

多元化经营的成功典范

——顺鑫农业（000860）调研报告

分析师

王萍

☎ (86-755) 83515609

✉ wangp@cgws.com

要点:

- 公司以食品加工为主业，目前旗下有6家分公司和11家子公司，涉及13项业务，其中白酒、猪肉制品业务是公司最核心的业务。
- 随着行业景气高点的过去，公司白酒销售收入很难再保持之前的高增长率。但由于产品档次总体偏低，还有继续实施产品结构调整战略的空间，以及70%的销售收入来自于北京市场，我们对公司白酒销售收入09、10年保持15%的增长率还是有信心的。
- 由于生鲜肉的毛利率只有3%，而熟食制品毛利率达到30-40%，因此公司明确了猪肉制品业务的发展方向：控制鲜销比例，重点发展熟食制品。公司发展熟食制品的最大优势在于原先拥有的品牌知名度和销售网点。另外，公司熟食制品销量还不到北京市场10%的份额，因此发展空间还很大。随着猪肉价格的企稳和熟食食品销量的增加，我们判断公司猪肉制品销售收入增长率08年全年为15%，09、10年为10%。
- 我们测算出公司08-10年的EPS为0.564元、0.655元和0.783元。在经济增速放缓的背景下，公司业绩09、10还能实现15%以上的增长，可以说是难能可贵的。从估值水平来看，公司08-10年PE为20.4X、17.5X和14.7X，明显低于农林牧渔板块和食品饮料板块。另外，我们还没有考虑花博会项目可能带来的业绩提升，因此给予公司“推荐”的投资评级。

投资评级: 推荐（首次）

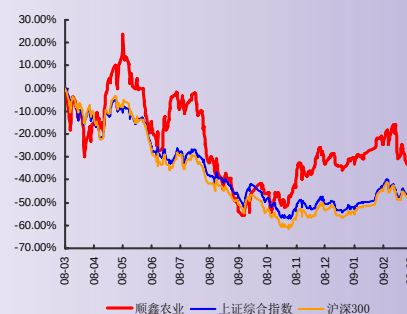
市场数据

总市值(亿元)	50.43
流通市值(亿元)	26.72
总股本(万股)	43854
流通股本(万股)	23238.77
12个月最高/最低(元)	21.25/7.6
十大流通股(%)	19.04%
股东总数	51119

公司盈利预测

单位: 万元	2007A	2008E	2009E
营业收入	452113	556297	622730
(+/-%)	40.2%	23.0%	11.9%
净利润	14724	24713	28744
(+/-%)	50.3%	67.8%	16.3%
摊薄每股收益	0.336	0.564	0.655
PE	34.3	20.4	17.5

股价表现图



相关报告

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。



目 录

1 白酒	5
1.1 重视传统技艺和现代科技是保证产品品质的关键	6
1.2 打造品牌，摆脱产品低档次定位	7
1.2.1 文化是品牌的灵魂，也是塑造品牌的重要“基因”	7
1.2.2 创新营销观念，深挖市场潜能	7
1.2.3 销售网络迅速扩张	8
1.3 宁城老窖的生产经营已经逐步恢复	9
2 猪肉制品	10
2.1 控制鲜销比例，重点发展熟食制品	10
2.2 质量意识贯穿生产全过程	11
2.3 快速增长的动力还来自于营销渠道、销售网点的拓展	12
2.4 异地扩张初见成效	13
3 种猪、育肥仔猪	14
4 果蔬饮品	14
4.1 调整经营方向，建立起以“果蔬汁”为核心概念的产品体系	15
4.2 收缩销售网络，立足于做深北京市场	16
5 市场管理	16
5.1 农批市场在农产品流通领域的重要地位是不可替代的	16
5.2 地理位置和交通环境是石门农批的两大优势	17
5.3 花博会项目和石门农批将形成有效互补	18
6 建筑工程	18
7 房地产	18
8 盈利预测和投资建议	19

图表目录

图表 1：公司下属分公司和控股公司	4
图表 2：公司销售收入和销售毛利的构成	4
图表 3：公司参股公司	5
图表 4：我国白酒产量	5
图表 5：牛栏山酒厂白酒销售量和销售收入	5
图表 6：公司主营业务在北京市场的销售收入	8
图表 7：顺鑫宁城净利润	10
图表 8：36 个大中城市集市猪肉价格	11
图表 9：公司猪肉制品销售收入	12
图表 10：汉中鹏程、达州鹏程猪肉制品销售收入	13
图表 11：公司种猪、育肥仔猪销售收入	14



图表 12: 我国三大饮品产量和增长率	15
图表 13: 牵手股份果蔬饮品销售收入	16
图表 14: 石门农批市场管理收入	17
图表 15: 佳宇地产各项目结算假定	19
图表 16: 公司与相关板块估值比较	20



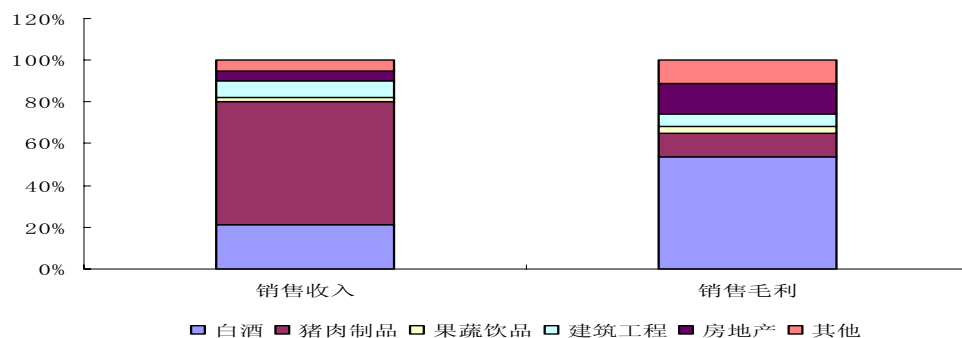
公司以食品加工为主业，致力于打造“以农产品加工为主体，物流配送为平台，集生产、加工、物流、销售为一体的大农业产业链”。目前旗下有6家分公司和11家子公司，涉及13项业务。从08年半年报来看，白酒、猪肉制品业务占到营业收入80%，贡献65%的营业毛利，是公司最核心的业务，因此我们作下面作重点分析。

图表 1：公司下属分公司和控股公司

		简称	持股比例
白酒	牛栏山酒厂		
	内蒙古顺鑫宁城老窖就业有限公司	顺鑫宁城	90%
	鹏程食品分公司		
猪肉制品以及种猪、	达州顺鑫鹏程食品有限公司	达州鹏程	60%
育肥仔猪	汉中顺鑫鹏程食品有限公司	汉中鹏程	60.71%
	小店畜禽良种场		
果蔬饮品	北京顺鑫牵手果蔬饮品股份有限公司	牵手股份	90%
市场管理	北京顺鑫石门农产品批发市场有限责任公司	石门农批	87.08%
花卉物流	北京顺鑫茂峰花卉物流有限公司		100%
建筑工程	北京鑫大宇水利建筑工程有限公司	鑫大宇	75%
房地产	北京顺鑫佳宇房地产开发有限公司	佳宇地产	86.72%
食品	创新食品分公司		
种子	耘丰种业分公司		
蔬菜	顺科农业技术开发分公司		
纸制品	北京顺鑫腾飞纸制品有限公司		80%
广告	北京顺鑫明珠文化发展有限公司		80%
苗木	北京顺丽鑫园林绿化工程有限责任公司		51%

数据来源：公司公告

图表 2：公司销售收入和销售毛利的构成



数据来源：WIND

另外，公司还有6家参股公司。08年1月，公司将持有北京首联商业集团有限公司13.25%的股份转让给顺鑫集团（公司控股股东，持有51.56%的股份）和北京金阳久隆商贸有限公司，转让价格为初始投资成本6000万元。08年3月，公司出售了北京空港科技园区股份有限公司1.95%的股份，获得投资收益2826万元，这也是08年上半年公司业绩大幅增涨的原因之一。



图表 3：公司参股公司

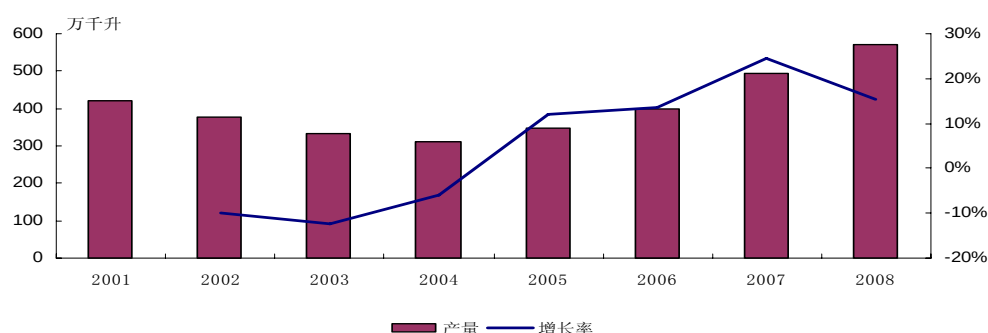
	持股比例	核算方法
中投信用担保有限公司	3%	成本法
北京绿色安全农产品物流信息中心有限公司	18.75%	成本法
北京朝批双隆酒业销售有限责任公司	4.17%	成本法
北京华昊水利水电工程有限责任公司	8%	成本法
北京引河绿林养殖有限公司	20%	成本法
达县亭子农村信用合作社	0.7%	成本法

数据来源：公司公告

1 白酒

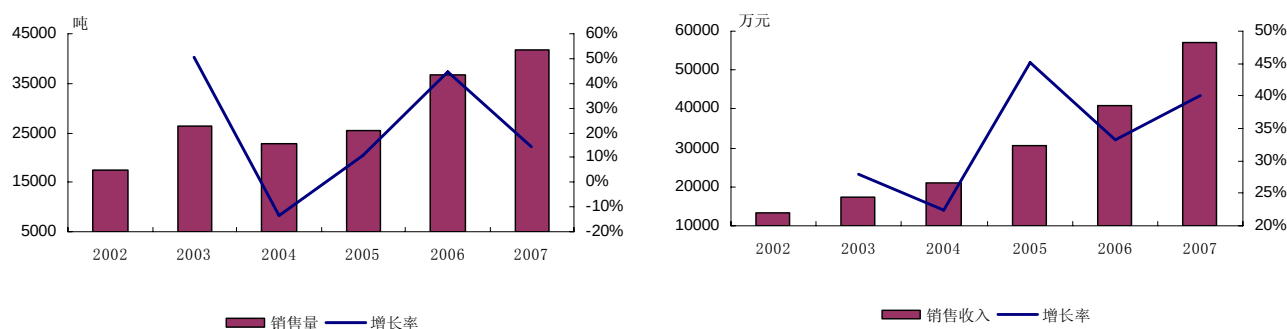
随着行业在07年达到景气高点，公司白酒销售收入增长率在08年上半年达到79.85%。除行业因素外，我们认为公司因素是白酒销售收入大幅增长的另一个因素：首先，在保证品质、创新营销策略和扩大销售网络等措施下，公司产品结构调整战略得以成功实施，有效提升了产品的附加值；其次，顺鑫宁城自接手经营宁城老窖白酒业务后，大刀阔斧地进行了一系列改革，已经初见成效。

图表 4：我国白酒产量



数据来源：WIND

图表5：牛栏山酒厂白酒销售量和销售收入



数据来源：公司公告

由于产能无法进一步扩展，公司应对的策略是降低低档产品的比率，提高中、高档产品的比率。05年以来，公司的品种结构优化成效显著，中、高档白酒销量增速迅



猛。公司以50元/斤为界限，50元以上的为高档白酒；50元以下的为中、低档白酒。从目前情况来看，低档白酒销量占到白酒销量90%，但只贡献40%的销售收入；而中、高档白酒销量占到白酒销量6%、4%，但贡献了15%、45%的销售收入。

另外，公司推出一系列新品，产品适应范围扩大到不同口味、不同喜好度数和不同承受价位的消费群体：

- ✚ 02 年，在稳定原有名牌产品——“牛栏山”牌二锅头、“华灯”牌北京醇系列酒生产和销售的同时，推出了以“百年牛栏山”、“北京醇”纯净酒等为代表的中档系列产品。
- ✚ 03年，充分挖掘品牌的文化底蕴，推出了以“珍品二锅头”、“百年牛栏山”为代表的中高档系列产品。
- ✚ 04年，开发出特制精品二锅头、礼品装珍品二锅头、250ml特制二锅头、经典二锅头等多个新品种。
- ✚ 05年，“经典二锅头”、“经典百年”两个高档系列产品成功推向市场。
- ✚ 06年，根据集团大客户的个性需求，研发了高档清香“珍品三十年”等10多款新产品。
- ✚ 07年，利用自身技术优势并结合市场需求，相继推出“盛世欢腾”奥运酒、“65度京一坊”、“窖藏”、“典藏”、“国藏”系列等新产品50余种。
- ✚ 08年上半年，推出牛栏山53度商务酒、45度珍藏酒等产品17种。

随着行业景气高点的过去，公司白酒销售收入很难再保持之前的高增长率，但我们对09、10年保持15%的增长率还是有信心的。首先，城乡居民收入增长6%是北京市09年经济社会发展主要目标之一，而公司70%的白酒销售收入来自于北京地区。其次，根据07年的销售量和销售收入，计算出牛栏山酒厂白酒销售均价仅为6.82元/斤，产品档次总体偏低，因此经济增速放缓对公司白酒业务冲击应该不明显。另外，由于中、高档酒销量仅占到白酒销量的10%，公司还有继续实施产品结构调整战略的空间。公司优质白酒储存库项目将在北京市顺义区新城16街区规划方案备案登记后进行建设。建成后，将增加优质基酒2.4万吨的储存能力，进一步确保产品结构调整战略的成功实施。

1.1 重视传统技艺和现代科技是保证产品品质的关键

公司的白酒业务主要在牛栏山酒厂。牛栏山酒厂位于北京市顺义区牛栏山镇，占地面积300多亩，主要生产清香型“牛栏山”牌为代表的四大系列共计200余种酒类产品。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，目前清香型白酒产能为3.5万吨，浓香型白酒产能为1.5万吨。

“牛栏山二锅头传统酿造技艺”是靠酿酒技师的口传心授代代传承才得以发展的，因此传承人是传统技艺得以保存最为关键的一个环节。牛栏山酒厂创造性地提出了“传承链”这一概念，认为匠师艺人、学者和热心于保护和振兴传统技艺的社会人士构成了传统技艺生生不息的传承链。从2000年开始，牛栏山酒厂就组织专人寻访酿



酒老技师，对与其谈话的文字资料和影像资料进行整理、建档收藏，并加以研究分析；设立了牛栏山文化遗产保护基金，提高传统技艺代表性传承人的待遇；成立了以酿酒老技师为主体的牛栏山二锅头传统酿造技艺顾问小组，发挥他们的“传帮带”作用，确保传统技艺后继有人；组织拜师会，新入厂的青年员工拜酿酒老技师为师，学习酿酒技艺。

另外，牛栏山酒厂检测中心通过与科研单位合作，建立了处于国内白酒行业领先水平的微生物实验室。同时，检测中心引进原子光谱吸收仪，建立原子吸收实验室，将红曲霉用于酿酒，生产出不同风格的清香原酒，并根据季节变化，合理调整工艺参数。这些为从根本上提升原酒品质，开发个性化产品提供了技术支持。在强化硬件设施的基础上，公司加强了对科研技术人员的培养，现已形成由7名高级品酒师、24名中级品酒师与10余名科技人员组成的白酒研发团队。检测中心获得了中国合格评定国家认可委员会颁发的实验室认可证书，成为中国白酒行业继茅台酒厂之后第二个国际承认的企业实验室。

1.2 打造品牌，摆脱产品低档次定位

针对白酒行业的发展态势及企业的实际情况，公司03年制定了“321”发展战略，即抓终端销售、引入竞争机制、开发新产品三个重点，发挥“中华老字号”和“原产地标记保护产品”认定两个优势，打造“牛栏山”一个品牌。

1.2.1 文化是品牌的灵魂，也是塑造品牌的重要“基因”

牛栏山酒厂不断挖掘和释放酒文化，加大对传统酿酒技艺的保护和创新。“牛栏山二锅头传统酿制技艺”07年6月入选北京市级非物质文化遗产名录，08年6月入选国家级非物质文化遗产名录。牛栏山酒厂是最早拥有“中华老字号”和“中国驰名商标”的白酒企业；是唯一获得“原产地标记保护产品”认定、唯一拥有“中国酿酒大师”、唯一获准使用“纯粮固态发酵标志”和唯一具有“全国工业旅游示范点单位”荣誉称号的白酒企业。另外，牛栏山酒厂的二锅头酒获得全国政府采购论坛组委会颁发的“全国政府采购人民大会堂会议专用礼品”称号。

1.2.2 创新营销观念，深挖市场潜能

打造品牌是企业参与竞争的必由之路，特别是对于白酒企业。公司以提高品牌知名度为切入点，以提高品牌忠诚度为目标，扎扎实实培育品牌。从品牌的战略规划入手，通过包装设计、广告制作、宣传策划等一系列工作进行品牌资源的整合和推广，努力推进母、子品牌的互动互促。

“顺风 顺水 顺鑫游”活动

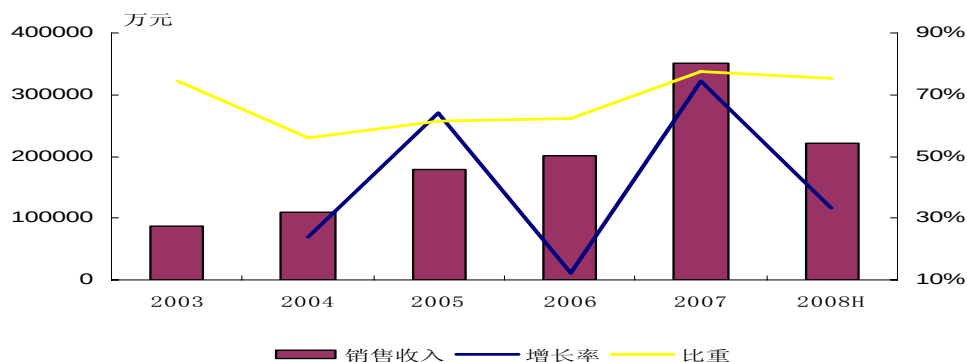
在借助传统媒体推广品牌的同时，公司认识到要使品牌得到有效传播，首要问题是选择好的载体支撑。公司充分发挥企业资源、区位交通和以本地作为主要消费市场三大优势，在04年9月正式推出“顺风 顺水 顺鑫游”活动，请消费者走进厂区亲身体验，见证企业的诚信经营。公司06年1月12日公告下属牛栏山酒厂、鹏程食品分公



司和北京顺鑫牵手果蔬饮品股份有限公司被国家旅游局命名为“全国工业旅游示范点”，这标志着公司以生产过程、工厂风貌、工人劳动生活为主要参观内容的工业旅游正在向广度和深度进军。

参观活动备受社会众多群体的关注和社区居民的欢迎，05年全年接待参观者10万人次，启动日至07年8月累计接待参观者近39万人次。“顺风 顺水 顺鑫游”成为公司开拓市场的助推器，促进了主营业务在北京地区市场份额的迅速增长。

图表 6：公司主营业务在北京市场的销售收入



数据来源：公司公告

公司 07 年 8 月举办了“京城酒脉、百载传承”的拜师和向奥组委献酒的封酒大会，大会规模在行业内尚数首次，得到了众多媒体的广泛关注。

公司营销手段的创新不仅节省了巨额的广告费用，而且开启了文化营销和体验营销的新篇章，将产品品质和文化内涵直接传达给消费者，步伐虽不快但影响长远。公司产品最终将摆脱低档次定位。

1.2.3 销售网络迅速扩张

为解决销售网络建设问题，公司聘请外脑协助整合和优化营销资源，完善机构设置，促使销售渠道扁平化，提高终端掌控力，有效地提高了市场的运作效益。公司不断夯实“一城、两洲、三区”的销售格局，结合高端消费群体和集团大客户的市场需求，研发推出“经典二锅头”、“经典百年”、“珍品三十年”等多款高端新品，销售渠道运作能力不断提高。

02年，全国性的市场营销网络正在建设之中。在不断开发国内市场的同时，还积极拓展海外市场，使产品远销韩国、日本、加拿大、香港、台湾等多个国家和地区。

03年，通过建立专卖店、加大对高档产品终端销售市场的开发、支持力度，扩大了高档产品在北京市场的占有率。通过北京市场的影响力和口碑效应，带动了在周边省市如天津、河南、山东等地的销售量，销售网络已全面铺开。

04年，销售网络已覆盖全国十七个省、市、自治区，并出口韩国、新加坡、美国、香港等国家和地区。



- ✚ 05年，加大了以百年牛栏山、精品二锅头为代表的中、高档白酒产品的酒类市场开发力度，大力加强拓展以商超为重点的网点铺设，转变终端营销模式，强化深度分销运作，北京餐饮终端达到800余家。白酒和果蔬饮品远销至马来西亚、加拿大、韩国等国家和地区。
- ✚ 06年，继续推进“一城、两洲、三区”的销售格局，新增中、高档酒店和商超等经销网点800多家。
- ✚ 07年，不断夯实“一城、两洲、三区”的销售格局，北京市场发展强劲，产品进入北京高档餐饮终端已达2000余家，长江、珠江三角洲地区销售额增幅在50%以上，东北、西北和华北市场的开拓也都取得了积极进展。07年6月，牛栏山酒厂与外交部成功签约，经典、珍品三十年等5个产品入选外交部采购名录，成为我国247个驻外机构的特供酒，为进一步打开国际市场创造了良好条件。
- ✚ 08年上半年，新增终端餐饮店500余家，北京市场销售收入同比增长78%；长江三角洲和珠江三角洲市场采取了“抓点、代面、扩周边”的策略，销售收入同比增长45%。

1.3 宁城老窖的生产经营已经逐步恢复

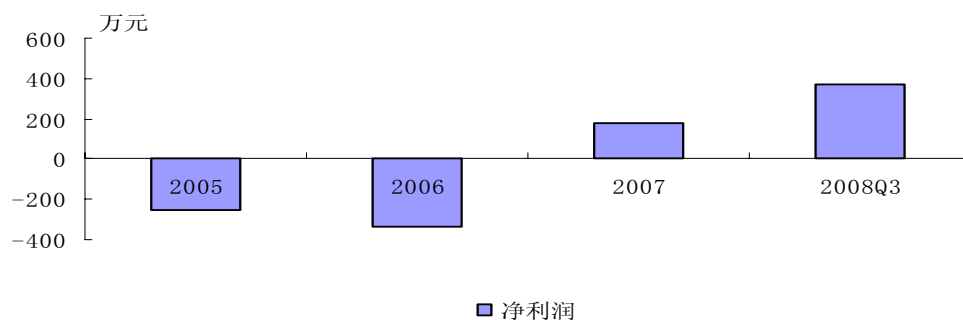
宁城老窖素有“塞外茅台”之称，在内蒙古、东北、河南、河北等地具备一定的品牌知名度。由于产品以低、中档为主，市场竞争激烈，再加上国家对白酒产品消费税的调整，宁城老窖连续出现亏损。

- ✚ 04年12月，大龙地产联合顺鑫集团以4000万元的价格拍得宁城老窖2.17亿股国家股股权，分别持有其53%和18.15%的股权。
- ✚ 05年1月，公司与顺鑫集团合资成立顺鑫宁城。
- ✚ 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。
- ✚ 08年3月，顺鑫宁城与顺鑫集团签订酒类资产的租赁合同，租赁宁城老窖价值为9500万元的白酒设备，租赁价格为287万元/年，租赁期限为08年3月28日至2011年3月28日。
- ✚ 08年12月，顺鑫宁城向顺鑫集团收购宁城老窖白酒资产，价格为12536.50万元。

顺鑫宁城自接手经营宁城老窖白酒业务后，进行了大刀阔斧的改革：集中治理市场上一些小酒厂生产的冒牌产品，让宁城老窖得以“正本清源”，为品牌复兴扫除障碍；考虑到品质和品牌，决定集中突破中档白酒市场，激发出品牌的潜力；选择最能体现产品品质和文化诉求的“宁城老窖，塞外一品”、“盛情三千里，塞外一品香”等作为广告语；考虑到短期竞争成本与长期发展战略，制定“集中突破与快速扩张同步，垂直增长与水平分销并进”的销售策略。顺鑫宁城在07年已经扭亏为盈：当年实现净利润177万元，08年前三季度370万元。



图表 7：顺鑫宁城净利润



数据来源：公司公告

2 猪肉制品

公司目前年屠宰生猪能力约为450万头，其中鹏程食品分公司约为300万头，达州鹏程约为100万头，汉中鹏程约为50万头。另外，鹏程食品分公司还有5万吨的熟食生产能力。

2.1 控制鲜销比例，重点发展熟食制品

由于生鲜肉的毛利率只有 3%，而熟食制品毛利率达到 30-40%，因此公司明确了猪肉制品业务的发展方向：在保证生鲜肉市场占有率和品牌知名度的前提下，控制其销售比例，重点发展熟食制品。

受猪源紧张和居民猪肉消费意愿下滑的影响，鹏程食品分公司 07 年屠宰生猪 295 万头，同比减少 18.62%；销售生鲜肉 22 万吨，同比减少 14.4%。鹏程食品分公司在稳定对农贸市场、商超供给的基础上，控制生鲜肉销售比例；同时调整生产计划，加大和优化熟食制品和产量和结构，熟肉制品销售量由 06 年的 7630 吨提高 15.03% 至 8777 吨。07 年，公司依靠熟食制品业务的良好表现，实现销售收入 28.94 亿元，同比增长 39.4%；毛利率由 06 年的 4.95% 提高至 5.79%。猪肉制品业务贡献了 64.01% 的营业收入，由于与其他业务相比，毛利率水平仍然最低，对营业毛利的贡献仅为 20.42%，但高于 06 年的 17.41%。08 年 2 月以来，猪肉价格的持续走低，使得本来毛利率就很低的生鲜肉业务更加困难，我们预计鹏程食品分公司将继续加大熟食制品的产量，以此来提升猪肉制品业务的盈利能力。

另外，公司还通过细分生鲜肉和推出适应不同消费群体、不同营销渠道的熟食制品来提高产品的附加值：

- ✚ 03年，通过外聘技术指导，加大熟食产品研发力度，开发了四大类32个产品，形成了针对不同消费群体需要的产品群。
- ✚ 04年，研制出梅花肉、水晶猪蹄、盐水鸭等10多个新产品。
- ✚ 05年，研发了无糖无淀粉、精致美味、经典中式、儿童系列、酒店经典5大系列



为主的商超产品群和以低温熟食为主的8大系列62个品种为主的酒店产品群。

- ✚ 06年，以高端熟食产品为市场切入点，全年研发新产品60余种。
- ✚ 07年，加大了对航空食品、酒店产品的研发工作，研发新产品42种，其中29种投入市场。
- ✚ 08年上半年，着眼于消费趋势，研发与国际市场接轨的生鲜肉调理产品39个品种、熟食新产品14个品种。

猪肉价格从07年10月开始快速上涨，持续到08年2月，之后一路下跌。我们对猪肉价格的判断是上半年猪肉价格继续下跌的可能性很大。一个重要依据是07年和08年能繁母猪存栏量的变化。08年上半年大量补栏的能繁母猪的第一窝仔猪将在上半年上市，而且会和07年5月份补栏的能繁母猪的第二窝仔猪重叠上市，这就意味着届时的生猪供应量还会比现在高出很多。另外，春季各种疾病多发，猪瘟、猪蓝耳病等在一些地区呈现局部散发的态势也是原因之一。下半年，生猪供应量将逐渐减少，再考虑到流动性逐渐充裕、国家可能出手救市等，猪肉价格应该可以企稳。

图表 8：36 个大中城市集市猪肉价格



数据来源：WIND

随着猪肉价格的企稳和熟食食品销量的增加，我们判断公司猪肉制品销售收入增长率08年全年为15%，09、10年为10%。

2.2 质量意识贯穿生产全过程

公司充分发挥肉制品加工上下游产业链的完整性强、关联度高的优势，将质量意识贯穿生产全过程，从种猪选育、饲养、屠宰、分割、检疫、低温冷却、熟食加工到储运销售，360度把控生肉和熟食产品的安全和品质。

✚ 源头把控

公司所属小店畜禽良种场是国家级重点种畜禽场，公司充分利用小店畜禽良种场的人才、技术和品牌优势，按照“公司+经济合作组织（中介组织）+饲养场”的运作模式，对养殖基地实施“统一引种、统一饲料供应、统一用药、统一防免疫和统一收购”的办法进行管理。

通过输出良种和专业生产技术，公司在吉林、辽宁、河北、天津、内蒙古等地建立了189个生猪养殖基地，基本可以保证公司的生产需要。



生产加工过程

鹏程食品分公司在国内率先提出“放心肉”概念。03年，从荷兰引进国际先进的生猪屠宰加工设备和工艺技术，建立年屠宰生猪能力为300万头并达到欧盟标准的自动化生猪屠宰线和年产5万吨并达到日本农林水产省标准的熟食生产线。运用智能化低压麻电屠宰、现代立式汽烫脱毛、全自动清洗消毒、电子跟踪智能化切割、同步检疫等国际领先的新工艺，使鹏程食品分公司的生、熟食品加工技术走在了国内同行业前列，产品质量处于国内领先地位。

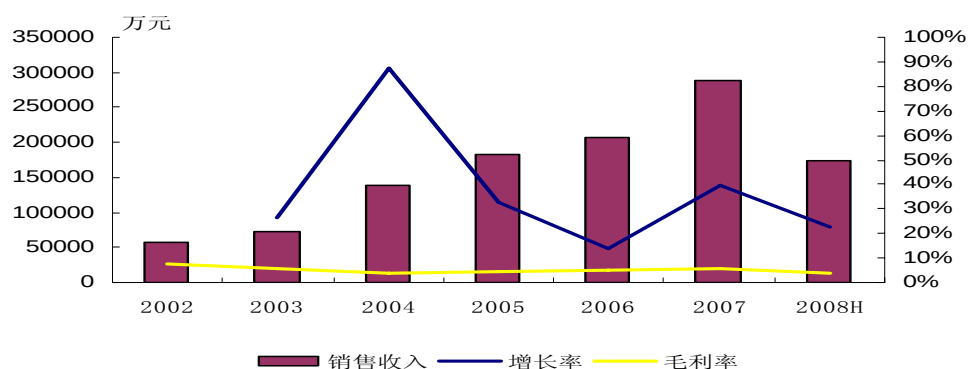
产品流通环节

鹏程食品分公司配备了200辆专业冷藏货车，实施冷链配送，并对加盟店、自营店和直销点进行统一管理、统一配送、定时运输、定点到达，保证了生鲜肉及时销售。

2.3 快速增长的动力还来自于营销渠道、销售网点的拓展

公司猪肉制品业务保持快速增长的动力主要来自于新产品的开发和营销渠道、销售网点的拓展。鹏程食品分公司目前有多家销售网点，其中在北京市场有一家，外埠市场有一家。四大销售渠道（商超、酒店、流通和团购）平行发展。生鲜肉销量占到北京市场50%以上的份额；熟食制品销量也接近10%的北京市场份额。

图表 9：公司猪肉制品销售收入



数据来源：公司公告

- 02年，以“放心肉”工程建设为契机，加速拓展终端市场网络建设，在北京市场已开发的连锁店、大型超市、商场等销售网点累计超过1500家，市场占有率不断提高。
- 在稳步扩大生鲜肉销售网络的同时，重点加大了对熟食制品市场的开发。根据对熟食制品市场的调研情况，并通过市场细分，确定了商超和社区市场为目标市场。03年，新增销售网点158家，累计已达1589家，同时还建立了社区直销点45个。
- 04年，销售网络新增商超网点207家。其中，熟食制品销售网点增加108家，累计已达439家；生鲜肉销售网点增加99家，累计已达1432家。
- 05年，生鲜肉在北京市场上的占有率达到40%，熟食制品商超网点数达到442家，新建95家专营店。



- ✚ 06年，生鲜肉销售网点数达到2700多家，熟食制品加快进入星级酒店的步伐，商超、营业网点总数达到400多家。
- ✚ 07年，针对熟食制品特点，加大了酒店和农贸市场的市场开发，有效扩大了市场占有率，提升了品牌的市场影响力。冷鲜肉以做精做强为主题，以巩固北京生鲜市场主导地位为基础，并加强了天津、石家庄、太原、大同等北京周边市场的开发，扩大了冷鲜肉的销售半径并提高了市场占有率。
- ✚ 08年上半年，以酒店、配餐企业、机关团体和商超四条线为中心，新增调理肉产品销售网点50余家；熟食制品业务围绕高档产品的市场定位，内抓规范管理，外抓市场开发，新增销售网点56家。

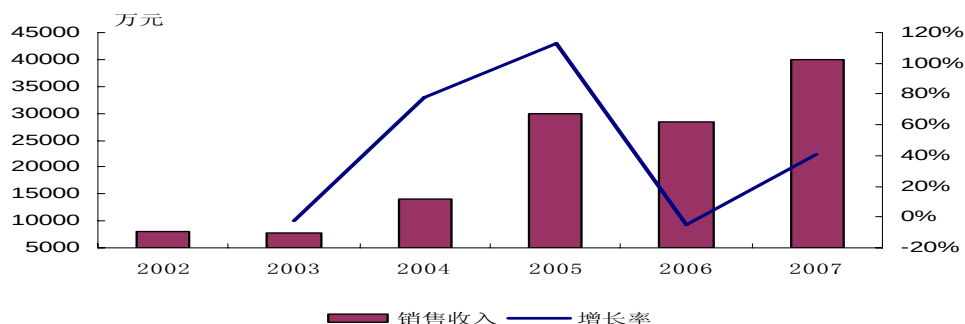
2.4 异地扩张初见成效

为了拓展异地市场，公司先后在猪源较为充足的汉中、达州地区合资成立汉中鹏城和达州鹏程。

- ✚ 01年8月，公司与汉中市城固肉类联合加工总厂共同组建汉中鹏程。该公司的屠宰加工能力为50万头/年。
- ✚ 04年12月，公司与达州市长江食品有限公司共同组建达州鹏程。该公司的屠宰加工能力为100万头/年。

达州鹏城通过专卖店和加盟店等形式迅速开拓本地市场；同时，利用其成本、质量和交通优势，辐射成都、重庆、陕西、湖北等周边地区市场，使之成为当地及周边地区“放心肉”的供应基地，提高了“鹏程”品牌在国内市场的知名度。汉中鹏程各类猪肉产品也已进入汉中市各大超市，并畅销全国近20个省、市、自治区。另外，达州鹏城利用达州市长江食品公司的出口资质，实现各类猪肉产品不断进入俄罗斯、日本、朝鲜等国市场，扩大了“鹏程”品牌在国际市场的影响力。

图表 10：汉中鹏程、达州鹏程猪肉制品销售收入



数据来源：公司公告

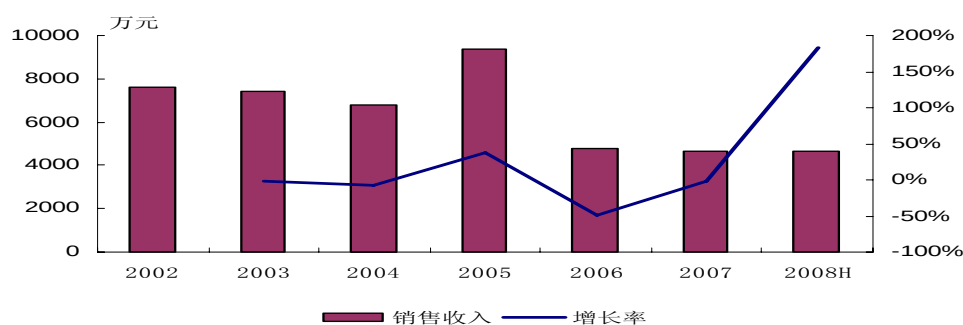
为了保障各类猪肉产品的品质，先后在汉中、达州地区建立了种猪选育场，还强化了生猪养殖基地建设。另外，公司加大了对达州鹏程和汉中鹏程的管理力度，调整了采购、产品结构、市场细分等方面的管理制度，逐步完善内部管理架构，实现向管理要市场、要效益。



3 种猪、育肥仔猪

公司种猪业务05年之前基本上呈逐年萎缩态势。由于下属的小店畜禽良种场为顺应北京地区整体布局规划，异址建设新场，05、06年，公司种猪销售收入出现较大波动。搬迁后，小店畜禽良种场新增2万头种猪养殖能力。猪肉价格高企使得生猪养殖在08年上半年达到阶段性高点，公司种猪销售收入猛增182.5%。考虑到国家加大了对生猪养殖的扶持力度和公司4万头种猪养殖能力，我们判断公司种猪销售收入增长率08年全年不会低于150%，09、10年不会低于10%。

图表 11：公司种猪、育肥仔猪销售收入



数据来源：公司公告

4 果蔬饮品

04年9月，公司决定将北京顺鑫牵手有限责任公司从事的果蔬饮品业务及相关资产分拆设立牵手股份，并计划在适当时候赴港上市。由于市场环境改变造成盈利能力下降，公司06年8月决定暂停申报牵手股份赴港上市。另外，公司还对北京顺鑫牵手有限责任公司和牵手股份的股权结构进行了调整，调整结果是公司直接持有牵手股份90%的股权。

- ✚ 00年10月，公司利用自有资金收购北京汇丰农工贸发展有限责任公司55.97%的股权，然后再以公司南瓜饮料项目新建车间和设备单方面追加投资。追加投资完成后，北京汇丰农工贸发展有限责任公司更名为北京牵手果蔬饮品有限责任公司，公司持有该公司82%的股权。
- ✚ 02年10月，北京牵手果蔬饮品有限责任公司作为合并方，与北京顺鑫祥云药业有限责任公司及公司控股51%的北京鑫竺空港果蔬仓储有限责任公司实施合并。公司还对北京牵手果蔬饮品有限责任公司实施增资，同时变更名称为北京顺鑫牵手有限责任公司，公司持有该公司73.98%的股权。
- ✚ 04年5月，北京市顺义区天竺镇资产运营中心和刘凤洲女士分别将其持有的北京顺鑫牵手有限责任公司5.11%和4.23%的股权转让给公司。收购后，公司持有该公司83.32%的股权。



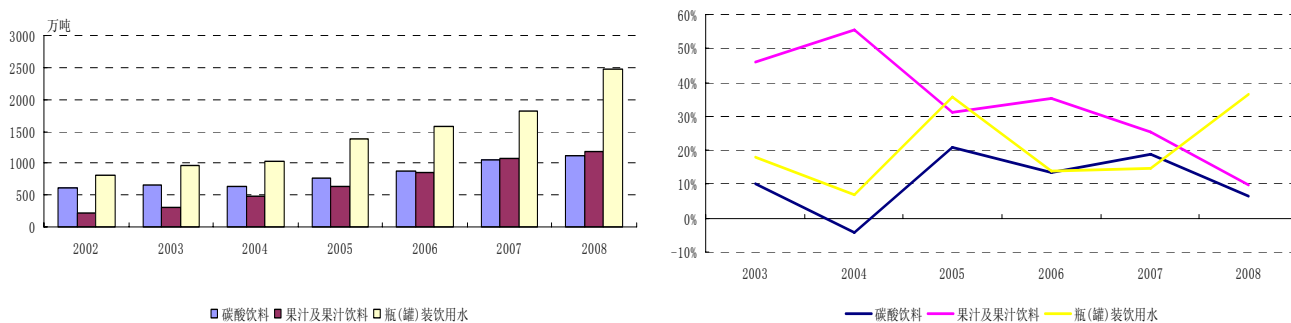
- ✚ 04年9月，北京顺鑫牵手有限责任公司将其从事的果蔬饮品业务及相关资产分拆设立牵手股份，并在经批准后在适当时候赴香港联交所上市。北京顺鑫牵手有限责任公司持有其95%的股权。
- ✚ 06年8月，公司暂停申报牵手股份赴香港联交所上市工作。另外，公司对北京顺鑫牵手有限责任公司和牵手股份的股权结构进行了调整：1.公司向北京顺鑫牵手有限责任公司购买其持有牵手股份95%股权中的90%的股权。2.公司将持有北京顺鑫牵手有限责任公司82.49%的股权转让给顺鑫集团。3.北京顺鑫牵手有限责任公司向顺鑫集团转让其持有牵手股份95%股权中的5%的股权。

4.1 调整经营方向，建立起以“果蔬汁”为核心概念的产品体系

牵手股份位于北京市东北部的顺义区，拥有优良的地下水资源，气候、土壤也适宜种植蔬菜和瓜果，因此为果蔬汁饮料的生产提供了优质、充足的原料。除了牵手股份外，汇源果汁的北京总厂也在顺义区。

从目前国内饮品市场来看，碳酸饮料占有较大的市场份额，仅次于水饮料，但销量增速趋缓；果汁及果汁饮料增速较快，市场份额不断扩大。牵手股份曾经一度转向果汁饮品的生产和销售。由于汇源果汁07年2月在港上市，募集资金达24亿港元，加大了对果汁饮品市场的整合力度，牵手股份及时调整了经营方向，将品牌定位于“果蔬营养专家”，不断推出新品，优化产品结构，建立起以“果蔬汁”为核心概念的产品体系。

图表 12：我国三大饮品产量和增长率



数据来源：WIND

- ✚ 04年，开发出以40%果汁为主导的中低端市场消费产品，同时增加各种口味。
- ✚ 05年，在稳固高端果蔬饮品市场的基础上，研发推出了10%、60%果汁及100%番茄汁和胡萝卜汁等系列新品。
- ✚ 06年，强化“果蔬营养专家”的市场定位，推出了“多维饮”和“喝果蔬”两大系列10种新产品。
- ✚ 07年，通过与外方公司开展品牌合作，推出迪士尼系列果蔬饮料和添加D-核糖的蜘蛛侠运动饮料，为开发青少年市场做出了尝试。
- ✚ 08年上半年，深入分析果蔬产业发展前景，研发方向侧重功能型保健产品。

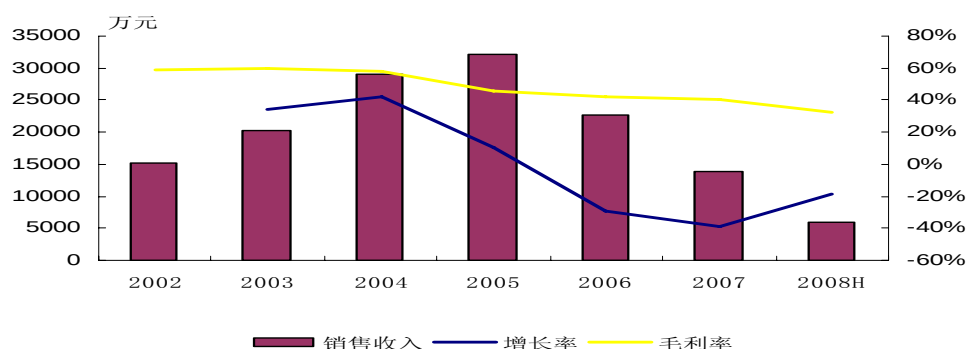


4.2 收缩销售网络，立足于做深北京市场

目前果蔬饮品行业不断有新企业跟进，原有的饮品企业也都在不同程度推出类似产品，行业竞争日趋激烈。由于技术门槛不高，果蔬饮品行业未来的竞争主要集中在产品的品质和品牌，以及销售策略和网络上。

公司的产品品质肯定是可以得到保证的，口味也很稳定。在销售网络建设上，公司走了一段弯路。05年之前，在各大城市基本都可以见到公司的产品。但由于市场竞争无序，经销商攫取了绝大部分销售毛利，造成收入快速增长和毛利率维持40%以上的同时，果蔬饮品业务盈利状况并不理想。06年8月，公司对牵手股份进行了以下调整：突出产品特色，优化产品结构；更换领导班子和经销商队伍，收缩销售网络，立足于做深北京市场。我们对公司务实的做法还是非常认可的，09年扭亏为盈的目标应该可以实现，但未来2-3年也很难成为促使公司业绩较快增长的新动力。

图表 13：牵手股份果蔬饮品销售收入



数据来源：公司公告

5 市场管理

5.1 农批市场在农产品流通领域的重要地位是不可替代的

我国农产品生产者的规模小且分散、商品流通领域产销一体化程度低的现状决定了农批市场在农产品流通行业的重要地位。经过改革开放20多年的发展，我国农批市场从无到有、从小到大，目前已经具备相当规模。

对于农批市场，由于事关国计民生，规范运营比完全竞争更为重要。农业部04年6月颁布《农批市场建设与管理指南（试行）》（简称《指南》），第二章第五条明确指出农批市场是公共事业，以服务农业、农民和城乡消费者为宗旨，其设立及业务项目由各级政府规划确定，并提供支持。《指南》还指出规划建设产地农批市场要打破行政区划的界限，在一个市场辐射范围内，不再规划建设新的市场；产地农批市场应以建设专业性市场为主，销地农批市场则应以建设综合性市场为主。销地农批市场由于服务和产品的区别很小，交易中的买家又主要是周围的农贸市场、超市等，因此形成了各自商圈。

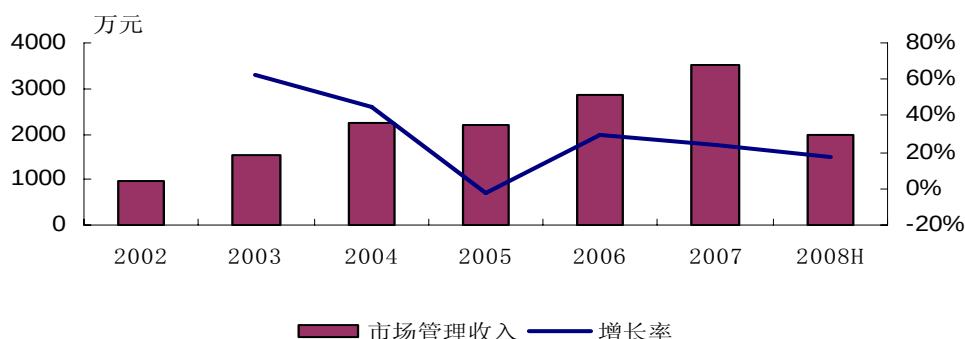


生鲜超市会不会绕过农批市场而向生产者直接采购？美国近十几年农批市场的衰落证明这种趋势是存在的。但从我国的情况来看，虽然农业生产规模化得到政府的支持，但目前仍处于初级阶段，且冷链物流不完善，产品同质化程度高，生鲜超市采购依赖于农批市场在很长时间内不会改变。

5.2 地理位置和交通环境是石门农批的两大优势

石门农批位于顺义城区，距市区20公里，与首都国际机场毗邻，西侧紧靠六环路，东侧距京承铁路主干线仅1公里。得天独厚的地理位置和便利通畅的交通环境是石门农批快速发展的重要原因之一，目前位列北京市农批市场第二，仅次于新发地。

图表 14：石门农批市场管理收入



数据来源：公司公告

石门农批占地726亩（规划占地1500亩），建筑面积9万平方米，固定商户1500多家，摊位3000余个。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。南侧经营区域扩建项目已于08年上半年完工并投入试运行，该项目在预留地上新建专业化的清真牛、羊肉和水产品大厅各一座。预计达产后，每年可以新增交易量约10万吨（其中牛、羊肉约4万吨，水产品约6万吨），交易额约14.6亿元。

场内水、电、暖气、停车场等配套设施齐全，有配套的服务机构，并设有网络信息中心、农药残留检测中心和物流配送中心。石门农批与北京市理化分析测试中心合作，按照标准检验检测、理化分析专用实验室标准设立的食品检测中心已经投入使用，速测筛选能力达到每天近百个样本、20个检测项目，检测工作从定性转向定量分析检测，农残检测结果具备了法律效力和权威性。石门市场还将检测结果及时公布于众，真正服务于社会，将“严把食品安全关，创建百姓放心市场”的承诺落到了实处。

石门农批年交易额目前约在60亿元左右，采取租金（对固定摊位按年收取）+管理费（对进场交易商户按占地面积收取）盈利模式。待条件成熟的话，将逐步过渡到佣金模式。随着南侧经营区域扩建项目的逐步达产（培养一个新市场需要2-3年）和盈利模式的逐步转变，我们有理由相信公司市场管理收入08-10年应该可以保持15%的增长率。



5.3 花博会项目和石门农批将形成有效互补

花博会项目是北京市09年承办第七届中国花卉博览会重点工程之一，选址距首都国际机场仅2公里，占地面积为138216平方米，建设用地面积为113395平方米，建筑面积为169920平方米，其中主展馆99570平方米，物流中心62850平方米，交易中心7500平方米。

公司是该项目的投资人，成立北京顺鑫茂峰花卉物流有限公司运作相关事宜，拟投资11亿元进行建设，包括67万元/亩的土地费用。该项目定位于北方最大的国际花卉物流港，服务于花卉拍卖和物流，符合公司构筑农产品绿色物流产业体系的思路，并能够与石门农批和现有的花卉产业形成有效互补，提升公司物流设施水平和产业运营能力。

按照北京市政府的要求，该项目要在4月份竣工，6月份试运营，9月份正式使用，因此09年公司将会有10亿元左右的资本支出。花博会期间，顺义区政府无偿使用该项目建成的所有建筑物及其配套设施。结束一个月后，公司可以自主使用。我们暂不考虑该项目可能给公司带来的业绩提升。

6 建筑工程

02年4月，公司和顺鑫集团进行一次资产置换，换入资产包括鑫大宇75%的股权。公司具有房屋建筑工程施工总承包一级，水利水电工程、市政公用工程施工总承包二级，土石方、地基与基础、钢结构、建筑防水、桥梁、建筑装饰装修工程专业承包二级，河湖整治工程、堤防工程专业承包三级，凿井甲级等资质的综合施工企业。

在站稳本地水利工程市场的基础上，公司重点开拓西部地区水利工程市场。目前在顺义区、怀柔区和西北地区的张掖等地的节水工程施工领域基本形成了区域垄断。考虑到国家继续加大对农用水利设施的投入，我们判断公司建筑工程收入增长率08-10年为40%。

7 房地产

06年8月，公司用北京顺鑫绿色度假村有限责任公司45.44%的股权与顺鑫集团进行等值互换，获得佳宇地产80%的股权。07年11月，公司对佳宇地产进行单方增资。增资后，公司持有其86.72%的股份。

佳宇地产开发的地块主要集中在顺义区。根据《北京城市总体规划（2004年-2020年）》，顺义区被划分在东部次区域，该区域是北京市未来重点发展的地区，也是联系天津、河北等省市的重要地区。顺义区将被发展成以高新技术产业、现代制造业为主的第二产业聚集区，成为承接中心城人口、职能疏散的主要地区之一。相应地，北京市将在公共服务、居住配套等方面为顺义区提供支持和保障。



佳宇地产在顺义区目前有四个项目，其中顺鑫澜庭二期还剩不到 20 套；顺鑫澜庭三期上半年开工建设，估计要到 2010 年底才能进入销售期；高丽营项目主体已经完工，估计年底开盘；站前街项目开发方案尚未确定。另外，中国曲阜文化商品进出口基地一期也基本售完。在盈利预测中，我们不考虑顺鑫澜庭二期尾盘和站前街项目对公司业绩的影响。

顺鑫澜庭三期

土地面积：67031.1平方米

拿地成本：2401.87元/平方米，相较于顺义区目前的平均拿地成本，以及公司前几次的拿地成本，略偏高

建筑面积：主要为9-11层的小高层住宅，按1.6的容积率计算，建筑面积为107250平方米

位置：杨镇一街东侧，毗邻顺鑫澜庭一、二期

销售单价：6000元/平方米

高丽营项目

土地面积：47661.9平方米

拿地成本：5329.2元/平方米

建筑面积：定位于商业住宅，建筑面积为60000平方米

位置：高丽营镇，毗邻轨道交通6号线

销售单价：9000元/平方米

图表 15：佳宇地产各项目结算假定

	建筑面积（平方米）	结算面积（平方米）		结算收入（万元）		毛利率	
		2009	2010	2009	2010	2009	2010
顺鑫澜庭三期	107250		10725		6435		26.64%
高丽营项目	60000	10000	50000	9000	45000	18.56%	18.56%
合计		10000	60725	9000	51435	18.56%	19.58%

数据来源：公司调研

8 盈利预测和投资建议

假定其他业务销售收入增长均为10%，我们测算出公司08-10年将实现净利润24713万元、28744万元和34356万元，增长率为67.8%、16.3%和19.5%，对应的EPS为0.564元、0.655元和0.783元。在经济增速放缓的背景下，公司业绩09、10还能实现15%以上的增长，可以说是难能可贵的。从估值水平来看，公司08-10年PE为20.4X、17.5X和14.7X，明显低于农林牧渔板块和食品饮料板块。另外，我们还没有考虑花博会项目可能带来的业绩提升，因此给予公司“推荐”的投资评级。



图表 16：公司与相关板块估值比较

	最新收盘（元）	2008	2009	2010
公司	11.5	20.4	17.5	14.7
农林牧渔板块		32.54	24.81	19.13
食品饮料板块		26.21	20.97	17.13

数据来源：WIND

利润表（万元）	2007A	2008E	2009E	2010E	主要财务指标	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	452113	556297	622730	747652	成长性				
营业成本	370083	452412	502357	603358	营业收入增长	40.2%	23.0%	11.9%	20.1%
销售费用	26376	32455	36330	43618	营业成本增长	40.5%	22.2%	11.0%	20.1%
管理费用	17534	21575	24151	28996	营业利润增长	67.5%	67.6%	15.5%	19.5%
财务费用	3319	10085	14562	18381	利润总额增长	77.5%	67.8%	16.3%	19.5%
投资净收益	26	2827	0	0	净利润增长	50.3%	67.8%	16.3%	19.5%
营业利润	21650	36277	41909	50090	盈利能力				
营业外收支	-182	-246	0	0	毛利率	18.1%	18.7%	19.3%	19.3%
利润总额	21467	36031	41909	50090	销售净利率	3.3%	4.4%	4.6%	4.6%
所得税	4910	8241	9585	11457	ROE	6.6%	9.9%	10.2%	10.7%
少数股东损益	1833	3077	3579	4278	ROIC	6.5%	6.9%	6.8%	6.8%
净利润	14724	24713	28744	34356	营运效率				
资产负债表（万元）					销售费用/营业收入	5.8%	5.8%	5.8%	5.8%
货币资金	66511	68469	76646	92021	管理费用/营业收入	3.9%	3.9%	3.9%	3.9%
应收帐款	14143	17402	19480	23388	投资收益/营业利润	0.1%	7.8%	0.0%	0.0%
应收票据	397	488	547	656	所得税/利润总额	22.9%	22.9%	22.9%	22.9%
存货	132694	162213	180121	216335	应收帐款周转率	28.67	30.17	29.05	11.41
流动资产合计	248010	290518	323449	388431	存货周转率	2.51	2.64	2.53	2.53
固定资产	144062	180398	278935	289992	流动资产周转率	1.68	1.81	1.75	1.66
资产总计	413277	491969	623287	699175	总资产周转率	1.00	1.00	0.94	0.93
短期借款	119900	119900	119900	119900	偿债能力				
应付款项	8470	10354	11497	13808	资产负债率	46.5%	49.4%	54.9%	54.2%
流动负债合计	176469	227371	326364	363617	流动比率	1.41	1.28	0.99	1.07
长期借款	15007	15007	15007	15007	速动比率	0.65	0.56	0.44	0.47
负债合计	192045	242947	341941	379195	每股指标（元）				
股本	43854	43854	43854	43854	EPS	0.336	0.564	0.655	0.783
留存收益	168210	192923	221667	256023	每股净资产	5.07	5.71	6.44	7.32
少数股东权益	10348	13425	17004	21282	每股经营现金流	0.15	0.29	0.79	0.67
权益合计	222412	250202	282526	321160	每股经营现金/EPS	0.4	0.5	1.2	0.9
负债和股东权益总计	414457	493149	624466	700354	估值				
现金流量表（万元）					PE	34.3	20.4	17.5	14.7
经营活动现金流	6363	12766	34461	29303	PEG	1.05	1.14	0.90	-
其中营运资本减少	-48881	-27816	-16896	-34105	PB	2.3	2.0	1.8	1.6
投资活动现金流	-13101	-48976	-117419	-35679	EV/EBITDA	20.64	14.55	12.62	10.56
其中资本支出	-10099	-48976	-117419	-35679	EV/SALES	1.42	1.22	1.24	1.06
融资活动现金流	25392	0	0	0	EV/IC	1.90	1.64	1.43	1.32
净现金总变化	18654	-36210	-82958	-6376	ROIC/WACC	0.73	0.78	0.77	0.77
					REP	2.60	2.09	1.86	1.72

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润

研究员介绍及承诺

王萍：中国科学技术大学经济学硕士，07年加入长城证券，任农业与食品饮料行业分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证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他人作出邀请。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。

长城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。长城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。长城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。

长城证券版权所有并保留一切权利。

评级标准：

公司评级	评级	说明
	推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度超过20%；
	谨慎推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度在10%~20%之间；
	中性	预期未来6个月内股价波动幅度在-10%~10%之间；
行业评级	回避	预期未来6个月内股价下跌幅度超过10%；
	推荐	预期未来6个月内行业指数超越大盘10%以上；
	谨慎推荐	预期未来6个月内行业指数超越大盘在5%~10%之间；
	中性	预期未来6个月内行业指数相对大盘波动幅度在-5%~5%之间；
回避		预期未来6个月内行业指数落后大盘5%以上；

本报告版权归长城证券有限责任公司所有，未经授权不得进行任何形式的发布、复制，如引用、刊发，须注明出处为“长城证券金融研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。报告内容完全基于公开信息，虽然力求其准确完整但并不对此做出任何承诺和保证。长城证券有限责任公司及有关联的任何人均不承担因使用本报告而产生的法律责任。