16 年，预计实现营业收入 0.91/1.64/2.38 亿元，同比增长 10.2%/79.7%/45.4%；实现净利润 890.0/2464.5/3752.0 万元，同比增长 -7.4%/176.9%/52.2%；全面摊薄后 EPS0.10/0.24/0.37 元。进入国内年产值近 1 万亿元的肉牛养殖行业，较国内年产值约 5 亿元的牛良种繁育行业，市场空间显著扩增；公司目前市值约 22 亿元，具有“小市值、大行业”的优势，给予“增持”评级。

关键假设点

15-16 年，公司业绩新增长点主要为进口冻精销量增长、肉牛屠宰量增长与肉牛繁育一体化项目开始盈利。14-16 年，假设普通冻精销量增速为 5%/5%/5%，均价增速为 -3%/-3%/-3%；进口冻精销量增速为 20%/20%/20%，均价增速为 10%/10%/10%；牛羊肉制品屠宰量及销量增速为 5%/400%/40%。15-16 年，假设农业开发用地租赁收入 900/900 万元。16 年，假设肉牛项目肉牛出栏量 1000 头，牛肉均价 50 元/公斤。

有别于大众的认识

(1) 国内牛良种繁育龙头企业之一，主营产品为优质种公牛冻精。13 年公司总收入 8265.7 万元，冻精收入占比为 71.6%。公司种质资源丰富，包含 6 个国际优秀品种，拥有国内品系最全的美国荷斯坦种母牛群。在国内良种繁育行业由国家良种补贴政策主导下，13 年公司入选良种补贴的种公牛国内占比第一，为 7.0%；牛良种补贴冻精市场份额国内名列前茅，为 10.5%。此外，公司成为美国环球种畜有限公司国内独家分销商“北京环球”的中国境内独家销售商，有助公司进口冻精业务扩展。

(2) 依托牛育种优势，探索肉牛产业链一体化战略。公司具备良种繁育、屠宰加工产业基础，未来拟建立集育种、种植、养殖、屠宰加工一体的肉牛项目。继 13-14 年建立肉牛规模养殖示范场（合计年出栏架子牛 1000 头）引进种母牛（约 5000 头）初步实现“公司+农户”合作繁育养殖模式后，公司本次发行股份购买资产，拟将 6.85 万亩农业开发用地与 1.56 万亩草原使用权用于肉牛育肥场建设与饲草料生产，实现“种养一体化”模式。预计 16 年出栏首批肉牛 1000 余头，实现初始盈利。

(3) 股权激励与限制性股票激励计划，全面激励中高级管理层。公司拟向董事长在内的中高级管理层与核心技术业务骨干共计 70 人，授予 300 万份公司限制性股票与 100 万份股票期权，股票期权行权价 23.69 元，行权条件为 15-17 年净利润增长率不低于 12-14 年净利润均值的 20%/40%/60%，营业收入增长率不低于 30%/60%/90%，体现公司中长期增长信心。

股价表现的催化剂

肉牛育肥场建设扩增、牛羊肉屠宰加工销量超预期、肉牛项目实现出栏盈利

核心假设风险

肉牛育肥场建设进程低于预期、牛羊肉销售量价低于预期

目 录

1	
1. 立足牛良种繁育，发展肉牛一体化战略	5
2 . 国内牛良种繁育龙头企业.....	6
2.1 国内牛良种繁育行业生产销售体系	6
2.2 种质资源丰富，市场份额领先，牛良种繁育龙头企业.....	8
3. 探索肉牛产业链一体化战略.....	10
3.1 依托育种，布局肉牛种养一体化.....	10
3.2 国内肉牛行业市场空间与盈利水平	11
3.3 公司肉牛项目实施进展与盈利预测	13
4 盈利预测与投资建议.....	13
4.1 核心假设与盈利预测.....	13
4.2 投资建议.....	14
5 . 核心假定的风险.....	14

图表目录

图 1：10-13 年公司营业收入、净利润及增速	5
图 2：2013 年冻精系列产品收入占比为 71.6%.....	5
图 3：国内奶牛良种覆盖率约 80.0%.....	7
图 4：国内肉牛良种覆盖率约 19.9%.....	7
图 5：良种繁育推动国内成母牛单产稳步提高.....	8
图 6：国内成母牛单产仍落后于世界平均水平.....	8
图 7：2012 年公司牛冻精销量国内占比 6.2%.....	8
图 8：2013 年公司良种补贴牛冻精国内占比 10.5%.....	8
图 9：2013 年公司入选种公牛国内占比 7.0%.....	9
图 10：2013 年公司种公牛存栏 187 头，140 头入选	9
图 11：公司良种繁育、冻精生产流程图.....	10
图 12：公司“种养一体化”肉牛项目生产流程与初期资产储备	11
图 13：2000-2013 年国内牛肉消费量持续增长	12
图 14：国内人均牛肉消费量低于发达国家人均水平.....	12
图 15：2000-2013 年国内牛存栏量持续下降	12
图 16：2000-2013 年国内牛出栏量持续增长	12
图 17：2009-2014 年国内牛肉均价持续上涨	13
图 18：肉牛产业链各环节盈利水平	13
表 1：2006-2013 年国家奶牛、肉牛良种补贴金额与补贴范围.....	6
表 2：国内奶牛、肉牛种公牛冻精年需求量测算.....	7
表 3：天山生物利润表	15
表 4：天山生物资产负债表	15
表 5：天山生物现金流量表	17

1.立足牛良种繁育，发展肉牛一体化战略

天山生物，国内最大的牛品种改良产品及服务提供商之一，主营产品冻精、胚胎等牛羊遗传物质，副产品牛奶、牛羊肉制品等。2013年公司实现营业收入8265.7万元，主营产品冻精(含自产冻精、进口冻精)营业收入为5920.6万元，占比71.6%。2011-2013年，公司营业收入分别为7548.5/8200.4/8265.7万元，同比增长43.7%/8.6%/0.8%；净利润分别为2702.5/1,906.5/961.6万元，同比增长20.4%/-29.5%/-49.6%。公司依托在牛育种领域形成的优势，向种牛冻精进口和肉牛繁育、养殖、屠宰加工及精细分割的完整产业链延伸。

图1：10-13年公司营业收入、净利润及增速

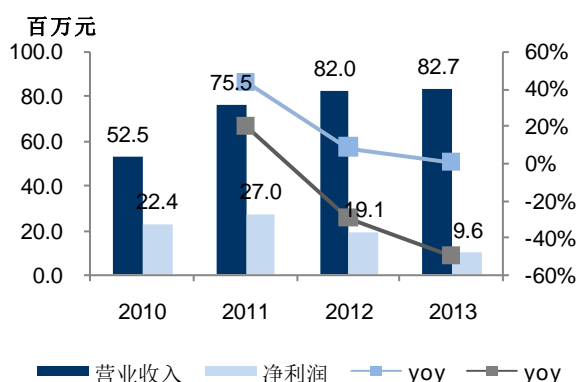
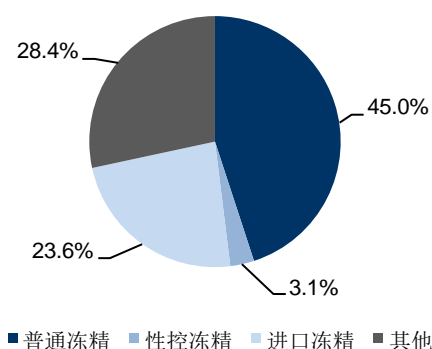


图2：2013年冻精系列产品收入占比为71.6%



资料来源：公司年报、申万宏源研究

资料来源：公司年报、申万宏源研究

公司是国内牛良种繁育龙头企业之一。良种繁育是选育优良品种、扩大繁殖并推广于生产的过程。良种繁育过去主要由各地国有种公牛站承担，近年涌现了一批良种繁育企业，同时原国有种公牛站也在进行企业化改制。公司系由天山畜牧昌吉生物工程有限公司于2009年整体变更设立的股份有限公司，改制设立前后，主要发起人天山农牧业、新疆维吾尔自治区畜禽繁育改良总站，均拥有良种繁育资产或从事良种繁育业务。目前，公司已成为国内牛良种繁育龙头企业之一，2013年在入选农业部畜牧良种补贴项目的44家企业中，公司入选良种补贴项目的种公牛数量占比达到7.0%，名列第一，牛良种补贴冻精市场份额达到10.5%，名列前茅。

依托牛育种领域优势，探索肉牛产业链一体化发展战略。公司地处新疆，具备草场广袤、畜牧业发达的地理条件，同时具备上游优质冻精生产、国际领先育种技术与产品引进的优势，向产业链下游延伸，探索集育种、种植、养殖、屠宰、加工的肉牛一体化项目成为战略选择。2013年以来，公司逐步布局肉牛繁育项目，先后引进肉用种母牛、建设规模养殖示范场。进一步地，本次发行股份购买资产，拟购买6.85万亩农业开发用地使用权与1.56万亩草原使用权，将用于饲草料生产、育肥场建设，探索“种养一体化”的模式。公司肉牛全产业链一体化养殖模式已显雏形。

2 . 国内牛良种繁育龙头企业

2.1 国内牛良种繁育行业生产销售体系

良种繁育是选育优良品种、扩大繁殖并推广于生产的过程。通过不断精选种群、改良畜禽品种，提高畜群良种率，从而在不断降低成本的情况下提高畜禽生产能力，改进畜禽遗传品质。公司所在的牛良种繁育行业的主要产品为普通冻精、性控冻精、种牛胚胎等遗传物质。

国内良种繁育行业监管实行行政许可制，牛良种繁育产品的销售由国家良种补贴政策下的政府招标采购主导。首先，依据《中华人民共和国畜牧法》规定，企业获得《种畜禽生产经营许可证》后方可进行种畜禽生产经营。截止 2009 年，国内拥有相关资质企业有 44 家。其次，农业部分别自 2008 年起实施奶牛良种全国范围补贴（最早于 2005 年起试点推行）、2009 年起实施肉牛良种试点补贴，目前国内绝大多数奶牛与小部分肉牛实现了良种覆盖。该政策下，各省级畜牧主管部门会同同级财政部门，根据财政部和农业部下达的补贴数量和补贴金额，组织种公牛冻精的招标和统一采购、统一向农牧民发放，农牧民购买冻精的价格为扣除良种补贴金额后的价格。2011 年，国内自产种公牛冻精销量为 4150.6 万剂，良种补贴的种公牛冻精销量为 2992 万剂，良种补贴冻精销量占比为 72.1%；2011 年国家财政投入的种公牛良种补贴金额达到 3.2 亿元。

表 1：2006-2013 年国家奶牛、肉牛良种补贴金额与补贴范围

年份	补贴金额（亿元）	招标冻精（万剂）	补贴范围
2006	1	692	能繁奶牛 346 万头
2007	1	694	能繁奶牛 347 万头
2008	2.4	1640	能繁奶牛 820 万头
2009	2.8	2204	能繁奶牛 902 万头，肉牛 200 万头
2010	2.8	2204	能繁奶牛 902 万头，肉牛 200 万头
2011	3.2	2992	能繁奶牛 896 万头，肉牛 600 万头
2013	3.14	/	能繁奶牛 897.5 万头，肉牛 500 万头

资料来源：2006-2013 年《畜牧良种补贴项目实施指导意见》、申万宏源研究

国内奶牛良种繁育普及率高，肉牛良种繁育行业仍具增长空间。2012 年，国内奶牛存栏量为 1493.9 万头，肉牛存栏量为 6698.1 万头。依据母牛犊 14-15 个月进入能繁状态，每胎怀孕到生产约 10 月，恢复期（生产后至下一次怀孕）约 3 个月，每头母牛平均生产 3-4 胎后淘汰，则母牛生命期约 5 年，年末存栏母牛中约 3/4（=1-15 月/（5 年*12 月））为能繁母牛，因而估计国内奶用能繁母牛年存栏量约 1120 万头（=1493.9*3/4），肉用能繁母牛年存栏量约 2510 万头（=6698*1/2*3/4）。依据《2012 年畜牧良种补贴项目实施指导意见》要求，每头能繁奶牛、肉用能繁母牛每年各使用 2 剂冻精。则国内种公牛冻精年需求量约 7264 万剂。2011 年，国内推广销售冻精约 4150.6 万剂，行业仍具增长空间。从奶牛与肉牛良种覆盖率来看，

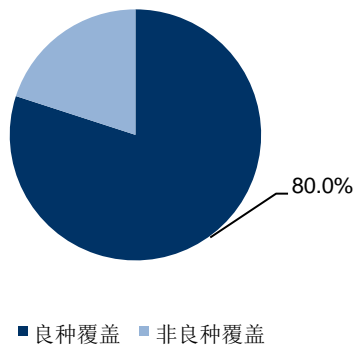
肉种公牛冻精市场仍具较大增长空间。《2012年畜牧良种补贴项目实施指导意见》的补贴范围面向奶用能繁母牛 896 万头、肉用能繁母牛 500 万头，则奶用能繁母牛良种覆盖率约 80% (=896/1120)，肉用能繁母牛良种覆盖率仅约 20% (=500/2510)。对比国外良种繁育行业，发达国家牛养殖业的冻精普及使用率已达 90%以上。

表 2：国内奶牛、肉牛种公牛冻精年需求量测算

	存栏量 (2012 年)	能繁母牛占比 (%)	单位冻精使用量 (剂/年)	冻精总需求量 (万剂)
奶牛	1493.9	3/4	2	2241
肉牛	6698.1	1/2*3/4	2	5024
总计				7264

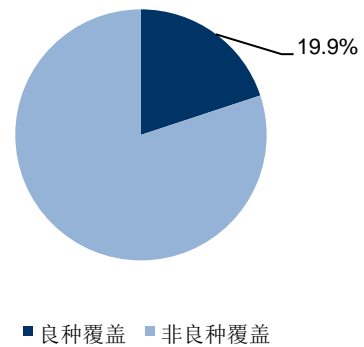
资料来源：国家统计局、申万宏源研究

图 3：国内奶牛良种覆盖率约 80.0%



资料来源：申万宏源研究

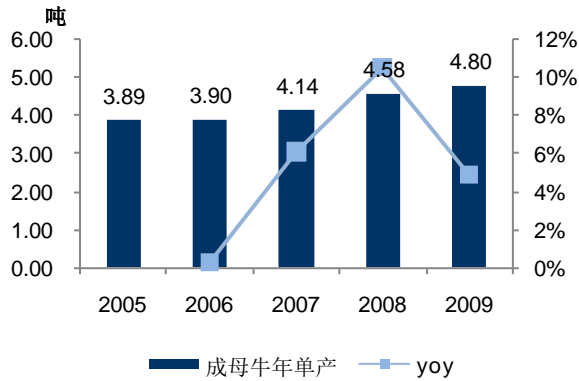
图 4：国内肉牛良种覆盖率约 19.9%



资料来源：申万宏源研究

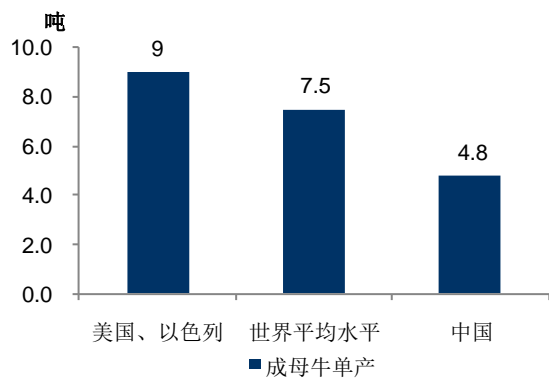
良种繁育对改良畜群生产效率贡献显著。畜牧业发达国家中，遗传育种技术在提高畜禽生产效率的各项技术因素中贡献率最高，已达到 40%。发达国家早于 20 世纪 50 年代推广普及冻精、胚胎等产品与人工授精等繁育技术。国内自 2005 年试点推广奶牛良种补贴计划，2005-2009 年成母牛平均牛奶单产由 3.89 吨/年提升至 4.80 吨/年，单产提高 23.4%。但与发达国家相比，国内奶牛单产水平仍存差距。目前，美国、以色列等国家成母牛平均单产达 9 吨/年以上，丹麦、法国、日本等国家平均单产达 7.5 吨/年以上，国内仍仅为世界平均水平的 70%、发达国家平均水平的 50%。

图 5：良种繁育推动国内成母牛单产稳步提高



资料来源：中国奶业协会、申万宏源研究

图 6：国内成母牛单产仍落后于世界平均水平



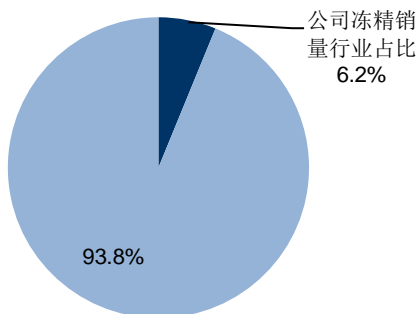
资料来源：中国奶业协会、申万宏源研究

2.2 种质资源丰富，市场份额领先，牛良种繁育龙头企业

公司是国内良种繁育龙头企业之一，主要产品为优质种公牛冻精。2013年公司冻精产品收入共计5920.6万元，收入占比为71.6%，其中，普通冻精、性控冻精、进口冻精收入分别为3717.2/254.3/1949.1万元，收入占比分别为45.0%/3.1%/23.6%。

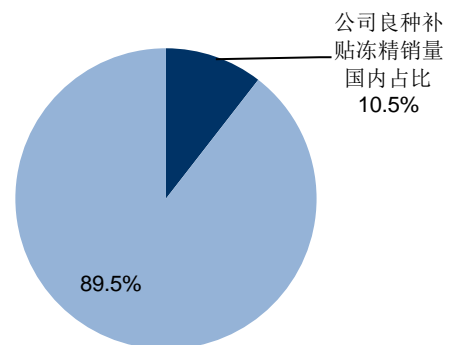
公司良种补贴种公牛数量国内第一，牛冻精市场份额位居国内前列。截止2013年末，公司种公牛存栏量为187头，其中，入选畜牧良种补贴项目的种公牛数量为140头，入选率达到74.9%。2013年，国内共计44个种公牛站、1991头种公牛入选畜牧良种补贴项目，公司入选的种公牛占全国入选种公牛比例为7.0%。2012年，国内推广销售种公牛冻精4255.4万剂，公司自产冻精销量263万剂，公司冻精销量占行业总销量比例为6.2%。此外，2013年公司良种补贴的牛冻精产品市场份额达到10.5%，位居全国前列。

图 7：2012 年公司牛冻精销量国内占比 6.2%



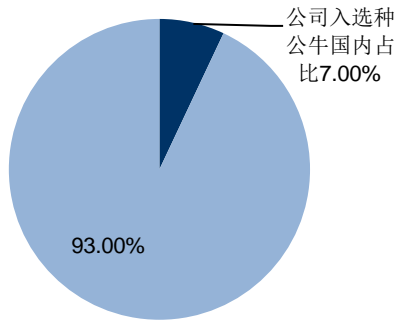
资料来源：公司年报、申万宏源研究

图 8：2013 年公司良种补贴牛冻精国内占比 10.5%



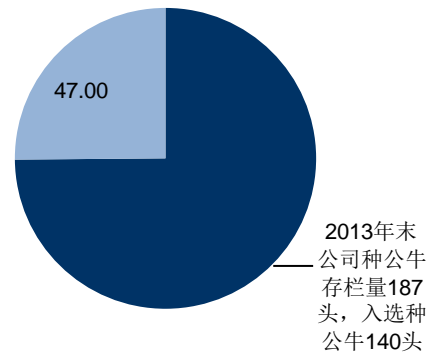
资料来源：公司年报、申万宏源研究

图 9：2013 年公司入选种公牛国内占比 7.0%



资料来源：公司年报、申万宏源研究

图 10：2013 年公司种公牛存栏 187 头，140 头入选



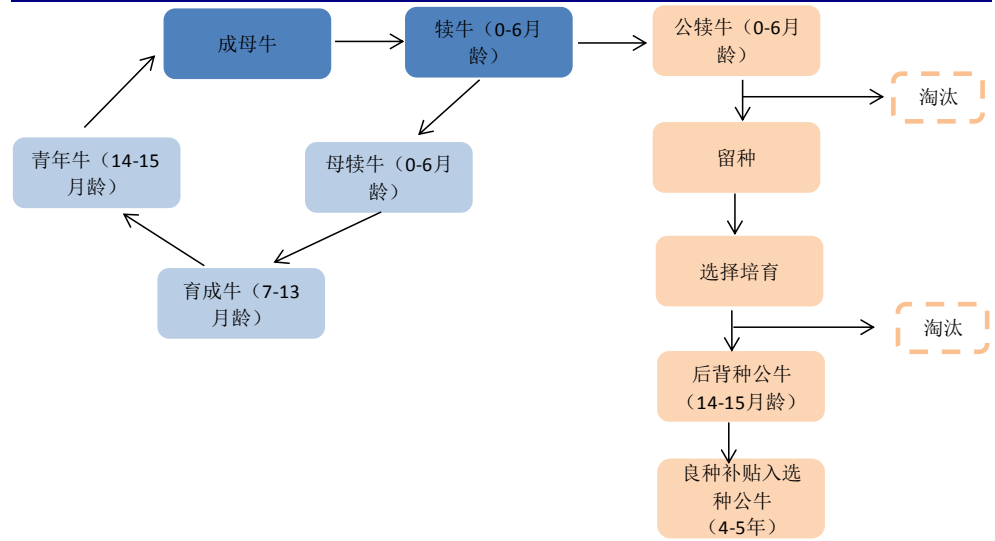
资料来源：公司年报、申万宏源研究

公司种质资源丰富 种群数量位居国内前列。冻精产品的生产流程分为良种繁育、冻精生产两大部分。（1）良种繁育：国外引进纯种母牛于良种繁育场内扩繁。公司良繁场拥有美国荷斯坦、褐牛、安格斯、蒙贝利亚、西门塔尔、夏洛来六个品种的种母牛，包含了世界著名的奶用、肉用及乳肉兼用型牛品种与新疆特色品种，其中，美国荷斯坦是国内奶牛养殖中的最普遍的品种。公司的荷斯坦种母牛涵盖了北美 13 个家系，国内品系最全。良种繁育场新生牛犊后，生长发育正常的母牛将用于补充良繁场母牛群。（2）冻精生产：良种繁育场的新生公犊通过多轮选育、淘汰后成为采精公牛，经过后代性能测定、通过验证评估的采精公牛可入选良种补贴项目。

能繁母犊与种公牛的生产周期如下。新生母犊一般 14-15 个月后性成熟，进入生产期，怀孕生产期约 10 个月，恢复期约 3 个月，每头种母牛平均可生产 3-4 胎；新生公犊一般 14-15 个月后可试采精，此前需经历 2-3 轮选育淘汰方可成为后备种公牛，采精公牛若需评选良种补贴种公牛资格，则需对其后代进行生产性能测定后，方可评估，评估期约 3-4 年，此后种公牛的冻精生产期仍可持续约 4 年。

截止 2013 年末，公司拥有成母牛 352 头，犊母牛、育成牛、青年牛共 448 头；拥有种公牛共 187 头，其中，估计成年种公牛占比约 50%。估计未来三年公司良种繁育、冻精生产将维持当前种群规模与产能水平，依据成年种公牛冻精单产 4-5 万剂/年，公司种公牛冻精年产能约为 360-450 万剂/年。

图 11：公司良种繁育、冻精生产流程图



资料来源：申万宏源研究

3. 探索肉牛产业链一体化战略

3.1 依托育种，布局肉牛种养一体化

公司作为国内牛良种繁育龙头企业之一，在巩固和发展原有牛育种业务的基础上，依托优质冻精生产、国际领先育种技术与产品引进的优势，向产业链下游延伸，建立集育种、种植、养殖、屠宰、加工的肉牛一体化项目。

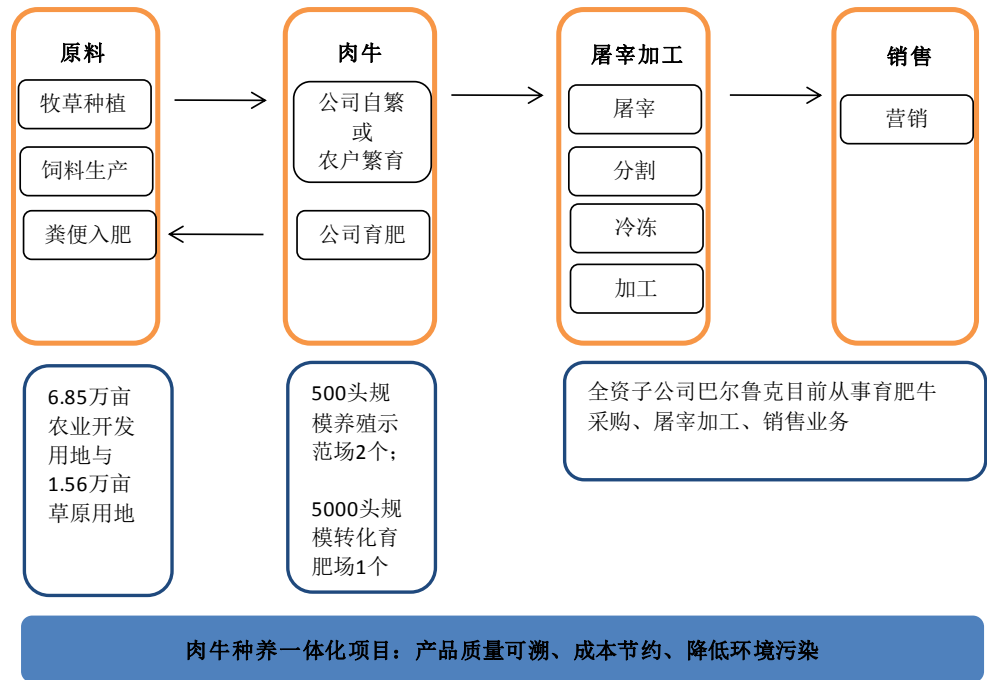
2013年，公司提出投资建设肉牛繁育及育肥项目的方案，拟在新疆昌吉市建设500头规模肉牛养殖示范场2个，分别为黑安格斯牛和西门塔尔牛，预计投产后合计年出栏10-12月龄的架子牛595个；并拟建设5000头的规模转化育肥场1个，预计投产后肉牛年出栏量7500头。2014年运作肉牛项目的全资子公司中澳德润牧业有限责任公司注册成立。

进一步地，本次发行股份购买资产中，公司拟购买呼图壁县天山农业发展有限公司持有的6.85万亩农业开发土地使用权及地上相关配套资产、天山农牧业发展有限公司持有的1.56万亩草原使用权，购买资产预估值合计为1.22亿元。同时，公司拟募集配套资金不超过4000万元，用于规划改造购买的农业开发用地。本次收购的农业开发用地中，已开垦种植的熟地面积为3.56万亩，占土地总面积的52%，目前主要用于种植棉花、打瓜、制种玉米、小麦等农作物，每年可获取土地租赁收入；未种植地面积3.03万亩，占土地总面积的44%。本次收购的草场为平原荒漠草场类，主要牧草品种为蓬蒿、芨芨草等，是用于春季接羔放牧的重要草场。

土地资源的充实为公司未来推进“大肉牛”战略提供了必要条件。公司拟对上述土地进行整体规划，一方面在农业开发用地上建立肉牛育肥基地和饲草料基地，形成

畜牧养殖与作物种植的结合，建立“种植-饲料-养殖-作物肥料”的种养一体化循环农业，达到产品质量可溯、成本节约、降低环境污染的综合目的。另一方面，草场使用权购入后，将用于公司育种基地建设，开展良种繁育业务，为进一步提高良种繁育水平、扩增产品种类提供发展空间。

图 12：公司“种养一体化”肉牛项目生产流程与初期资产储备



资料来源：申万宏源研究

3.2 国内肉牛行业市场空间与盈利水平

中国牛肉消费量持续增长，亟待肉牛养殖行业扩容。2000-2013 年国内牛肉消费量从 510.2 万吨增长至 702.2 万吨，年复合增速为 2.5%，高于同期全球牛肉消费量年复合增速 0.7%。持续增长的牛肉消费需求，对国内肉牛养殖行业扩容提出要求。

(1) 从消费看，伴随居民肉类消费结构升级，国内牛肉人均消费量持续增长是必然趋势。2012 年国内牛肉人均消费量仅 4 公斤，远低于巴西、美国、俄罗斯、欧盟国家的牛肉人均消费量 39/36/18/15 公斤，也低于亚洲国家日本的人均消费量 10 公斤。

(2) 从国内肉牛产业发展结构看，存在出栏率持续提高而养殖规模下降的问题。2000-2013 年 国内牛肉消费量新增 192 万吨 除进口量新增 39.6 万吨(2000-2013 年国内牛肉进口量由 1.6 万吨增长至 41.2 万吨) 外，主要由国产牛肉满足。然而，2000-2012 年，国内牛存栏量从 1.24 亿头下降至 1.03 亿头，下降 16.3%，牛出栏量从 3806.9 万头增长至 4760.9 万头 增长 25.1% 致出栏率从约 30% 上升到 44%，严重超出世界平均安全出栏率水平 25%。换言之，近十年国内新增牛肉产量并非通过养殖规模扩大推动，而主要源于出栏率提高。出栏加速的背后，是国内饲料价格攀

升、养殖成本增长致养殖积极性下降而国内牛肉需求量持续增长的矛盾。相应地，国内牛肉均价从2009年约31元/公斤增长至2013年约58元/公斤，价格涨幅近翻倍。

图 13：2000-2013 年国内牛肉消费量持续增长

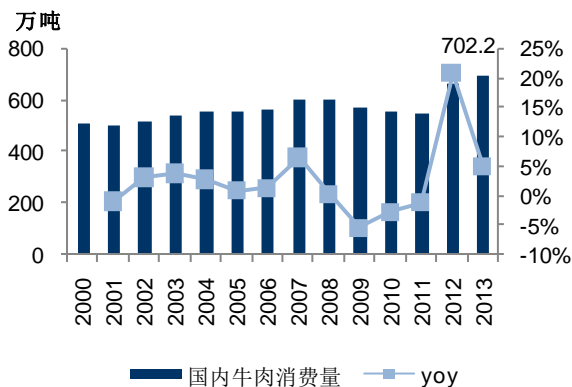
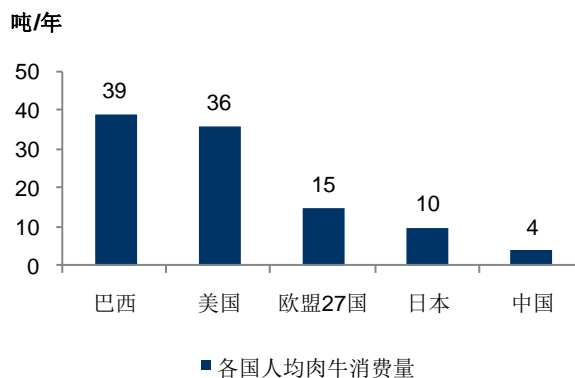


图 14：国内人均牛肉消费量低于发达国家人均水平



资料来源：美国农业部、申万宏源研究

资料来源：美国农业部、申万宏源研究

图 15：2000-2013 年国内牛存栏量持续下降

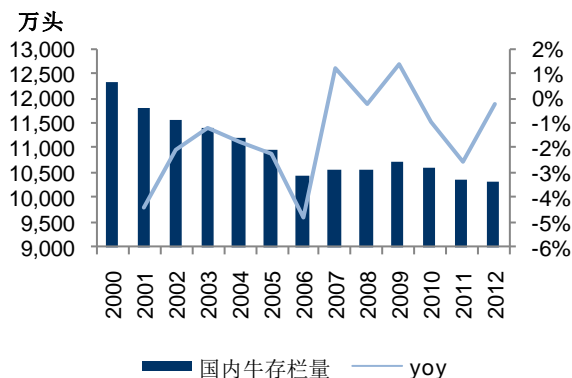
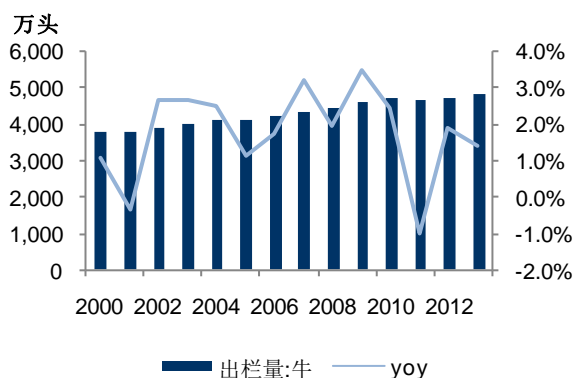


图 16：2000-2013 年国内牛出栏量持续增长



资料来源：国家统计局、申万宏源研究

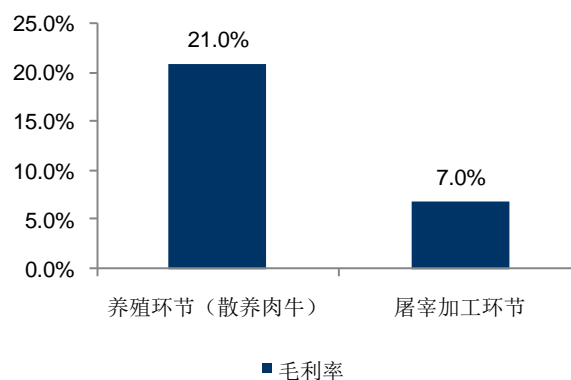
资料来源：国家统计局、申万宏源研究

从肉牛产业链各环节盈利水平看，从屠宰加工向上游延伸打造产业链一体化项目的盈利水平，显著高于单纯屠宰加工业务。依据《全国农产品成本收益资料汇编》，2009-2013年国内散养肉牛五年平均净利率为21.0%。2007-2010年国内规模以上的屠宰企业净利率约4.1%，肉牛屠宰加工企业的净利率则较高，约为7%-8%。公司全资子公司巴尔鲁克从事牛羊肉制品生产，即采用收购当地育肥牛再屠宰加工销售的模式，2012年巴尔鲁克净利率为-0.7%。公司未来在良种繁育、屠宰加工的基础上，推进“种养一体化”，有助提升肉牛项目综合盈利水平。

图 17：2009-2014 年国内牛肉均价持续上涨



图 18：肉牛产业链各环节盈利水平



资料来源：农业部、申万宏源研究

资料来源：全国农产品成本收益资料汇编、申万宏源研究

3.3 公司肉牛项目实施进展与盈利预测

肉牛一体化项目稳步推进。2013 年以来，公司已完成种母牛购买、规模养殖示范场建设，并推进农户合作繁育养殖，下一步拟建设首个规模转化育肥场，预计 16 年首批肉牛出栏、实现盈利。

2013-2014 年，公司分批购买了肉用种母牛约 5000 头，其中，核心种群约 800 头纯种黑安格斯母牛与西门塔尔母牛由全资子公司中澳德润已建成的 2 个 500 头肉牛规模养殖示范场繁育，其余采用“公司+农户”的模式由农户繁育养殖。依据种母牛怀孕期约 10 个月，预计首批牛犊将于 15 年上半年生产。此后，“公司+农户”合作繁育的牛犊将由公司按标准回购进行转化育肥。同期，公司将推进 5000 头育肥场的建设，拟于本次购买的 6.85 万亩农业开发用地建设首个规模转化育肥场，承载 15 年牛犊育肥工作。依据 10-12 个月龄架子牛出栏后再育肥 6-12 个月的生长周期，预计公司 16 年将迎来首批肉牛出栏，实现盈利。假设 16 年中旬育肥牛出栏，预计 16 年出栏肉牛 1000 头（ $=5000 \times 1 \times 1/2 \times 2/5$ ）；假设牛肉均价 50 元/公斤、育肥牛净重 600 公斤、肉牛养殖屠宰加工一体化净利率 25%，则实现营业收入约 3000 万元，净利润 750 万元。

4 盈利预测与投资建议

4.1 核心假设与盈利预测

15-16 年，公司业绩新增长点主要为肉牛屠宰量增长、进口冻精销量增长与肉牛繁育一体化项目开始盈利。

主营产品冻精方面，公司自产普通冻精、进口冻精基本维持当前产量水平，进口冻精受益于与北京环球合作，预计销量趋于增长。14-16 年，假设普通冻精销量增速为 5%/5%/5%，均价增速为-3%/-3%/-3%；进口冻精销量增速为 20%/20%/20%，均价增速为 10%/10%/10%；性控冻精销量增速为-70%/50%/50%，均价增速为 10%/10%/10%。

牛羊肉制品方面，目前主要由全资子公司巴尔鲁克收购育肥牛再屠宰加工销售，为未来公司肉牛一体化项目铺建产品销售渠道，15-16 年公司将提高育肥牛采购与屠宰加工量。14-16 年，假设牛羊肉制品销量增速为 5%/400%/40%。

肉牛“种养一体化”项目方面，预计 16 年公司首批肉牛出栏，出栏量或约 1000 头，假设牛肉均价 50 元/公斤。此外，15-16 年，假设公司购买的农业开发用地租赁收入为 900/900 万元。

综上，预计 14-16 年，公司实现营业收入 0.91/1.64/2.38 亿元，同比增长 10.2%/79.7%/45.4%；实现净利润 890.0/2464.5/3752.0 万元，同比增长 -7.4%/176.9%/52.2%，全面摊薄后 EPS0.10/0.24/0.37 元。当前股价对应 15 年 EPS 为 98 倍。

4.2 投资建议

公司目前已成为国内牛良种繁育龙头企业之一，下一步拟建立集“育种、种植、养殖、屠宰加工”的肉牛产业链一体化项目。从行业空间看，国内牛良种繁育行业年产值约 5 亿元，国内肉牛养殖行业年产值近 1 万亿元，公司发展肉牛一体化项目，进入了市场空间更为广阔的新领域。从资源储备看，本次收购 6.85 万亩农业开发用地与 1.56 万亩草原使用权，为持续扩增肉牛项目规模提供了必要条件。公司初期拟建 1 个 5000 头肉牛规模转化育肥场（年出栏 7500 头），预计 16 年实现初步盈利；而本次收购资产从土地规模看可再造 6-8 个同等规模育肥场，假如项目建设依此推进，未来或将形成公司肉牛年出栏量逾万头、营业收入逾十亿的经营规模。目前，公司市值约 22 亿元，具备小市值、大行业空间的优势。给予“增持”评级。

5 . 核心假定的风险

（1）肉牛育肥场建设进程低于预期：预计公司首个肉牛育肥场将于 15 年于本次购买的农业开发用地建设，设计产能为年出栏肉牛 7500 头，未来拟于再建多个同等规模的育肥场，推动公司肉牛繁育规模扩增。假如育肥场建设进程低于预期，或致公司肉牛屠宰加工量低于预期。

（2）牛羊肉销售量价低于预期：15-16 年公司为未来肉牛一体化项目铺建产品销售渠道，拟增加当地育肥牛采购，扩增牛羊肉制品屠宰加工销售。假如牛羊肉制品销量低于预期，公司业绩增速或低于预期。

表 3：天山生物利润表

利润表	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
一、营业收入	75	82	83	91	164	238
二、营业总成本	52	69	74	85	140	199
其中：营业成本	33	48	46	49	94	146
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
销售费用	4	7	11	13	16	19
管理费用	13	17	23	24	29	33
财务费用	2	(3)	(6)	(1)	(1)	(1)
资产减值损失	1	1	(0)	0	1	1
加：公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
三、营业利润	24	13	9	6	24	39
加：营业外收入	6	9	5	7	5	6
减：营业外支出	3	3	3	3	3	3
四、利润总额	27	19	11	10	26	42
减：所得税	0	0	1	1	1	2
五、净利润	27	19	10	10	25	40
少数股东损益	0	0	1	1	0	2
归属于母公司所有者的净利润	27	19	10	9	25	38
六、基本每股收益	0.40	0.23	0.11	0.10	0.24	0.37
全面摊薄每股收益	0.30	0.21	0.11	0.10	0.24	0.37

资料来源：申万宏源研究

表 4：天山生物资产负债表

资产负债表	2011	2012	2013	2014	2015	2016
	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	30	240	209	226	284	364
交易性金融资产	0	0	0	0	0	0
经营性应收款项	17	24	120	122	141	160
其中：应收账款	9	18	22	24	43	62
其他应收款	2	3	1	1	1	1
应收票据、预付款项	6	2	95	95	95	95
应收利息	0	1	2	2	2	2
应收股利	0	0	0	0	0	0
存货	27	45	64	68	131	204
其他流动资产	0	1	4	4	4	4
流动资产合计：	73	310	397	420	560	733
可供出售金融资产	0	0	0	0	0	0
持有至到期投资	0	0	0	0	0	0

长期应收款	0	0	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0	0	0
投资性房地产	0	0	0	0	0	0
固定资产	71	89	94	87	81	75
在建工程	5	1	18	18	18	18
无形资产类	21	21	20	20	20	20
其中：无形资产	21	21	20	20	20	20
商誉	0	0	0	0	0	0
开发支出	0	0	0	0	0	0
长期待摊费用	3	4	5	5	5	5
递延所得税资产	0	0	0	0	0	0
其他非流动资产	0	0	0	0	0	0
非流动资产合计：	101	115	137	131	125	118
资产总计	174	425	534	551	685	852
短期借款	25	5	7	7	7	7
其中：短期借款	22	5	7	7	7	7
一年内到期的非流动负债	3	0	0	0	0	0
交易性金融负债	0	0	0	0	0	0
经营性应付款项	13	17	111	119	228	355
其中：应付票据	0	0	76			
应付账款	11	11	22			
预收款项	0	5	9			
应付职工薪酬	1	2	3			
应交税费	(0)	(1)	1			
应付利息	0	0	0	0	0	0
应付股利	0	2	0	0	0	0
其他应付款	0	1	2			
其他流动负债	10	10	12	12	12	12
流动负债合计：	48	35	132	140	249	376
长期借款	7	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0	0
其他非流动负债	0	0	0	0	0	0
其中：长期应付款	0	0	0			
专项应付款	0	0	0			
预计负债	0	0	0			
其它非流动负债	0	0	0			
递延所得税负债	0	0	0	0	0	0
非流动负债合计	7	0	0	0	0	0
负债合计	55	35	132	140	249	376
股本	68	91	91	91	101	101
资本公积	1	239	239	239	229	229
减：库存股	0	0	0	0	0	0
盈余公积	6	8	9	11	14	20

未分配利润	44	52	60	68	89	121
归属于母公司所有者权益合计	118	389	399	408	433	470
少数股东权益	0	1	3	4	4	6
股东权益合计	118	390	402	412	436	476
负债和股东权益总计	174	425	534	551	685	852

资料来源：申万宏源研究

表 5：天山生物现金流量表

现金流量表	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	27	19	10	10	25	40
加：计提的资产减值准备	1	1	(0)	0	1	1
固定资产折旧	7	9	11	6	6	6
无形资产摊销	1	1	1	0	0	0
长期待摊费用摊销	0	0	1	0	0	0
公允价值变动损失（收益以“-”号列示）	0	0	0	0	0	0
财务费用（收益以“-”号列示）	1	(3)	(5)	(1)	(1)	(1)
投资损失（收益以“-”号列示）	0	0	0	0	0	0
递延所得税资产减少（增加以“-”列示）	0	(0)	(0)	0	0	0
递延所得税负债增加（减少以“-”列示）	0	0	0	0	0	0
存货的减少（增加以“-”列示）	(5)	(23)	(27)	(4)	(63)	(73)
经营性应收项目的减少（增加以“-”列示）	1	(11)	(85)	(2)	(20)	(21)
经营性应付项目的增加（减少以“-”列示）	3	4	66	7	109	127
其它				0	0	0
经营活动产生的现金流量净额	39	(2)	(27)	16	57	79
收回投资所收到的现金	0	0	0	0	0	0
取得投资收益收到的现金	0	0	0	0	0	0
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回现金净额	2	1	5	0	0	0
投资活动现金流入小计	2	2	64	0	0	0
购置固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	24	20	40	0	0	0
投资所支付的现金	0	0	0	0	0	0
投资活动现金流出小计	24	206	43	0	0	0
投资活动产生的现金流量净额	(22)	(204)	21	0	0	0
吸收投资收到的现金	0	268	2	0	0	0
取得借款收到的现金	22	5	12	0	0	0
收到其它与筹资活动有关的现金	0	0	0	0	0	0
筹资活动现金流入小计	22	273	14	0	0	0
偿还债务支付的现金	27	32	10	0	0	0

分配股利、利润或偿付利息支付的现金	12	8	2	(1)	(1)	(1)
支付的其它与筹资活动有关的现金	2	4	0	0	0	0
筹资活动现金流出小计	41	44	12	(1)	(1)	(1)
筹资活动产生的现金流量净额	(19)	229	1	1	1	1
现金及现金等价物净增加额	(2)	24	(5)	17	58	80
货币资金的期初余额	31	30	53	209	226	284
货币资金的期末余额	30	53	48	226	284	364

资料来源：申万宏源研究

信息披露

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,以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因,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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准,取得证券投资咨询业务许可,资格证书编号为:ZX0065。发布证券研究报告,是证券投资咨询业务的一种基本形式,本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析,形成证券估值、投资评级等投资分析意见,制作证券研究报告,并向本公司的客户发布。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级:

以报告日后的6个月内,证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准,定义如下:

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20%以上;
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5% ~ 20%;
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动;
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级:

以报告日后的6个月内,行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准,定义如下:

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现;
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平;
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您,不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系,表示投资的相对比重建议;投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况,比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告,以获取比较完整的观点与信息,不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系,如果您对我们的行业分类有兴趣,可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于已公开信息撰写,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

本报告首页列示的联系人,除非另有说明,仅作为本公司就本报告与客户的联络人,承担联络工作,不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通,需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准,本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突,不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示,本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户,不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。

在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险,投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有,属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示,否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权,本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。