



听牧肉牛（832151）：云南中高端牛肉制品龙头企业

推荐（首次）

农产品

当前股价：6.10 元

报告日期：2016 年 3 月 11 日

主要财务指标（单位：亿元）

	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	0.59	1.12	1.42	1.75
(+/-)	n.a	91.1%	26.2%	23.8%
营业利润	-0.01	0.06	0.15	0.23
(+/-)	n.a	-683%	154.2%	55.0%
归属母公司净利润	0.02	0.09	0.16	0.24
(+/-)	n.a	312%	72.2%	48.4%
EPS（元）	0.05	0.22	0.38	0.56

公司基本情况（最新）

总股本/已流通股（亿股）	0.42/0.04
流通市值（亿元）	0.24
每股净资产（元）	1.59
资产负债率（%）	59.05%

食品饮料行业研究员：万蓉

执业证书编号：S1050511020001

电话：021-51793724

邮箱：wanrong@cfsc.com.cn

- 公司概况：**作为云南省肉牛养殖及屠宰加工行业的重点龙头企业，经过多年的经营探索，构筑了从肉牛良种化繁育到科学化标准化育肥、机械化屠宰、精细化分割、冷链物流配送、销售渠道多元化的完整产业链，并已向下游餐饮行业进行了适当延伸，逐渐形成了“基地养殖+工厂加工+专卖销售+餐饮体验”的经营模式。
- 量价齐升及高毛利餐饮收入占比提高共同作用使得毛利率不断上升：**2012-2014 年公司主营业务收入分别为 1,587.4、5,876.3 和 11,227.7 万元，同比增长 270.2%、91.1%，归属挂牌公司股东净利润分别为 480.1、224.3 和 923.2 万元，同比增长-53.3%、311.6%，毛利率分别为 14.08%、20.30%和 22.17%。公司牛肉量价齐升以及高毛利餐饮收入占比的提高共同作用使得公司的毛利率不断上升。公司营业收入与净利润不匹配，主要原因是报告期内政府补助对净利润影响较大。
- 居民收入增长带动牛羊肉消费增长：**居民收入水平是影响居民畜产品消费的最主要因素。牛羊肉与猪肉相比，蛋白质含量高且脂肪和胆固醇低，是人们改善膳食结构的重要组成部分。随着今后国民人均收入水平的不断提高，人们对牛肉的消费量将剧增，从而刺激牛肉价格上涨，从根本上促进牛肉产业的快速、健康发展。
- 盈利预测：**预计公司 2015-2017 年营业收入将分别达到 1.42、1.75 和 2.16 亿元，EPS 分别为 0.38、0.56 和 0.73 元。公司规模较小，但随着由协议转为做市、行业品质稀缺性以及未来新三板流动性有望整体提升，我们认为公司二级市场的合理估值区间为 12-17 倍左右，2016 年 EPS 为 0.56 元，对应价格 6.72-9.52 元，首次给予公司“推荐”的投资评级。
- 风险提示：**牛肉价格波动过大风险、国家政策变化风险、食品安全问题、市场竞争风险、疫情风险

目 录

1. 中高档牛肉生产企业	3
1.1 主要产品.....	3
1.2 公司股权结构.....	4
2. 全球活牛饲养量增加，牛肉消费量稳定	4
2.1 活牛饲养数量呈增长趋势.....	4
2.2 人均牛肉消费量保持稳定.....	5
3 我国成为全球第三大牛肉生产国	6
3.1 牛肉产量稳步提高	6
3.2 居民收入增长带动牛羊肉消费增长.....	7
3.3 供求缺口持续扩大，牛肉价格稳步上升.....	8
3.4 牛肉消费总量大但人均水平不高.....	8
3.5 国家大力扶持.....	9
4. 云南重点肉牛龙头企业	11
4.1 收入快速增长，政府补贴对利润影响较大.....	11
4.2 优质充足的肉源.....	12
4.2.1 云岭牛肉：可媲美日本“和牛”的雪花牛肉.....	12
4.2.2 独龙牛肉：生长速度快，肌纤维细、嫩度好的高档牛肉.....	12
4.3 成熟健全的产业链.....	14
4.4 完善的销售体系.....	14
4.5 建设生态畜牧庄园，探索“牛”文化旅游业.....	15
5. 盈利预测	15
5. 风险提示	16

1. 中高档牛肉生产企业

公司主要从事中、高档肉牛的繁育养殖、屠宰分割、初加工、市场营销和餐饮服务等，具有独立完整的培育研发、养殖采购、屠宰加工生产、销售及餐饮经营等业务体系。公司自成立以来主营业务未发生变化。作为云南省肉牛养殖及屠宰加工行业的重点龙头企业，公司是昆明唯一一家获得政府颁证的牛羊定点屠宰企业。经过多年的发展逐步形成了一体化全产业链的经营模式，公司构筑了从肉牛良种化繁育到科学化标准化育肥、机械化屠宰、精细化分割、冷链物流配送、销售渠道多元化的完整产业链，并已向下游餐饮行业进行了适当延伸。

1.1 主要产品

公司自成立以来，以“发展肉牛产业，带动农村经济，服务城市生活”为经营宗旨，坚持安全、健康、营养、品位的经营理念，努力打造“听牧”牌无公害、绿色、清真高品质牛肉产品。公司主要产品为中、高档冷鲜、冷冻分割牛肉。

图表 1：公司主要产品



资料来源：公司官网、华鑫证券研发部

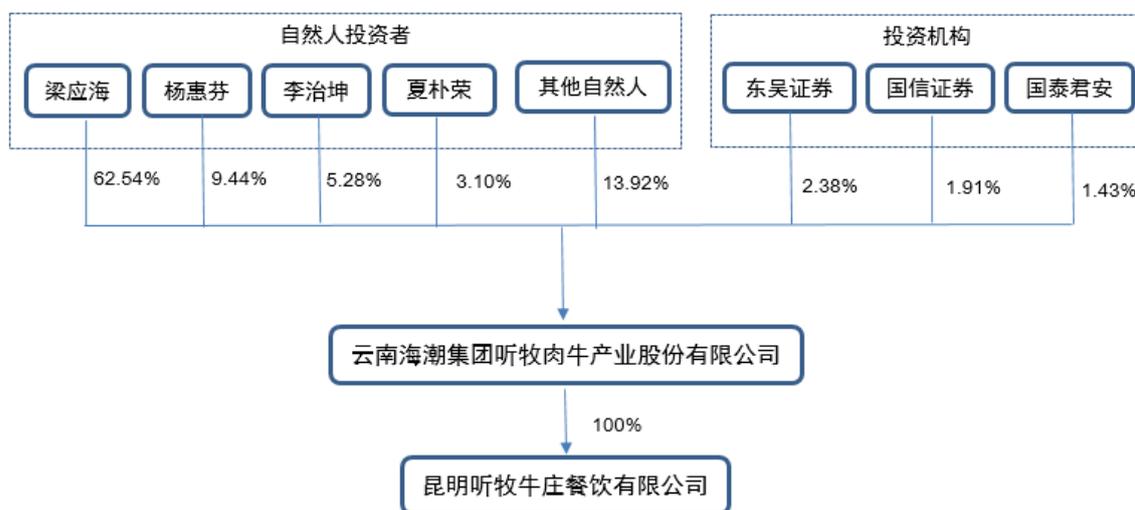
公司立足一体化经营模式，目前已在寻甸县羊街建设了 3 万头肉牛/年的肉牛屠宰加工厂（占地 188 亩），全部采用先进机械化生产线，同时建有与之相配套的低温排酸冷库、急冻库数间（库

容 1500m³，急冻能力 20 吨，冷藏能力 300 吨）、活畜暂存舍、活畜检疫楼、畜产品质检楼和综合办公楼等设施以及完善的冷鲜牛肉生产加工配送系统，可年生产高品质排酸牛肉 6900 吨左右。

1.2 公司股权结构

梁应海持有公司 2,626.85 万股股份，占公司股份总额的 62.54%，为公司控股股东。股东杨惠芬系梁应海之配偶，两人合计持有公司 3,023.15 万股股份，占公司股份总额的 71.98%，为公司的实际控制人。

图表 2：公司股权结构



资料来源：公司公告、华鑫证券研发部

2. 全球活牛饲养量增加，牛肉消费量稳定

2.1 活牛饲养数量呈增长趋势

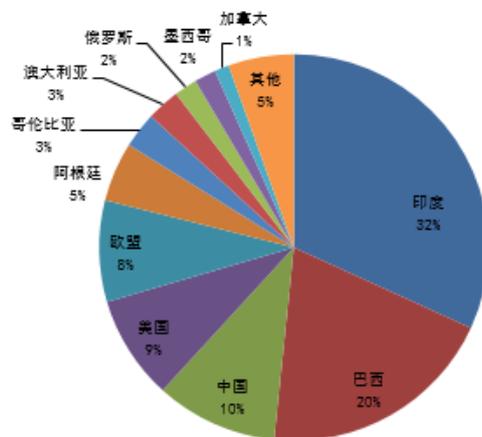
牛是世界上分布最为广泛、存栏量最多的大型牲畜之一，且牛肉也是受众群体最大的肉类品种之一。由于国际市场对牛肉的需求量日益增加、牛肉行情持续紧俏等原因，世界活牛饲养数量呈增长趋势，活牛的存栏数量由 2010 年的 10.12 亿头增至 2013 年的 10.27 亿头。2013 年世界前三大活牛饲养国家的存栏量约占世界总存栏量的 62%，其中印度的活牛存栏量最大，占世界总存栏量的 32%。

图表 3：2010-2013 年世界活牛的存栏数量



资料来源：公开转让说明书、华鑫证券研发部

图表 4：2013 年主要国家活牛存栏情况



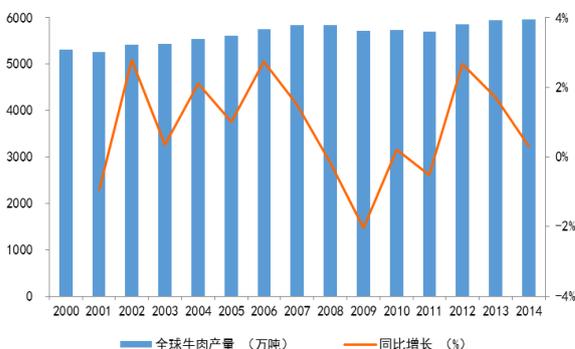
资料来源：公开转让说明书、华鑫证券研发部

2.2 人均牛肉消费量保持稳定

伴随全球活牛饲养量的增加，牛肉产量呈现出波动增长的趋势。2000 年全球牛肉总产量为 5,317.3 万吨，2014 年全球牛肉总产量上升到 5,969.0 万吨，牛肉产量上升幅度不大，主要是由于贸易条件恶化、主要饲养国家牧草质量下降等原因。根据联合国粮农组织的数据，全球牛肉生产分布与全球活牛饲养的分布一致，主要集中在印度、巴西、中国、美国、阿根廷、澳大利亚等国家，2013 年前三大牛肉生产国家的产量占全球总产量的 62% 左右。

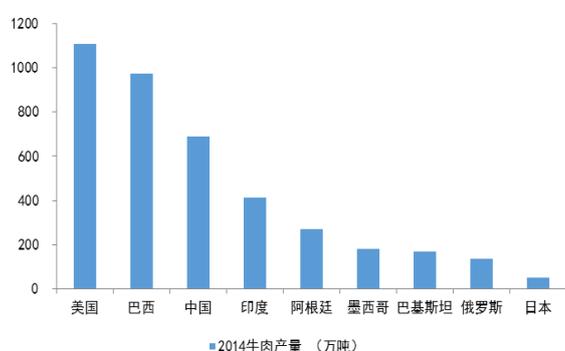
世界人均牛肉消费量保持稳定。根据联合国粮农组织的数据，2000 年世界人均牛肉消费量为 9.53 千克/年，2011 年世界人均牛肉消费量为 9.4 千克/年，人均年牛肉消费量基本保持稳定。

图表 5：2000 年-2014 年世界牛肉的产量情况



资料来源：Wind、华鑫证券研发部

图表 6：2014 年主要国家的牛肉产量情况



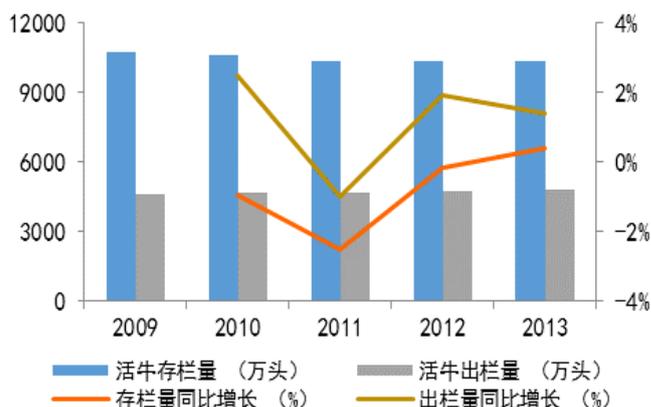
资料来源：Wind、华鑫证券研发部

3 我国成为全球第三大牛肉生产国

我国活牛饲养方式不同于国外的大规模饲养方式，以广大农户分散饲养为主，主要是我国草地质量不断恶化、草场资源相对不足，不具有发展“草原型现代畜牧业”的基础条件；而美国式的“大规模工厂化畜牧业”尚未普及。且我国人口众多、劳动力资源丰富、大部分人口分布在农村地区，这种国情条件决定我国肉牛养殖以广大农户分散饲养为主。

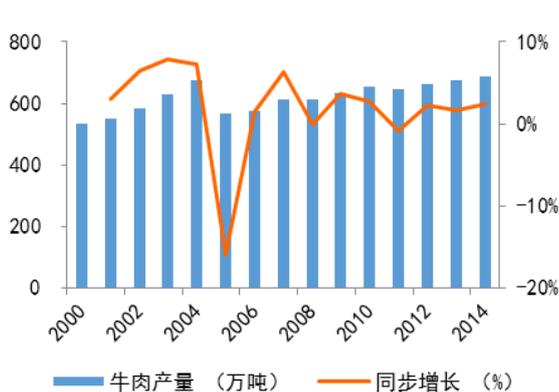
我国活牛饲养总量较大，肉牛饲养由西北牧区向农业经济优势区域转移，形成了中原、东北、西北、西南四个肉牛产业带。根据中国畜牧业统计年鉴，我国活牛存栏量基本保持稳定，2009年全国活牛存栏量为10572.2万头，2013年为10,420.5万头，占同期世界活牛存栏量的10%，是世界上主要的养牛国家之一。

图表 7：我国活牛存/出栏量及增速情况



资料来源：中国畜牧业年鉴、华鑫证券研发部

图表 8：我国牛肉产量及增速情况



资料来源：Wind、华鑫证券研发部

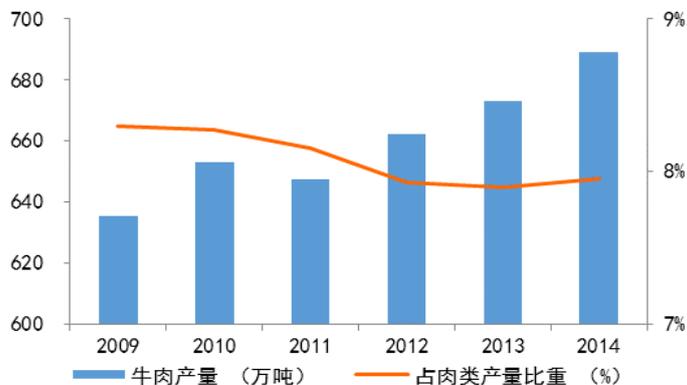
3.1 牛肉产量稳步提高

与存栏量的小幅下滑相比，近些年我国活牛出栏数量持续上升，在一系列扶持政策的引导下，我国肉牛业的发展取得了明显成效，生产体系逐步完善，科技支撑能力逐渐加强，形成了中原、东北、西北、西南肉牛产区，区内龙头企业带动作用日益凸显。2009年-2013年全国肉牛出栏量由4,602万头上升到4,828万头，增长率达5%，主要是由于我国同期肉牛屠宰加工行业快速发展，牛肉产量从2009年的635.54万吨上升到2014年的689万吨，增长率超过8%，产量占全球牛肉总产量的11.8%，成为继美国、巴西之后的全球第三大牛肉生产国。

我国牛肉产量占全国肉类总产量的比重由2009年的8.31%下降到2012年的7.93%，之后略有

上升至 2014 年的 7.95%。

图表 9：2009-2014 年中国牛肉产量占肉类总产量比重情况



资料来源：中国畜牧业年鉴、华鑫证券研发部

3.2 居民收入增长带动牛羊肉消费增长

牛肉蛋白质含量高达 20%，脂肪含量 9%，含有人体所需要的全部氨基酸，富含红素铁，是补血的好食品，维生素 A 的含量比其他畜禽肉都高，锌、硒、锰等微量元素和 B 族维生素含量也比较高，胆固醇含量低，肉质鲜美细嫩多汁，容易消化吸收。经常食用牛肉，能提高机体抗病能力，民间牛肉消费市场潜力巨大。

随着牛肉消费量的增加，居民畜产品消费结构也发生了较大变化，打破了以猪肉消费为主的传统，其在肉类消费中的比例不断提高，由 1978 年的 5.8% 增加至 2011 年的 13.7%；禽肉消费也有较大幅度增加，消费占比由 14.2% 增加至 22.7%；而猪肉消费占比则不断减少至 63.6%，下降了 16.3 个百分点，畜产品的消费结构更加优化。尽管猪肉消费在肉类消费的比重不断下降，但仍然是我国肉类消费最主要的品种，其次是禽肉，牛肉消费占比最小。

居民收入水平是影响居民畜产品消费的最主要因素，畜产品消费具有正向的收入弹性，牛羊肉也不例外。

据国际发达国家经济发展的规律，人均国民总收入达到 1000 美元时，牛肉消费日渐兴旺。据中国统计局统计，2014 年我国居民人均可支配收入 20,167 元，并呈不断上升趋势，已经远远高于 1000 美元的标准。随着今后国民人均收入水平的不断提高，西式餐饮文化传播和受我国少数民族地区饮食习惯的影响，消费者对牛肉质量要求的提高和牛肉分级、分割理念的普及，牛羊肉消费将受到越来越多居民的青睐，经过排酸处理、精细分割的中高档牛肉消费量将大幅增加，在我国消费市场呈现出供不应求的局面，从而刺激牛肉价格上涨，从根本上促进牛肉产业的快速、健康发展。

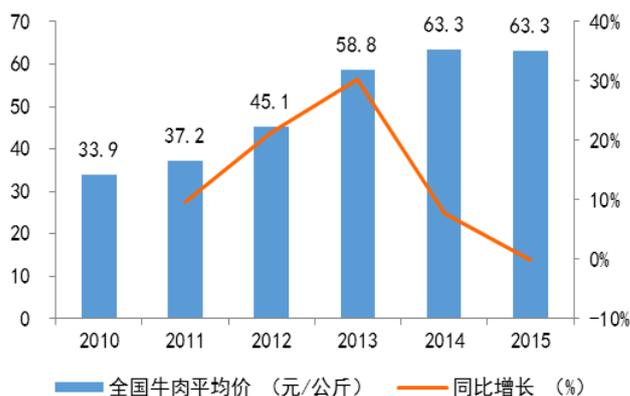
3.3 供求缺口持续扩大，牛肉价格稳步上升

根据《全国牛羊肉生产发展规划(2013-2020年)》，综合考虑我国居民膳食结构、肉类消费变化、牛羊肉价格等因素，预计2015年全国人均牛肉、羊肉消费量为5.19公斤和3.23公斤，分别比2010年增加0.32公斤和0.22公斤，年均增长1.28%和1.42%。按照2015年全国13.9亿人口测算，牛肉消费需求总量由2010年的653万吨增为721万吨，增加68万吨；羊肉消费需求总量由2010年的403万吨增为450万吨，增加47万吨。2020年全国人均牛肉、羊肉消费量为5.49公斤和3.46公斤，分别比2015年增加0.3公斤和0.23公斤，年均增长1.13%和1.39%。按照2020年全国14.5亿人口测算，牛肉消费需求总量由2015年的721万吨增为796万吨，增加75万吨；羊肉消费需求总量由2015年的450万吨增为502万吨，增加52万吨。

近三年来供求缺口却持续扩大，2013年需求量达到732.5万吨，缺口已达100万吨，假设人均牛肉消费量达到世界平均水平，则未来每年牛肉需求将为1295万吨（13.5亿人口*9.59kg/人），缺口将达到648万吨（1295-647万吨），每年市场总容量为6475亿元，其中增量为3235亿元（牛肉价格按50元/kg计算）。

在市场需求将快速持续增长的同时，由于肉牛的养殖周期长达两年半甚至更长，且母牛繁育率（小于一年一胎）远远低于其他畜禽。牛肉的产能增长速度远远赶不上消费需求的增长速度。可以预见牛肉价格在未来十至二十年间将保持持续稳步上升态势。

图表 10：全国牛肉平均价（元/公斤）及增速



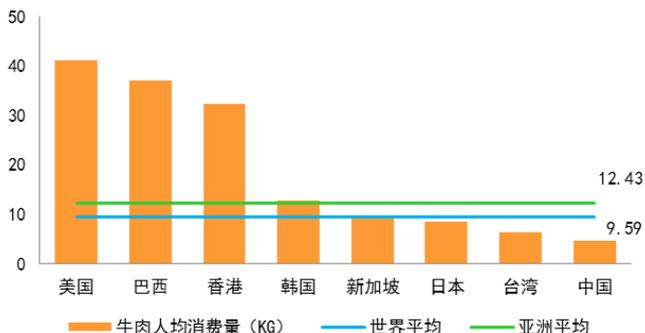
资料来源：前瞻网、华鑫证券研发部

3.4 牛肉消费总量大但人均水平不高

我国是牛肉消费大国，2011年牛肉消费672.6万吨，在美国和巴西之后居世界第3位，但是人

均水平一直偏低。改革开放前年人均牛肉消费仅有 0.5kg 左右；改革开放后，随着居民消费水平提高和畜产品供给能力增加，牛肉消费不断增加。2011 年牛肉消费量为 672.5 万吨，人均消费 4.8kg，分别是 1978 年的 21.9 倍和 15.3 倍，年均增长 9.8%和 8.6%。尽管我国牛肉消费总量位居世界前列，但人均牛肉消费量为 4.8kg/人，特别是南方一些地区不足 2 公斤。世界、亚洲人均牛肉年消费量分别为 9.59kg 和 12.43kg，远低于世界和亚洲平均水平。

图表 11：牛肉人均消费量（单位：kg）

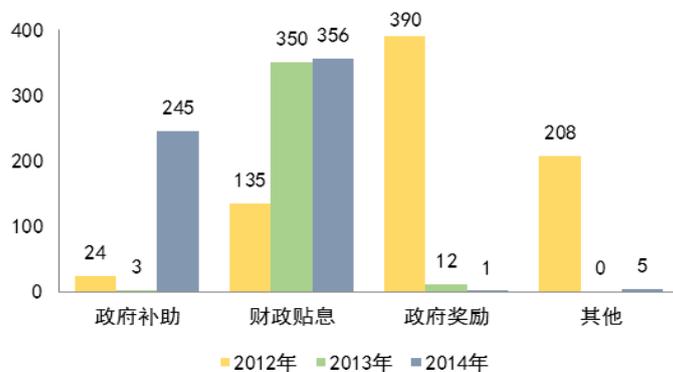


资料来源：公开转让说明书、华鑫证券研发部

3.5 国家大力扶持

近年来，国家把解决三农问题作为政府工作的重中之重，中央财政对三农投入大量资金，2013 年已达 13350 万亿。屠宰及肉类加工业作为其中的民生产业和传统支柱产业，在国民经济发展中占有重要地位。为有效保障肉类食品安全，提高人民生活水平，国家出台了一系列扶持屠宰及肉类加工业发展的产业政策。

图表 12：近三年国家对农业资金投入情况



资料来源：公开转让说明书、华鑫证券研发部

图表 13: 主要产业政策

名称	发布机构	发布时间	与本行业相关内容
《中共中央国务院关于积极发展现代农业扎实推进社会主义新农村建设的若干意见》	国务院	2006. 12. 31	落实扶持农业产业化经营的各项政策, 各级财政要逐步增加对农业产业化的资金投入, 农业综合开发资金要积极支持农业产业化发展
《中共中央国务院关于加大统筹城乡发展力度进一步夯实农业农村发展基础的若干意见》	国务院	2009. 12. 31	促进农业生产上新台阶的制约越来越多, 保持农民收入较快速增长的难度越来越大, 转变农业发展方式的要求越来越高
《中共中央国务院关于加快推进农业科技创新持续增强农产品供给保障能力的若干意见》	国务院	2012. 2. 1	稳定发展生猪生产, 扶持肉牛肉羊生产大县标准化养殖和原良种场建设, 启动实施振兴奶业苜蓿发展行动, 推进生猪和奶牛规模化养殖小区建设
《国务院关于支持农业产业化龙头企业发展的意见》(国发[2012]10号)	国务院	2012. 3. 6	培育壮大龙头企业... 支持龙头企业通过兼并、重组、收购、控股等方式, 组建大型企业集团。支持符合条件的国家重点龙头企业上市融资、发行债券、在境外发行股票并上市, 增强企业发展实力
《全国现代农业发展规划(2011-2015年)》	国务院	2012. 1. 13	以建设区域内各类农产品优势业带为重点, 推动规模化种养、标准化生产、产业化经营、品牌化销售, 强化质量安全监管, 提高资源利用率和加工转化率
《食品工业“十二五”发展纲要》	国家发改委工业和信息化部	2011. 12. 31	促进产业转型升级, 建设具有中国特色的现代食品工业体系, 实现持续健康发展
《关于开展餐饮服务环节鲜肉和肉制品安全整顿治理工作的通知》	国家食品药品监督管理局	2011. 11. 29	加强餐饮服务环节鲜肉和制品食品安全监督管理, 保障公众饮食安全
《全国畜牧业发展第十二个五年规划》(农牧发[2011]8号)	农业部	2011. 9. 2	提出了畜产品有效供给得到保障、质量安全水平进一步提升、畜牧业产业素质明显提高、畜牧业科技支撑能力显著增强等六个发展目标; 部署了加快推进畜禽标准化生产体系建设等六个战略重点
《国民经济和社会发展第十二个五年规划纲要》	全国人民代表大会审议通过	2011. 3. 14	推进农业产业化经营, 扶持壮大农产品加工业和流通业, 促进农业生产经营专业化、标准化、规模化、集约化。推进现代农业示范区建设
《国家粮食安全中长期规划纲要(2008-2020)》	国家发改委	2008. 11. 13	调整种养结构, 逐步扩大优质高效饲料作物种植, 大力发展节粮型草食畜禽
《国务院关于促进畜牧业持续健康发展的意见》	国务院	2007. 1. 26	加强畜禽屠宰环节监管, 推行企业分级管理制度, 扶优扶强

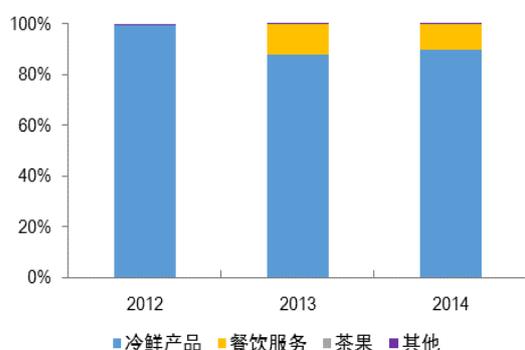
资料来源: 公开转让说明书、华鑫证券研发部

4. 云南重点肉牛龙头企业

4.1 收入快速增长，政府补贴对利润影响较大

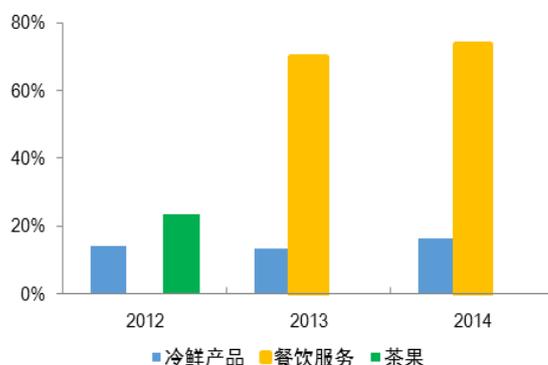
公司以肉牛饲养、屠宰加工生产、销售、餐饮经营为主要业务，“听牧”系列牛肉，定位于国内中、高端牛肉市场，产品主要客户群体是星级酒店、西餐厅、银行系统、高端连锁餐厅、家庭等。公司主要业务为冷鲜牛肉和餐饮服务，2013 和 2014 年均占到总收入的 99%以上。

图表 14：2014 年公司各业务收入占比



资料来源：公司公告、华鑫证券研发部

图表 15：2013-2014 年公司各业务毛利率情况



资料来源：公司公告、华鑫证券研发部

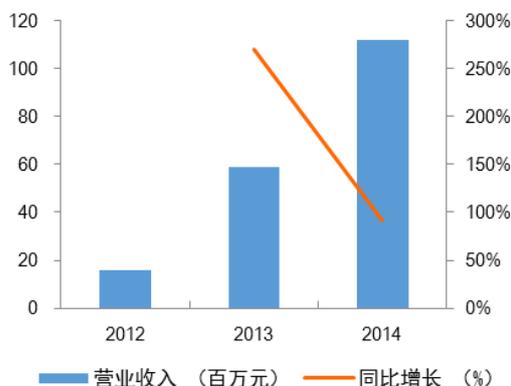
2012-2014 年公司主营业务收入分别为 1,587.4、5,876.3 和 11,227.7 万元，同比增长 270.2%、91.1%，归属挂牌公司股东净利润分别为 480.1、224.3 和 923.2 万元，同比增长-53.3%、311.6%，毛利率分别为 14.08%、20.30%和 22.17%。

报告期内营业收入增长较快，主要是由于：

- 云南听牧贸易有限公司销售大幅增加
- 品牌的影响力导致昆明市场的进一步扩大，特别是昆明市区及羊街基地零售业务本期增长幅度较大
- 餐饮公司收入与上期相比增长幅度较大
- 2014 年 10 月全面提升产品价格，价格总体涨幅为 37%左右，导致销售收入增加

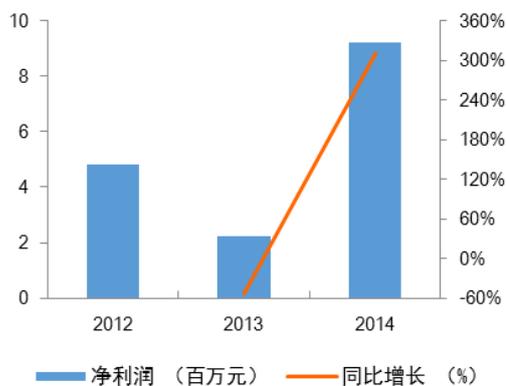
公司牛肉量价齐升以及高毛利餐饮收入占比的提高共同作用使得公司的毛利率不断上升。公司营业收入与净利润不匹配，主要原因是报告期内政府补助金额较大，2012-2014 年政府补助分别为 753.31、324.48、1,157.06 万元，对净利润影响较大随着知名度的提升以及销售点的增加，销售规模将快速扩大，营业外收入对公司业绩的影响将逐步缩小。

图表 16: 公司近年收入及增长情况



资料来源: 公司公告、华鑫证券研发部

图表 17: 公司近年净利润及增长情况



资料来源: 公司公告、华鑫证券研发部

4.2 优质充足的肉源

云南有万亩以上连片草场1048块, 草原面积2.29亿亩居全国第7位, 具备高原牧业得天独厚的条件。省肉牛存栏量居全国第3位, 出栏量为第7位, 肉源丰富充足。

目前, 公司采购加工肉牛的种类有云岭牛、独龙牛、西本杂、安本杂、短本杂等。公司所在西南地区不仅牛源相对充足, 而且拥有多种地方优良品种。肉牛主要通过从养殖大户、普通养殖户、交易市场购买。

4.2.1 云岭牛肉: 可媲美日本“和牛”的雪花牛肉

公司大力推广的云岭牛是云南省草地动物科学研究院通过多年研究, 通过云南黄牛与墨累灰牛、婆罗门牛冻精杂交选育得到的一个云南特有的热带亚热带牛选育类群, 是中国首个自主培育的三元杂交肉牛新品种、新中国成立以来全国第四个肉牛新品种、中国南方第一个自主培育的肉牛新品种, 适应温带、热带亚热带环境, 抗病、耐湿热、生长快, 可生产出国际最高标准的雪花牛肉, 奠定了云南省对东南亚及南亚地区肉牛品种资源的优势地位, 突破了只有日本“和牛”才能生产高档雪花牛肉的技术壁垒。

4.2.2 独龙牛肉: 生长速度快, 肌纤维细、嫩度好的高档牛肉

公司还联合有关专家分析研究了分布于云南省西部高黎贡山独龙江流域和怒江流域的独龙牛,

研究表明：独龙牛肌纤维细、牛肉嫩度好、风味独特、营养价值高。这预示着独龙牛牛肉产品具有非常巨大的市场潜力，正是现代肉牛所追求的主要发展方向。公司向云南省冻精改良站引进独龙牛冻精和部分胚胎，通过人工授精和胚胎移植，快速繁育独龙牛及杂交牛，经过育肥、屠宰、产品加工和销售，建立独龙牛杂交利用技术体系，进行产业化示范推广，完善产业链，最终实现产业化和保种，为公司优质高档肉牛的生产奠定基础。

图表 18：云岭牛



资料来源：百度图库、华鑫证券研发部

图表 19：独龙牛



资料来源：百度图库、华鑫证券研发部

图表 20：公司肉牛种类及对应消费人群

产品名称	肉牛种类	简介	消费场所及人群
听牧 中档牛肉	西本杂、安本杂、短本杂等	国外优质牛种与本地牛的优质杂交品种，经标准化养殖、育肥、屠宰、排酸后制成的优质冷鲜、冷冻分割牛肉	通过商超、便利店、餐饮酒店等销售渠道向中等收入人群销售
听牧 高档牛肉	云岭牛 	云岭牛具有生产高档雪花牛肉的显著特点，雪花牛肉脂肪分布均匀，鲜嫩多汁、油香丰富、口感醇厚，香味四溢，入口即化	通过星级酒店、西餐厅、日韩料理、高端连锁餐厅等向高收入人群销售
	独龙牛 	独龙牛肌纤维细腻，脂肪含量低，肉质为瘦肉型，含膘较少，蛋白质丰富，口感极佳，味道鲜美	

资料来源：公司公开资料、华鑫证券研发部

4.3 成熟健全的产业链

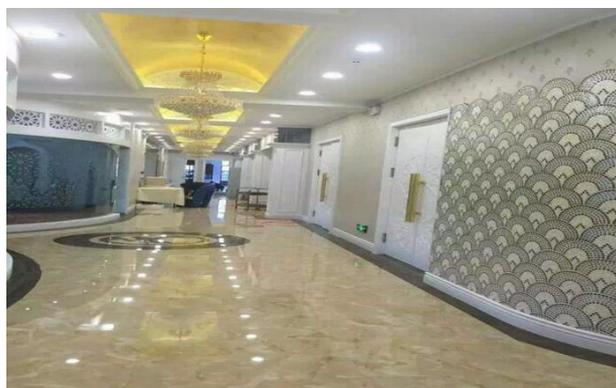
作为云南省肉牛养殖及屠宰加工行业的重点龙头企业，公司是昆明唯一一家获得政府颁证的牛羊定点屠宰企业。公司经过多年的经营探索，逐步形成了一体化全产业链的经营模式，构筑了从肉牛良种化繁育到科学化标准化育肥、机械化屠宰、精细化分割、冷链物流配送、销售渠道多元化的完整产业链，并已向下游餐饮行业进行了适当延伸，逐渐形成了“基地养殖+工厂加工+专卖销售+餐饮体验”的经营模式。公司全资子公司“听牧牛庄”从事火锅餐饮服务，是公司中、高档牛肉销售推广的客户体验平台。

图表21：听牧牛庄经典双城店



资料来源：公司官网、华鑫证券研发部

图表22：听牧牛庄同仁街店



资料来源：公司官网、华鑫证券研发部

4.4 完善的销售体系

从公司2005年注册至2009年开始进入昆明市场，“听牧”品牌已成为云南名牌农产品，树立了良好的品牌形象，获得了中国绿色食品证书、2011年云南省“3.15”消费者信赖品牌等。公司的产品质量优势极大提升了公司的综合竞争力，“听牧”牛肉在云南市场成了高档优质牛肉的代名词，在云南省行业享有较高的信誉度。

营销方面，公司采取品牌经营战略，以“打造一流品牌，创云南牛肉第一品牌”为战略目标，将产品定位于国内中、高端牛肉市场，着力打造“安全、健康、营养”的品牌形象，填补了云南省肉牛产业发展中的多项空白。除了开设直营店，公司还利用昆明市家乐福、沃尔玛、华润万家、王府井、云顺和、金美百货等大型连锁商超渠道，以昆明市为核心，正逐渐将产品推向云南省各地州以及全国一线城市核心市场。随着公司规模化产业链建设的逐步延伸扩展，以及公司营销网络的完善和健全，公司的品牌优势将会更加突出。

图表 23：公司销售渠道



资料来源：公开转让说明书、华鑫证券研发部

4.5 建设生态畜牧庄园，探索“牛”文化旅游业

公司结合区位优势、品牌优势，通过延伸上游产业，扩展下游产业，形成垂直一体化经营模式。以羊街生产加工基地为核心，通过立体布局，建设肉牛繁育基地，为企业提供优质活牛；提升和完善加工基地建设；加强品牌建设，新增餐饮连锁经营，探索“牛”文化旅游业。

寻甸县是云南省商品牛羊基地县之一，以草食畜为代表的畜牧业已成为寻甸县特色支柱产业。县域内优良的自然环境和丰富的饲草饲料资源，为肉牛产业的发展提供了得天独厚的条件。公司在现有产业发展的基础上，高标准、高起点规划改扩建提升 10000 吨/年优质牛肉精深加工及冷链配送中心、4000 m²美式中高端牛肉餐饮及自助烧烤体验店、中式斗牛场及中外名特优稀肉牛展示拍卖中心、现代大型牛肉产品交易市场和农产品超市、肉牛科普文化知识陈列展览馆、园区稀树草地牧场风光营造，最终把听牧肉牛产业园建设成集肉牛良种化繁育、规模化养殖育肥示范、机械化屠宰分割和牛肉产品标准化精深加工、冷链物流配送、牛肉美食餐饮体验及休闲观光、牛文化科普展示、农产品超市购物等于一体的生态畜牧庄园。

5. 盈利预测

预计公司 2015-2017 年营业收入将分别达到 142、1.75 和 2.16 亿元，EPS 分别为 0.38、0.56

和 0.73 元，当前股价 6.10 元，对应 PE 分别为 16、10.9 和 8.4 倍。

作为云南省肉牛养殖及屠宰加工行业的重点龙头企业，经过多年的经营探索，构筑了从肉牛良种化繁育到科学化标准化育肥、机械化屠宰、精细化分割、冷链物流配送、销售渠道多元化的完整产业链，并已向下游餐饮行业进行了适当延伸，逐渐形成了“基地养殖+工厂加工+专卖销售+餐饮体验”的经营模式。行业中有两家上市公司福成五丰和伊赛牛肉与公司主营业务相似，处于同一行业。

福成五丰二级市场股价对应 2016 年 PE 为 37 倍，伊赛牛肉二级市场股价对应 2016 年 PE 为 13.4 倍，考虑到新三板交易流动性暂时不足，公司规模较小，但随着由协议转为做市、行业品质稀缺性以及未来新三板流动性有望整体提升，综合考虑，我们认为公司二级市场的合理估值区间为 12-17 倍左右，2016 年 EPS 为 0.56 元，对应价格 6.72-9.52 元，首次给予公司“推荐”的投资评级。

图表 24：A 股相关上市公司估值

代码	简称	总市值 (亿元)	每股收益			市盈率 PE		
			14A	15E	16E	TTM	15E	16E
600965.SH	福成五丰	110	0.14	0.21	0.36	64.80	56.69	36.88
832910.OC	伊赛牛肉	10.65	0.47	0.32	0.60	16.83	24.91	13.38

资料来源：Wind，华鑫证券研发部

5. 风险提示

牛肉价格波动过大风险、国家政策变化风险、食品安全问题、市场竞争风险、疫情风险

盈利预测

单位：万元	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	5,876.25	11,227.73	14,164.11	17,531.75	21,551.02
减：营业成本	4,683.55	8,738.62	9,865.07	12,132.70	14,724.41
营业税金及附加	18.95	52.94	113.31	140.25	172.41
销售费用	362.88	550.18	993.39	1,057.11	1,288.99
管理费用	599.63	851.73	1,259.92	1,444.71	1,846.45
财务费用	288.47	426.72	424.92	438.29	431.02
资产减值损失	22.08	35.87	51.26	61.78	74.26
投资净收益	1.00	1.28	-	-	-
营业利润	-98.31	572.95	1,456.24	2,256.91	3,013.47
加：营业外收入	329.89	369.05	200.00	200.00	200.00
减：营业外支出	0.07	0.30	0.29	0.22	0.22
利润总额	231.51	941.70	1,655.95	2,456.69	3,213.25
减：所得税	7.19	18.49	66.24	98.27	128.53
净利润	224.32	923.21	1,589.71	2,358.42	3,084.73
少数股东损益	-	-	-	-	-
归属于母公司所有者的净利润	224.32	923.21	1,589.71	2,358.42	3,084.73
基本摊薄每股收益(元)	0.05	0.22	0.38	0.56	0.73
总股本(万股)	500.00	3,500.00	4,200.00	4,200.00	4,200.00

研究员简介

万蓉：英国赫尔大学，商业管理硕士
主要研究和跟踪领域：食品饮料

华鑫证券有限公司投资评级说明

股票的投资评级说明：

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%—15%
3	中性	(-) 5%— (+) 5%
4	减持	(-) 15%— (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明：

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。



免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。本报告仅向特定客户传送，未经华鑫证券研究发展部授权许可，任何机构和个人不得以任何形式复制和发布。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>