

长期拐点有望显现

推荐 维持评级

分析师：董俊峰 王国平 执业证书编号：S0130200010339 S0130210070013 邮箱：dongjunfeng@chinastock.com.cn 电话：010-66568780

1. 事件

如果公司 2010 年度再度亏损，将再度被 ST。

2. 我们的分析与判断

（1）约束激励机制变化，和（2）资产及业务变化，对任何公司来说都是形成长期拐点源头的重要组成部分。2010 年下半年如果不能扭亏，那么公司将再次被 ST，这可能不是去年即公开表示准备进行业务整合和重组的实际控制人在 2009 年刚刚重组三元集团后能够接受的。

我们推荐三元股份（600429），可以说是推荐伊利股份（600887）的姊妹篇，因为推荐伊利股份（600887）最重要的论点之一——“从乳业大变革拐点角度”一年来连续 5 篇公司深度报告推荐——同样适用于三元股份（600429）。我们再次重申“2009/2010 年度是乳业和伊利股份历史性拐点”的观点，行业盈利模式则发生凤凰涅槃式的变化，未来行业整体盈利能力大幅提高，毛利率和原奶价格开始具有相关性即是其中一个重要的表现。具体分析逻辑请参看 8 月 30 日《伊利股份（600887）深度研究报告：重申迎接乳业和公司历史性拐点机遇（第四次更新）》、2009 年 2-11 月《伊利股份（600887）深度研究报告：超越预期迎接历史机遇（三次更新）》等 4 篇公司深度报告和 2010 年 4 月 28 日《伊利股份（600887.ss）：乳业大变革拐点下的市场份额上升》、及 2010 年各月度食品饮料行业投资组合等报告。

我们在此列举集团部分资产和业务。集团拥有（1）全国最大的种公牛站，年产优质冷冻牛精液 500 万剂，占全国 40% 以上市场份额；（2）全国最大的现代化、集约化良种荷斯坦奶牛养殖基地奶牛平均年单产达 9500 公斤，达到国际先进水平率先实现奶牛体细胞检测，奶源质量达到欧盟标准；（3）国家奶牛胚胎工程技术研究中心，国家奶牛高技术产业化示范基地，拥有国内唯一优秀种公牛自主繁育体系，自主生产优秀种公牛和优秀组合胚胎。

图 1：奶牛及种公牛站



资料来源：中国银河证券研究部

表 1: 集团产品与服务一览

类别	产品与服务	厂家	亮点
乳制品	三元液态奶、发酵奶、干酪系列	北京三元食品股份有限公司	
	三元奶粉系列	河北三元食品有限公司	
	种公牛冻精、荷斯坦牛胚胎	北京奶牛中心	冷冻牛精液占全国 40% 多市场份额
	良种荷斯坦奶牛	北京三元绿荷奶牛养殖中心	
	优质种猪、优秀种公猪精液	北京养猪育种中心	全国最大的中育配套系种猪
	北京黑猪商品猪	北京世新华盛牧业科技有限公司	
	种鸡	北京华都峪口禽业有限责任公司	
农牧类		北京爱拔益加家禽育种有限公司	全球第四大育种公司
	“艾维茵”肉鸡、“正大褐”蛋鸡	北京家禽育种有限公司	北京鸭种鸭占国内 70% 的市场份额
	种苗、蔬菜	北京三元农业有限公司	
		北京市巨山农场	
	花卉	北京市延庆农场	
	水果	北京市南口农场	
	鸡肉类调理食品	北京华都肉鸡公司	
肉制品加工		北京大发正大有限公司	
	金星鸭熟食系列	北京金星鸭业中心	
	麦当劳食品	北京麦当劳食品有限责任公司	
	肯德基食品	北京肯德基有限公司	
	冷冻炸薯条和其他土豆食品	北京辛普劳食品加工有限公司	
	苹果派风味派	北京百麦食品加工有限公司	
	荷美尔肉制品	北京荷美尔食品有限公司	
合资品牌食品加工	食品烘焙制品	北京百嘉宜食品有限公司	
	丘比沙拉酱调味品系列	北京丘比食品有限公司	
	八喜冰淇淋系列	北京艾莱发喜食品有限公司	
	安德鲁果酱系列	北京安德鲁水果食品有限公司	
	太阳葡萄酒系列	北京太阳葡萄酒有限公司	
	优质生鲜奶	北京三元绿荷奶牛养殖中心	
		北京华都肉鸡公司	
生鲜食品	冰鲜鸡、速冻分割鸡系列、生鲜鸡肉类系列	北京大发正大有限公司	
	金星烤鸭鸭胚、冰鲜鸭系列、冷冻鸭系列	北京金星鸭业中心	
	黑六冷却排酸鲜肉系列	北京世新华盛牧业科技有限公司	
	荷美尔冷却排酸鲜肉系列	北京荷美尔食品有限公司	
		北京奶牛中心	
		北京三元绿荷奶牛养殖中心	
		北京华都峪口禽业有限责任公司	
养殖技术设备器材	养鸡技术服务	北京养猪育种中心	
	养猪技术、人工授精器材	北京三元绿荷奶牛养殖中心	
	奶牛饲料	北京华都峪口禽业有限责任公司	
饲料	鸡饲料	北京三元绿荷奶牛养殖中心	
		北京三元绿化工程公司	
服务类	绿化工程		

生物制药	公寓、酒店服务	北京光明饭店有限公司	华都疫苗市场占有率 25%
		北京三元酒店管理有限责任公司	
		北京三元置业有限公司	
		北京盛福大厦有限公司	
		北京三元双日食品物流有限公司	
	写字楼服务	北京三元石油有限公司	
		北京壳牌石油有限公司	
	仓储、物流服务	北京三元出租汽车有限公司	
		北京大洋药业有限公司	
	油品、出租汽车服务	北京市兽医生物药品厂	
生物制药	药品	北京力时达药业有限公司	
	兽药		

资料来源：中国银河证券研究部

3. 投资建议

我们对公司进行首次覆盖，给予“推荐”评级，测算 2010 扭亏，2011 年 EPS 则决定于动态变化。我们认为目前时点情况下，公司长期拐点有望显现。

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，并不构成对客户的投资建议，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所

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