

两大重点业务力促投资价值广受认同

推荐 首次评级

核心要点:

- **高利润白酒和种猪业务的价值发现, 将极大地提高公司投资价值的市场认同度。**除了优质资产如花博会场馆等是未来提升公司投资价值的重要因素以外, 白酒和种猪业务更是体现投资价值最重要的两大核心亮点, 其中白酒业务的想象空间更是未来助推公司市场表现的良好催化剂。
- **白酒业务投资价值将被市场重新认识, 公司特别拥有茅台之后第二家国家实验室, 未来几年高档酒年增幅在 30%左右, 北京市市占率有望达到 50%。**公司中高端白酒产能和销量约 1 万多吨, 产品收入占比在 50%左右, 销售量占比超过 10%, 利润占比在 70%左右。随着产品结构调整和募投项目达产的推进, 及宁城老窖亦将逐步展现贡献利润的潜力, 未来白酒业务成长性可观。
- **公司种猪资源全国最好, 占据了生猪养殖中利润最丰厚环节的制高点, 毛利率在 40%以上, 未来计划做大种猪规模。公司肉食品加工业务全国第四, 拥有全产业链, 占据了北京屠宰和冷鲜肉市场 50% 以上的市场份额。**公司所属小店种猪场是“国家级重点种畜禽场”, 种猪的种用率达 50%以上, 高于全国平均水平。公司看重未来猪副产品加工业务发展前景, 定位于低温产品, 计划未来两年达到两万吨规模。
- **农产品物流配送业务主要是依托于国际化大都市的物流商业机遇; 房地产建筑施工业务主要是在顺义区好盈利, 且定位新城, 具备客观区位优势, 未来 1 亿元左右净利润。**
- **公司良好的投资价值将被市场广泛认同。**虽然公司近期 A 股表现优秀, 但还未反映其合理估值, 根据对公司各项业务特别是四大主线即白酒、肉食品加工、农产品物流配送和房地产建筑施工的分析估值分析, 我们给予推荐的投资评级, **在目前市场气氛下, 未来一年合理价位 $\Sigma(14.5, 9.4, 1.4, 2.1, 2.5, 1.4, 0.8) = 32$ 元。**

分析师

董俊峰 王国平

执业证书编号:

S0130210070013 S0130200010339

✉: dongjunfeng@chinastock.com.cn

☎: (8610)6656 8780

博客: <http://dongjunfeng.blog.cnstock.com>

市场数据 时间 2010.10.18

A 股收盘价(元)	23.19
A 股一年内最高价(元)	27.50
A 股一年内最低价(元)	14.14
上证指数	2955.23
市净率	3.59
总股本(万股)	43854
实际流通 A 股(万股)	23241
限售的流通 A 股(万股)	20613
流通 A 股市值(亿元)	53.90

主要财务指标

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	5,175.5	6,087.1	7,051.6	8,453.8	9,699.6
EBITDA(百万元)	40367.75	37073.00	66322.14	102497.30	132897.73
净利润(百万元)	24225.46	18337.82	28339.09	50916.69	68890.79
摊薄 EPS(元)	0.50	0.37	0.61	1.10	1.50
PE(X)	46.01	63.32	37.89	21.09	15.51
EV/EBITDA(X)	25.19	27.43	15.33	9.92	7.65
PB(X)	4.25	3.99	3.59	3.05	2.53
ROIC(%)	7.51%	4.28%	5.94%	8.21%	9.36%
总资产周转率	0.79	0.76	0.83	0.85	0.86

资料来源: 中国银河证券研究部

投资概要:

驱动因素、关键假设及主要预测:

1) 公司全力围绕四条主线做好农业加工主业战略,即作为国标的牛栏山二锅头白酒、全国第四且种猪资源全国最好的肉食品加工、农产品物流配送和借助国企背景和建设新农村背景的房地产建筑施工;

2) 白酒业务产品结构调整是未来的发展主线。目前中高档比例为 13-14%, 利润占比在 70%以上, 高中档酒毛利在 4 万元/吨左右。2010 年白酒收入达到 17 亿元, 未来几年中高档产品销售收入年均复合增幅在 30%左右, 2010-2012 年白酒业务分别贡献 EPS0.23 元、0.36 元和 0.55 元。随着募投项目的达产, 公司自酿基酒将在万吨左右, 将有力地支持未来高端白酒业务的发展;

3) 公司的肉食品加工产业链涵盖了种猪选育、饲养、生猪屠宰、分割、检疫、低温冷却、熟食加工、储运销售全过程。从生猪存栏和能繁母猪存栏量数据来看, 猪肉价格在四季度以及 2011 年进入上涨通道的概率较大, 这有利于种猪和育肥猪养殖利润的提升。公司将凭借资源和技术优势做大种猪业务, 未来三年将处于快速增长期, 熟食产品产量未来两年将从一万吨提高到两万吨规模。2010-2012 年种猪和肉类加工业务贡献 EPS0.18 元、0.28 元和 0.48 元。

我们与市场不同的观点:

1. 市场普遍认为公司业务过于繁杂, 因此市场对公司投资价值的认同度还需要进一步提高。

我们认为, 公司专注于农业加工主业, 特别是白酒和种猪业务, 是公司投资价值被市场低估的两大核心亮点。

白酒业务产品结构升级是未来几年的主要内涵式发展途径。相对于主要竞争对手红星二锅头, 公司不仅仅具有基酒, 且储备充足, 更何况未来随着募投项目的达产, 公司基酒将在万吨左右。种猪业务资源全国最好, 这也是被市场淡忘的投资价值的重要组成部分。

另外, 花博会资产增值有望转资产价值为经营利润, 提升公司业绩。

公司估值与投资建议:

虽然公司近期 A 股表现优秀, 但还未反映其合理估值, 根据对公司各项业务特别是四大主线即白酒、肉食品加工、农产品物流配送和房地产建筑施工的分析估值分析, 我们给予推荐的投资评级, 在目前市场气氛下, 未来一年合理价位 $\Sigma(14.5, 9.4, 1.4, 2.1, 2.5, 1.4, 0.8) = 32$ 元。

股票价格表现的催化剂:

花博会资产项目确定; 白酒资产变化。

主要风险因素:

受各种因素影响的房地产和白酒业务波动有可能超过我们的预期, 从而影响对公司的盈利预测; 再融资项目进展。

目 录

一、主营业务分析：立足北京市场，做好四条主线.....	1
（一）白酒业务：二锅头白酒的标杆.....	1
1. 北京白酒市场格局分析.....	1
2. 牛栏山酒厂分公司.....	1
3. 内蒙古顺鑫宁城老窖：经营势头不断向好.....	2
4. 白酒业务业绩预测.....	3
（二）生猪养殖、屠宰和肉制品加工产业链.....	4
1. 猪肉价格和出栏量预测：猪肉价格进入上涨趋势.....	4
2. 种猪繁育和生猪养殖：依托技术和资源优势做大种猪规模.....	5
3. 屠宰和肉制品加工：定位北京市场，业务稳定增长.....	6
4. 屠宰和肉制品加工业绩预测.....	6
（三）房地产和建筑工程业务：顺应建设顺义新城机遇.....	7
1. 住宅项目开发：杨镇三期和包头南海花苑项目贡献今明两年业绩.....	7
2. 顺鑫茂峰花卉物流：资产升值明显，定位合作开发 2011 年开始贡献利润.....	7
3. 建筑工程：实施走出去战略，业务稳定发展.....	8
（四）农批市场：占据地理优势，位列北京农批市场第二.....	9
二、盈利预测和投资建议.....	10
三、附录：业务构成和组织结构分析.....	10
（一）业务分析：公司主业构成分析.....	10
（二）组织结构：按照业务单元成立分子公司.....	11
插图目录.....	15
表格目录.....	15

我们针对公司的主要业务（1）白酒；（2）生猪产业链；（3）房地产；（4）建筑工程；（5）农批市场等主要业务进行分析，分析公司未来的成长性和盈利能力。

一、主营业务分析：立足北京市场，做好四条主线

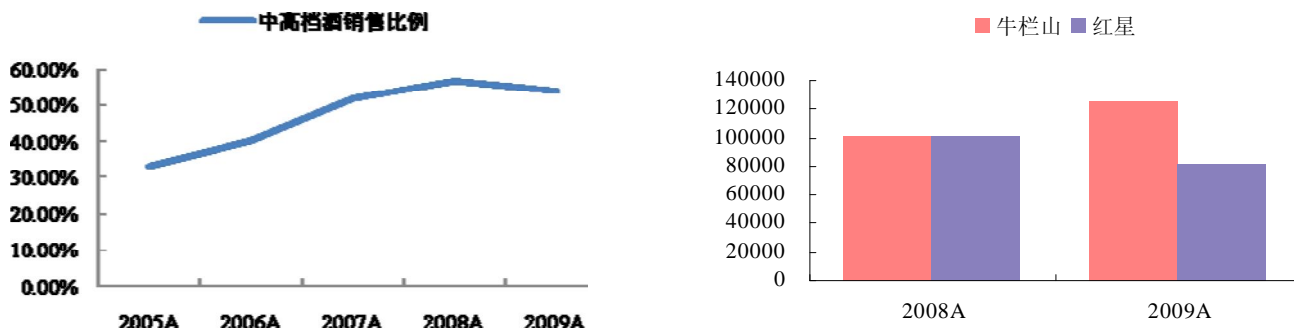
（一）白酒业务：二锅头白酒的标杆

1. 北京白酒市场格局分析

作为首都和全国政治、经济、文化的中心城市，北京白酒消费市场也呈现出各个酒种并举发展的多元化格局。北京市场白酒年消费在 50 亿左右。高中低三档白酒品牌均有着巨大的市场空间与发展潜力。高档白酒品牌以茅台、五粮液、国窖 1573、水井坊为主；中档白酒则集中在剑南春、京酒、金六福、贵州醇、河套、汾酒、衡水老白干等；低档白酒则是北京地产酒的天下，二锅头等地产白酒占据低档白酒市场 90% 的市场份额。

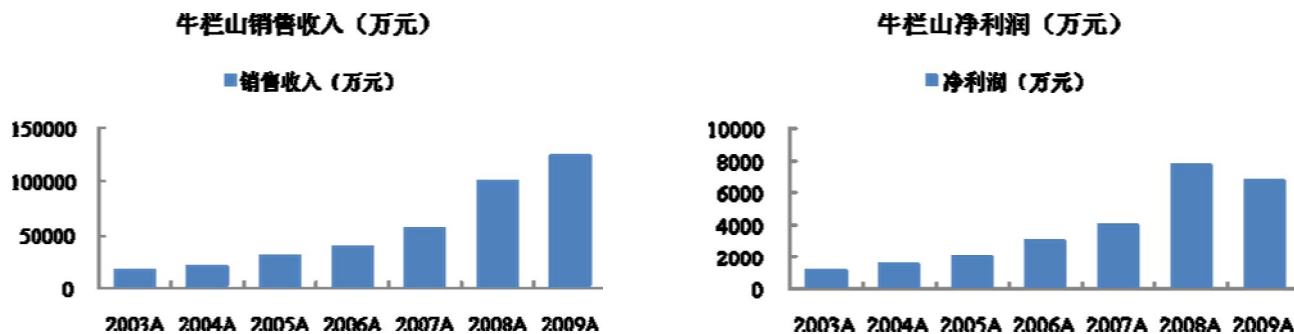
公司白酒业务 09 年收入为 13.4 亿元，10 年上半年收入为 10.31 亿元，收入占比分别为 22.02% 和 30.28%，销售毛利占比则分别达到 55.59% 和 61.40%。2003 年至 2009 年，白酒销量、销售收入、吨酒价格和净利润的复合增长率分别为 21.29%、39.36%、14.43% 和 33.48%。白酒已成为公司第一大业务和最重要的利润来源，公司的白酒资产主要是两块，分公司牛栏山酒厂和 08 年收购的内蒙古顺鑫宁城老窖有限公司。

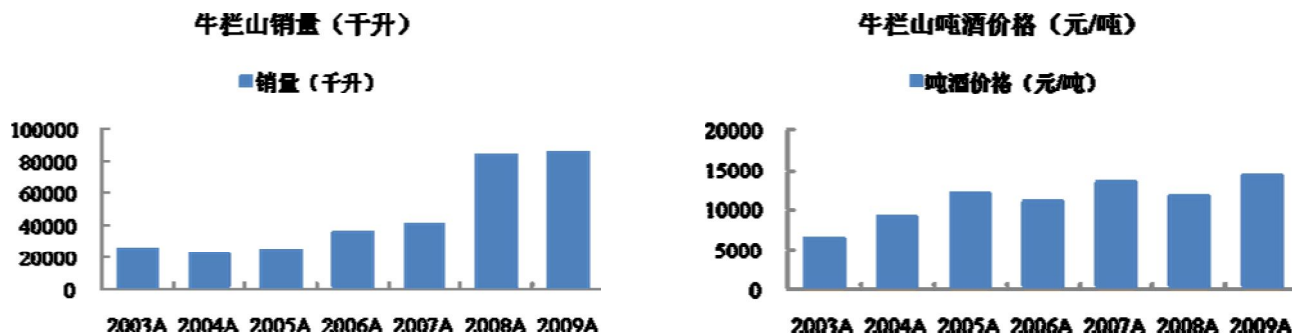
图 1：公司白酒业务中高档白酒收入占比、牛栏山与红星收入对比



2. 牛栏山酒厂分公司

图 2：牛栏山酒厂分公司销售收入、净利润、销量和吨酒价格（万元、千升、元/吨）





资料来源：中国银河证券研究部 公司材料

牛栏山二锅头在竞争激烈的北京市场，短短的五年时间内力挫群雄，走在了二锅头市场的前列。

- 05年集中兵力进攻北京市场，从最初只有2、3款低档产品到200多款产品，完成了高中低档产品线的构建；从郊区和周边市场开始，将餐饮作为突破口，2006年攻下了500多家中高档餐饮终端，2007年这个数字达到2000多家，到2008年已经织就了4000多家中高档店构成的强大餐饮网络。
- 2007年确立“餐饮、商超并重，两条腿走路”的市场策略，成立专业部门，构建促销队伍，在市内选择扶持几家大经销商，采取大部分商超系统经销商做，大型连锁系统直营的方式，很快实现了80—90%的商超网络覆盖。
- 2007年确立“近占远养”的市场开发策略下，围绕“一城、两洲、三区”的市场布局，其中，一城指北京城，两洲指长江三角洲和珠江三角洲，三区指华北、西北和东北。目前外埠市场的增长率在30%以上。
- 稳据两大主流渠道后，将重心向流通和团购转移。流通渠道的产品结构早已构建完善，已经完备了一些优秀二批商的备案工作，在一些重点地区，选择有渠道、有网络的优势经销商，派专人实行一对一扶持，即一个经销商配一个业务员。在团购方面成立了专门的公关部，针对重要单位和集团以及名烟名酒店。

拥有“中华老字号”、“中国驰名商标”、唯一一家将二锅头酒写入国家标准的白酒生产企业，而独有的“原产地标识”和“纯粮固态发酵标志”的使用，使牛栏山酒厂成为北京地区白酒行业里的佼佼者。2009年公司白酒收入13.4亿元，超过红星8亿元收入规模，市场占有率第一。

2009年，牛栏山凭借实力与茅台、五粮液同时入选《中国500最具价值品牌》，成为白酒业18个入选品牌之一，成为北京地区唯一一家入选的酒类品牌。

3. 内蒙古顺鑫宁城老窖：经营势头不断向好

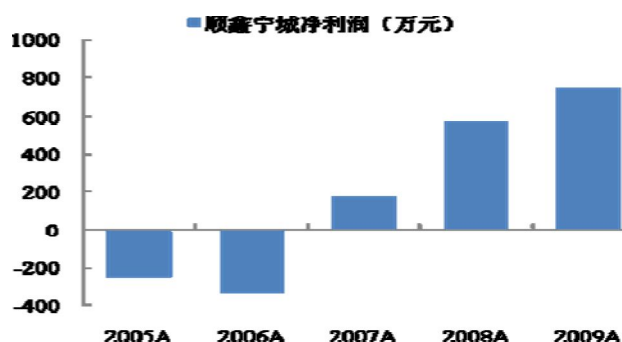
宁城老窖素有塞外茅台之称，1992年在日本东京国际食品博览会上，与贵州茅台在同档

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。03年经营逐步恶化，04年12月大龙地产和顺鑫集团入主，07年10月顺鑫集团向大龙地产收购其拥有的宁城老窖白酒资产，价格为1亿元左右。

内蒙古顺鑫宁城老窖酒业有限公司于2008年11月28日以评估资产总值人民币1.3亿元收购顺鑫农业发展集团有限公司位于内蒙古赤峰市宁城县八里罕镇的与酒业生产相关的全部资产。

宁城老窖目前有380亩厂区，2000多窖池，2条生产线，产能5万吨/年。宁城老窖经过近几年的运作，经营势头不断向好，目前市场定位在呼和浩特、包头、赤峰，先恢复区域市场的优势地位。2008年顺鑫宁城产量2900吨，营业收入7390万元，净利润575万元。预计2010年净利润在1000万以上。

图3：宁城老窖有限公司年净利润情况（万元）



资料来源：中国银河证券研究部 公司材料

4. 白酒业务业绩预测

公司按照出厂价在100元以上、100-30元和30元以下分为高中低端，通过产品结构的调整，中高档白酒收入占比逐年提升从2005年的33%提高到2009年的54%，带动白酒毛利率从47%提高到52%，09年中高档白酒量占比13-14%，贡献了70%以上的净利润。

公司继续加大产品结构调整，销售政策向中高档倾斜，销量方面低档酒增幅15%以下自然增长，高档酒30%以上。定向增发项目中，公司计划投资8.35亿元实现6000吨低档白酒向中高档优质白酒转型。

08年北京市销量市占率32%，未来50%是目标；外埠稳步扩张，每个省不超过2家经销商。

我们预计10年白酒收入达到17-18亿元，未来几年公司白酒业务收入增速将在30%以上，2010-2012年白酒业务分别贡献EPS0.23元、0.36元和0.55元，公司的白酒业务增速较高，且其09年的销售净利润仅为5.4%，未来几年公司将不断加强产品结构调整，盈利能力将不断提升，给予11年40倍市盈率，则对应股价为14.5元。

表 1：白酒业务业绩预测

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
销售收入(万元)	61991	107449	134038	174249	243949	341529
毛利率	54.78%	51.69%	52.02%	53.00%	54.00%	55.00%
销售毛利(万元)	33961	55542	69725	92352	131732	174423
净利润(万元)	4828	7858	6776	9932	15857	23907
EPS(元)	0.11	0.18	0.15	0.23	0.36	0.55

资料来源：中国银河证券研究部 公司材料

(二) 生猪养殖、屠宰和肉制品加工产业链

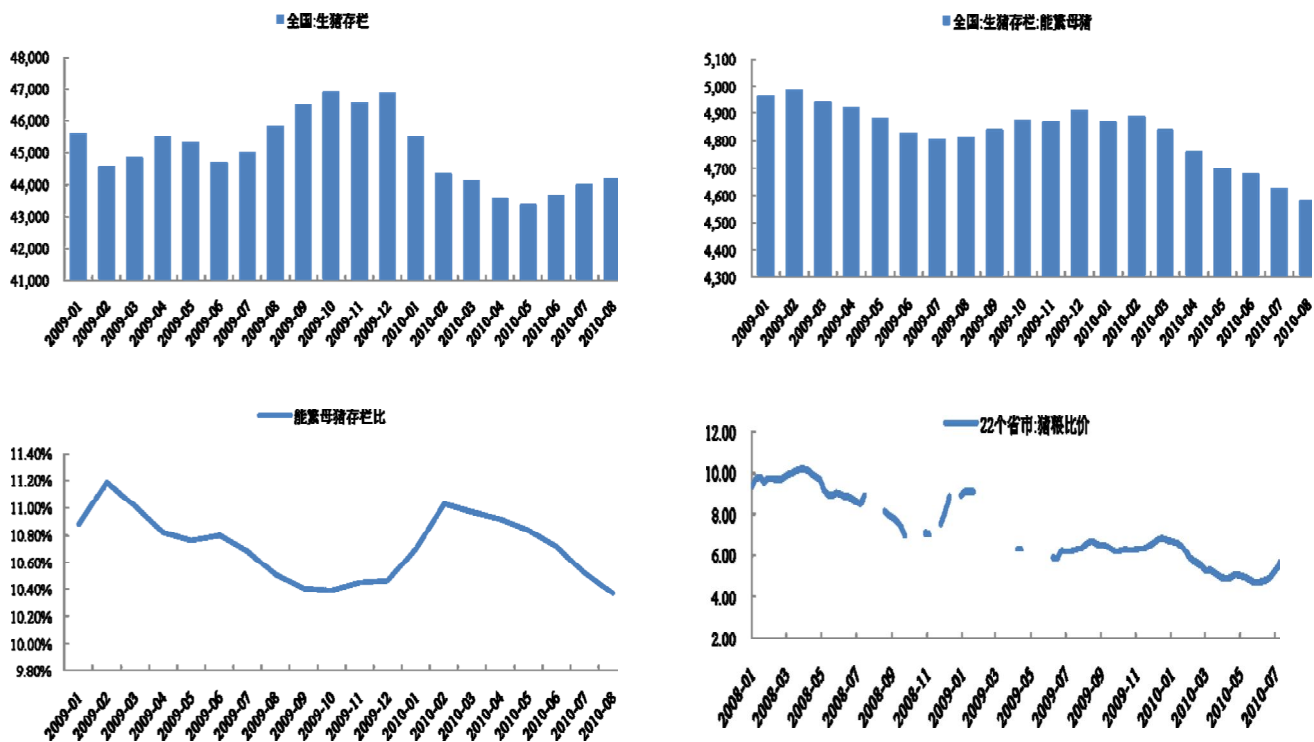
公司的肉食品加工产业链涵盖了种猪选育、饲养、生猪屠宰、分割、检疫、低温冷却、熟食加工、储运销售全过程，食品安全保障能力构成公司的竞争优势。

1. 猪肉价格和出栏量预测：猪肉价格进入上涨趋势

截至 2010 年 8 月底，全国生猪存栏 44180 万头，能繁母猪存栏 4580 万头，最新的猪粮比为 6.15。

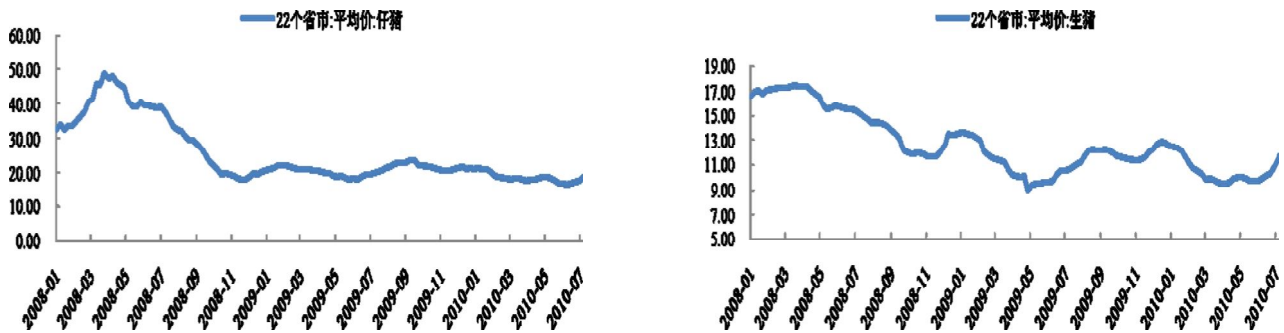
从生猪存栏和能繁母猪存栏量数据来看，猪肉价格在四季度以及 2011 年进入上涨通道的概率较大，这有利于种猪和育肥猪养殖利润的提升。

图 4：全国生猪、能繁母猪存栏量、能繁母猪存栏比、猪粮比（万头）



资料来源：中国银河证券研究部 公司材料

图 5: 22 个省市仔猪、生猪平均价格 (元/公斤)



资料来源: 中国银河证券研究部 公司材料

2. 种猪繁育和生猪养殖: 依托技术和资源优势做大种猪规模

公司所属小店种猪场是“国家级重点种畜禽场”、“国家级农业标准化示范基地”、“中国养猪行业百强企业”，全国同行业首家通过 HACCP 认证，是全国唯一一家向客户承诺现场采血化验合格再引种的场家。选育场长期饲养着长白、大白、皮特兰、杜洛克等世界上最优秀的种猪品种，小店种猪的种用率达 50% 以上，高于全国平均水平。

种猪是生猪养殖中利润最丰厚的环节，往年毛利率均在 40% 以上，公司计划做大种猪规模，在小店种猪场和固城县种猪选育场基础上，2009 年成立海口顺鑫小店种猪选育有限公司，2010 年公司分别在河北的兴隆县、滦平县、肃宁县及山西的阳高县设立小店种猪繁育子公司。

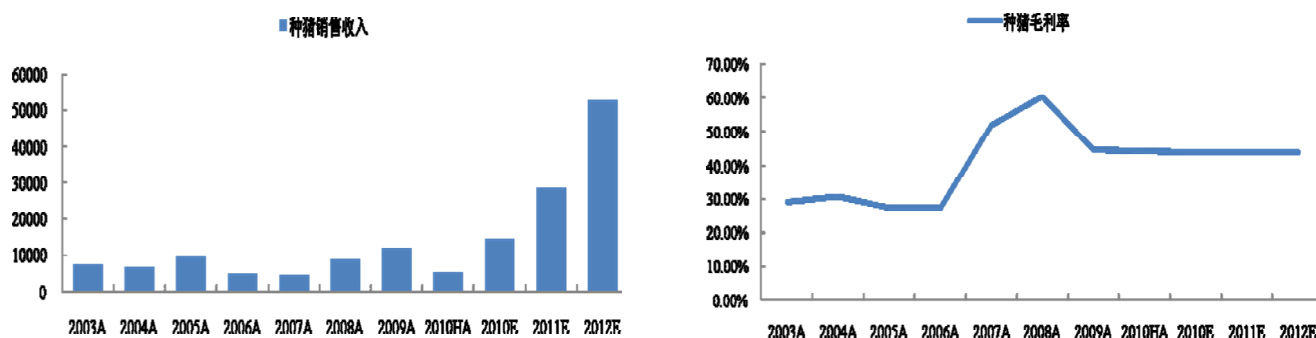
2007-2009 年，公司分别销售 3.76、6.4 和 8.51 万头种猪和育肥猪。公司计划通过募集资金投资 8.93 亿元，建设优质种猪繁育和规模化养殖项目。通过“公司+规模养殖户”的方式，主要依托小店畜禽良种场的种猪资源与技术优势与养殖户建立紧密合作关系，通过向养殖户提供优质仔猪、技术指导、疫病防疫等，并以保护价形式收购养殖户养殖的育肥猪。该项目完全达产后，建成后将新增年出栏商品仔猪 35 万头、收入 4 亿元。

表 2: 种猪业务募集资金投向

	基础种群数 (头)		年出栏种仔猪 (头)	年出栏商品仔猪 (头)	正常年营业收入 (万元)	利润总额 (万元)
	种母猪	种公猪				
兴隆项目	6000	300	32400	87600	9912	2491
肃宁项目	5000	250	27000	73000	8260	2286
滦平项目	3000	150	16200	43800	4956	1245
阳高 (大白登镇) 项目	2600	130	14040	37960	4295	1209
阳高 (北徐屯乡) 项目	2600	130	14040	37960	4295	1209
承德项目	1600	80	8640	23360	2643	874
客家庄项目	3200	160	17280	46720	5286	1848
合计	24000	1200	129600	350400	39648	11163

资料来源: 中国银河证券研究部 公司材料

图 6：小店种猪营业收入、毛利率情况



资料来源：中国银河证券研究部 公司材料

3. 屠宰和肉制品加工：定位北京市场，业务稳定增长

屠宰和肉制品加工业务有鹏程食品分公司,以及达州顺鑫鹏程食品有限公司和汉中顺鑫鹏程食品有限公司两个子公司。顺鑫农业的生猪屠宰能力达到年屠宰 600 万头,其中北京地区的屠宰量为 300 万头。熟食有 3000 多销售网点,定位低温产品,通过北京星级酒店、快餐店、集体食堂以及熟食专卖店等渠道逐步提高在高端精加工产品的市场占有率。目前熟食产品量在一万吨,公司计划未来两年达到两万吨规模。

4. 屠宰和肉制品加工业绩预测

表 3：种猪和肉制品加工业务盈利预测

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
种猪业务						
种猪销售收入(万元)	4672	8925	12021	14500	28500	52500
头猪收入(元/头)	1241	1394	1412	1450	1500	1500
种猪毛利率	51.98%	60.46%	44.43%	44.00%	44.00%	44.00%
销量(万头)	3.76	6.40	8.51	10	19	35
种猪营业利润(万元)	2428	5395	5341	6380	12540	23100
头猪毛利(元/头)	645	843	627	638	660	660
净利润率	47.31%	54.17%	37.87%	35.00%	36.00%	36.00%
净利润(万元)	2210	4835	4553	5075	10260	18900
EPS(元)	0.05	0.11	0.10	0.12	0.23	0.43
肉类加工业务						
主营业务收入	289394	303746	284301	312731	344004	378404
毛利率	5.79%	3.15%	2.56%	3.00%	3.00%	3.00%
销售毛利(万元)	16753	9568	7279	9382	10320	11352
销售净利率	2.31%	1.78%	0.53%	0.60%	0.60%	0.60%
净利润(万元)	6696	5412	1496	1876	2064	2270
EPS(元)	0.15	0.12	0.03	0.04	0.05	0.05

资料来源：中国银河证券研究部 公司材料

2010-2012 年种猪和肉类加工业务贡献 EPS0.16 元、0.28 元和 0.48 元，肉类加工给予 11 年 30 倍市盈率，公司所属小店种猪场是“国家级重点种畜禽场”，公司将凭借资源和技术优势做大种猪业务，未来三年将处于快速增长期，参考雏鹰农牧给予种猪业务 11 年 40 倍市盈率，则对应股价分别为 9.4 元和 1.4 元，合计为 10.8 元。

（三）房地产和建筑工程业务：顺应建设顺义新城机遇

顺义新城已经被北京市定位成重点发展的新城之一，公司立足顺义区涉足房地产业务的开发，借助国企背景和建设新农村背景，房地产成为新的利润增长点。

1. 住宅项目开发：杨镇三期和包头南海花苑项目贡献今明两年业绩

表 4：住宅开发项目业绩预测

	结算面积(平方米)			结算面积(元/平方米)			收入(万元)		
	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
杨镇三期	58000	49250		7100	7100		41180	34968	
曲阜商贸城	68000			2600			17680		
高丽营顺鑫花语	14000			9421			13189		
包头东河区项目	17122	85609	68487	6600	6600	6600	11301	56502	45201

资料来源：中国银河证券研究部 公司材料

2. 顺鑫茂峰花卉物流：资产升值明显，定位合作开发 2011 年开始贡献利润

公司于 2007 年中标投资建设“花博会”主展馆、物流中心、交易中心及附属设施，该项目占地面积 138,216 平方米，建设用地面积 113,395 平方米，建筑面积 169,920 平方米。本项目位于顺义区后沙峪镇，交通便利，北靠机场北线和六环路，东依 101 国道，南至三环路 20 分钟车程，城铁 M15 号线将在此设有站点。

花博会结束以后，公司围绕北京产业结构调整 and 都市型产业发展，结合公司未来发展，将该项目打造成以商业、休闲、娱乐、会议、写字楼等为一体的综合性商业服务设施。主场馆西侧土地已经被公司纳入囊中，该土地未来将作为花博会主场馆二期工程来运作，建设与花博会相配套的建筑。

花博会总成本在 20 亿元左右，该项目升值明显，市场价值在 30 亿元，打算采取合作开发的方式。

截至 2010 年 6 月 30 日，北京国际花卉物流港项目改造已完工，总投资为 15.40 亿元，加上利息资本化总投资为 20 亿左右。项目建筑面积 169,920 m²，考虑到区位因素和市场培育，目前按最低 5 元/m².天起计算租金水平，假设 10-12 年的出租率分别为 30%、60%和 80%，同时考虑增加年折旧和财务费用 1.2-1.3 亿元，则 10-12 年毛利润分别为-1000 万元、5850 万元、12000 万元。

表 5: 房地产业绩预测

	2010E	2011E	2012E
花博会项目			
收入	9176	18351	24468
毛利润	(1000)	5851	11968
净利润	(2376)	3670	6117
EPS	(0.05)	0.08	0.14
佳宇房地产			
销售收入	83350	91469	45201
毛利润	27991	34537	21335
净利润	8335	10976	8136
EPS	0.19	0.25	0.19
EPS 合计	0.14	0.33	0.33

资料来源: 中国银河证券研究部 公司材料

2010-2012 年房地产业务分别贡献 EPS0.14 元、0.33 元和 0.33 元, 分别给予商业地产和住宅开发 11 年 25 倍和 10 倍市盈率, 则对应股价为 2.1 元和 2.5 元, 合计为 4.6 元。

3. 建筑工程: 实施走出去战略, 业务稳定发展

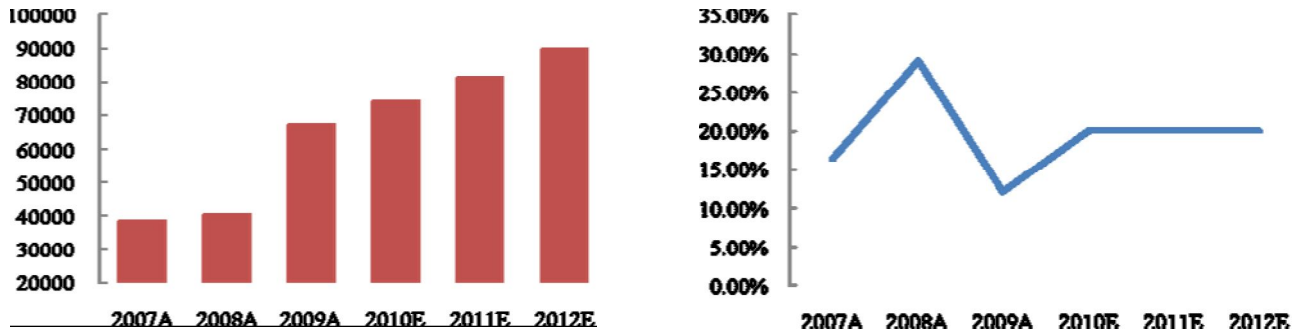
鑫大禹 2007 年收购了鑫大禹节水设备有限责任公司和鑫大禹环保工程公司, 分别从事专业承包和组装销售水利农业机械的业务。2008 年通过收购顺鑫天宇建设工程公司, 具有房屋建筑工程施工总承包壹级资质、钢结构工程专业承包贰级资质、建筑防水工程专业承包贰级资质、桥梁工程专业承包贰级资质、地基与基础工程专业承包贰级资质、市政公用工程施工总承包贰级资质、建筑装饰装修工程专业承包贰级资质。2009 年市政、水利申报一级资质, 环保申报运营资质、节水申报节水甲级资质的工作。

公司所属鑫大禹公司实行“双主业、多板块”发展模式, 即主营板块稳步提升(建筑、市政工程), 支柱板块效益突出(水利工程), 朝阳板块迅速崛起(环保、节水业务), 辅营板块平稳灵活(机械分公司、车间等), 并持续培育行业增长点。

公司走兼并重组、迅速扩张之路, 站稳北京、扩展外埠、择机境外, 实施“走出去”战略, 以工程点带面滚动发展。2010 年上半年水利与建筑施工业务重点加大新市场开发力度, 先后中标 14 个项目, 覆盖北京、陕西、甘肃等多个地区, 实现跨区域经营, 打造水利施工的知名品牌。

公司建筑工程业务稳步发展, 2003 年以来收入复合增长率为 48.34%, 毛利润复合增长率为 33.36%。2009 年贡献总收入的 11%、总毛利的 6.54%。

图 7：公司建筑工程业务销售收入、毛利率情况（万元）



资料来源：中国银河证券研究部 公司材料

2010-2012 年建筑工程业务分别贡献 EPS0.07 元、0.09 元和 0.10 元，给予 11 年 15 倍市盈率，则对应股价为 1.4 元。

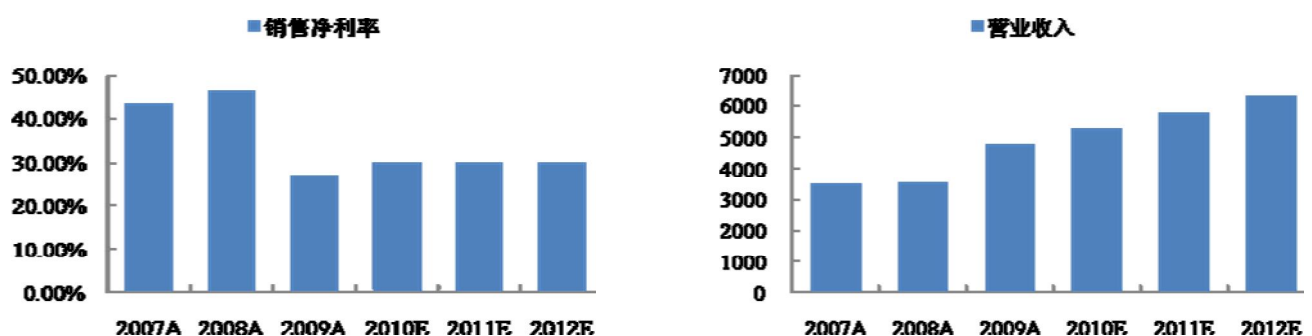
（四）农批市场：占据地理优势，位列北京农批市场第二

石门农批规划占地 1500 亩，建筑面积 9 万平方米，市场划分为南北两大经营区域：北侧为蔬菜、水果、粮油、调料、日用品市场，南侧为水产、肉禽市场。

固定商户 1500 多家，摊位 3000 余个。固定摊位按年租赁，非固定摊位按照面积论小时，这部分业务较稳定。

2010-2012 年农批市场业务分别贡献 EPS0.04 元、0.04 元和 0.04 元，这部分业务较为稳定，给予 11 年 20 倍市盈率，则对应股价为 0.8 元。

图 8：石门农批市场业务销售收入、净利润率（万元）



资料来源：中国银河证券研究部 公司材料

二、盈利预测和投资建议

表 6: EPS 预测表

	2010E	2011E	2012E	2011PE	对应股价
白酒	0.23	0.36	0.55	40	14.46
种猪	0.12	0.23	0.43	40	9.36
猪肉加工	0.04	0.05	0.05	30	1.41
花博会	-0.05	0.08	0.14	25	2.09
佳宇房地产	0.19	0.25	0.19	10	2.50
建筑	0.07	0.09	0.10	15	1.40
农批	0.04	0.04	0.04	20	0.79
合计	0.61	1.10	1.50		32.02

资料来源: 中国银河证券研究部 公司材料

我们通过分业务测算业绩和对应股价得出 2011 年的 EPS 和股价分别为 1.10 元和 32 元, 给予公司推荐的投资评级。

三、附录：业务构成和组织结构分析

(一) 业务分析：公司主业构成分析

公司所在地顺义位于北京市东北部, 城区距市中心 30 公里。东邻平谷, 北连怀柔、密云, 西接昌平、朝阳区, 南界通州区、河北三河市。顺义是北京重点建设的新城、临空经济高端产业功能区和现代制造业基地, 中国最大的航空港——首都国际机场坐落境内。

公司立足于区位优势, 占据了北京白酒市场近 50% 的市场份额, 屠宰和冷鲜肉市场 50% 以上的市场份额; 公司所属小店种猪场是“国家级重点种畜禽场”, 毛利率在 40% 以上, 公司计划做大种猪规模, 新增年出栏商品仔猪 35 万头、收入 4 亿元; 利用建设顺义新城的时机, 借助国企背景和建设新农村背景, 房地产业务成为公司新的利润增长点。

从公司 2009 年主业构成来看, 猪肉、白酒、房地产和建筑工程占收入的比例分别为 46.71%、22.02%、12.23% 和 11.09%, 合计为 92.05%; 占销售毛利的比例分别为 5.8%、55.59%、14.72% 和 6.54%, 合计为 82.65%。

图 9：2009 年、2010 年上半年主营业务构成情况

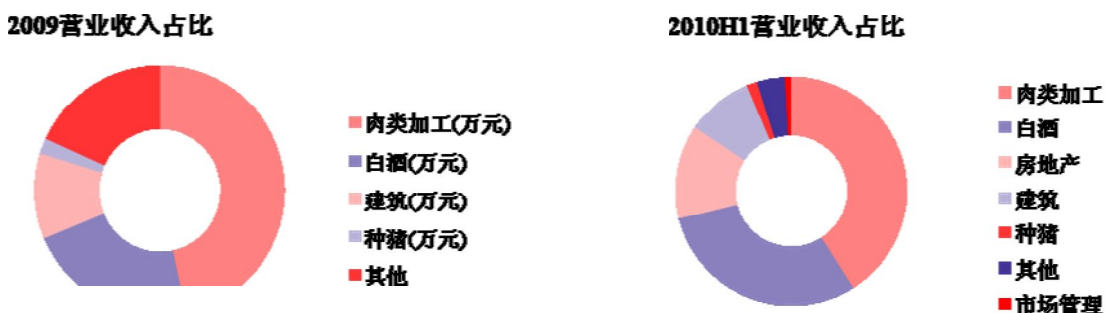
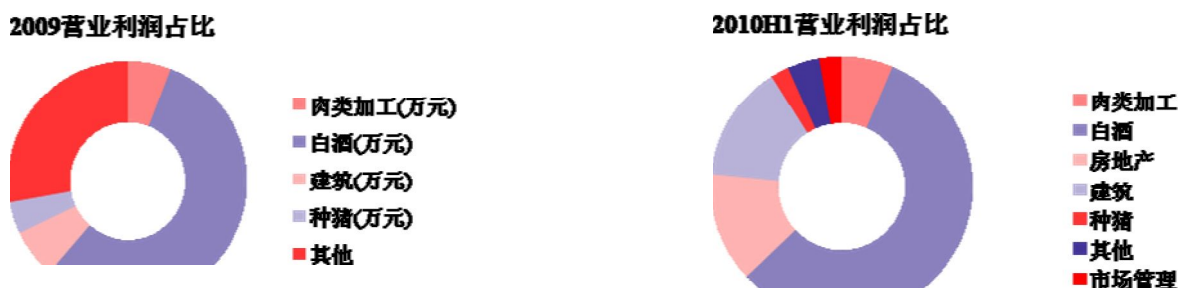


图 10：2009 年、2010 年上半年营业利润构成情况



资料来源：中国银河证券研究部 公司材料

（二）组织结构：按照业务单元成立分子公司

公司按照不同的业务单元和建设项目成立分子公司，目前有 6 家分公司，25 家子公司，其中牛栏山酒厂、佳宇房地产、小店种猪场、鑫大禹水利建筑工程公司、石门农产品批发市场和鹏程食品分公司是公司主要的利润来源。

表 7：公司分子公司一览表

分公司		2009 年净利润	净利润占比
牛栏山酒厂	白酒生产、销售	6776	42.19%
鹏程食品	肉制品加工	1458	9.08%
小店种猪场	种猪繁育	3928	24.46%
耘丰种业和顺科农业技术开发分公司	良种、花卉销售	702	4.37%
创新食品	农产品深加工		
子公司		2009 年净利润	净利润占比
	持股比例		

北京顺鑫牵手果蔬饮品股份有限公司	90.00%	制造果蔬汁饮料	(588)	-3.66%
北京顺鑫石门农产品批发市场有限责任公司	87.08%	市场管理	1288	8.02%
达州顺鑫鹏程食品有限公司	60.00%	屠宰和肉制品加工	296	1.84%
汉中顺鑫鹏程食品有限公司	61.00%	肉制品加工	343	2.13%
城固县顺鑫鹏程种猪选育场	51.00%	种猪繁育		
北京鑫大禹水利建筑工程有限公司	75.00%	水利、水电、房屋建筑工程 施工总承包	2327	14.49%
北京顺鑫佳宇房地产开发有限公司	86.72%	房地产开发	4434	27.60%
曲阜孔子国际商品交易城有限公司	100.00%	房地产开发		0.00%
内蒙古顺鑫宁城老窖酒业有限公司	90.00%	白酒生产、销售	750	4.67%
宁城鑫宁贸易有限公司	100.00%	白酒销售		
北京顺丽鑫园林绿化工程有限责任公司	51.00%	销售果树、苗木	743	4.62%
北京顺鑫腾飞纸制品有限公司	80.00%	纸制品加工、制作	524	3.26%
北京顺鑫明珠文化发展有限公司	80.00%	设计、制作、代理、发布国内及外商广告	38	0.23%
北京鑫大禹华霖节水设备有限责任公司	100.00%	组装、销售水利机械、农业机械等		
北京鑫大禹环保工程有限责任公司	100.00%	专业承包		
北京顺鑫佳宇房地产经纪有限公司	100.00%	房地产中介		
北京顺鑫天宇建设工程有限公司	97.98%	工程承包施工		
北京顺鑫茂峰花卉物流有限公司	100.00%	花卉仓储服务		
包头市金瑞房地产开发有限责任公司	76.92%	房地产开发销售		
海口顺鑫小店种猪选育有限公司	90.00%	种猪繁育		
北京顺鑫云花物流有限公司	80.00%	仓储服务		
滦平县顺鹏小店种猪繁育有限公司	100.00%	种猪繁育		
阳高县顺鹏小店种猪繁育有限公司	100.00%	种猪繁育		
肃宁县顺鹏小店种猪繁育有限公司	100.00%	种猪繁育		
兴隆县顺鹏小店种猪繁育有限公司	100.00%	种猪繁育		

资料来源：中国银河证券研究部 公司材料

表 3: 财务报表预测

利润表 (万元)	2009A	2010E	2011E	2012E	主要财务指标	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	608711	705164	845383	969958	成长性				
营业成本	483282	538127	616523	691757	营业收入增长	17.61%	15.85%	19.88%	14.74%
销售费用	48497	57823	71858	82446	营业成本增长	17.48%	11.35%	14.57%	12.20%
管理费用	25973	30322	37197	42678	营业利润增长	-19.62%	54.23%	79.67%	35.30%
财务费用	4214	11757	13029	14664	利润总额增长	-20.00%	54.16%	79.67%	35.30%
投资净收益	121	0	0	0	净利润增长	-27.34%	67.09%	79.67%	36.02%
营业利润	24499	37785	67889	91854	盈利能力				
营业外收支	12	0	0	0	毛利率	20.61%	23.69%	27.07%	28.68%
利润总额	24511	37785	67889	91854	销售净利率	2.64%	3.81%	5.70%	6.76%
所得税	6173	9446	16972	22964	ROE	6.31%	9.49%	14.44%	16.29%
少数股东损益	2277	1502	2699	3307	ROIC	4.28%	5.94%	8.21%	9.36%
净利润	16061	26837	48218	65584	营运效率				
资产负债表 (万元)					销售费用/营业收入	7.97%	8.20%	8.50%	8.50%
流动资产	466633	429450	493908	555262	管理费用/营业收入	4.27%	4.30%	4.40%	4.40%
货币资金	82195	0	0	0	财务费用/营业收入	0.69%	1.67%	1.54%	1.51%
应收帐款	24908	28855	34593	39691	投资收益/营业利润	0.49%	0.00%	0.00%	0.00%
应收票据	1833	2124	2546	2922	所得税/利润总额	25.19%	25.00%	25.00%	25.00%
存货	232340	258707	296396	332565	应收帐款周转率	27.26	26.23	26.65	26.12
非流动资产	336007	419227	497648	571269	存货周转率	2.10	2.19	2.22	2.20
固定资产	290606	374257	453108	527159	流动资产周转率	1.33	1.57	1.83	1.85
资产总计	802640	848678	991557	1126531	总资产周转率	0.83	0.85	0.92	0.92
流动负债	449767	467466	559428	625512	偿债能力				
短期借款	302488	302488	302488	302488	资产负债率	68.28%	66.66%	66.33%	64.25%
应付款项	39326	43789	50169	56291	流动比率	1.04	0.92	0.88	0.89
非流动负债	98300	98300	98300	98300	速动比率	0.52	0.37	0.35	0.36
长期借款	98300	98300	98300	98300	每股指标 (元)				
负债合计	548067	565766	657728	723812	EPS	0.37	0.61	1.10	1.50
股东权益	254573	282912	333828	402719	每股净资产	5.81	6.45	7.61	9.18
股本	43854	43854	43854	43854	每股经营现金流	0.31	0.40	0.76	1.32
留存收益	195925	222762	270980	336564	每股经营现金/EPS	0.86	0.66	0.69	0.88
少数股东权益	14794	16296	18994	22301	估值				
负债和权益总计	802640	848678	991557	1126531	PE	63.32	37.89	21.09	15.51
现金流量表 (万元)					PEG	0.86	0.48	1.27	-
经营活动现金流	13753	17677	33226	57777	PB	3.99	3.59	3.05	2.53
其中营运资本减少	-27652	-27441	-39270	-37494	EV/EBITDA	38.24	21.38	14.48	11.49
投资活动现金流	-118394	-100000	-100000	-100000	EV/SALES	2.33	2.01	1.76	1.57
其中资本支出	-118601	-100000	-100000	-100000	EV/IC	2.49	2.08	1.86	1.68
融资活动现金流	76049	0	0	0	ROIC/WACC	0.66	0.92	1.27	1.45
净现金总变化	-28592	-82323	-66774	-42223	REP	3.76	2.27	1.46	1.16

公司战略与竞争力分析

公司基本情况介绍:

北京顺鑫农业股份有限公司是由北京顺鑫农业发展集团有限公司独家发起,以募集方式设立的股份有限公司。第一大股东北京顺鑫农业发展集团持有47%的股份,公司实际控制人是北京顺义区国有资本经营管理中心。

公司旗下知名品牌众多,有“牛栏山”牌二锅头、“鹏程”牌系列肉制品、“小店”种猪,公司致力于“以农产品加工为主体,物流配送为平台,集生产、加工、物流、销售为一体的大农业产业链”。公司的主营业务包括:种猪繁育与销售;冷鲜肉与熟肉制品的生产与销售;白酒的生产与销售;果蔬饮料的生产与销售;速冻食品加工、物流综合业务;市场管理与服务;水利与建筑工程施工和房地产开发;高档花卉的培育与销售;蔬菜果品的生产与销售等。

公司战略分析	SWOT 评价	总分值 4.0
优势	占据顺义区位优势,成功实现多元化。牛栏山二锅头品牌价值逐年提升,占据北京白酒市场近 50% 市场份额;公司所属小店种猪场是“国家级重点种畜禽场”,依托技术和资源优势毛利率在 40% 以上;屠宰和生鲜肉市场 50% 以上的市场份额;顺应建设顺义新城的机遇,房地产成为新的利润增长点	分值: 4.5
劣势	多元化带来的管理风险以及各业务的透明度折扣导致估值折价	分值: 3.0
机会	牛栏山二锅头继续提高北京市场份额,产品结构不断优化,以及外埠市场成功拓展;小店种猪和育肥猪形成规模化养殖	分值: 4.5
威胁	白酒行业竞争激烈,猪肉价格波动及疫情风险,房地产市场国家政策调控	分值: 3.5

注: 分值 1-5, 越高越好

公司竞争力分析	波特“五力”评价	总分值 4.0
供应商力量	占据一定有利地位	分值: 3.0
新进入壁垒	白酒品牌具备一定壁垒,种猪业务具有一定的技术壁垒	分值: 4.0
客户力量	与白酒渠道商合作共赢关系,下游存在一定溢价能力	分值: 4.5
替代产品	存在饮料、葡萄酒、白酒等替代品	分值: 4.0
竞争对手	行业竞争激烈,资金力量强的对手快速抢占市场份额	分值: 3.0

注: 分值 1-5, 越高越好; + 表示未来好转, - 号表示未来变差

插图目录

图 1：公司白酒业务中高档白酒收入占比、牛栏山与红星收入对比.....	1
图 2：牛栏山酒厂分公司销售收入、净利润、销量和吨酒价格（万元、千升、元/吨）.....	1
图 3：宁城老窖有限公司年净利润情况（万元）.....	3
图 4：全国生猪、能繁母猪存栏量、能繁母猪存栏比、猪粮比（万头）.....	4
图 5：22 个省市仔猪、生猪平均价格（元/公斤）.....	5
图 6：小店种猪营业收入、毛利率情况.....	6
图 7：公司建筑工程业务销售收入、毛利率情况（万元）.....	9
图 8：石门农批市场业务销售收入、净利润率（万元）.....	9
图 9：2009 年、2010 年上半年主营业务构成情况.....	11
图 10：2009 年、2010 年上半年营业利润构成情况.....	11

表格目录

表 1：白酒业务业绩预测.....	4
表 2：种猪业务募集资金投向.....	5
表 3：种猪和肉制品加工业务盈利预测.....	6
表 4：住宅开发项目业绩预测.....	7
表 5：房地产业绩预测.....	8
表 6：EPS 预测表.....	10
表 7：公司分子公司一览表.....	11

评级标准

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

食品饮料行业分析师（或分析师团队）覆盖股票范围：

A 股： 青岛啤酒（600600.SH）、张裕（000869.SZ、200869.SZ）、双汇发展（000895.SZ）、泸州老窖（000568.SZ）、三全食品（002216.SZ）、贵州茅台（600519.SH）、五粮液（000858.SZ）

港股： 青岛啤酒股份（0168.HK）、汇源果汁（1886.HK）、中国食品（0506.HK）

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系： 010-66568849

上海地区联系： 010-66568281

深圳广州地区联系： 010-66568908