

湘财证券研究所

农林牧渔研究小组

于青青

Tel: 021-68634518-8306

E-Mail: yqq2836@xcsc.com

朱 毅

Tel: 021-68634518-8638

E-Mail: zy2831@xcsc.com

事件：

公司 1 月 29 日公告非公开增发预案，拟以不低于 16.42 元/股的价格非公开发行 11000 万股，募集资金净额不超过 17 亿元，投向酒厂研发中心暨升级改造项目和优质种猪繁育和规模化养殖项目。

点评：

17 亿募集资金主要投向白酒和种猪两大核心业务。公司此次预计募集资金 17 亿元，其中 8.35 亿用于建设牛栏山酒厂研发中心暨升级改造工程，其余 8.93 亿元用于种猪繁育和规模化养殖项目。

其一，白酒业务主要是通过培养特有菌种来实现低档白酒向中高档白酒的转型，按照项目的 3 年建设期来计算，将从 2012 年开始逐步为公司贡献利润。

公司拟通过此次募集资金在保持白酒生产总量不变的条件下，通过牛栏山酒厂国家实验室优势培养特有菌种、制作优质大曲，以此生产优质基酒，并对灌装车间、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的转型。本项目募集资金为 8.35 亿元，其中建设投资为 7.59 亿元，铺底流动资金为 0.76 亿元。

公司 2009 年全年白酒销售收入较去年同期增长 24.75%，公司牛栏山二锅头有低档酒和中高档酒两种，其中 09 年中高档白酒产品销量占公司白酒总销量 14% 左右，而销售收入则达到了总销售收入的 54.1%。我们预计公司未来在紧抓低端市场基础上，将会加大对中高档产品的销售利润。

此项目建设期为 3 年，2012 年将为公司贡献利润，假定 2012 年达产率为 33%，2013 年达产率为 67%，2014 年达产率为 100%，则 2012 年可为公司新增营业收入 17919 万元，税后利润大约在 3768.6 万元。

表 1 非公开增发募投方案

序号	项目名称	总投资额 (万元)	拟用募集资金投资额 (万元)
1	牛栏山酒厂研发中心暨升级改造工程 工厂项目	83500	83500
2	优质种猪繁育和规模化养殖项目	89305	89305
(1)	兴隆项目	19750	19750

(2)	肃宁项目	18200	18200
(3)	滦平项目	9875	9875
(4)	阳高(大白登镇)项目	965-	9650
(5)	阳高(北徐屯乡)项目	9650	9650
(6)	承德项目	7180	7180
(7)	客家庄项目	15000	15000
合并		172805	172805

数据来源：公司公告

表 2 白酒募投项目利润贡献情况

	达产率	新增营业收入 (万元)	新增税后利润 (万元)
2012 年	33%	17919	3768.6
2013 年	67%	36381	7651.4
2014 年	100%	54300	11420

数据来源：公司公告、湘财证券研究所

其二，扩大公司种猪繁育和规模化养殖规模来加强公司对猪源及养殖环节的控制力度，确保公司的产品品质和食品安全的全程控制。

公司拟用 8.93 亿元的募集资金在北京及其周边地区共 9 个地点建设种猪繁育场，通过“公司+规模养殖户”的方式，为合作养殖户提供高品质、价格合理的种猪，依靠种猪的种源控制，进一步加强公司对猪源及养殖环节的控制力度，确保生猪产业链条下游屠宰环节生猪资源，从而加强公司生猪产业链的品质和安全控制能力。

公司的小店畜禽良种场是国家级重点种畜禽场，全国同行业中首家通过 HACCP 认证，2006 年被认定为国家级农业标准化示范基地。由于种猪养殖对技术要求较高，形成了一定的进入壁垒，所以毛利率相对较高。

此项目建设期为 1 年，2011 年将开始为公司贡献利润，假定 2011 年达产率为 30%，2012 年达产率为 60%，2013 年达产率为 100%，则 2011 年可为公司新增营业收入 11894.4 万元，税后利润大约在 3348 万元。

表 3 种猪募投项目利润贡献情况

	达产率	新增营业收入 (万元)	新增税后利润 (万元)
--	-----	----------------	----------------

2011 年	30%	11894.40	3348.00
2012 年	60%	23788.80	6697.80
2013 年	100%	39648.00	11163.00

数据来源：公司公告、湘财证券研究所

表 4 种猪募投分项目情况

序号	项目	年出栏 种仔猪 (头)	年出栏 商品仔 猪(头)	营业收入 (万元)	利润总额 (万元)	投资 利润率(%)	内部 收益率(%)	投资回收 期(含建设 期)(年)
1	兴隆项目	32400	87600	9912.00	2490.80	12.61	10.42	7.93
2	肃宁项目	27000	73000	8260.00	2285.60	12.53	10.34	7.98
3	滦平项目	16200	43800	4956.00	1245.40	12.61	10.42	7.93
4	阳高(大 白登镇) 项目	14040	37960	4295.20	1209.30	12.53	10.34	7.98
5	阳高(北 徐屯乡) 项目	14040	37960	4295.20	1209.30	12.53	10.34	7.98
	承德项目	8640	23360	26643.20	874.20	12.18	10.19	8.12
	客家庄项 目	17280	46720	5286.40	1848.40	12.32	10.23	8.12
合计		129600	350400	39648.00	11163.00	--	--	--

数据来源：公司公告

维持公司“买入”评级。假定增发项目可以顺利实施，我们微调 2010 年和 2011 年归属母公司的净利润分别为 3.45 亿元和 4.88 亿元，预计增发摊薄后 EPS 分别为 0.63 元和 0.89 元。若不考虑增发项目贡献及摊薄效应，则维持 10 年和 11 年归属母公司净利润 3.45 亿元和 4.55 亿元，对应 EPS 为 0.79 和 1.04 元，依然维持“买入”评级。

风险提示：本次增发为董事会讨论通过，尚需股东大会和证监会批准和核准。猪肉价格下跌，中高档白酒销售未达预期。

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。