

被忽视的三线酒，存在补涨机会 买入首次评级

- **三线白酒复兴的动力是什么：**一线白酒在 2005-2007 年率先复兴，其成长逻辑是量价齐升、稳定增长；2008-2010 年，二线白酒随着一线酒的提价其价值逐渐显现，占据一线白酒提价后的主流消费带以及省内天然的市场蛋糕是其复兴的必要条件；当一二线白酒纷纷复兴后，预留出 200-500 元的价格真空带，为三线白酒的占位提供了空间，还未复兴的区域强势品牌是 2011-如今三线白酒快速成长的基础土壤。
- **牛栏山能够割据一方的原因是什么：**一二线白酒提价后，500 元以下价格带留下了许多空白，牛栏山依靠餐饮和流通渠道，在 10 元、50-100 元和 100-200 元三个价格带树立了产品标杆；下一步将通过产品结构升级，以及向长江、珠江三角洲和东北、华北、西北地区的扩张再上一个台阶，预计在未来几年仍然将保持 40% 以上的收入增速。
- **顺鑫农业是否被低估：**通过比对产品结构和盈利能力，牛栏山与沱牌的质地相当，远好于金种子，且牛栏山 60% 产品是中低端，未来结构升级空间大，且还未到业绩释放期，按照 25x12PE 牛栏山的市值约 70 亿元，与顺鑫农业目前市值相当。**目前价格的顺鑫农业相当于一个年复合增速 40% 的优秀白酒企业+免费赠送：宁城老窖+国内优秀的生猪养殖、加工产业链+建筑房地产业务等。**
- **估值与投资建议：**分项目对顺鑫农业的业务资产进行估值，牛栏山、宁城老窖、屠宰业务、种猪业务、石门农批、建筑业务以及房地产业务的估值分别为 70.8 亿元、12.5 亿元、7.6 亿元、12 亿元、5.6 亿元、3.1 亿元以及 1.9 亿元，预测公司的合理市值为 113.5 亿元，对应目标价 25.88 元，建议“买入”。

食品饮料行业

联系人：

苏青青

电话：021-51782237

Email: suqingqing@hysec.com

分析师：

郇彬 (S1180511050001)

基本信息

本次发行股本 (万股)	2077
发行前总股本 (万股)	6231
发行后总股本 (万股)	8308
发行价 (元/股)	21

数据来源：宏源证券研究所

单位：百万元	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	6,268	7,580	11,229	15,720	20,436
YOY	4.5%	33.1%	36.7%	31.3%	33.2%
净利润	282	322	468	736	1,074
YOY	54%	14%	45%	57%	46%
EPS (元)	3.19	3.69	5.39	8.38	12.32
净利率	4%	4%	4%	5%	5%

目录

一、	牛栏山白酒是公司主要的利润贡献	4
1.	公司业务介绍	4
2.	股东背景雄厚，集团有资产注入预期	5
3.	牛栏山是三线白酒的隐形强者	6
4.	宁城老窖处于品牌恢复期	7
二、	牛栏山以北京为根据地，外埠扩张迅速，产品向中高端转移	9
1.	准确定位+经销商支持，占领北京成为根据地	9
2.	周边外埠市场成为新的增长点	10
3.	积极推动产品结构调整，中高端放量将改善盈利状况	11
三、	现有市值相当于牛栏山价值，股价被大幅低估	12
1.	牛栏山产品收入结构处于二三线白酒中等水平	12
2.	牛栏山的合理价值约为 70 亿元	13
3.	公司其他资产价值约 43 亿元	13
四、	估值及投资建议	14

插图

图 1: 公司旗下拥有的资产.....	错误! 未定义书签。
图 2: 公司主营收入构成.....	错误! 未定义书签。
图 3: 公司毛利构成.....	错误! 未定义书签。
图 4: 公司股权结构图.....	错误! 未定义书签。
图 5: 牛栏山酒拥有丰厚的品牌和历史积淀.....	错误! 未定义书签。
图 6: 牛栏山酒的主要产品线.....	错误! 未定义书签。
图 7: 宁城老窖的产品基础和品牌历史十分坚实.....	错误! 未定义书签。
图 8: 宁城老窖收入快速恢复, 但还未到利润释放期.....	错误! 未定义书签。
图 9: 牛栏山的产量和收入 06 年后快速增加.....	错误! 未定义书签。
图 10: 北京及周边地区中低端白酒价格竞争格局.....	错误! 未定义书签。
图 11: 公司的主要产品仍然是中低端和低端酒.....	错误! 未定义书签。
图 12: 公司吨酒收入和净利提升较快.....	错误! 未定义书签。
图 13: 相比其他品牌, 吨酒收入还有提升空间.....	错误! 未定义书签。
图 14: 二、三线白酒收入结构对比.....	错误! 未定义书签。
图 15: 二三线白酒盈利情况及估值对比.....	错误! 未定义书签。
图 16: 三张报表财务附注(单位: 百万元).....	错误! 未定义书签。

一、牛栏山白酒是公司主要的利润贡献

1. 公司业务介绍

公司位于北京顺义区，下设 6 家分公司、17 家控股子公司及 9 家孙公司，形成白酒、农业、畜牧业、房地产四大业务板块。

- ◆ 公司是一家集粮食作物、经济作物、蔬菜、瓜果、果树种植、加工及销售；白酒生产与销售；肉食品加工与销售；良种繁育；肥料开发与销售；农业技术开发、技术服务等为一体的相关多元化大型企业。
- ◆ 公司的多元化业务主要由下属分公司、子公司和孙公司完成。2011 年公司新设立了两家子公司进入电子商务和物流领域，转让和注销两家子公司退出花卉物流业务。

图 1: 公司旗下拥有的资产

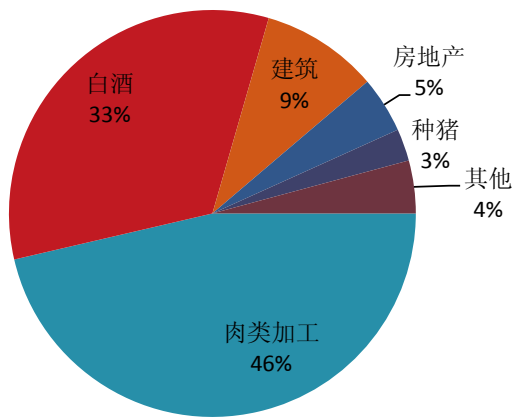
所属板块	公司简称	持股比例	主营业务	净利润（万元）
白酒	宁城老窖	90%	白酒制造、生产、销售	230.6
	鑫宁贸易	100%	白酒、食用酒精销售	
	牛栏山酒厂	分公司	白酒生产、销售	18656.17
畜牧业	海口种猪	90%	种猪繁育、畜牧养殖、饲料加工	
	滦平种猪	100%	种猪繁育、畜牧养殖、饲料加工	141.55
	阳高种猪	100%	种猪繁育、畜牧养殖、饲料加工	175.52
	肃宁种猪	100%	种猪繁育、畜牧养殖、饲料加工	175.03
	兴隆种猪	100%	种猪繁育、畜牧养殖、饲料加工	175.02
	达州鹏程	60%	畜禽屠宰、肉类加工、肉类副产品加工	91.71
	汉中鹏程	62%	肉制品的生产、销售	-325.12
	城固猪场	51%	种猪繁育、畜牧养殖、饲料加工	
	鹏程食品	分公司	生猪屠宰	2204.24
	小店种猪场	分公司	种猪、育肥仔猪	3767.95
房地产	顺鑫佳宇	96%	房地产开发	-4260.9
	鑫大禹	85%	水利、水电、房屋建筑工 施工总承包	2892.6
	鑫泽园	100%	房地产开发、销售	
	曲阜商品城	100%	房地产开发	
	天宇建设	98%	工程承包施工	
	鑫大禹环保	100%	专业承包	
	包头瑞金	77%	房地产开发	
农业	国际种业	100%	销售不再分装的包装种子	
	顺丽鑫园	51%	销售果树、苗木等	374.3
	华霖节水	100%	组装、销售水利机械、农业机械等	
	耘丰种业	分公司	良种、花卉等	
	顺科农业	分公司	良种、花卉等	
其他	电子商务	1 0%	批发、零售蔬菜、水果、日用品等	-12.08
	腾飞纸业	80%	纸制品加工、制作	306.02
	明珠文化	80%	设计、制作、代理、发布国内及外商来华广告	3.01
	创新物流	100%	普通货运、仓储服务	

石门市场	87%	市场管理、服务，商业信息咨询	2624.18
美厨	60%	批发（非实物方式）预包装食品	
创新食品	分公司	食品销售	413.36

资料来源：宏源证券研究所

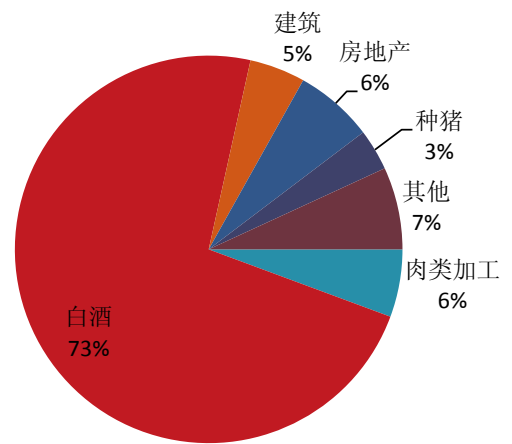
- 白酒和肉类加工是公司两大支柱性业务，收入占比分别为 33%和 46%；但由于白酒的高盈利以及行业高景气度，贡献了毛利的 73%以及净利润的 59%，目前是公司的主要盈利业务。

图 2：公司主营收入构成



资料来源：Wind，宏源证券研究所

图 3：公司毛利构成

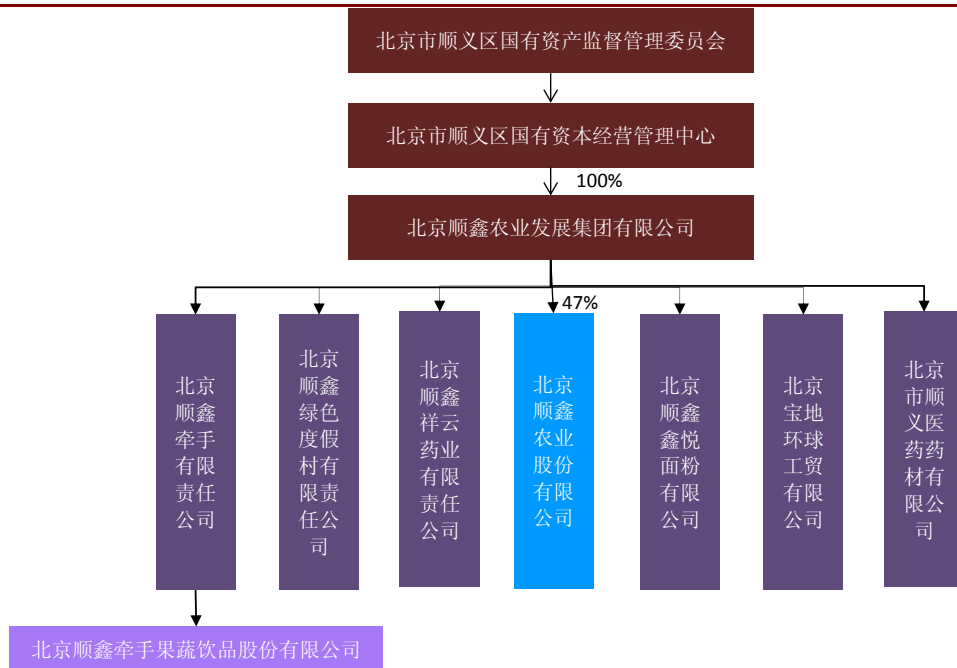


资料来源：Wind，宏源证券研究所

2. 股东背景雄厚，集团有资产注入预期

公司的实际控制人是北京市顺义区国资委，具有强大的股东背景。公司的农业、房地产、白酒等业务均处于政策性影响较强的行业。公司的第一大股东是顺鑫农业集团，集团下还拥有房地产、农产品流通渠道、农产品深加工等资产。

图 4：公司股权结构图



资料来源：宏源证券研究所

3. 牛栏山是三线白酒的隐形强者

公司白酒业务主要包括北京地区的牛栏山以及内蒙古的宁城老窖。2011 年牛栏山和宁城老窖的收入分别为 23.8 亿和 1.15 亿，同比增速分别为 47%和 45%，净利润分别为 1.87 亿元和 230 万元，目前牛栏山是白酒业务的主要来源，宁城老窖还处于培育期。

牛栏山的二锅头酿酒历史可以追溯到清朝时期，拥有 300 多年的历史文化内涵。牛栏山酒厂建于 1952 年，牛栏山二锅头酒已成为中国白酒清香型（二锅头工艺）代表，在京城众多白酒品牌中，牛栏山酒厂是北京地区保持自主酿造规模最大的白酒生产企业。

图 5：牛栏山酒拥有丰厚的品牌和历史积淀

时间	荣誉
1994 年	“华灯牌”北京醇荣获第 32 届布鲁赛尔国际精品博览会金奖。
2004 年	“牛栏山”牌百年系列酒荣获“第五届中国国际葡萄酒及烈酒评酒会”特别 金奖。
2006 年	经中国酿酒工业协会专家评定，牛栏山二锅头被认定为中国白酒清香型（二锅头工艺）代表。
2006 年	牛栏山酒厂（注册商标“牛栏山”）成为首批被国家商务部认定的“中华老字号”。
2007 年	牛栏山二锅头传统酿造技艺入选北京市非物质文化遗产名录。
2008 年	“北京牛栏山二锅头酒酿制技艺”正式被列入国家级非物质文化遗产名录
2009 年	牛栏山酒厂被世界品牌实验室评为“中国最具影响力品牌 top10”（白酒行业）

资料来源：宏源证券研究所

公司的整个产品线定位在 700 元以下的中低档白酒，在此价格区间内细分出高中低端 300

多个产品，做到价格带的全覆盖，中低端产品是目前增长的主要动力。09 年陈酿系列的推出，在 10 元价格带上树立起产品标杆，彻底颠覆了北京地区二锅头市场的格局；2010 年推出的百年红系列主打婚庆市场，上市后迅速热销，目前占据北京 30-120 元价位市场份额的 65%。

图 6：牛栏山酒的主要产品线

	图片	香型	定位	价格带	2010 收入	备注
经典牛栏山		二锅头	高端	300-700	1 亿元	主打高档餐饮
百年牛栏山白酒（三牛）		浓香	中高端	100-300	5 亿元	传统主力产品
珍品 30 年		二锅头	中高端	120-300	1 亿元	主攻餐饮渠道
盒装酒系列		二锅头	中端	50-100	3 亿元	北京市场主要增长产品
百年红		二锅头	中低端	30-120	8000 万元	
陈酿系列		二锅头	低端	10 元左右	7 亿元	

资料来源：宏源证券研究所

4. 宁城老窖处于品牌恢复期

宁城老窖曾是内蒙古白酒四大品牌之一，被誉为“塞外茅台”，在高水平评比中屡次获奖，产品基础和品牌历史十分坚实。后因经营不善亏损停产，2005年被顺鑫集团收购，2008年宁城老窖90%股权被注入上市公司，被收购后宁城老窖逐渐走上品牌恢复的道路。

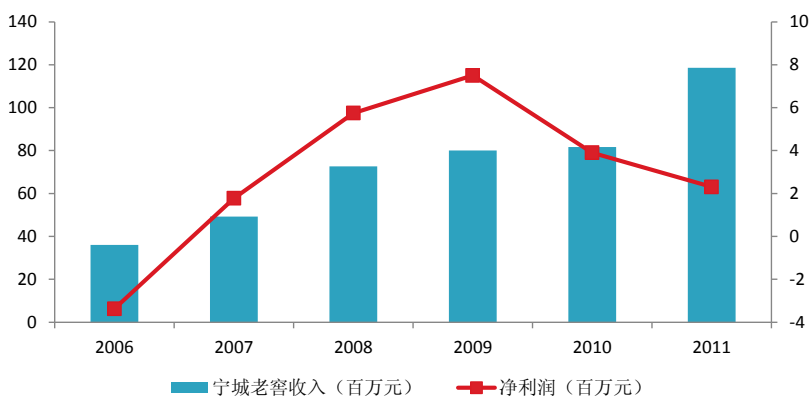
图 7: 宁城老窖的产品基础和品牌历史十分坚实

时间	品牌荣誉
1987年	原国家副主席乌兰夫题词赞誉“塞外茅台”
1988年	荣获首届北京国际食品博览会金奖
1992年	在日本东京国际食品博览会上，与贵州茅台在同档次评比中双双获得金奖
1994年	通过了国家方圆委质量方圆认证，在市场上形成了南有茅台，北有塞外茅台的格局
2010年	荣获国家工商总局所授予的“中国驰名商标”称号

资料来源：宏源证券研究所

- ◆ 宁城老窖年份3-15年不等的3000吨优质原酒是复兴的基础，通过子母酒（大瓶普通酒、小瓶年份原浆）的形式突出年份酒的珍贵，同时对每瓶年份酒做公证，取得消费者的信任，与市场上其他年份酒产生区隔。
- ◆ 定位中档。通过“盛情”、“陈年”、“窖藏”三大系列覆盖从低到高50-200元的中端市场，以中端价格提供高端的产品，凭借性价比取胜。
- ◆ 推进“全蒙战略”。宁城老窖经历低谷期后，只剩下赤峰、大庆等少数市场。公司制定了“集中突破与快速扩张同步，垂直增长与水平分销并进”的策略，以赤峰为策源地，重点运作省会呼和浩特，辐射整个自治区；区外以东北大庆为第一重点市场，建立外埠根据地，渐进运作华北、甘肃、宁夏等省外市场。
- ◆ 2011年宁城老窖的业务收入达到1.15亿元，比2005年收购时增长了10倍，区域复兴之路也逐渐清晰。但目前还处于投入期，费用支出较大，净利率仅有2%。

图 8: 宁城老窖收入快速恢复，但还未到利润释放期



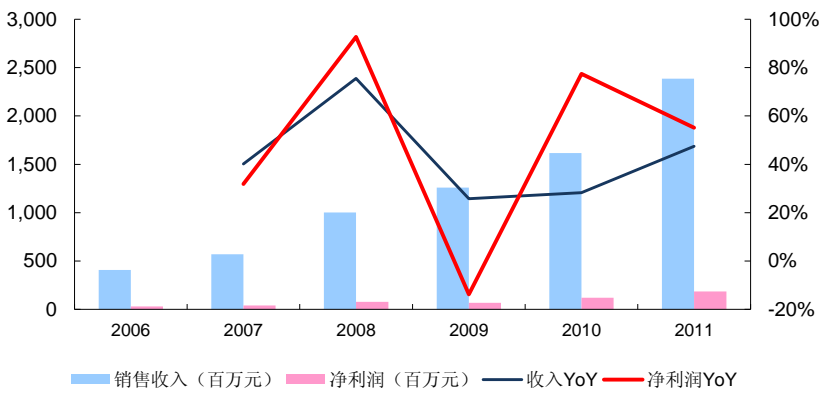
资料来源：公司年报，宏源证券研究所

二、牛栏山以北京为根据地，外埠扩张迅速，产品向中高端转移

1. 准确定位+经销商支持，占领北京成为根据地

北京市场是牛栏山的根据地，贡献了牛栏山销售收入的 70%，北京地区 2008-2010 年复合增速达到 80%。北京白酒市场容量近百亿元，向来是各品牌的必争之地，牛栏山在北京市场占据近 20% 的市场份额，其原因在于准确的价格定位、精准的品牌诉求以及牢固的经销商关系。

图 9：牛栏山的产量和收入 06 年后快速增加



资料来源：公司年报，宏源证券研究所

- 在产品定位上，牛栏山的成功之处在于避开激烈竞争的价格带（450-500 元），发力抢占空白的价格带（120-160 元），对消费量大的价格带（10 元、30-120 元等）推出重量级产品争夺市场份额。

图 10：北京及周边地区中低端白酒价格竞争格局

牛栏山产品	价格	竞争产品	竞争情况
牛栏山二锅头酒百牛栏山年至尊经典二锅头 60 度 600ml	778	15 年红花郎、38 度飞天茅台、水井坊、舍得	竞争力逐渐提升
牛栏山二锅头酒牛栏山百年至尊经典二锅头 53 度 500ml	699		
	500	青花瓷 20 年、洋河蓝色经典	避开竞争激烈的价格带
	488	52 度剑南春	
	476	50 度酒鬼	
牛栏山经典二锅头黄龙瓷 52 度 500ml	448		质优价廉，销售过亿
牛栏山二锅头酒百年经典二锅头 45 度 500ml（黄瓷）	368	六和酒、天曲系列	
牛栏山三十年窖藏（盛世红）53 度 500ml	288	8-16 年年份原浆、天曲系列	年份久于同价位年份酒
	234	西凤十五年	

牛栏山二锅头酒珍品三十年 53 度 500ml	206	五粮春、泸州老窖特曲	优于一般年份酒，销售过亿
	188	丰谷特曲	
牛栏山百年红坛嘉酿 50 度 500ml	168	郎酒	
牛栏山百年陈酿 36 度 500ml	156	基本没有强劲竞争者	三星百年陈酿(三牛) 占据优势地位
牛栏山百年红 12 年 39 度 500ml	139		
牛栏山精品二十年 53 度 500ml	138		
牛栏山百年陈酿(三牛)52 度 400ml	128		
牛栏山二锅头蓝瓷 42 度 500ml	118	金六福星级系列、板城烧、京王子、红星 15 年、百年红星、贵州醇、枝江、迎驾贡、洋河、京酒、衡水老白干、今世缘的低端品牌	百年红市场份额达到 65%
牛栏山百年红系列	30-120		
白瓶、绿瓶、陈酿系列	10-50	红星二锅头	牛栏山销量已超过红星

资料来源：宏源证券研究所

- ◆ 京味品牌挤垮红星：牛栏山以“正宗二锅头，地道北京味”将品牌和北京味道联系在一起，获取北京地区消费者的认同感，同时建立起外来同档次白酒的竞争壁垒。红星本是北京最著名的二锅头品牌，但却没有将自己与北京文化联系在一起，而是在根基不稳时就盲目发展高端酒，2010 年销量已被牛栏山超过。
- ◆ 公司与北京 6 大白酒经销商关系紧密，与 100 多家经销商结成了同盟关系。渠道策略上采用“以餐饮打基础，商超定价格，流通出增量”的方针，餐饮和流通渠道成为公司增长最快的渠道，对新增收入的贡献率分别为 28%和 45%。
 - ◆ 公司主打产品处于中低端，采用经销商渠道可以达到铺货速度快，覆盖面广的目的。具体渠道选择上，低端产品消费人群广泛，消费地点多在家庭，因此采用流通渠道达到最大的接触面；中高端产品定位为婚庆、送礼、宴请等用途，因此主打餐饮渠道，兼做流通渠道，目前餐饮终端已超过 4000 家。
 - ◆ 拥有大经销商的支持。北京创意堂商贸有限公司、北京朝批商贸公司、北京市糖酒公司、北京丰祖园贸易有限公司、北京京柳商贸有限公司以及北京首森商贸有限公司均是北京地区的大型白酒经销商，每家经销商对公司销售额的贡献都超过亿元。从年报披露数据来看，前 4 家经销商的销量占到销售额的 50%。

2. 周边外埠市场成为新的增长点

公司在北京白酒市场的占有率已接近 20%，假设中低端酒占消费量的 50%，则中低端市场份额接近 40%，未来增长空间有限，因此公司提出精耕北京市场，扩大外埠市场，形成“一城两洲三区”的销售格局。

- ◆ “一城”是指北京销售大区，2003 年开始牛栏山就在北京周边县区市场占有率达到第一，2006 年后逐渐渗透到市内八区。
- ◆ “两洲”指长江三角洲和珠江三角洲。在长三角重点扶持经营理念先进、营销网络较

为健全的经销商，加大终端（尤其是商超终端）的投入力度，重点开发徐州和南京市场；在珠江三角洲，则以广东地区为突破点。

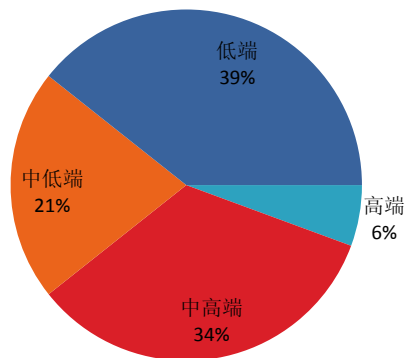
- ◆ “三区”是指东北、华北、西北地区。针对东北市场开发合适产品，以低端带动高端销售，同时采用终端拉动等方式培养上规模经销商；西北市场以新疆和西安为重点，着重运作商超终端和餐饮终端；在华北市场，则以消费水平较高的天津为突破对象，通过开展终端促销一级协助经销商开发餐饮终端打开市场。

公司在外埠市场的开拓已初见成效，牛栏山在江苏、山东等地已形成了稳定消费群，并成了消费二锅头时的首选品牌。2011年外埠的销售占比已在30%以上，呼和浩特、天津、保定、沧州等地的收入分别实现了37.5%、76%、77%、135%的高速增长，而北京地区的收入增速仅为8%。

3. 积极推动产品结构调整，中高端放量将改善盈利状况

公司目前产品结构以中端以下为主，占到收入的60%，10元左右的低端产品（绿瓶、白瓶、陈酿系列）占到收入的39%，产品结构有待升级。

图 11: 公司的主要产品仍然是中低端和低端酒

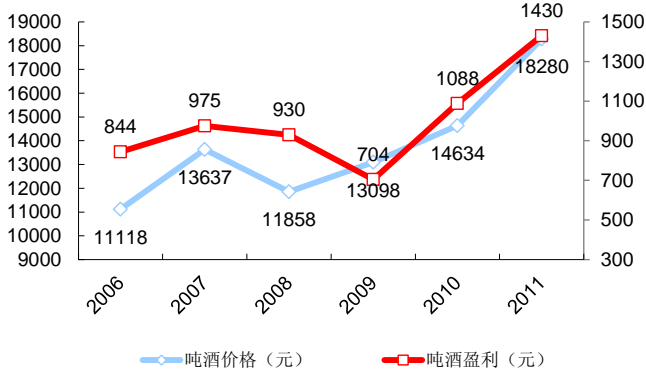


资料来源：宏源证券研究所

- ◆ 自2005年开始，公司陆续推出清香型经典二锅头、珍品三十年、浓香型百年牛栏山等几款中高端产品，目标是中高档餐饮酒店。随后珍品二十年、珍品十五年等产品的陆续上市丰富了中高端的产品线，目前珍品三十年、经典（黄瓷）等实现单品销售额过亿元，成为高端产品的突破点。
- ◆ 公司在2010年8月份推出30-120元价位的百年红系列，重点打造中、高档产品线，稳定中档价位的布局，上市后反响热烈。2011年销售约2亿元，销售百年红的终端数量达到7000家。百年红将继续推进“1+4+5”战略开拓外埠市场，“1”指北京市场，“4”指天津、沧州、保定和呼和浩特，“5”指培养5个销售过亿元的地区。百年红将担负起提升产品档次和扩大外埠销售两个增长任务。

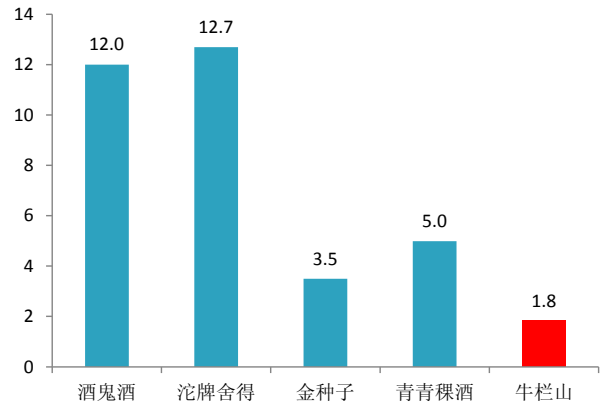
公司的产品结构调整已有明显效果，吨酒收入从2006年的1.1万元/吨提高到2011年的1.8万元/吨，涨幅达64%，但相比其他二、三线品牌，吨酒收入还处在较低的水平，仅为其他品牌的15%-50%。公司新品百年红等价格比低档酒高出3-10倍，中高端酒的放量将大大提高吨酒收入水平。

图 12: 公司吨酒收入和净利提升较快



资料来源: 宏源证券研究所

图 13: 相比其他品牌, 吨酒收入还有提升空间



资料来源: 宏源证券研究所

三、 现有市值相当于牛栏山价值, 股价被大幅低估

1. 牛栏山产品收入结构处于二三线白酒中等水平

在二、三线白酒中, 我们选取酒鬼酒、沱牌舍得与金种子与牛栏山进行对比, 从产品的收入结构上来看, 牛栏山的产品结构优于金种子, 略差于沱牌舍得, 与酒鬼酒还有较大差距。

- ◆ 牛栏山在 200 元以上的产品收入约为 40%, 其余大部分集中于 10 元左右的低端酒, 约占 40%, 另外 20% 为 50-100 元价位的中低端酒。
- ◆ 酒鬼酒的产品结构比较高端, 400 元以上的产品占收入的 77%, 其余 23% 为 40 元左右的低端湘泉系列。
- ◆ 沱牌舍得 200 元以上的产品收入占比约 55%, 40 元以下的低端酒占 23%, 中端酒占 22%, 在中低端酒的结构上略优于牛栏山。
- ◆ 金种子基本集中于低端, 100-200 元价位的产品仅占 10%, 其余 90% 均为 100 元以下的低端品种。

图 14: 二、三线白酒收入结构对比

品牌	产品	价格	收入占比	品牌	产品	价格	收入占比
酒鬼酒	洞藏	2000	3%	沱牌舍得	舍得	600-1800	55%
	内参	1580	30%		曲酒	200-400	
	20 年紫坛	800	6%		陶醉	60-200	22%
	15 年红坛	600	16%		特曲	20-200	
	52° 精品	528	7%		大曲	10-40	
	50° 标准	420-450	15%		枸杞酒	<10	
	湘泉系列	40	23%		牛栏山	经典	300-700
金种子	徽蕴	100-200	10%	珍品 30 年		120-300	6%
				三牛		100-200	28%
				盒装酒		50-100	17%
	醉三秋	30-100	30%				

					百年红	30-120	4%
	种子系列	30-100	60%		陈酿系列	10元左右	39%

资料来源：宏源证券研究所

2. 牛栏山的合理价值约为 70 亿元

牛栏山的收入规模约为 24 亿元，远高于沱牌和酒鬼酒，在如此大的规模下，牛栏山仍然保持了近 50% 的增长速度，我们预测随着“一城两洲三区”销售战略的实施，以及产品升级的快速推进，牛栏山在未来 2-3 年内仍然可以维持 40% 以上的高增长速度。

牛栏山的毛利率为 57%，高于沱牌和金种子，低于酒鬼酒，在产品结构不占优势的情况下难能可贵，显示出强大的地域品牌优势，且毛利率还有上升趋势。

公司在净利率方面较其他几家公司为低，原因一是处于快速扩张时期，销售费用支出较大，其次是资产负债率较高，财务费用占比较大，但我们认为这并不能作为被大幅低估的原因。

综合以上原因，我们保守的估计公司的估值应高于金种子，而低于沱牌舍得，给予 2012 年 25x 的静态市盈率，合理的市值约为 70.8 亿元，而目前顺兴农业的市值为 73.9 亿元，股价被显著低估。

图 15：二三线白酒盈利情况及估值对比

	牛栏山	沱牌舍得	酒鬼酒	金种子酒（预测）
营业收入(百万元)	2,384.93	1,269.22	961.83	1,880.43
营业收入同比增长率(%)	47.46	41.87	71.61	36.27
销售毛利率(%)	56.81	53.61	74.53	42.15
销售净利率(%)	7.80	15.38	20.03	19.34
归属母公司股东的净利润 (同比增长率)(%)	55.19	155.25	142.54	4.26
2011 年净利润（百万元）	188.87	195.21	192.62	363.75
市值（百万元）	7,075.00	9,437.60	10,755.15	10,926.54
2011 年静态 PE		48.35	55.84	30.04
2012 动态 PE	25	31.94	32.44	21.05
2012 预测净利润	283	295.5	331.6	519.1

资料来源：Wind，宏源证券研究所

3. 公司其他资产价值约 43 亿元

宁城老窖资产预测为 12.5 亿元：2008 年顺鑫农业收购宁城老窖 90% 的股权，作价 12.5 亿元，在顺鑫农业的运作下，宁城老窖的收入增长超过 50%，但由于仍处在恢复期，利润没有同比上升，因此我们难以给出精确估值，但我们认为宁城老窖的资产没有贬值，仍按照收购时的 12.5 亿元估值。

屠宰业务估值 7.6 亿元：屠宰业务受原料价格波动影响，毛利率有较大幅度的下降，虽然收入增长近 30%，但净利率的下滑导致利润大幅下降。我们预计 2012 年生猪价格下降对成本压力将有所缓解，预计收入同比增加 10%，净利率恢复到 1%，净利润为 3800 万元，

给予 20x12PE，市值约 7.6 亿元。

种猪业务估值 12 亿元：种猪业务扩张很快，2011 年收入同比增加 70%，且又向两个种猪基地增资 800 万元，并新建两个基地。预计 2012 年种猪业务仍然有超过 40% 的增长，但由于猪价下行，预计净利润将有所下滑，我们预测 2012 年的净利润为 6000 万元，给予 20x12PE，市值 12 亿元。

石门农批估值 5.6 亿元：我们预测石门农批收入增长 25%，净利率为 30%，2012 年净利润为 2800 万元，给予 20x12PE，市值 5.6 亿元。

建筑业务估值 3.1 亿元：我们预测建筑业务收入增长 10%，净利率保持 4%，2012 年净利润为 3100 万元，给予 10x12PE，市值 3.1 亿元。

房地产业务估值 1.9 亿元：房地产业务由于宏观调控而出现亏损，我们采用 PS 方法为其估值，2012 年房地产政策仍然看不到放松的信号，我们预计房地产业务收入下滑 30%，即 2.36 亿元，给予 0.8x12PS，市值 1.9 亿元。

四、 估值及投资建议

分项目对顺鑫农业的业务资产进行估值，牛栏山、宁城老窖、屠宰业务、种猪业务、石门农批、建筑业务以及房地产业务的估值分别为 70.8 亿元、12.5 亿元、7.6 亿元、12 亿元、5.6 亿元、3.1 亿元以及 1.9 亿元，预测公司的合理市值为 113.5 亿元，对应目标价 25.88 元，建议“买入”。

图表 25: 三张财务报表分析摘要

财务报表预测 (单位: 百万元)													
利润表	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	资产负债表	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	6,087	6,268	7,580	11,229	15,720	20,436	货币资金	822	1205	1564	900	1000	1000
YOY	18%	3%	21%	48%	40%	30%	应收和预付款项	1503	1237	1342	1210	1295	1378
营业成本	4,833	4,693	5,618	8,287	11,523	14,918	存货	2323	2489	4258	3179	3315	3678
毛利	1254	1575	1962	2942	4197	5518	其他流动资产	0	0	0	1	1	1
% 营业收入	21%	25%	26%	26%	27%	27%	长期股权投资	34	34	50	50	50	50
营业税金及附加	228	291	366	517	723	940	投资性房地产	100	192	221	221	221	221
% 营业收入	3.7%	4.6%	4.8%	4.6%	4.6%	4.6%	固定资产和在建工程	2940	3738	2386	2410	2470	2520
销售费用	485	534	811	1123	1572	2044	无形资产和开发支出	256	975	434	432	431	429
% 营业收入	8.0%	8.5%	10.7%	10.0%	10.0%	10.0%	其他非流动资产	0	0	0	1	1	1
管理费用	260	375	438	618	912	1185	资产总计	7993	9894	10284	8297	8456	8699
% 营业收入	4.3%	6.0%	5.8%	5.5%	5.8%	5.8%	短期借款	3025	4162	5190	3252	2219	948
财务费用	42	34	125	141	124	83	应付和预收款项	722	1178	923	1538	2104	2653
% 营业收入	0.7%	0.5%	1.6%	1.3%	0.8%	0.4%	长期借款	983	880	195	195	195	195
资产减值损失	-4	1	-1	0	0	2	其他负债	401	6253	931	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	负债合计	5481	7133	7339	4985	4518	3797
投资收益	1	0	155	0	0	0	股本	439	439	439	439	439	439
营业利润	245	340	378	544	866	1263	资本公积	1208	1246	1246	1246	1246	1246
% 营业收入	4.0%	5.4%	5.0%	4.8%	5.5%	6.2%	留存收益	751	972	1170	1468	2054	2968
营业外收支	0	7	-3	0	0	0	归属母公司股东权益	2398	2657	2854	3152	3739	4653
利润总额	245	347	375	544	866	1263	少数股东权益	148	139	140	160	200	250
% 营业收入	4.0%	5.5%	4.9%	4.8%	5.5%	6.2%	股东权益合计	2546	2796	2994	3312	3938	4902
所得税费用	62	66	53	76	130	189	负债和股东权益合计	8026	9929	10333	8297	8456	8699
净利润	183	282	322	468	736	1074							
归属于母公司所有者的净利润	161	265	307	448	696	1024							
少数股东损益	23	16	15	20	40	50							
现金流量表	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	财务指标	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流净额	138	651	27	1695	1457	1544	毛利率	21%	25%	26%	26%	27%	27%
取得投资收益收回现金	121	0	0	0	0	0	三费/销售收入	13%	15%	18%	17%	17%	16%
长期股权投资	0	0	0	0	0	0	EBIT/销售收入	5%	6%	5%	6%	6%	7%
无形资产投资	-1185	-1176	-453	-53	-70	-60	EBITDA/销售收入	6%	8%	6%	8%	8%	8%
固定资产投资	-118	-1799	0	-100	-50	-10	销售净利率	3%	4%	4%	4%	5%	5%
其他	-1	0	0	-18	0	0	ROE	7%	10%	11%	14%	19%	22%
投资活动现金流净额	-1184	-1176	-171	-54	-70	-60	ROA	2%	3%	3%	5%	8%	12%
债券融资	1049	1184	953	-100	0	0	ROIC	3%	4%	4%	9%	13%	19%
股权融资	0	1	0	-40	0	0	销售收入增长率	18%	3%	21%	48%	40%	30%
银行贷款增加(减少)	1099	1034	0	-1939	-1033	-1270	EBIT 增长率	-15%	33%	-8%	98%	45%	36%
筹资成本	42	34	125	141	124	83	EBITDA 增长率	-8%	38%	-9%	100%	34%	29%
其他	-2	-3	-5	0	0	0	净利润增长率	-24%	54%	14%	45%	57%	46%
筹资活动现金流净额	760	908	504	-2305	-1287	-1484	总资产增长率	22%	24%	4%	-19%	2%	3%
现金净流量	-286	384	360	-664	100	0	股东权益增长率	6%	10%	7%	11%	-14%	6%
							经营现金净流增长率	-131%	374%	-96%	6160%	-14%	6%
							流动比率	1.0	0.8	1.0	1.1	1.3	1.7
							速动比率	0.5	0.4	0.4	0.5	0.5	0.7
							应收账款周转天数	13.4	11.8	10.4	5.0	4.0	4.0

资料来源: 宏源证券研究所

分析师简介:

苏青青: 宏源证券研究所食品饮料行业分析师，上海交通大学材料学硕士，曾任职于国金证券，2010年新财富团队成员，2011年加盟宏源证券研究所。推介成绩：在2011年6月13日伊利股份大跌时指出若快速复牌则大跌即是买入机会，后股价最高绝对涨幅达40%；成功在57元时推荐汤臣倍健，截止到近日股价绝对涨幅达55%；在好想你上市时指出股价被低估，合理价值区间在58-64元，股价表现与分析结论一致；近期成功挖掘酒鬼酒的投资机会。

机构销售团队

	郭振举	牟晓凤	孙利群	王艺
华北区域	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	010-88085172 wangyi1@hysec.com
华东区域	张璿 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com
华南区域	曾利洁 010-88085991 zenglijie@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com
QFII	方芳 010-88085842 fangfang@hysec.com	胡玉峰 010-88085843 huyufeng@hysec.com		

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来6个月内跑赢沪深300指数20%以上
	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%~20%
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上
行业投资评级	增持	未来6个月内跑赢沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内与沪深300指数偏离-5%~+5%
	减持	未来6个月内跑输沪深300指数5%以上

免责声明:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和個人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。