

白酒：地产酒系列报告

署名人：张镭

S0960209060260

0755-82026705

zhanglei@cjis.cn

参与人：柯海东

S0960110080062

kehaidong@cjis.cn

0755-82026712

顺鑫农业

000860

推荐

多元化的二线白酒龙头，未来看点是白酒升级、种猪扩产

近日我们走访了顺鑫农业，与公司管理层交流了公司长期发展战略及销售情况。公司以白酒、种猪和肉制品加工、地产建筑、农业批发市场为四个业务板块。未来的主要看点是白酒业务的产品结构升级、销售半径扩大，以及种猪业务规模的扩大。

投资要点：

■ **公司是二线白酒龙头。**今年上半年，公司白酒收入达 10.31 亿元，贡献了总收入的 31%、毛利的 57%，收入在二线白酒中规模仅次于汾酒（16 亿），高于古井贡（8.6 亿），在全部白酒上市公司中排名第 6，因此可视作二线白酒龙头；种猪业务收入 5075 万元，毛利率高达 44.2%，目前占收入比重不足 1%，是未来的重要增长点；肉类加工贡献了收入的 42%，毛利的 6%；房地产业务自 06 年装进上市公司，今年开始大幅贡献收入，上半年收入 4.5 亿元，毛利率 30%。公司在今年 1 月份提出增发预案，拟募集资金 17.28 亿元，加大对白酒及种猪业务的投入。

■ **白酒业务：牛栏山酒厂看点是产品结构优化、销售半径扩大，宁城老窖看点是恢复内蒙白酒的龙头地位。**公司白酒业务的主要资产是牛栏山酒厂，产能约 5 万吨，生产的清香型二锅头系列酒及浓香型为主的百年牛栏山系列酒畅销京城。

北京人口有 1600 多万，政商务活动频繁，白酒市场容量近百亿元。由于地域文化浓厚，地产酒在中档酒中表现强势，近 5 年来地产酒产量复合增速达 16%，销售额占总体的白酒消费超过三成。

自 08 年起牛栏山的销量开始超过红星，成为北京地产酒霸主。我们认为，公司过去几年成功的三要素是品质占优、以北京名片作品牌、深耕渠道。牛栏山白酒与主要竞品红星相比，度数更低，口感上更柔和，不上头，且自 05 年起，公司开发“顺鑫欢乐一日游，寻二锅头之源头”郊区游活动，累计已有过百万人次参观过酒厂，观看酿酒过程，“敞口作业”使品质良好的特征通过消费者口碑相传，根植消费者心中；07 年，公司请王刚做代言人以“正宗二锅头，地道北京味”作为品牌诉求点；公司还通过与北京朝批（公司参股 4.17%）、北京市糖、鑫鑫路通、创意堂等四家大经销商深度合作，密集分销，在终端力压对手红星。

但牛栏山过去的成功是以量取胜，吨酒价格从 05 年的 1.26 万元升至 09 年的 1.55 万元/吨，仅增长了 23%，远落后于销量 244% 的增速，与全国 3 万元的均价相比

6-12 个月目标价： 30.00 元

当前股价： 26.43 元

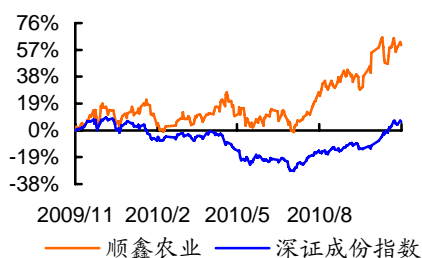
评级调整： 首次

基本资料

深证成份指数	13392.70
总股本(百万)	439
流通股本(百万)	439
流通市值(亿)	116
EPS (TTM)	0.60
每股净资产(元)	5.81
资产负债率	68.3%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
顺鑫农业	0.00	35.15	0.00
深证成份指数	0.00	23.65	0.00



相关报告

主要财务指标

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	6087	6807	7583	8658
同比(%)	18%	12%	11%	14%
归属母公司净利润(百万元)	161	348	484	649
同比(%)	-27%	117%	39%	34%
毛利率(%)	20.6%	24.9%	26.7%	28.2%
ROE(%)	6.7%	12.9%	15.8%	18.1%
每股收益(元)	0.37	0.79	1.10	1.48
P/E	63.45	29.26	21.06	15.71
P/B	4.25	3.77	3.32	2.85
EV/EBITDA	37	17	13	10

资料来源：中投证券研究所

仍有较大的提高空间，09年公司高价酒（50元+）仅贡献销量的12%，随着公司在北京市场地位的稳固，未来高价酒占总销量有望提升到30%以上，将能大幅提高目前55%的毛利率，进而提高去年仅6%的销售净利率。公司的增发预案，拟投入8.35亿元，在保持牛栏山酒厂白酒生产总量不变的条件下，对灌装车间、勾调车间及酿造车间进行技术改造，实现6000吨低档白酒向中高档优质白酒转型，预计4~6年完全达产。若达产，按照中高档酒10万元/吨（50元/瓶）计算，我们预计公司年收入将至少增加6亿元。

公司在北京以外的外埠市场收入不到两成，近年来在长三角、珠三角、以天津为核心的华北市场、以呼和浩特为核心的西北市场四个市场增速很快，08年，长三角收入增长了46%，珠三角增长了52%，09年长三角增速为26%，珠三角增速为56%，华北市场增速为45%，西北市场增速为73%。公司去年对外埠市场更进一步提出“近占远养”的战略，着力重点市场，培育潜力市场，并计划在央视打广告，开始发力外埠市场。我们在10月初的糖酒会上了解到各地不少经销商对牛栏山产品非常感兴趣，表明牛栏山借北京市场旺销已形成品牌基础以辐射全国，未来发展前景乐观。

顺鑫集团05年取得宁城老窖控股权，将之运作至恢复盈利，到08年才完全注入到上市公司里，成为公司酒业的另一潜力资产。宁城老窖曾是内蒙白酒市场的龙头，曾在92年东京国际食品博览会上，与茅台在同档次评比中双双获得金奖，在市场上形成了南有茅台，北有塞外茅台的格局。但后来因原大股东的问题曾经发展停滞。后被集团公司接管后，宁城老窖就开始扭亏为盈，并确立了在呼和浩特、赤峰的核心地位，与牛栏山形成了一南一北遥相呼应的市场格局，短短的5年时间销售收入从最初的1500万元飙升到2009年的1.3亿元，销售净利率约有8%，是未来的一个重要增长点。

内蒙古地处高寒地区，因民族、饮食文化特点，对中高度白酒需求量大。但又因收入水平受限，消费以中低档地产酒为主，市场容量约为70亿元，09年地产酒产量有21万吨，吨酒价格约3万元，略高于全国平均水平。目前内蒙市场地产酒厂家很多，规模以上的有60家，但规模都偏小，地产酒中河套酒业是龙头，去年收入超过10亿元。其河套系列产品覆盖了内蒙整个高中低市场。中高档市场上100元/瓶的河套王、60元/瓶的河套十年陈酿占据了大部分市场份额。而宁城老窖则有盛情、陈年、窖藏三大浓香型产品系列，主要覆盖了40-200元的价位，品牌口号是“宁城老窖，塞外一品”，强调“窖藏”概念。

宁城老窖还有3000吨基酒，产能有4万吨，历史销售最好的时候销量达到过2.5万吨，08年底，其销量恢复到2900吨。我们认为，宁城老窖的品质、品牌具有优势，只要改善管理，发挥潜力，产销量回到全盛时期不是难事。若未来五年内，宁城老窖销量恢复到2.5万吨，以目前内蒙地产酒吨酒均价3万元保守估计，将为公司带来近7.5亿元的收入。

对白酒业务，我们预计10、11、12年贡献EPS分别为0.35、0.47、0.61元，按11年38倍的白酒行业预期P/E中位数，对应估值为17.86元。

- **生猪产业链上的业务主要看种猪规模扩大带来的业绩提升，增发项目达产后种猪销售量有望翻番。**猪肉业务已经形成了上中下游完整产业链，包括上游的种猪繁育，再到生猪屠宰、生鲜肉，和下游的熟食。公司结合自身经营优势制定出了一条战略链，巩固中间、发展两端，加大种猪繁育和熟食加工。

肉类加工是公司的主营业务，占公司收入46%的比重，公司年屠宰能力达到550万头，北京市场大约有300万头。顺鑫旗下的鹏程食品专业从事生猪屠宰与肉制品加工业务，在北京地区独具优势，是市场占有率第一的生猪屠宰龙头企业，大约占据50%的市场份额。公司09年肉类加工实现销售收入28.4亿元，利润6600万元。随着猪肉价格的回升，公司生猪屠宰业务也逐步走出低谷，盈利逐步回升，预计未来几年公司屠宰和肉制品业务仍将保持相对稳健的增长。

高选育技术水平和品牌优势使得公司的种猪规模处于行业领先地位。07-09年，公司分别销售3.76、6.4和8.51万头种猪和育肥猪。而全国种猪供给上亿头，随着行业集中度的提高和布局的合理，公司的市场占有率将逐步扩

大。由于农户养殖的基本种群会定期更换，因此种猪的需求不成问题。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，该项目完全达产后，将新增年出栏种猪 13 万头、年出栏商品仔猪 35 万头、收入 4 亿元。种猪繁育的毛利率大于 40%，这部分业务的提升将大大增强公司的盈利能力。

公司目前熟食产能 5 万吨，2009 年产量 1 万吨左右，公司计划未来两年达到 2 万吨规模。公司在北京有 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。未来将继续加快熟食产品的开发，向其他地区延伸。熟食产品的毛利率在 20% 以上，随着熟食在肉制品加工中的份额上升，主营业务的毛利率将逐步提高。

- **房地产业务开始贡献利润，国际花卉物流港则是尚待开发的稀缺资源。**公司的房地产业务，主要通过北京顺鑫佳宇房地产开发公司、包头市金瑞房地产开发有限公司来运营。公司 10 年房地产项目的重点在杨镇三期和包头东河区项目上。杨镇三期项目位于顺义新城“四镇”的杨镇，占地近 10 万平米，今年开始结算，预计结算面积为 6 万平米。周边楼盘目前价位在 8000~9000 元/平米，预计今年有 5 亿元收入，毛利率 30%。

公司位于包头东河区的项目 09 年 8 月开始奠基，建筑面积达 17.35 万平方米，总用地面积为 23.14 万平方米，价值 1.57 亿元，平均地价为 905 元/平方米。预计今年将有少量进入结算。

07 年公司通过北京顺鑫茂峰花卉物流有限公司参与北京花卉物流港项目，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 13.82 万平米，建设用地 11.33 万平米，建筑面积 16.99 万平米，位于北京市顺义区后沙峪镇枯柳树环岛西北处，属于北京临空经济功能区范围，临近空港经济开发区、空港物流基地和工业园区，距首都国际机场 2 公里。该项目本意是顺义区政府协助公司以协议出让的方式获得建设用地的土地使用权（协议出让价为 67 万元/亩）。在“花博会”展会期间，区政府无偿使用项目建成的所有建筑物及其配套设施。花博会结束后公司可以将主展馆、物流中心和交易中心改做花卉物流或相关用途。

花博会结束以后，公司对该项目进行了改造，拟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。截止今年上半年，项目已完成投资 16.56 亿元，项目改造已完工。该项目具公益性质，因此获得政府 1.3 亿元的贷款贴息。

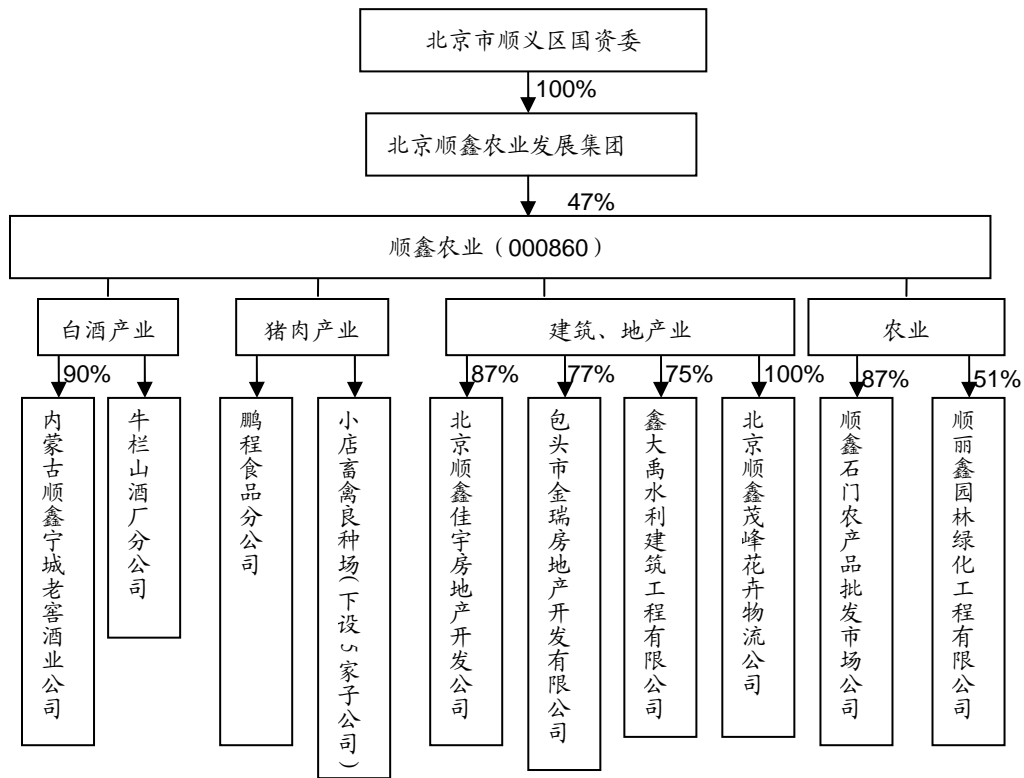
因为该项目的盈利模式尚缺乏规划，我们倾向于简要评估其 NAV，目前花博会展馆市值约 30 亿，扣除 15.56 亿元的负债，市场价值约 14.44 亿元。

我们预计房地产业务 10、11、12 年贡献 EPS 分别为 0.18、0.13、0.06 元。给予 15 倍 PE，对应股价为 1.95 元。花博会项目每股价值 3.29 元。

- **资产负债率过高，预计将影响公司各项业务运作的进度，我们将密切关注增发的进展。**房地产业务回报周期长，公司自 06 年起运作，直到今年才有部分项目结算，致使公司存货从 05 年的 4.5 亿元上升到目前的 22.07 亿元。而花卉物流港项目更是投资了 16.56 亿元。这两个项目占用公司资金非常大，目前公司资产负债率已经达到 69%，短期借款 25.68 亿元，短期融资券 9 亿元，长期借款 12.9 亿元，账面现金 9.22 亿元，表明公司资金较为紧张，将可能影响到各项业务运作的进度。但短期来看，公司有地产项目造成增发不易通过证监会审批，对此我们将密切跟踪。
- **给予“推荐”的投资评级。**我们预测 10、11、12 年公司 EPS 分别为 0.79、1.10、1.48 元，当期股价对应 11 年 P/E 为 25 倍，鉴于公司白酒业务、种猪业务的长期成长空间，给予“推荐”的投资评级。

风险提示：资产负债率偏高造成资金紧张

图 1 顺鑫农业公司组织架构



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 2 顺鑫农业酒、肉业务收入、毛利率

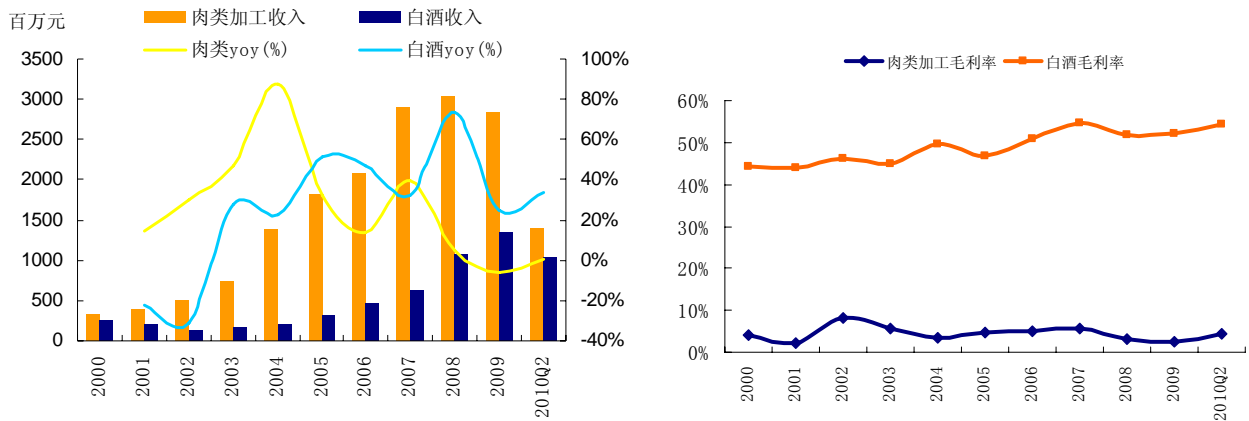
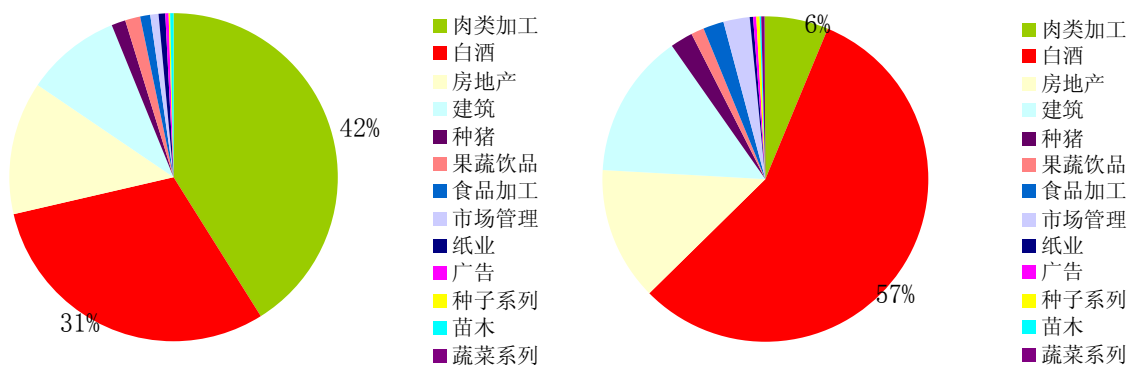


图 3 顺鑫农业公司收入 (左)、毛利 (右) 构成 (2010-6-30)



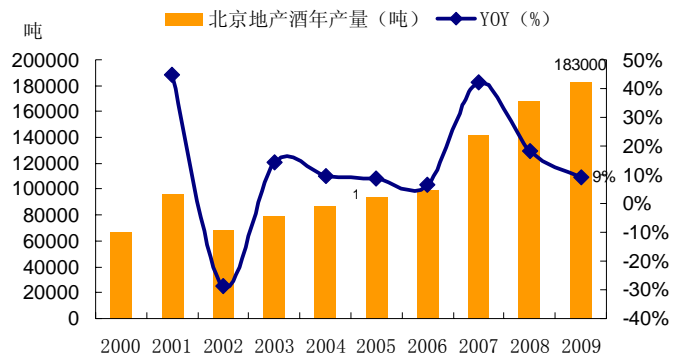
资料来源：公司公告、中投证券研究所

表 1 顺鑫农业 2010 年 1 月份定向增发预案

序号	项目名称	总投资额(万元)	目的
1	牛栏山酒厂研发中心暨升级改造工程项目	83,500	对灌装车间、勾调车间及酿造车间进行技术改造,实现 6000 吨低档白酒向中高档优质白酒转型。
2	优质种猪繁育和规模化养殖项目	89,305	
(1)	兴隆项目	19,750	培育种母猪 6000 头,公猪 300 头
(2)	肃宁项目	18,200	培育种母猪 5000 头,公猪 250 头
(3)	滦平项目	9,875	培育种母猪 3000 头,公猪 150 头
(4)	阳高(大白登镇)项目	9,650	培育种母猪 2600 头,公猪 130 头
(5)	阳高(北徐屯乡)项目	9,650	培育种母猪 2600 头,公猪 130 头
(6)	承德项目	7,180	培育种母猪 1600 头,公猪 80 头
(7)	客家庄项目	15,000	培育种母猪 3200 头,公猪 160 头
合计		172,805	

资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 4 近 10 年来北京地产酒产量



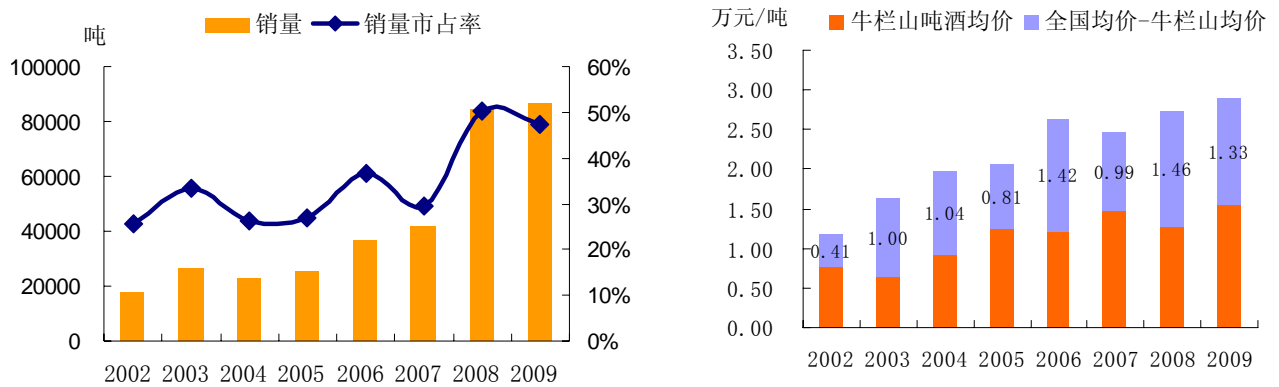
资料来源：统计局、中投证券研究所

表 2 北京白酒市场竞争格局

市场层次	主要竞争品牌	市场份额	竞争情况	主渠道
高档酒 (500 元+)	茅台、五粮液、水井坊、国窖 1573	10%	寡头垄断格局	团购、名烟名酒店
中高档酒 (300-500)	剑南春、蓝色经典、郎酒、汾酒、五粮春、剑南春、老窖特曲、红星、牛栏山	30%	诸侯割据,品牌基础与营销手段并重是通高市场份额的方法	团购、大型酒店、名烟名酒店
中档酒 (80-300)	红星、牛栏山、浏阳河、小糊涂仙、口子窖	45%	军阀混战,抢占终端、加强促销非常关键	商超、中小型酒店、名烟名酒店
低档酒 (80 元-)	红星、牛栏山、河北板城烧锅酒、老白干、京酒、金六福、贵州醇	15%	红星、牛栏山两家地产酒寡头垄断,占了 90%的份额	商超、普通餐饮店

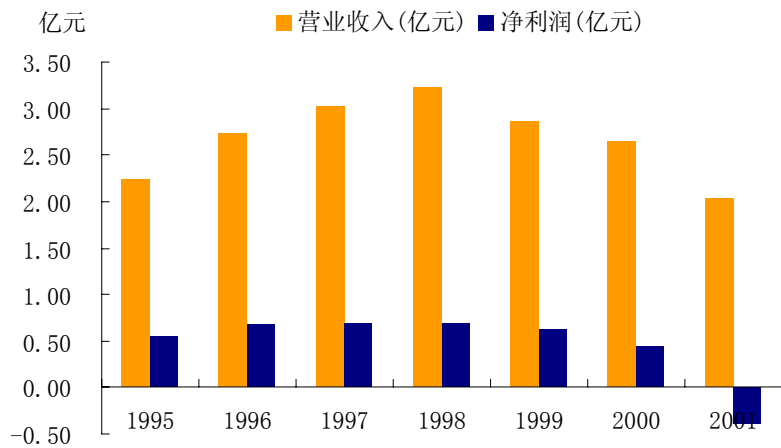
资料来源：中投证券研究所整理

图 5 牛栏山以量取胜，价格仍有提升空间



资料来源：公司公告、统计局、中投证券研究所

图 6 宁城老窖历史上的营业收入、净利润水平



资料来源：Wind、中投证券研究所

图 7 公司生猪屠宰单头毛利润

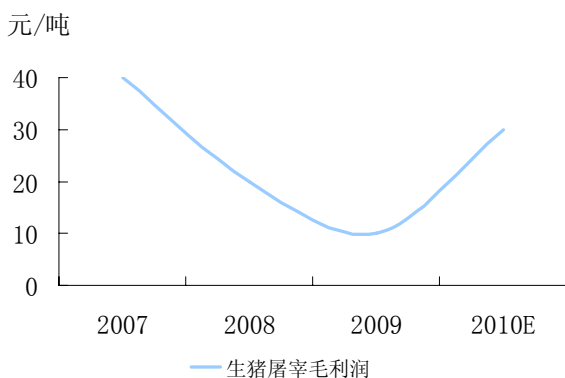
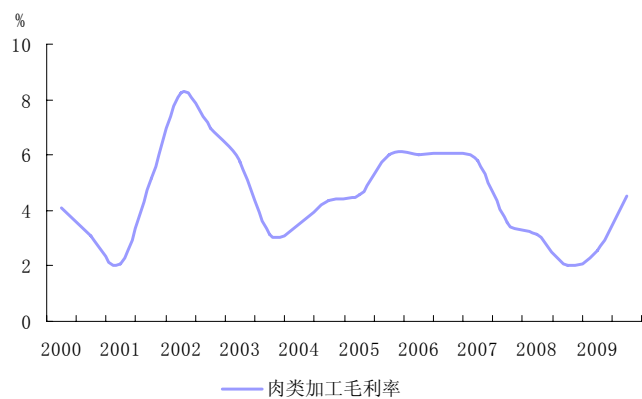
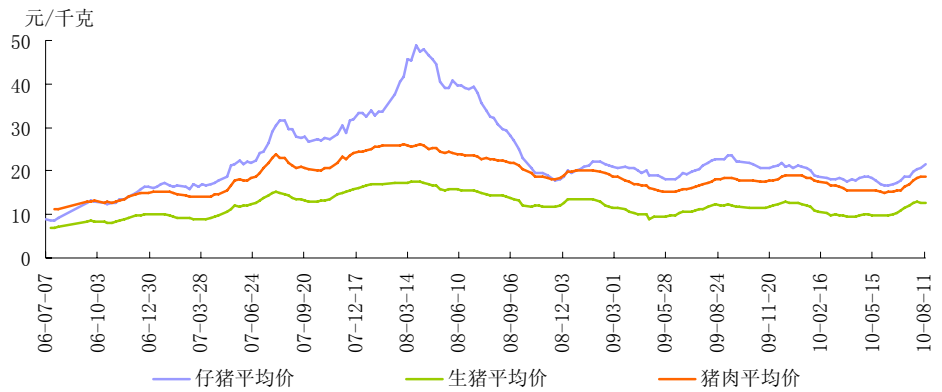


图 8 公司肉制品加工毛利率



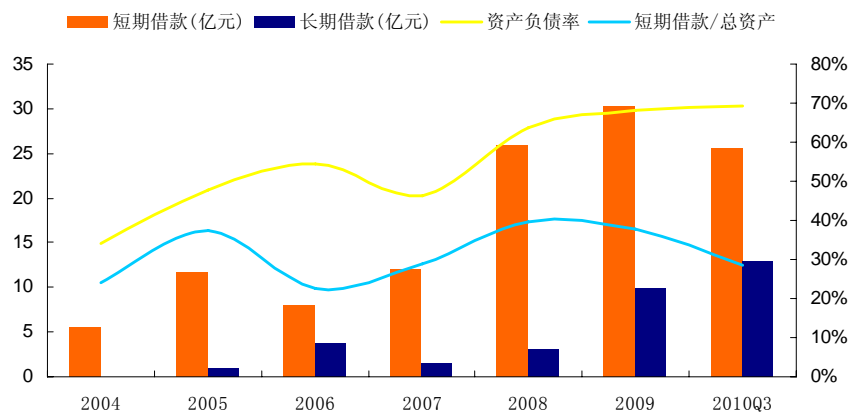
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 9 公司生猪屠宰单头毛利润



资料来源: Wind、中投证券研究所

图 10 公司的资产负债率自 08 年起大幅攀升



资料来源: 公司公告、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	2012E
流动资产	4666	4550	5114	5714
现金	822	681	758	866
应收账款	249	262	297	340
其它应收款	40	81	85	92
预付账款	1213	1031	1204	1352
存货	2323	2480	2753	3044
其他	18	14	17	20
非流动资产	3360	4362	4441	4507
长期投资	34	44	39	40
固定资产	1566	2701	3265	3530
无形资产	256	276	296	316
其他	1503	1341	841	621
资产总计	8026	8912	9555	10221
流动负债	4498	4726	4787	4716
短期借款	3025	2589	2550	2376
应付账款	381	225	284	360
其他	1092	1912	1954	1979
非流动负债	983	1292	1442	1592
长期借款	983	1290	1440	1590
其他	0	2	2	2
负债合计	5481	6018	6229	6308
少数股东权益	148	192	253	337
股本	439	439	439	439
资本公积	1208	1208	1208	1208
留存收益	751	1055	1426	1930
归属母公司股东权益	2398	2702	3073	3577
负债和股东权益	8026	8912	9555	10221

现金流量表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	138	1635	492	692
净利润	183	392	545	732
折旧摊销	89	126	179	211
财务费用	42	140	135	133
投资损失	-1	0	0	0
营运资金变动	-174	1031	-386	-389
其它	-2	-54	19	5
投资活动现金流	-1184	-1075	-279	-283
资本支出	1186	1158	254	252
长期投资	0	-90	-5	1
其他	2	-7	-30	-30
筹资活动现金流	760	-701	-136	-301
短期借款	426	-436	-39	-174
长期借款	673	307	150	150
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	-339	-572	-247	-278
现金净增加额	-286	-141	78	108

利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	6087	6807	7583	8658
营业成本	4833	5112	5559	6220
营业税金及附加	228	231	263	302
营业费用	485	529	594	677
管理费用	260	271	304	350
财务费用	42	140	135	133
资产减值损失	-4	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	1	0	0	0
营业利润	245	524	727	976
营业外收入	2	0	10	10
营业外支出	2	1	10	10
利润总额	245	523	727	976
所得税	62	131	182	244
净利润	183	392	545	732
少数股东损益	23	44	61	84
归属母公司净利润	161	348	484	649
EBITDA	376	790	1041	1321
EPS (元)	0.37	0.79	1.10	1.48

主要财务比率				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	17.6%	11.8%	11.4%	14.2%
营业利润	-19.6%	113.7%	38.9%	34.2%
归属于母公司净利润	-27.3%	116.8%	39.0%	34.0%
获利能力				
毛利率	20.6%	24.9%	26.7%	28.2%
净利率	2.6%	5.1%	6.4%	7.5%
ROE	6.7%	12.9%	15.8%	18.1%
ROIC	3.6%	8.4%	10.1%	12.1%
偿债能力				
资产负债率	68.3%	67.5%	65.2%	61.7%
净负债比率	79.51	64.46%	64.05	62.88%
流动比率	1.04	0.96	1.07	1.21
速动比率	0.52	0.44	0.49	0.57
营运能力				
总资产周转率	0.83	0.80	0.82	0.88
应收账款周转率	25	25	25	25
应付账款周转率	19.12	16.88	21.85	19.31
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.37	0.79	1.10	1.48
每股经营现金流(最新摊薄)	0.31	3.73	1.12	1.58
每股净资产(最新摊薄)	5.47	6.16	7.01	8.16
估值比率				
P/E	63.45	29.26	21.06	15.71
P/B	4.25	3.77	3.32	2.85
EV/EBITDA	37	17	13	10

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

研究团队简介

张镭: 中投证券研究所首席行业分析师。

柯海东: 中投证券研究所食品饮料行业分析师, 中山大学财务与投资学硕士, 华中科技大学工业设计工学学士, 武汉大学营销管理双学士。

蒋鑫: 中投证券食品饮料行业分析师, 南开大学经济学硕士, 天津大学信息工程工学学士。

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。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告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