

上市公司调研报告

农业

做足北京文章，尽享区位优势

顺鑫农业（000860）

抓住顺义功能定位和新城改造机遇，大力发展都市型农业的同时，开展房地产和建筑施工业务。北京独特的消费优势以及高于全国的经济增长速度为顺鑫农业各项业务发展提供广阔空间。

传统业务：不求行业最好，但求北京第一

白酒业务：增长趋势已确立，未来三年复合增长率在 30%以上

08 年牛栏山酒厂销售量已超过 8 万吨，在北京众多的二锅头品牌中，牛栏山已经成为了消费者的首选品牌；牛栏山已成为北京经济发展的名片、北京地区白酒行业的代表。目前经典系列和百年系列酒都正处于销售上升周期内。未来依然是白酒提高毛利率，业绩增长主要来源。

屠宰业务：生鲜肉市场北京市场占有率 50%以上，交通便利具有外埠企业不可取代的优势地位。

公司历来是北京市肉猪供应大户。在满足首都生鲜肉供应方面地位突出。为提高利润率，近年来公司不断开发熟肉制品，熟肉制品量已经达到 1 万吨，其销售收入和利润比重不断上升。我们预计 2009 年，公司屠宰量回升到 300 万头，同比增长 25%。猪肉业务整体销售收入增长 10%，达到 33.4 亿元。

房地产业务：得天独厚的区位优势，已经成为公司持久性经营业务，未来重要利润增长点。

顺义是北京各个郊县中经济最为发达，08 年在北京所有区县中，总量居于第五位，09 年将上升到第四位。随着顺义新城建设规划，地铁 15 号线的建设以及顺义县人口增加。顺鑫农业房地产业务将迎来黄金发展期。我们预计该项业务 2009 年将可为公司带来 3-4 亿元的销售收入。

估值与评级

采取分类业绩和分类估值方法，我们给与传统业务 30 倍 PE，给与房地产业务 30 倍 PE，建筑施工 23 倍动态 PE，综合起来股票估值为 17.12 元，给予买入评级。

预测和比率

	2008A	2009F	2010F	2011F
主营收入（万）	517552	603707.5	712414.47	851851.62
主营收入增长率		16.65%	18.01%	19.57%
净利润（万）	22105.16	25210.82	27185.73	32506.65
净利润增长率		14.05%	7.83%	19.57%
EPS（元）	0.50	0.64	0.71	0.82
P/E	28	22	19	17

维持

买入

郑绮

010-85130985

zhengqi@csc.com.cn

孙通通

010-85130213

suntongtong@csc.com.cn

当前股价：14.00 元

目标价格 6 个月：17.12 元

分析日期：2009 年 07 月 24 日

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现（%）

1 个月	3 个月	12 个月
19.0/6.3	3.0/-21.0	-17.7/-30.9
12 个月最高/最低价（元）		17.24/6.89
总股本（万股）		43,854
流通 A 股（万股）		23,245
总市值（亿元）		59.20
流通市值（亿元）		31.38
近 3 月日均成交量（万）		947
主要股东		
北京顺鑫农业发展集团有限公司		4.56%

股价表现



一、都市型农业为主线、物流与房地产为两翼的发展思路

顺鑫农业自在资本市场上市之日起，就以大农业为主业，并不断围绕农业产业链以及都市型农业思路来发展农业。公司的猪肉业务已经形成以种猪、养殖到屠宰到深加工产品的完整产业链，其中屠宰业务占到北京市市场份额的 50% 以上。白酒业务是公司又一重要业务内容，旗下牛栏山酒厂生产的二锅头白酒占据了北京低端白酒市场的绝大多数市场份额。公司利用顺义都市农业特色，开展了农产品初级加工业务和果蔬汁业务，利用顺义的区位优势，建立了农产品批发市场。我们认为公司的这一系列业务，尽管看起来显得杂乱，但都体现了公司充分利用区位优势和资源优势，以大农业为主线，成为都市型快速消费品供应商的定位与目标。

公司的房地产业务由旗下佳宇房地产开发有限公司来独立运作，建筑工程业务由旗下鑫大宇水利工程建筑公司来独立运作，两块业务也是均围绕北京和顺义的区位优势来开展业务，目前运作良好，成为公司主业的重要补充，尤其是房地产业务，有望为未来 5-8 年公司利润增长做出重要贡献。

二、传统业务——不求行业最好，但求北京第一

公司传统业务主要包括白酒、屠宰与肉类加工。其它还有农产品加工、农产品物流等。其中白酒和屠宰与肉类加工业务收入占公司总收入的 80%，营业利润贡献占 60%。在公司业务中占举足轻重地位。尽管有些分散，但公司白酒业务和肉类业务均为分公司组织业态，经营相对独立。便于高效率组织生产和销售。

1、白酒：北京二锅头市场的领跑者

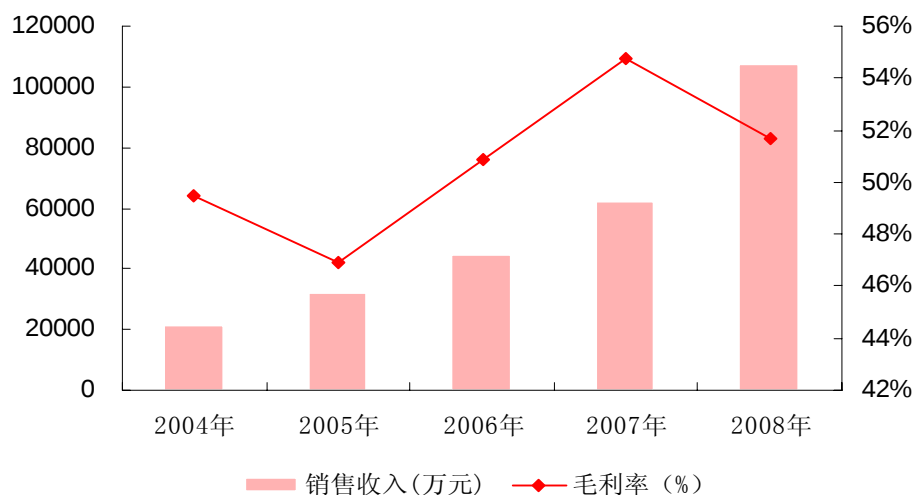
北京是我国政治、经济、文化中心，现有常住人口 1200 万，流动人口 300 万，形成了一个庞大的白酒消费市场。目前，北京市场白酒年总销售额近百亿元，占行业总产值 8.3%。其中茅台、五粮液、红星、牛栏山、金六福、京酒等十几个品牌占据着大部分市场。其中，低档市场被北京地产酒所把持，地产二锅头成为了这个领域的龙头老大。

经过了多年的历史积淀以后，北京二锅头最终形成了相当大的消费群体，市场地位相当牢固。据有关部门统计，在北京的各大酒楼、商超内，二锅头酒是销量最大的白酒，市场份额约能达到 40% 左右。而在二锅头市场中，90% 的市场份额被牛栏山、红星占有。而“牛二”已经成为消费者首选品牌。

牛栏山酒厂建于 1952 年 10 月，位于北京市顺义区牛栏山镇，毗邻潮白河，占地 300 亩，同时具备清香型和浓香型白酒的生产能力。在“牛栏山”品牌之下有两大系列白酒，即“二锅头”系列为代表的清香型酒，和以“百年牛栏山”为代表的浓香型酒。二锅头系列酒包括普通二锅头酒和高中端的经典系列；百年牛栏山则主要为中高端酒。两个系列共计 200 多个品种。

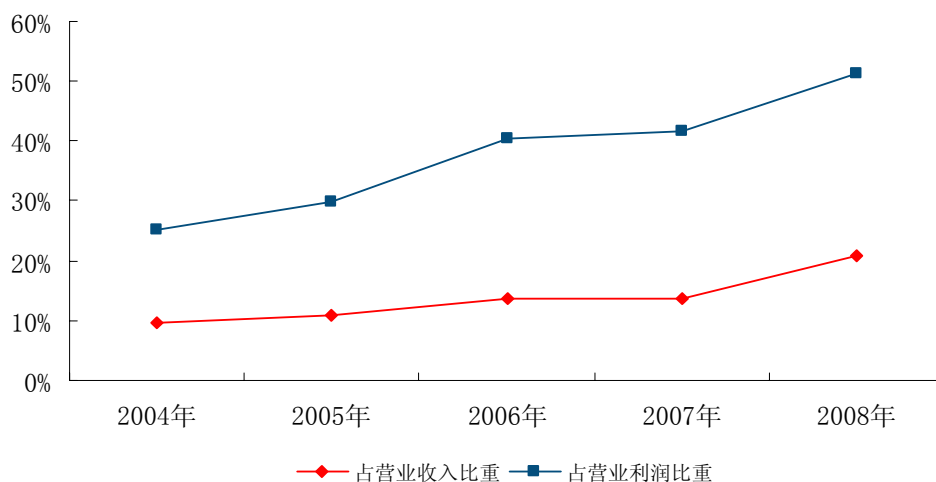
2002 年开始，白酒业务着力拓展北京市场，取得了显著的效果。2004 年至 2008 年，白酒业务销售收入年复合增长率 50%。随着产品结构的调整，毛利率水平也有较大提升，2008 年时达到了 51.69%，较 2005 年提高 4.76 个百分点，白酒业务占主营收入的比重不断提升。在北京地区低端白酒的市场占有率来看，公司的二锅头销量已经超过红星二锅头。尤其是在郊县地区，公司的市场占有率达到了 80% 以上。

图 1：公司白酒业务取得快速发展



资料来源：公司公告

图 2：白酒业务占比不断提升



资料来源：公司公告

公司白酒业务具备显著的品牌优势和营销优势，具体体现在：

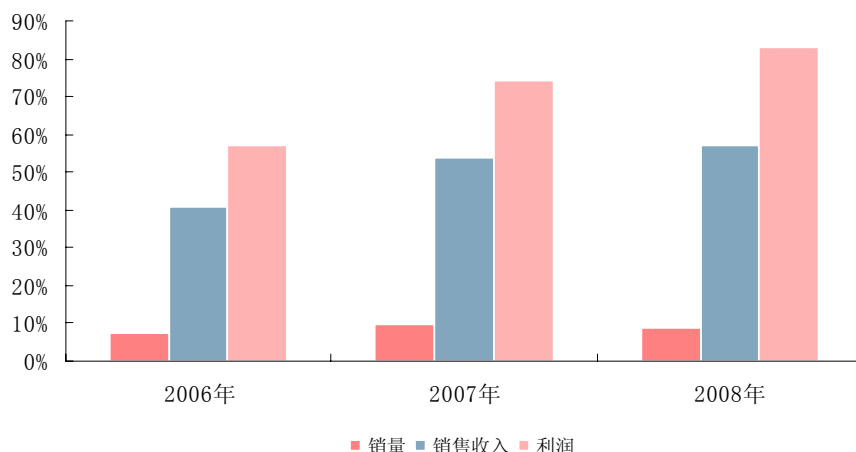
品牌优势：在京城众多白酒品牌中，牛栏山酒厂是北京地区保持自主酿造规模最大的白酒生产企业；最早拥有“中华老字号”、“中国驰名商标”的白酒企业；唯一一家获得“原产地标记保护产品”认定的白酒企业；唯一拥有“中国酿酒大师”的白酒企业；唯一获准使用“纯粮固态发酵标志”的白酒企业；唯一具有“全国工业旅游示范点单位”荣誉称号的白酒企业。

营销优势：二锅头是北京的地产酒，公司利用地处北京的优势，利用交通和文化上的便利，深耕北京区域市场，通过诸多创新性的营销手段来促进产品的销售。例如“顺风顺水顺鑫游”、拜师封酒大会、奥运庆功

酒等营销方式，这些营销方式将文化营销和体验营销相融合，将产品的品质和文化内涵传达给了消费者，使得消费者对公司酒文化有了更深的体验。2008 年公司在北京市场全年销售收入同比增长 56%，在餐饮市场的终端餐饮店发展到了 3400 多家。

公司未来白酒业务的增长主要来自两个方面：产品结构的调整升级和销售区域的扩张。（1）产品结构升级方面，2008 年公司新开发了 35 度、53 度商务酒、39 度陈酿、39 度窖藏等中高端产品 49 种，未来还将继续加大中高端产品的开发和销售力度。中高档酒在公司收入和利润中的占比逐年提升。2008 年，公司中高档酒的销量在总销量中占比只有 8.7%，但是却贡献了收入的 57%和利润的 83%。（注：公司对高中低端酒的划分与行业有所不同，以 50 元/瓶和 20 元/瓶为界限，50 元以上为高档酒，20 元/瓶以下的为低档酒，20-50 元之间为中档酒）；（2）销售区域拓展方面，未来公司将按照“一城二洲三区”的区域布局战略，公司表示将继续做深做透北京这个核心市场，在北京地区的销售量依然有增长空间；此外努力开拓外埠市场。

图 3：公司中高档酒销量、收入、利润占比



资料来源：公司公告

08 年底公司全面接受集团持有的内蒙古宁城老窖 100%股权，该公司拥有白酒产能 5 万吨，08 年宁城老窖白酒产量 2900 吨，净利润 575 万元。下一步将围绕产能恢复、产品结构调整来展开，争取恢复历史的势头，形成对公司较好的盈利。宁城老窖在市场策略上，一方面努力巩固原先诸如内蒙等优势市场，同时努力发展北方市场，特别是山西的太原和大同等重要市场。我们预计今年宁城老窖仍将明显增长。宁城老窖是浓香型酒，与二锅头系列清香型形成互补。该品牌在内蒙古及周边地区有较大知名度，目前处于销售恢复时期，销售量将逐步增长。

我们认为下半年，随着中秋节、国庆节等重要节日的到来，以及逐渐的进入白酒的消费旺季，在白酒，尤其是高端白酒行业出现明显恢复的形势下，公司白酒业务面临着较好的发展机遇。我们认为公司白酒业务今年可以保持 30%以上的业绩增速。

我们对白酒行业发展的认识：与啤酒在外埠直接建厂不同，白酒一直强调自己的地产酒特征，“离开宜宾就不能生产五粮液，离开仁怀就不能生产茅台”。这使得白酒在争夺全国市场过程中永远是“外来者身份”，这种身份妨碍白酒在某一市场上永远扎根。白酒企业只能争取在某一外部市场多生存几年，而不能奢望在整个市场永远成为热点。而白酒的地产化特征也使白酒消费呈现典型的“大众消费地产化，礼品和商务政务用酒的品牌

化和潮流化”特点。汾酒在河南是市场红火几年之后迅速下滑，其原因除了经销商开发品牌失控以及公司在渠道管理不利外，潮流更迭也是重要原因之一。未来真正全国性品牌还将出自有深厚文化底蕴、有较大产能基础的大品牌，数量不会超过 5 个。多数品牌都将是区域性经营为主。

我们对顺鑫农业白酒业务的判断，我们认为牛栏山二锅头普通型酒在北京市场上还具有强大的生命力。未来这部分酒要靠缓慢提价和稳定市场份额来实现盈利。而二锅头经典系列酒以及牛栏山百年系列酒主要消费群体集中在商务和政务，这就需要公司不断根据市场变化调整经销商策略来提高销售量。根据酒类流通规律，二锅头经典系列、珍品系列和百年系列酒总销售量不到 1000 吨，在北京地区仍然处于上升通道，销售量还在不断扩大过程中。白酒收入和利润还将来自上述两个系列酒在北京市场销售的扩大。

牛栏山在北京的经销商为实力雄厚的朝批。还有其它实力公司。燕京走向全国市场也增强了政府对北京本土品牌的信心。政府希望牛栏山二锅头成为北京名片扩大知名度和市场影响力，并给予大力扶持。这些都会增加牛栏山竞争实力。

而对外部市场开发，公司目标是两洲和三区，即长三角和珠三角，及东北、西北和华北。三区是清香型酒的传统消费领域。不仅会与汾酒等大品牌酒形成市场战略冲突，也会与比如宝丰、衡水老白干等地产品牌形成竞争关系。牛栏山品牌培育和经销商方面都需要大量投入。因此外部市场暂时还不能成为白酒重要利润来源。就目前所知，牛栏山外埠市场做的比较出色的是目前是河南市场。有望做到 8000—10000 万元。此外湖南和江苏市场也有一定进展。

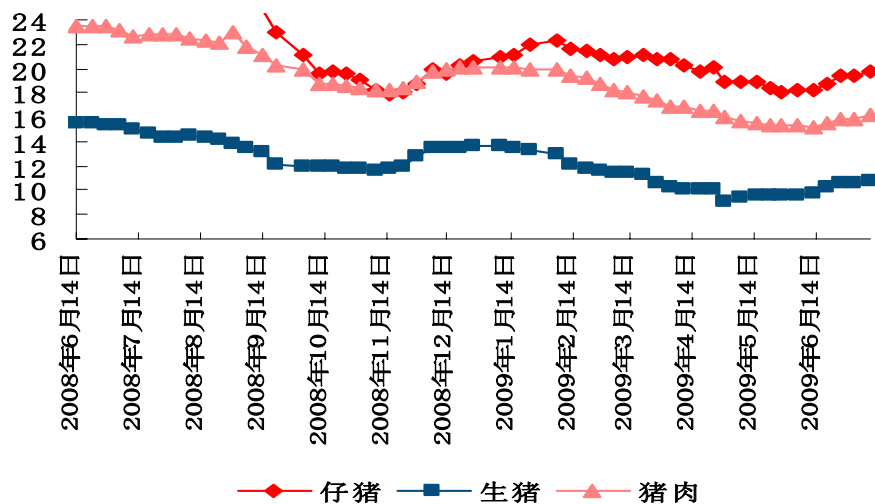
我们预计公司白酒业务 2009 年销售收入增长 30%，达到 13.97 亿元，为公司贡献 EPS0.3 元左右。

2、肉制品业务：生鲜肉占领北京 50%以上市场份额

肉制品业务是顺鑫农业的第二大核心业务。公司此项业务已经形成从种猪繁育、养殖、屠宰到肉制品加工的完整的产业链条。种猪业务实力突出，在全国具有很高知名度，这是顺鑫农业区别于其他屠宰加工企业的最大优势。种猪业务不仅利润率高，并且经营较为稳定。2008 年两项净利润在 3000 万元以上的业务中就有种猪业务。2009 年养殖业处于下降周期中，数量上升，价格下降。全年净利润依然维持 08 年水平。

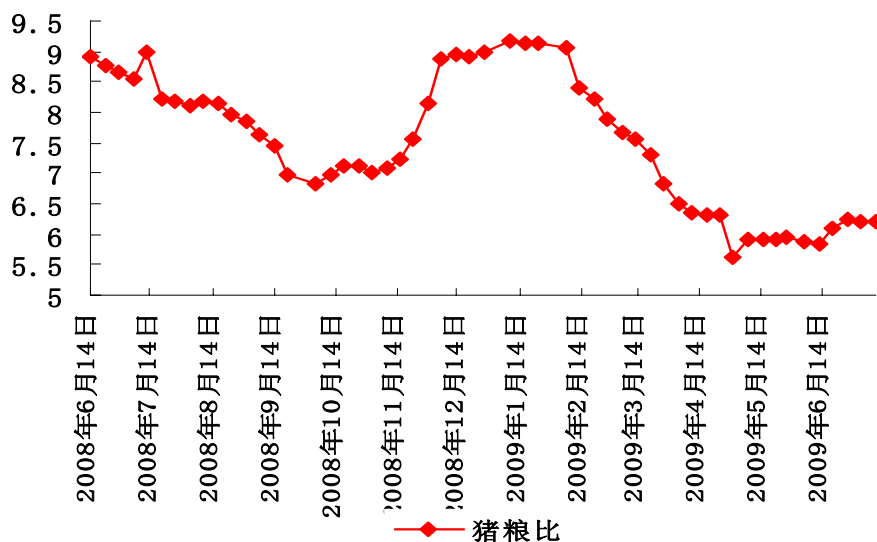
公司目前年屠宰生猪能力约为 550 万头，其中鹏程食品分公司约为 350 万头，达州鹏程约为 100 万头，汉中鹏程约为 50 万头。另外，鹏程食品分公司还有 5 万吨的熟食生产能力。顺鑫鹏程的生猪屠宰占到北京市场 50%以上的市场份额，熟食肉制品占到北京市场 6-7%的市场份额。2008 年鹏程北京公司实现净利润 5170 万元；汉中仅为 304 万元，达州亏损。

图 4: 猪价走势



资料来源: 中信建投研究所

图 5: 猪粮比



资料来源: 中信建投研究所

猪价走势判断: 随着供求关系的改善, 猪肉价格在下半年探底回升基本是确定性的事件, 而国家在 5 月份采取冻猪肉收储政策进一步使得此提前出现。根据我们的观察, 5 月份全国猪价处于底部徘徊期, 猪肉价格最低下探到 15.2 元/公斤, 猪粮比最低达到 5.6, 之后进入 6 月份, 猪价即进入回升期, 猪粮比回升到 6.3: 1。我们认为随着供求关系的继续改善和下半年秋冬季消费旺季的到来, 猪价将进一步步入回升通道。但这次与 2007 年猪价暴涨有所不同, 如果不出现大的疫病灾害, 我们判断猪价的回升是一个缓慢的过程, 而不会是快速暴涨。

我们认为猪价的接低反弹，将为顺鑫肉制品业务带来三方面影响：（1）整个 2009 年，我们判断生猪供应量依然充裕，这可以为公司屠宰带来较为丰富的猪源，增加公司屠宰量；（2）猪价可持续上涨预期的存在，将吸引更多的养殖户开始养猪或扩大养殖规模，这有利于促进公司种猪的销售；（3）肉制品业务在猪价上涨中尽管会使得这块业务成本提高，毛利率下降，但是随着下半年进入消费旺季和公司采取相关销售措施，猪价上涨带来的不利影响能够克服。

受益于生猪供给较为充裕，我们预计 2009 年公司屠宰量回升到 300 万头，同比增长 25%。猪肉业务整体销售收入增长 10%，达到 33.4 亿元，因为此项业务毛利率和净利率均较低，我们预计在 2009 年可为公司贡献 0.12 元。

3、蓄势待发的房地产——隐性的翅膀将飞得更高

顺鑫农业房地产项目分为三类，有已进入销售阶段房地产项目，有待销售项目，还有土地储备和项目储备。三个不同阶段的房地产项目，可以推动公司该项业务一直进行到可预见的未来 5—10 年。这充分说明房地产已经成为公司经营重要组成部分，而不再是辅助性和临时性盈利项目。房地产业务也将成为公司未来重要收入和利润增长点。

1、已进入销售阶段的房地产项目，销售周期可延续到 2011 年

- A、顺义城区国际商务中心（进入全面销售阶段）
- B、高丽营公寓项目（销售已经达到 70%）
- C、山东曲阜国际文化商品城项目（进入租售阶段）

2、待售或待经营房地产项目

A、花博会主场馆——定位在综合性商业和展览中心。与距离不远的新国展共同构成顺义会展业的核心地标。

B、杨镇三期住宅项目开发

3、丰富的土地储备，都与现有已建项目毗邻，为配套土地，将很快转化为配套建筑

- A、花博会西侧的后沙峪土地储备
- B、站前街国际商务中心西侧土地储备

这两块地都是熟地，今后作为已经建成房地产项目配套来运作。

4、顺鑫集团的潜在土地储备**

资料链接一：花博会主场馆介绍

花博会室外展区占地 404 亩，是一座没有围墙的大花园。主场馆分室内、室外两大展区。主展馆总

面积 16.9 万平方米，其中 1、2、3 号展馆 9.95 万平方米，物流中心 6.28 万平方米，交易中心 7500 平方米。整个建筑为钢框架结构形式，1、2、3 号展馆和物流中心均为地下一层和地上六层，地下建筑面积 3.6 万平方米，地上建筑物 13.39 万平方米。建筑内部 1、2 层层高 8 米，可用于大型展览展示，3-6 层层高 4 米，可用于商业和办公。交易中心局部三层，用于贵宾接待和新闻发布，层顶看台可用于办公集会及文艺演出。

从主场馆设计就可以看出，建筑不仅为花博会使用，更考虑未来会后使用。而展览、商业和交易办公于一体的商业展示中心设计，又与未来顺义区展会和物流经济定位高度吻合，

主场馆的建设有顺鑫农业旗下全资子公司茂峰花卉物流有限公司负责开发建设。鑫大禹公司参加建筑施工部分工程。总投资 13 亿元。会后该场馆有顺鑫农业公司操作运营。

目前主场馆西侧土地（后沙峪）已经被公司最新拍卖夺得。未来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。

主场馆东侧是市政府投资建设的 400 亩主题公园。汇集全国各省市地域景观、特色园林、集休闲娱乐于一体。

主场馆一条马路之隔的南侧就是正在建的地铁 15 号线后沙峪车站。而再南侧就是新国展。地铁将新国展和花博会场馆连成一线。商业价值非常明显。（见附图 4）

四、公司发展房地产业务具有得天独厚的优势

1、无可比拟的区位优势

顺义位于北京东北部，紧邻朝阳区，又与密云、昌平、怀柔和平谷接壤，是北京人前往密云、怀柔和平谷旅游度假的必经之地。也是连接北京市区与山区的最后一块平原地带，环绕北京市区的两条重要水系：温榆河和潮白河流经顺义。自然条件优越，交通位置非常重要。北京首都国际机场即落户顺义。高档别墅及大量度假村也集中在顺义区（附图 1）

2、顺义新城功能定位（附图 2）

《北京城市总体规划（2004 年—2020 年）》对顺义新城的功能定位：东部发展带的重要节点，北京重点发展的新城之一。引导发展现代制造业，以及空港物流、会展、国际交往、体育休闲和宜居六大功能。

顺义区在北京城市空间结构的战略调整中承担重要职能。是北京未来重点的城市化和产业化发展地区，是中心城人口与职能疏解的主要载体，是首都现代化过程中新功能的聚集区和城市新增人口的主要聚集地。作为首都机场所在地，是重要的国际航空枢纽，是首都面向全国和世界的门户，同时承担国际国内交往、服务的重要职能。重点承担对外交通要求较高的职能，包括大型会展、商务、物流、先进制造和体育休闲的职能。顺义空港产业中心及先进制造业基地是北京服务全国、面向世界的城市职能中心之一。

3、顺义区“一港、两河、三区、四镇的新城部署”（附图 3）

一港：首都国际机场及临空经济核心区，是新城发展的枢纽核心。首都机场预计到 2015 年年旅客吞吐量超过 6000 万人次，年货运吞吐量 180 万吨，成为洲际枢纽港。国内外经验显示，国际性枢纽机场往往会聚集带动周边地区临空经济的规模化发展，并且能够有效推动所在地区的整体发展。

两河：潮白河风景区和温榆河绿色生态走廊，是新城发展的生态屏障。加强堤线保护和河道治理，做到“有水则清，无水则绿”；充分发挥“两河”在生态、景观、城市文化和形象方面的重要作用，体现顺义新城滨水特色，使其成为城市发展的重要生态屏障和市民生活居住、休闲度假、体育健身的重要区域。

三区：中心区、空港区、河东新区三城区，是新城发展的城市载体。

四镇：杨镇、高丽营、李遂、赵全营四个重点发展的城镇，是新城发展的统筹桥梁。根据北京总体规划提出的“统筹规划、分类指导、突出重点、示范带动”的城镇发展原则，通过对现有城镇的区位条件、发展基础、资源状况等方面的综合研究，选择区位条件优越、发展基础好、潜力大、辐射带动范围大的杨镇、高丽营和李遂、赵全营作为“两主两辅”四个重点发展的城镇（其中杨镇、高丽营为北京总体规划确定的重点镇），作为城乡统筹发展的桥梁，与顺义新城共同构成北京东北部地区的发展核心，辐射和带动整个地区的发展。

4、顺义新城发展规划为房地产拓展巨大发展空间

A、人口计划增加计划，由目前 50 万人增加到 120 万人。新增人口将来自市区转移人口，来自各类新竣工项目新增就业人口。）

B、顺义住宅地产还有很大增加空间：一是乡村改造，拆迁 30 多个自然村后对住宅的需求；二是新增人口对住宅的需求；三是作为北京城区高收入阶层的第二住宅需求。

C、经济发展规划带动商业地产，特别是展会经济对场馆发展写字楼需求的拉动。

5、地产企业受各级政府大力扶植，“做别人不能做之事，拿别人拿不到之地块”

顺义作为大型项目所在地必然在争取土地和项目上具有优势。目前隶属顺义区有一定规模和实力的房地产公司只有顺鑫农业和大龙地产。在土地拍卖和争取项目上，两家公司依然拥有优越于同等水平的外埠公司的优势。目前大龙地产聚焦在住宅市场，特别是在北京市区有多个住宅项目。而佳宇地产则更侧重顺义新城建设。尤其是顺鑫农业地产项目要与传统大农业产业有一定的匹配效果。

6、顺鑫集团的项目孵化器模式

顺鑫集团的项目孵化器功能自股份公司上市后就一直运营。多数土地都是以集团名义争取到，运作基本成熟再交由股份公司。比如站前街国际商务中心的运作就是如此。集团先行的方式减轻了股份公司的资金压力，并减少项目争取阶段成本。顺鑫农业股份公司大树底下好乘凉。目前集团仍在不断抓住机会进行土地储备。土地储备甚至拓展到其它二线城市。目前已知的土地储备包括：牛栏山酒厂附近土地，后沙峪，包头及其他二线城市中心区域土地储备，等。

7、便利的交通将刺激房地产业

北京作为国际化大都市，城市面积广阔，交通因素在人们选择住宅方面占据重要位置。特别是轨道交通以其“不堵车，准点”越来越成为人们首选点公共交通工具。哪条地铁和轻轨开通，沿线房价就会随之上升。

2008 年奥运会的两个水上项目落户顺义，奥运会专门的物流设施、仓库等也都建在顺义空港附近，这大大加快顺义道路交通状况改进的速度，将顺义整体交通水平大约提前了 5-10 年。而地铁 15 号线已经开工，在城区北四环，由西向东，再转向东北将贯穿顺义新国展、花博会以及顺义主城区。我们完全有理由预见，沿线房地产将掀起一个新的高潮。就好像通往通州的 8 通线一样。而顺义未来发达的会展和商业氛围，以及优于通州的生态环境，沿线房地产前景非常值得期待。

资料链接二：地铁 15 号线

M15 号线顺义段全长 18.5 公里，共设 7 座车站，分别是新国展站、新国展北站、**后沙峪站**、南法信站、顺西路站、府前街站，向东从地下穿过潮白河后到达终点站河东站，其中新国展站至后沙峪站为高架线路，全长 10.6 公里，从南法信镇经顺义城区一直到终点站河东站全部为地下线路，从而为顺义新城的城市发展提供了更大的空间。这是目前北京市轨道交通进入郊区后唯一的地下线路。

地铁 M15 号线贯穿了顺义新城中心区、空港区、河东新区三城区，成为推动顺义新城发展的助推器。

资料链接三：顺义区经济上取得的成就

1、经济总量排名在北京十几个区中排名上升至第四位。

2、2009 年顺义区经济继续保持快速发展

2009 年 1-5 月，顺义区实际利用外资累计完成 26725 万美元，同比增长近 38.1%，其中增资企业实际利用外资 25753 万美元，占实际利用外资总额的 96.4%。生产型企业实际利用外资 20268 万美元，占 75.8%，服务型企业实际利用外资 6457 万美元，占 24.2%。（顺义网城 2009 年 6 月 9 日）

五、顺鑫农业大农业主线业务业绩预测

1、白酒业务— 增长趋势确立，未来三年复合增长率在 25%以上

公司牛栏山二锅头占据了北京低端白酒市场的大部分市场份额，宁城老窖在全部注入上市公司以后，通过公司的运作，2008 年也为公司带来了接近 576 万元的收益。公司白酒产品结构升级，毛利率逐步提升，加上对外埠市场的开拓，牛栏山酒厂可保持较为稳定的增长速度，达到 25%以上。同时宁城老窖因基数较小，未来 3-5 年有望保持 50%-100%的增长速度。综合来看，我们预计公司白酒业务 2009 年销售收入增长 30%，达到 13.97 亿元，按照 10%的净利润率计算，为公司贡献 EPS0.3 元左右。

2、肉类业务— 较 2008 年有所提高

受益于生猪供给较为充裕，我们预计 2009 年公司屠宰量回升到 300 万头，同比增长 25%。鉴于猪价低迷，猪肉业务销售收入增长 10%，达到 33.4 亿元，我们按照 1.6%的净利润率计算（低于 2008 年的 1.78%），我们预计在 2009 年可为公司贡献 0.11 元/股。

3、其它业务— 稳定发展，不拖后腿

果蔬汁业务：公司持有顺鑫牵手有限公司 90%的股权。公司加强品牌建设，2008 年 3 月，“牵手”获得“中国驰名商标”的称号。公司在不断调整产业方向，建立了在果蔬汁领域的区域优势。2009 年，牵手果汁亮点在于“这样紫啊”。该款产品已经在过去的几个月里在北京市场取得了较大的成功，包括品牌、营销上和产品结构上的优势。但由于是新产品，市场推广费用也会很昂贵。我们预计公司果汁业务最好的结果就是不亏损，或者少量亏损。2008 年果汁业务亏损 1172 万元。预计今年亏损 500 万元。

创新食品：公司充分利用自身的农业综合优势，利用募集资金成立了创新食品。该公司经营理念就是“做京城各大厨房的操作间”。经营优势就是顺义得都市型农业优势，以及顺鑫农业的物流优势。通过生产立烹食品

和小包装切丝、切片、切块等产品，主要供应北京地区商超、酒店、宾馆等。创新食品分公司要围绕餐饮、连锁和机关院校的后厨，在现有的基础上，通过客户的精细划分类，继续扩大切分类产品的销售。2008 年该项业务实现毛利 900 多万元，占公司整体毛利的比例不到 1%，但有 100 万元亏损。我们认为未来随着业务的成熟，未来有望保持较高的业绩增速。

农产品批发市场：石门农产品批发市场是仅次于新发地的北京第二大农产品批发市场，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，交通便利。公司依靠“收取管理费+租金”的方式获取收益。这块业务相对稳定，属于公司稳定的现金牛。2008 年贡献净利润为 1648 万元，公司募集资金项目有一个就是“石门批发市场扩建项目”，保守预计贡献每股收益 0.04 元。

六、房地产与建筑工程业务业绩预测

房地产销售收入确认以交房为标准，而建筑工程施工业务一般做法是由施工方垫付款，项目验收结算。这种结算方式，对进入销售状态的项目到底何时能实现多少收入预测准确有些难度。

2009 年进入销售的房地产项目包括：

1、高丽营公寓项目：总建筑面积 78 万 m²，600 套住宅。截至 6 月底，预售率达到 70%。出售 400 多套。销售均价为 8300-8500/m²。根据我们实地调研，高丽营项目多个楼盘已经封顶，做完外装修，还在连续进行道路整修和楼盘内部装饰。因为不是精装修房，根据目前施工进度情况看，预计四季度交房，之前还要完成报验收和验房。因此高丽营项目 2009 年能够实现部分收入。

2、山东曲阜国际文化商品城：33 万 m²

该楼盘为商业用途，租售结合，去年就进入销售期。延续到 2009 年，还将陆续有租售收入。

3、站前街国际商务中心项目

总建筑面积为，为商业、写字楼和住宅为一体的。目前也进入销售阶段。

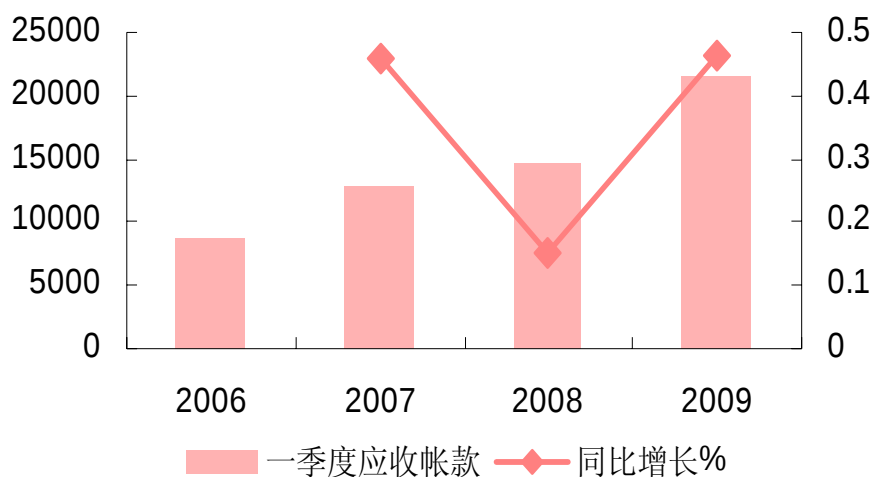
而 2007 年和 08 年两年以来主要有杨镇二期项目，而 2009 年有两项销售项目，即高丽营和国际商务中心，因此我们认为今年房地产收入应当不低于 2008 年。

建筑工程施工业务：2006 年以来三年公司该建筑工程业务收入分别达到 5200 万元，3.8 亿元和 4 亿元。上升趋势非常明显。北京重要两条自然水系—潮白河和温榆河流经顺义区内。顺义区是首都生态环境的重要组成部分，是北京市重要的水源地，在生态保护和水资源保护方面承担重要职能。北京市政府对两河流域保护和治理规划投入 170 亿元。鑫大禹地处顺义，公司鑫大禹公司具有水利施工、市政工程过程一级资质，实力居各郊区县之首，在争取水利项目上具有一定优势。此外鑫大禹参与公司自身房地产项目，就算房地产收入没有确定，鑫大禹每年收入都会有保证。且从以往数据看，公司净利润率达到了 9.7%，远远高于行业平均 3% 的水平。

由于建筑工程施工和房地产业务在会计年度内多以应收帐款形式体现，我们观察了公司 2006 年以来一季度应收帐款情况与全年建筑业收入和房地产收入的关系。可以看到，三年来顺鑫农业一季度应收帐款走势与两项业务收入走势具有较强的正相关关系。据此我们预计 2009 年建筑业收入为 46717--59000 亿元，增长幅度在

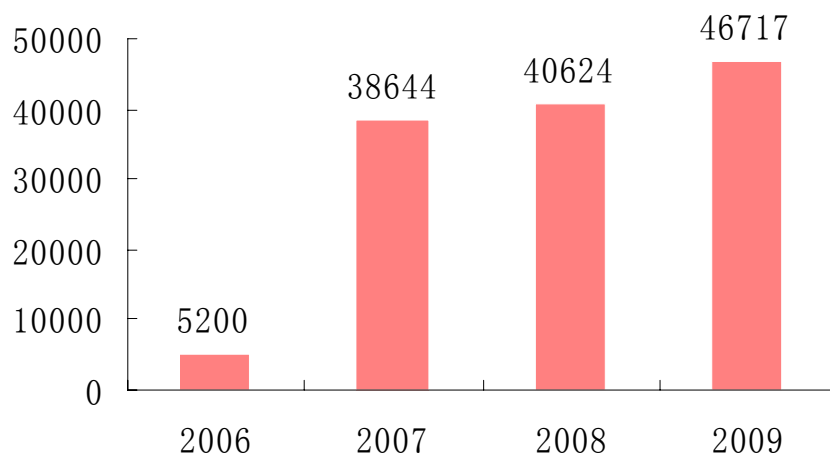
15—46%之间。

图 6：顺鑫农业三年来一季度应收帐款及增幅



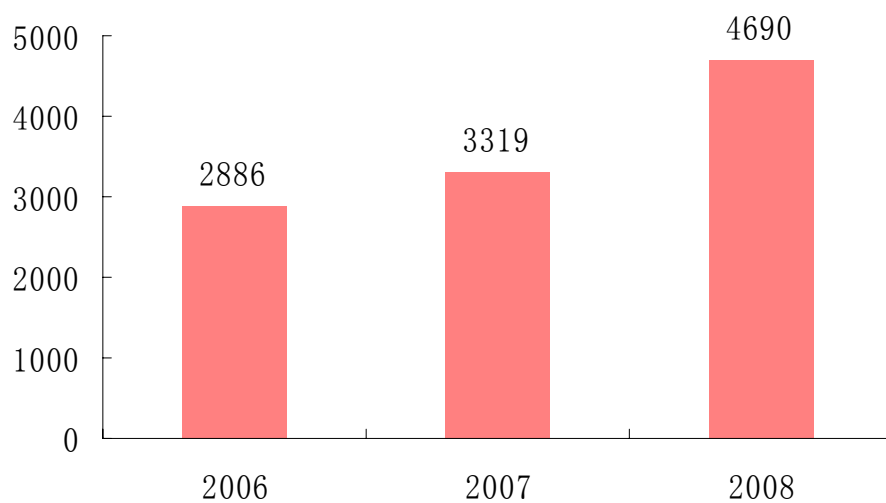
资料来源：公司公告

图 7：顺鑫农业建筑施工销售收入走势



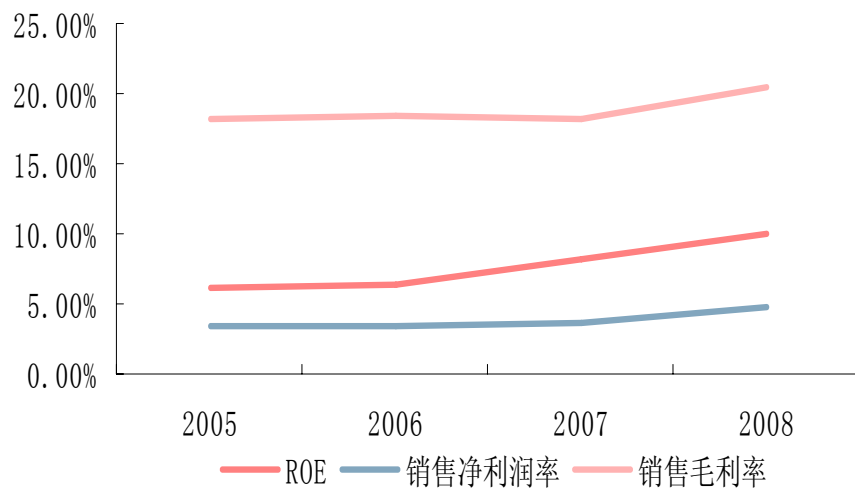
资料来源：公司公告

图 8：顺鑫农业财务费用指标变化



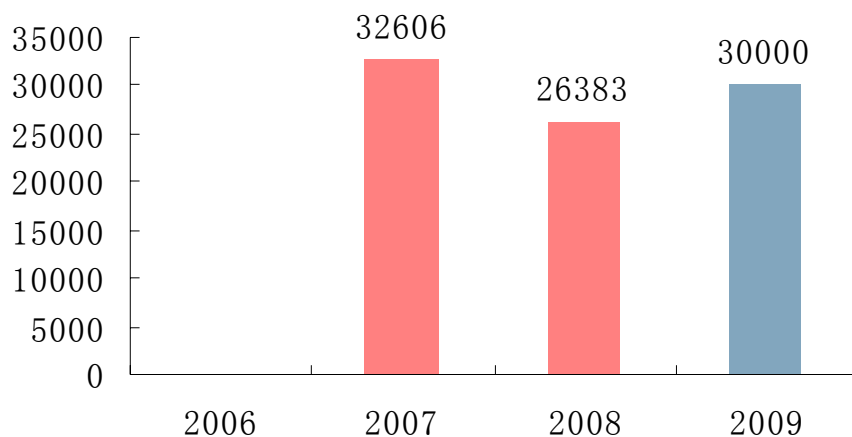
资料来源：公司公告

图 9：顺鑫农业财务费用指标变化



资料来源：公司公告

图 10：顺鑫农业历年房地产收入



资料来源：公司公告

销售风险提示：高丽营项目大概在 10 月份能够完成验房，交钥匙，因此实现部分收入的可能性更大一些。而站前街国际商务中心，以租售为经营方式。截至目前为止，尚没有企业入住。后期可能会有顺义区一些职能机构进入。半年租金，加上 1-2 个月的装修期。因此 2009 年的租售收入会很少，基本可以忽略。

我们预计 2009 年房地产收入主要来自高丽营和山东曲阜商品城销售收入，为 3 亿元左右。按照 13% 的净利润率计算，全年净利润为 3900 万元。贡献每股收益 0.09 元/股。

建筑业销售收入 46717--59000 万元之间，由于公司施工项目多为公司本身房地产项目（高丽营和花博会等）按照 9% 的净利润率计算，全年贡献净利润大约为 4204.53—5310 万元之间。每股贡献利润 0.095 元—0.12 元。

公司业绩预测表

表 2：预测假设

	2008 年	2009 年 E	2010 年 E	2011 年 E
白酒业务	107449.25	139684.02	184382.91	248916.93
		30%	32%	35%
猪肉业务	303745.75	334120.32	367532.36	404285.59
		10%	10%	10%
房地产	26383.21	30000	35500	42000
		13.71%	18.33%	18.31%
建筑工程	40624.11	48748.93	58498.71	70198.46
		20%	20%	20%
其他	39349.41	51154.23	66500.49	86450.64
		30%	30%	30%

表 3：利润表预测（万元）

营业收入	517552	603707.50	712414.47	851851.62
增长率%		16.65%	18.01%	19.57%
营业成本	411384.95	482966.00	569931.58	681481.30
营业税金及附加	16176.76	15092.69	17810.36	21296.29
营业税金及附加/营业收入	3.13%	2.50%	2.50%	2.50%
营业费用	38214.34	42259.53	49869.01	59629.61
占营业收入比	7.38%	7%	7%	7%
管理费用	18649.2	22337.18	28496.58	34074.06
占营业收入比	3.60%	4%	4%	4%
财务费用	4690.36	6037.08	8548.97	10222.22
占营业收入比	0.91%	1.00%	1.20%	1.20%
资产减值损失	822.02	0	0	0
营业利润	30480.59	35015.04	37757.97	45148.14
营业外收支	157.57	0	0	0
利润总额	30638.16	35015.04	37757.97	45148.14
所得税	6412.71	7003.01	7551.59	9029.63
占比	20.93%	20%	20%	20%
净利润	24225.46	28012.03	30206.37	36118.51
归属于母公司的净利润	22105.16	25210.83	27185.74	32506.66
少数股东权益	2120.3	2801.20	3020.64	3611.85
股本		43854.00	43854.00	43854.00
每股收益	0.5	0.65	0.71	0.82

七、估值与评级

由于公司多元化业务格局，增加了公司估值的复杂性。我们采取分业务估值方法。

根据对传统业务、其它业务以及房地产业务业绩预测。我们给与传统业务 30 倍 PE，给与房地产业务 30 倍 PE，建筑施工 23 倍动态 PE，综合起来股票估值为 17.12 元，较现在的股价还有 27%的空间，给予买入评级。

由于公司采取集团孵化器模式从事房地产项目，很多土地资产储备不会在股份公司中体现出来。简单使用 NAV 来对顺鑫农业地产业务估值，不是很合理。因此我们还是采取 PE 传统估值方法。同时我们还要考虑地产公司的财务安全性和负债结构。

表 3：几家地产公司偿债能力数据对比

	万科 A	招商地产	保利地产	顺鑫农业
归属母公司股东的权益/负债合计	38.41	67.85	35.12	46.31
归属母公司股东的权益/带息债务	88.33	122.28	60.53	53.38
有形净值/带息债务	84.08	120.37	59.98	49.8
有形净值/净债务	308.45	291.36	81.31	82.02

可以看出，顺鑫农业与同行比较偿债能力指标偏弱。但公司 6 月底前最近公布最新收购土地和建成房地产项目。有关指标会有改善。此外就是顺鑫农业房地产业务集团孵化器的经营模式，也影响到一些指标。

附图 1



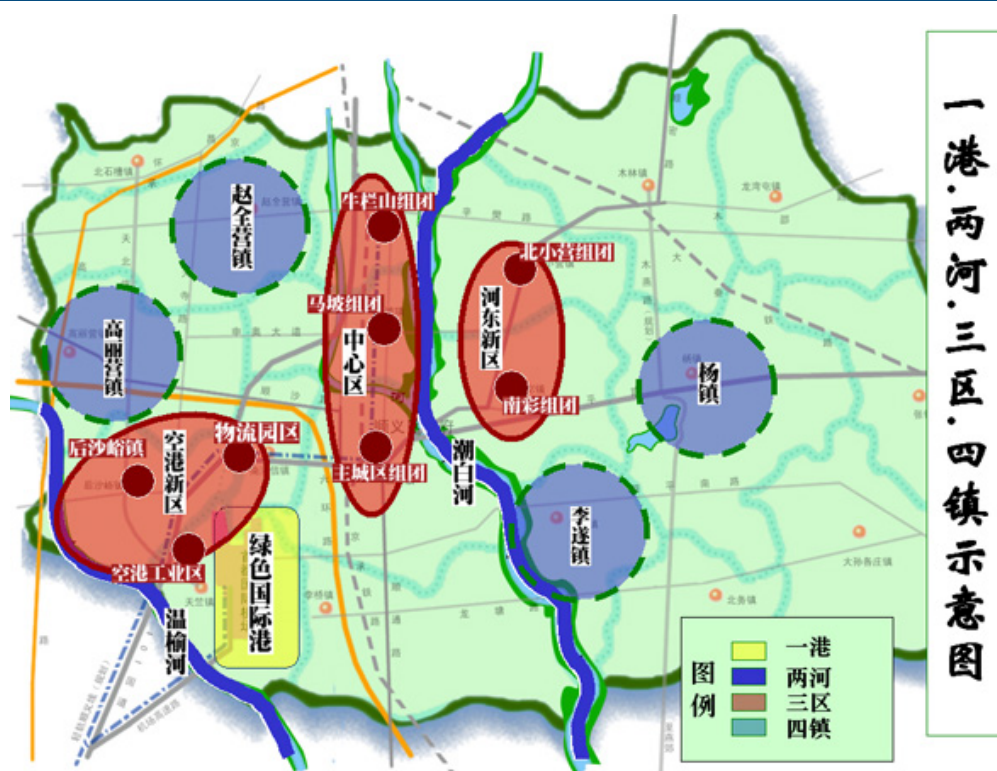
附图 2



附图 3



附图 4



附图 5



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我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并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本文作者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，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，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收到任何形式的补偿。

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉
追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界
强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断
注重研究、沟通、推介能力的全面发展
发扬敬业精神，发扬团队精神

关于中信建投 证券研究发展部

第一家与基金管理公司签约的证券研究机构
第一家与保险公司签约的证券研究机构
第一批与全国社会保障基金理事会签约的证券研究机构
2003-2006 年连续四年证券研究机构宏观经济预测第一名
2003 年投资组合收益率为 47.91%，超越上证综合指数 37 个百分点
2004 年华夏 50 组合收益率为 3.56%，超越上证综合指数 13 个百分点
2005 年华夏 19 组合收益率为 8.98%，超越上证综合指数 16.32 个百分点
2006 年中信建投 Top30 组合收益率为 180%，超越上证综合指数 50 个百分点

作者简介

郑绮，食品饮料行业首席分析师，曾获最佳消费品分析师称号及《新财富》入围
孙通通，食品饮料行业分析师，中国人民大学金融学硕士

地址

北京 中信建投证券研究发展部	上海 中信建投证券研究发展部
中国 北京 100010	中国 上海 200120
朝内大街 188 号 4 楼	世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室
电话: (8610) 8513-0588	电话: (8621) 6880-5588
传真: (8610) 6518-0322	传真: (8621) 6880-5010