

藏于农业的“酒、肉”小巨人

研究结论

- “酒、肉”是业绩增量主力，房地产和建筑稳健贡献利润。公司是顺义区的龙头企业，大股东顺鑫集团持股比例为 47%。公司经营主线主要是广义农产品深加工和房地产建筑两大类。农产品深加工业务主要包括白酒业务、种猪业务、生猪屠宰及肉制品加工业务和北京石门市场的农产品批发业务。目前，公司利润的三大来源为：牛栏山二锅头白酒、种猪及屠宰肉制品业务和房地产建筑业务。就公司当前利润贡献的发展趋势分析，白酒毛利贡献已占半壁江山，牛栏山二锅头和宁城老窖发展势头迅猛，我们非常看好该业务的长期发展以及对公司的利润贡献占比的上升，我们预计公司白酒业务在 2012 年的毛利占比可达到 65%。就该角度而言，公司或可被看成是一家白酒公司看待。
- 白酒业务价值对应股价可达 18.95 元。公司通过多年培育，牛栏山二锅头产品结构有了极大地提升，销量占比仅为 11% 的中高档酒贡献利润在五成以上，我们预计到 2012 年中高档酒销量占比有望提升到 15%，公司白酒业务在 2010—2012 年净利润三年复合增长率达 67%。宁城老窖处于恢复阶段，预计今年将贡献净利润 1000 万元左右，未来发展超预期的可能性较大。公司白酒业务规模与古井贡酒相当，利润规模与金种子酒相当，预计未来三年白酒 EPS 分别为 0.38、0.59 和 0.78 元，参考二线白酒公司估值水平，给予 2011 年业绩 32 倍 PE 相对合理，对应股价 18.95 元。
- 种猪和屠宰肉制品业务价值对应股价为 6.09 元。公司占据生猪产业链的两端（种猪、屠宰及肉制品业务），种猪业务主要是向全国提供曾祖代、祖代和父母代种猪，是国内规模最大的种猪企业，拟定向增发项目达产后，公司种猪销售规模将扩大一倍以上。公司屠宰产能为 550 万头，年屠宰量 300 万头左右，低温肉产量尚不足万吨，规模偏小，我们认为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，业绩主要受生猪价格波动影响。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，我们测算其价值对应股价为 6.09 元。
- 公司价值被低估，我们预计当前股价仍有 34% 上涨空间。年初公司置换出了连续多年亏损的果蔬汁业务，农批业务（石门）业绩增长相对稳健，由于公司业务多而杂，经营跨越多个行业的特点，我们对公司进行分业务盈利预测和估值，预计公司的合理价格应该为 27.24 元。
- 首次给予“买入”评级。盈利预测暂时不考虑花博会馆产生的收益（考虑花博会走向不明朗：一、可能转让 51% 股权，增厚 2011 年 0.9 元以上 EPS；二、场馆出租，近几年将会出现小额亏损）。我们预计公司 2010—2012 年归属母公司净利润分别为 3.51、5.03 和 6.18 亿元，对应 EPS 分别为 0.80、1.15 和 1.41 元，三年净利润复合增长率达到 56%。首次给予公司“买入”投资评级。



东方证券
ORIENT SECURITIES

施剑刚

食品饮料、农业高级分析师

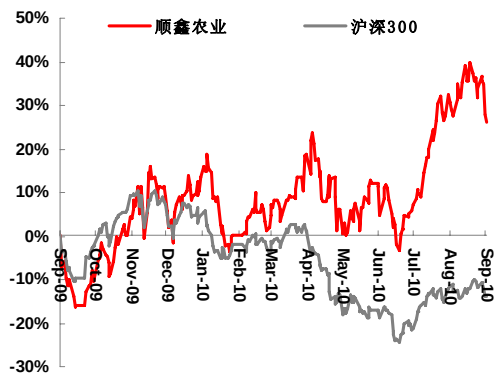
8621-63325888 × 6075

shijiangang@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860210020003

投资评级	买入	增持	中性	减持	（首次）
股价（2010 年 09 月 17 日）	20.32 元				
目标价格	27.24 元				
总股本/A 股（亿股）	4.385/4.385				
A 股市值（亿元）	89				
国家/地区	中国				
行业	白酒/肉制品				
报告日期	2010 年 09 月 20 日				

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	-3.28	13.52	25.59
相对表现 (%)	-0.69	9.19	36.16

资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

（百万元）	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	6087	7558	8707	8945
同比%	17.6%	24.2%	15.2%	2.7%
归属母公司净利润	161	351	503	618
同比%	-27.3%	118.8%	43.2%	22.7%
毛利率%	20.6%	23.9%	25.4%	26.8%
ROE%	6.7%	14.2%	18.7%	20.5%
EPS（元）	0.37	0.80	1.15	1.41
PE（X）	55	25	18	14

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

目 录

公司业务：“酒、肉”为发展重点.....	4
白酒：二锅头爆发，宁城老窖恢复.....	5
多年积累造就二锅头爆发	5
“塞外茅台”宁城老窖处于恢复期	7
白酒业务业绩预测和估值	8
生猪产业链业务：种猪贡献利润，屠宰肉制品稳健增长	9
公司两翼：房地产和水利工程	11
剥离“牵手”，花博会馆有看点	13
拟增发增强白酒和种猪盈利.....	14
牛栏山酒厂研发中心暨升级改造工程项目	14
优质种猪繁育和规模化养殖项目	15
盈利预测和估值.....	15
风险因素	16
1、原料价格变动风险.....	16
2、生猪疫情和食品安全事件风险.....	16

图表目录

图 1：公司主要业务的历年及未来三年收入和占比（亿元）	4
图 2：公司主要业务的历年及未来三年毛利和占比（亿元）	5
图 3：公司白酒业务处于快速增长阶段	6
图 4：公司牛栏山二锅头历年净利润	6
图 5：宁城老窖历史收入和净利润（万元）	7
图 6：公司持有 90%股权的顺鑫宁城盈利回升快	8
图 7：果蔬汁业务历年的收入和净利润	13
表 1：公司白酒业务预测	8
表 2：二线白酒公司估值比较	9
表 3：种猪和生猪屠宰及制品预测	10
表 4：从事生猪产业公司的估值比较	11
表 5：房地产业务预测	11
表 6：相关的房地产及建筑上市公司的估值比较	12
表 7：房地产项目 NAV 估值	12
表 8：公司拟定向增发项目	14
表 9：种猪项目具体情况	15
表 10：分业务贡献 EPS 及估值（元）	16
附表：财务报表预测与比率分析	17

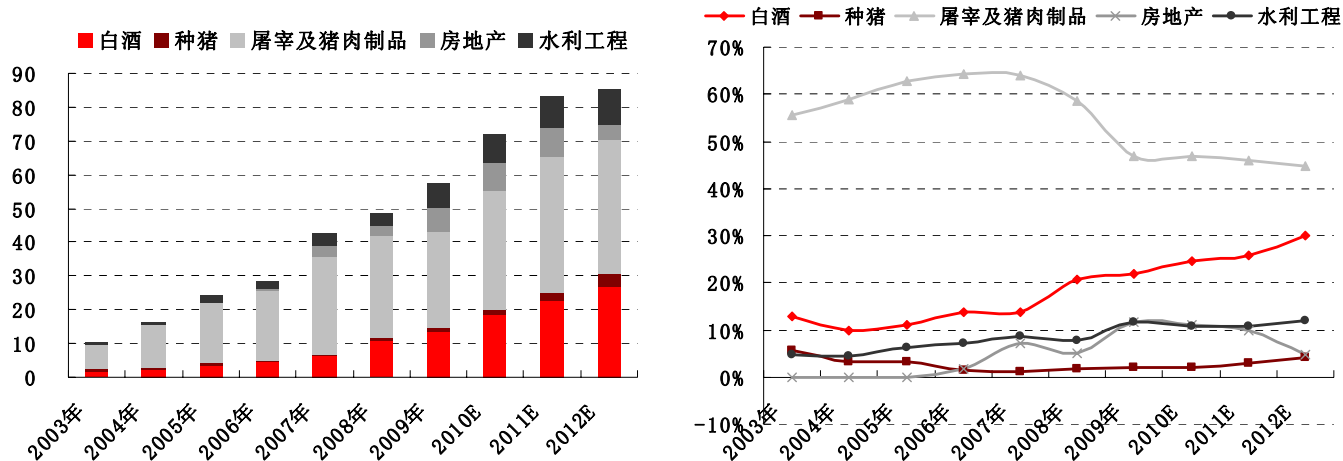
公司业务：“酒、肉”为发展重点

公司是顺义区内的龙头公司，顺鑫集团是其大股东，持股比例为 47%，北京顺义区国资委是实际控制人。公司经营范围广，初看业务比较杂。梳理后，经营主线主要是广义农产品深加工和房地产建筑两大类。可以归于公司的农产品深加工业务主要包括白酒业务、种猪业务、生猪屠宰及肉制品加工业务和北京石门市场的农产品批发业务；另外主要利润贡献点还有房地产业务和水利工程业务。

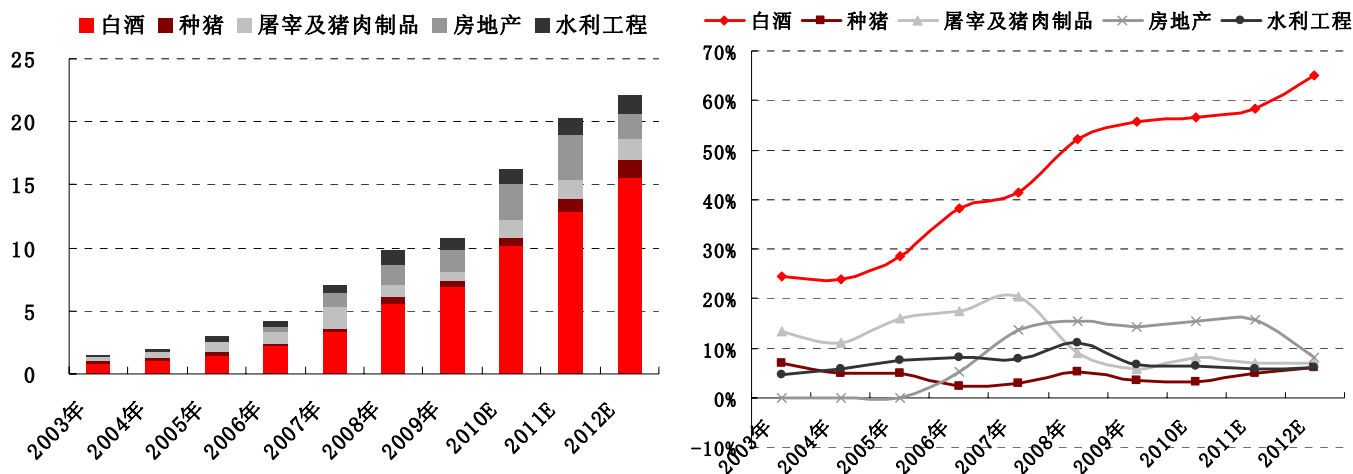
公司拥有“牛栏山”、“鹏程”、“顺鑫”等三个中国驰名商标，拥有“顺鑫农业”、“华灯”、“牛栏山”、“鹏程”、“小店”等 5 个北京市著名商标，拥有“牛栏山牌白酒”、“鹏程牌熟食制品”、“鹏程牌冷却分割肉”等 3 件北京市名牌产品。

目前，公司利润主要来源于牛栏山二锅头白酒、种猪及屠宰肉制品业务和房地产业务。其他业务业绩贡献稳健。就公司当前利润贡献的发展趋势分析，白酒毛利贡献已占半壁江山，牛栏山二锅头和宁城老窖发展势头迅猛，我们非常看好该业务的长期发展以及对公司的利润贡献占比的上升，我们预计公司白酒业务在 2012 年的毛利占比可达到 65%。就该角度而言，公司或可被看成是一家白酒公司看待。

图 1：公司主要业务的历年及未来三年收入和占比（亿元）



资料来源：东方证券研究所

图 2：公司主要业务的历年及未来三年毛利和占比（亿元）


白酒：二锅头爆发，宁城老窖恢复

多年积累造就二锅头爆发

公司白酒业务分为三个主要系列：二锅头、浓香百年和宁城老窖，主要有清香和浓香两大香型。

公司牛栏山是二锅头酒的发源地，在 2007 年被评为唯一的“二锅头原产地标志保护”企业。目前，公司二锅头产销量稳居各二锅头公司之首，其收入和利润远远领先于同属二锅头的红星等企业。这种成绩取得得益于公司多年对牛栏山二锅头的培育和发展，当前这是公司白酒业务的收获之时。

牛栏山酒厂拥有 300 多年的历史，“牛栏山”品牌荣登世界品牌实验室在北京发布的“2009 年中国 500 最具价值品牌排行榜”，这是国内唯一一家二锅头品牌入围。牛栏山酒厂获得中华老字号工作委员会、中国商业联合会颁发的“中国改革开放三十年中华老字号传承创新优秀企业”称号。公司目前已拥有由 7 名高级品酒师、24 名中级品酒师和 10 余名科技人员组成的白酒研发队伍；成立了香海研究所，专门负责科技研发和新产品开发工作；2006 年，建立了华北地区最大的 200 余平米 P2 级微生物实验室，成为继茅台酒厂之后中国白酒行业第二个国际承认的企业实验室，已有 12 个项目获得了国家认可委的认可；同时聘请酿酒行业专家学者参与培育具有牛栏山特色的菌种和大曲，并研究牛栏山二锅头酒酯微生物发酵过程中主要微生物种类及代谢性能，进一步完善了牛栏山的产品风格。

牛栏山二锅头的成功主要来自产品结构的调整，使公司产品线因销地、消费者的不同而丰富，2009 年，公司牛栏山二锅头销量达到 8.64 万吨，同比增长 20% 以上，公司中高端白酒销量占比在 11% 以上，但贡献了 50% 以上的收入和利润，其产品销售价格结构的上移也是目前国内二线中档酒成功的主要原因，这种销售结构的上移符合国内白酒消费升级的需求和现实。当前阶段二线中档酒发展成功的因素，我们在 2010 年 5 月 9 日的《二线白酒尽显强弩之势---“进可攻退可守”系列报告之一》报告中有详细阐述，要点有：

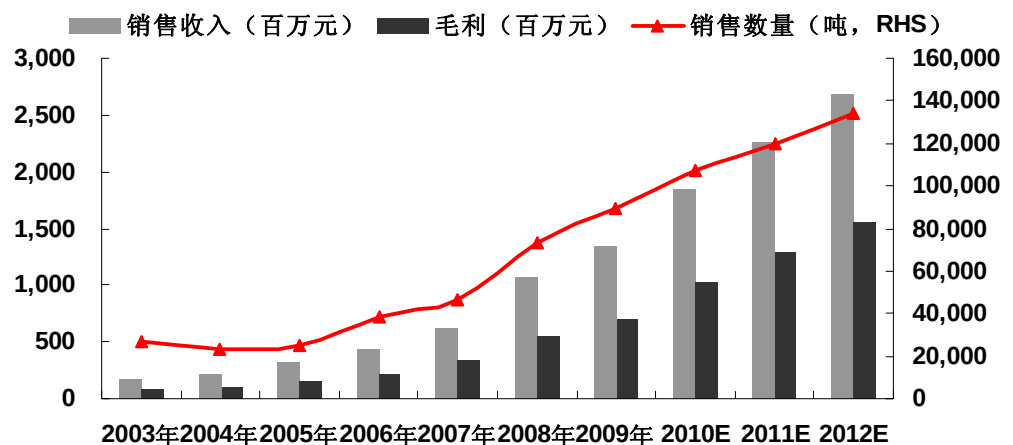
中档酒发展的优势有以下几个方面：（1）中档酒发展空间更大，白酒终端消费价格在 05 年后出现大幅上涨，2009 年终端价格是 2001 年的 3 倍多，说明白酒消费者消费升级是非常明显的，从

长期看，我们认为白酒行业产品结构应该是“橄榄”形，即中档酒占据市场 55%以上的市场，规模在 700 亿元以上；（2）中档酒在区域内的品牌认知度高，是二线白酒中短期发展后劲足；（3）高档酒快速发展预留出“空间”，来自两个方面：一是预留出价格档位，在高档酒整体价位上升至 400 元以上后，50-400 元的出现多层次价格空挡；二是预留销售区域空间，高档酒销售区域集中在沿海等经济发达地区，华中和华北的二线白酒有了更广阔的发展舞台。

公司二锅头销售区域以“一城（北京市）、二洲（长江、珠江三角洲）、三区（华北、东北、西北）”为主。目前 60%的销量来自北京市，市内掌控各个经销商；外埠市场以省级经销商为主进行市场拓广，由于在外埠市场低端产品利润过低，且为了避免在外埠市场低端酒强势的“红星”进行直面竞争，公司投入产品主要以中高端二锅头为主。

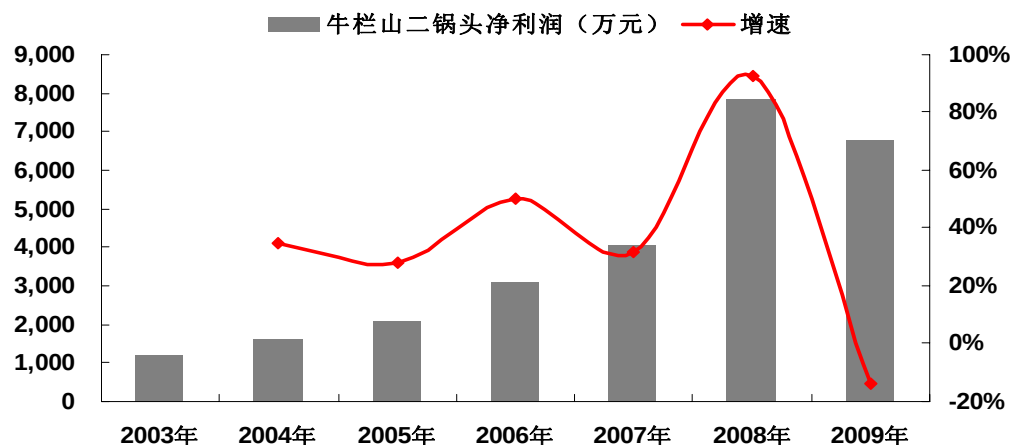
2009 年，北京市场收入同比增长 32%。在长江三角洲新设扬州、镇江办事处，收入同比增长 26%；珠江三角洲也通过加强终端网络建设，收入同比增长 56%；在三区市场，公司主要以市场培育和品牌价值提升为主导，同时加强市场管理，华北地区收入同比增长 45%，西北市场同比增长 73%。

图 3：公司白酒业务处于快速增长阶段



资料来源：东方证券研究所

图 4：公司牛栏山二锅头历年净利润



资料来源：东方证券研究所

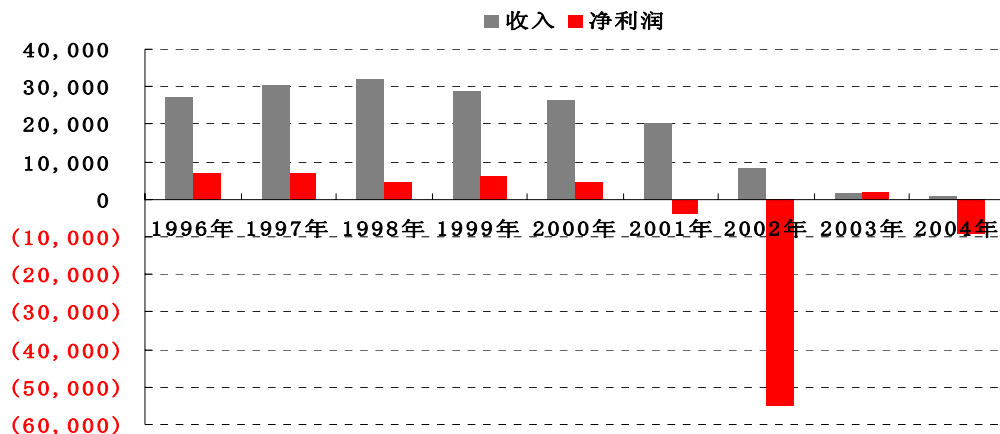
“塞外茅台”宁城老窖处于恢复期

宁城老窖前身是始建于 1958 年的八里罕酒厂。1978 年 12 月 12 日，改称地方国营宁城县八里罕酒厂，1989 年企业名称改为内蒙古宁城县八里罕酒厂。1993 年 5 月 5 日，更名为宁城老窖酒厂。1998 年在上交所上市，是国内上市较早的白酒企业。1998 年，宁城老窖白酒产销量达一万吨以上，该公司实现收入和净利润分别为 3.23 亿元和 4619 万元，在册的员工多大 4253 人。2001 年后由于多种原因，财务状况急剧恶化，出现巨额亏损，2004 年底，大龙地产和顺鑫农业集团成为公司第一、二股东，分别持有宁城老窖 53% 和 18.15% 的股权，宁城老窖进入资产重组程序，2005 年通过资产置换被大龙地产（600159）借壳。

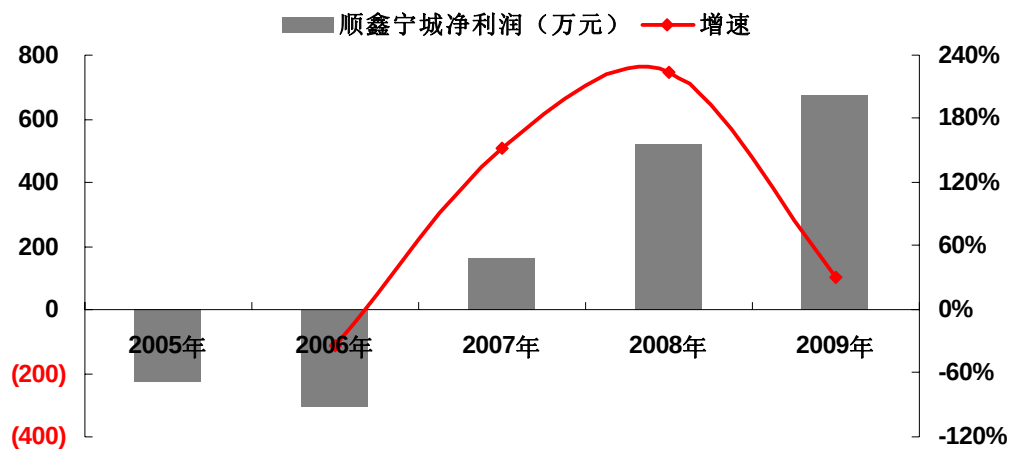
2007 年 10 月 15 日，顺鑫集团向大龙地产以人民币 1 亿元购买宁城老窖酒类及相关资产，由顺鑫宁城（顺鑫农业持有 90% 股权）租赁使用。顺鑫农业对宁城老窖通过多年停产整改后，使宁城老窖冗员大量减少，目前员工只有原来的 1/15，270 人左右，产品进行重新整理、推广，2008 年产生净利润 517 万元左右，2008 年 11 月 28 日，顺鑫宁城与顺鑫集团签署了《北京顺鑫农业发展集团有限公司与内蒙古顺鑫宁城老窖酒业有限公司关于酒业资产的转让协议》，顺鑫宁城以 12536.50 万元收购宁城老窖全部资产

宁城老窖被誉为“塞外茅台”，宁城老窖最为辉煌时，其产销量可达 3 万吨左右，宁城当地八成税收来自宁城老窖。目前，宁城老窖产能为 5 万吨左右。我们预计今年宁城老窖可以实现收入 1 亿元左右，净利润可达 1000 万元。

图 5：宁城老窖历史收入和净利润（万元）



资料来源：东方证券研究所

图 6：公司持有 90% 股权的顺鑫宁城盈利回升快


资料来源：东方证券研究所

白酒业务业绩预测和估值

公司产品根据 50 元以上、10-50 元及 10 元以下分为高、中、低三档产品。公司产品结构调整带动中、高档酒销量占比逐年提高，2009 年这一比例达到 11% 左右，我们预计到 2012 年可以达到 15%，届时，公司白酒毛利率将会有 6 个点以上的提升，中高档酒收入将从 2009 年的 55% 提升到 65%，公司白酒业绩将主要由中高档酒提供。

我们假设 2010-2012 年公司白酒（包括宁城老窖）销量增速分别为 20.31%、11.88% 和 11.77%；同期收入增速分别为 37.90%、22.53% 和 20.44%。

按目前 4.385 亿总股本计算，白酒业务贡献 2010-2012 年 EPS 分别为 0.38 元、0.592 元和 0.782 元。白酒业绩处于高速增长阶段。

表 1：公司白酒业务预测

	2007 年	2008 年	2009 年	2010E	2011E	2012E
高档酒						
销量 (吨)	1,225	2,418	2,692	3,553	4,477	5,597
收入 (万元)	21,229	42,194	50,313	74,383	96,535	123,082
毛利 (万元)	16,941	33,932	40,633	62,110	80,896	103,389
中档酒						
销量 (吨)	3,310	5,329	7,423	9,650	12,062	14,716
收入 (万元)	12,512	19,824	24,080	33,809	43,951	54,157
毛利 (万元)	8,234	12,043	11,404	16,566	21,536	26,537
低档酒						
销量 (吨)	42,095	65,744	79,003	94,014	103,415	113,756
收入 (万元)	28,372	45,495	59,695	76,720	86,079	95,634

毛利（万元）	8,883	9,595	17,711	23,399	26,254	29,168
白酒合计						
销量（吨）	46,630	73,491	89,118	107,217	119,955	134,069
增速	20.98%	57.60%	21.26%	20.31%	11.88%	11.77%
单价（万元/吨）	1.33	1.46	1.50	1.72	1.89	2.04
收入（万元）	62,113	107,513	134,088	184,912	226,565	272,873
增速	38.89%	73.09%	24.72%	37.90%	22.53%	20.44%
毛利率	54.83%	51.69%	52.02%	55.20%	56.80%	58.30%
毛利（万元）	34,058	55,570	69,749	102,076	128,686	159,094

资料来源：东方证券研究所

表 2：二线白酒公司估值比较

公司代码	公司名称	股价	股本	总市值	09 年收入	09 年净利润	EPS				PE			
							2009 年	2010E	2011E	2012E	2009 年	2010E	2011E	2012E
600809	山西汾酒	63	4.33	271	21.43	3.55	0.82	1.34	1.87	2.41	76	47	33	26
000596	古井贡酒	56	2.35	132	13.41	1.40	0.60	1.11	1.78	2.36	94	51	31	24
600199	金种子酒	16	5.21	82	10.46	0.71	0.14	0.30	0.45	0.62	115	53	35	25
600197	伊力特	18	4.41	78	8.71	1.09	0.25				71			
600702	沱牌曲酒	16	3.37	55	7.23	0.54	0.16				103			
600559	老白干酒	38	1.40	53	9.35	0.36	0.26				149			
000860	顺鑫农业	20	4.39	89	60.87	1.61	0.37	0.80	1.15	1.41	55	25	18	14
公司白酒		18.95			13.41	0.75	0.17	0.38	0.59	0.78			32	

资料来源：东方证券研究所

我们认为公司白酒规模跟古井贡酒和金种子酒相当，业绩表现类似于金种子酒，所以我们认为公司白酒价值应该相当于金种子酒的水平，按金种子酒市值测算公司 2011 年的白酒估值为 32 倍，处于合理水平，所以我们认为，公司白酒对应公司的股价应该为 18.95 元左右。

生猪产业链业务：种猪贡献利润，屠宰肉制品稳健增长

公司拥有国内最大的种猪繁育规模，种猪畅销全国（初西藏、台湾外），公司也是全国第四大生猪屠宰企业，目前年均生猪屠宰产能达 550 万头，在北京市内占有率超过五成，产品以冷鲜肉为主，低温肉规模尚小，低温肉年产能达 5 吨，但目前销量不超过万吨。

公司种猪业务主要向生猪养殖户（较大）提供曾祖代、祖代、父母代种猪，处于种猪产业链上游，技术要求较高，我们认为公司的种猪业务经营具有相对稳定的特点，从理论上讲，公猪使用期限为三年，母猪为五年，而实际上使用期公猪一般在一年半，而母猪为三年，所以这就促使养殖户需要不断更新种猪来满足生产需要，使公司种猪业务发展相对稳定。如果公司拟定向增发项目能够顺利

推广，公司种猪业务规模将会大幅提高，达产后是现有规模的一倍以上。这为公司未来种猪业务发展奠定了基础。我国是生猪生产和猪肉消费的大国，但优良种猪发育基础设施相对薄弱，品种改良有待加强，种猪品质参差不齐。在公司“小店种猪”品质获得生猪市场认可，种猪销售范围覆盖全国的情况下，我们并不担心公司种猪规模扩大后的销售问题。

表 3：种猪和生猪屠宰及制品预测

	2007 年	2008 年	2009 年	2010E	2011E	2012E
种猪业务						
种猪业务收入（百万元）	46.72	89.25	120.21	151.89	261.49	366.93
种猪业务毛利（百万元）	25.41	54.01	41.45	59.48	105.40	150.92
毛利率	54.38%	60.51%	34.48%	39.16%	40.31%	41.13%
生猪屠宰及猪肉制品						
屠宰产能（万头）	300	300	300	550	550	550
屠宰量（万头）	280	200	260	270	300	350
产量（吨）	246,400	176,000	227,760	237,600	264,000	308,000
销售单价（元/公斤）	11.25	16.45	11.91	14.25	14.60	12.50
屠宰收入（百万元）	2,772	2,895	2,713	3,386	3,854	3,850
熟食产能（吨）	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000	50,000
熟食产量（吨）	8,900	7,800	8,200	8,500	9,000	10,000
销售单价（元/公斤）	14.00	18.20	15.90	17.30	17.00	14.70
熟食收入（百万元）	125	142	130	147	153	147
屠宰及熟食收入（百万元）	2,897	3,037	2,843	3,533	4,007	3,997
毛利（百万元）	168	96	73	148	152	164
毛利率	5.79%	3.15%	2.56%	4.20%	3.80%	4.10%

资料来源：东方证券研究所

随着公司拟定向增发中种猪项目的投产，未来几年将是公司种猪业务出现快速增长的时期，种猪出栏量超越我们预测的可能性较大。我们预计 2010-2012 年，公司种猪和生猪屠宰及制品业务贡献公司净利润分别为 8467 万元、1.07 亿元和 1.44 亿元，按目前 4.385 亿总股本计算，贡献 2010-2012 年 EPS 分别为 0.193 元、0.243 元和 0.328 元。

表 4：从事生猪产业公司的估值比较

公司代码	公司名称	股价	股本	总市值	09 年收入	09 年净利润	EPS				PE			
							2009 年	2010E	2011E	2012E	2009 年	2010E	2011E	2012E
000895	双汇发展	50	6.06	306	283.51	9.11	1.50				34			
2157	正邦科技	17	2.69	45	44.59	0.54	0.20	0.51	0.69	0.84	83	33	24	20
002330	得利斯	19	2.51	47	11.11	0.63	0.25	0.30	0.59	0.84	75	63	32	22
600965	福成五丰	7	2.79	19	5.27	0.05	0.02				391			
600975	新五丰	10	1.80	18	5.75	0.22	0.12				84			
002143	高金食品	11	1.61	17	16.32	0.07	0.04				243			
000860	顺鑫农业	20	4.39	89	60.87	1.61	0.37	0.80	1.15	1.41	55	25	18	14
种猪及屠宰肉制品		6.09			29.63	0.58	0.13	0.19	0.24	0.33			25	

资料来源：东方证券研究所

我们比较了从事生猪产业公司的估值水平，给予公司 2011 年 25 倍的 PE 是比较合理的，那么公司种猪及屠宰肉制品业务贡献的业绩对应股价应该为 6.09 元。

公司两翼：房地产和水利工程

公司房地产业务主要通过持股 86.72% 的北京顺鑫佳宇房地产开发子公司来开展，2010 年 3 月 15 日，由公司以现金方式对“佳宇地产”单方增加投资，增资完成后，公司持股比例将增至 96%。此次增资的目的主要在于：一是实现佳宇地产开发资质升级——由贰级升至壹级，从而进一步壮大公司房地产及建筑施工产业链，为公司积极参与新农村建设和开拓新农村市场奠定基础；二是增加佳宇地产信用等级。

但是，今年以来国家加大了房地产的调控力度，我们认为从之前发审委对存在增发公司（副业有地产的）的反馈消息分析，公司存在剥离房地产业务的可能（如金种子酒已剥离房地产业务）。我们这里分析暂不考虑公司剥离房地产的情况。

表 5：房地产业务预测

项目	建筑面积 (m ²)	结算面积 (m ²)			结算价 (元/m ²)			收入 (万元)		
		2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
包头东河区项目	171217	17122	85609	68487	6600	6600	6800	11300	56502	46571
杨镇三期	107250	64350	42900	0	7000	7000	7000	45045	30030	0
曲阜商贸城一期	340000	51000	0	0	2600			13260	0	0
高丽营顺鑫花语	71500	14300			9400			13442	0	0
合计	689967	146772	128509	68487				83047	86532	46571

资料来源：东方证券研究所

公司的水利工程业务主要由持股 75% 的北京鑫大禹水利建筑工程公司来开展，我们预计公司水利工程建设业务在 2010-2012 年的收入增速分别为 15%、14% 和 14%，预计收入分别为 8.24 亿元、9.39 亿元和 10.71 亿元。

表 6：相关的房地产及建筑上市公司的估值比较

公司代码	公司名称	股价	股本	总市值	09 年收入	09 年净利润	EPS				PE			
							2009 年	2010E	2011E	2012E	2009 年	2010E	2011E	2012E
000024	招商地产	17	17.17	291	101.38	16.44	0.96	1.30	1.70	2.23	18	13	10	8
600048	保利地产	11	45.76	504	229.87	35.19	0.77	1.07	1.37	1.72	14	10	8	6
000002	万科 A	8	109.95	888	488.81	53.30	0.48	0.66	0.89	1.07	17	12	9	8
600383	金地集团	6	44.72	273	120.98	17.76	0.40	0.52	0.63	0.83	15	12	10	7
600068	葛洲坝	9	34.87	310	266.01	13.23	0.38				23			
002062	宏润建设	14	4.50	63	59.91	3.09	0.69				20			
600491	龙元建设	10	4.74	50	65.74	1.82	0.38				27			
600502	安徽水利	10	2.23	23	20.43	0.44	0.20				52			
000860	顺鑫农业	20	4.39	89	60.87	1.61	0.37	0.80	1.15	1.41	55	25	18	14
房地产业务		1.62			7.03	0.38	0.09	0.14	0.18	0.14			9	
水利工程		0.91			7.16	0.17	0.04	0.05	0.07	0.09			14	

资料来源：东方证券研究所

通过以上比较，我们认为给予房地产 2011 年 9 倍 PE 较为合理，给予水利工程 13.5 倍 PE，对应的股价分别为 1.62 元和 0.91 元，合计为 2.53 元。

处于谨慎起见，我们用 NAV 估值法对房地产开发项目进行价值测算。

表 7：房地产项目 NAV 估值

折现率	9%
2009 年佳宇地产期末净资产（万元）	5,339
地产项目净利润折现（万元）	17,008
合计	22,347
总股本（万股）	43854
NAV 价值（元/股）	0.51

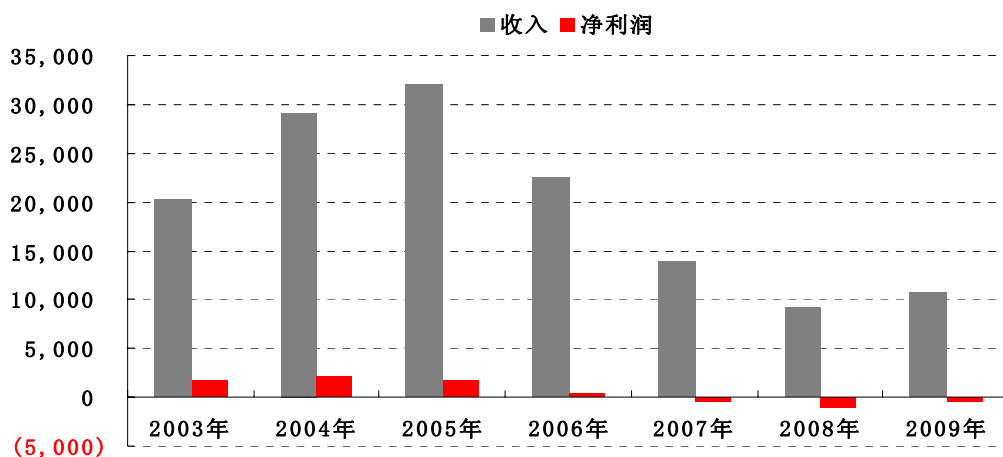
资料来源：东方证券研究所

如果房地产按 NAV 测算，那么房地产和水利工程业务对应股价为 1.42 元。

剥离“牵手”，花博会馆有看点

公司持股 90% 的北京顺鑫牵手果蔬饮品股份有限公司，由于连续多年亏损，且和集团存在较多关联交易，所以 2010 年 3 月，公司与顺鑫集团协商，公司用所持北京顺鑫牵手果蔬饮品股份有限公司 90% 的股权与顺鑫集团拥有的四宗国有土地使用权进行置换，置换之前该四宗国有土地为公司向顺鑫集团租赁用于生产经营。我们认为公司剥离“牵手”，有助于公司资产的优化，减少对公司利润的不利影响。

图 7：果蔬汁业务历年的收入和净利润



资料来源：东方证券研究所

2008 年 6 月 27 日，公司与北京市顺义区人民政府签订“中国花卉物流港---暨第七届中国花卉博览会主场建设项目”的协议书。该项目占地面积 138,216 平方米（合 207 亩），建筑面积 169,920 平方米。在展会期间，区政府无偿使用本项目建成的所有建筑物及其配套设施，“花博会”结束一个月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。项目投资额从初期预算的 11 亿元调整为 13 亿元。后公司拟对该项目再追加投资 3 亿元进行改造以达到运营标准，公司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。

未来公司的花博会馆命运可能有两种可能：一是转让 51% 的股权；二是全部场馆用于出租。

转让 51% 股权：我们认为公司花博会馆的成本在 20 亿元左右（加上追加投资及产生的期间费用），如果转让，成交价应该在 30 亿元左右（单就场馆所占的 207 亩土地市价应该在 13 亿元左右），那么 51% 股权转让产生的一次性受益在 4 亿元左右，合 EPS 0.9 元以上，如果出售，可能发生时点应该为 2011 年。

出租：如果公司将场馆出租，由于折旧、期间费用的影响，我们认为该场馆短期内将会亏损。

我们盈利预测暂未考虑花博会馆对公司业绩的影响。

拟增发增强白酒和种猪盈利

2010 年 1 月，公司发布了拟定向增发预案，此次拟增发 1.1 亿股，拟增发价为 16.42 元，募集资金拟投资于“牛栏山酒厂研发中心暨升级改造工程”和“优质种猪繁育和规模化养殖项目”，投资金额分别为 8.35 亿元和 8.93 亿元。公司拟定向增发事宜已于 2010 年 3 月获北京市国资委批复同意。

表 8：公司拟定向增发项目

序号	项目名称	总投资额	拟用募集资金投资额
1	牛栏山酒厂研发中心暨升级改造工程	83,500	83,500
2	优质种猪繁育和规模化养殖项目	89,305	89,305
(1)	兴隆项目	19,750	19,750
(2)	肃宁项目	18,200	18,200
(3)	滦平项目	9,875	9,875
(4)	阳高（大白登镇）项目	9,650	9,650
(5)	阳高（北徐屯乡）项目	9,650	9,650
(6)	承德项目	7,180	7,180
(7)	客家庄项目	15,000	15,000
	合计	172,805	172,805

资料来源：东方证券研究所

牛栏山酒厂研发中心暨升级改造工程

牛栏山白酒总产量不变，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 6,000 吨低档白酒向中高档优质白酒转型。该项目建设内容主要包括生产环境的升级改造，微生物培养、大曲制作与研发中心及酒文化演示传播中心建设。

该项目有助于提高公司中高档酒的销售比例，为公司产品销售结构继续调整做好准备，项目建设期为 3 年，第 3 年达产比率为 33%，第 4 年达产比率为 67%，第 5 年起达到 100%。达产年，预计可实现营业收入 54,300 万元，税后利润 11,420 万元。

优质种猪繁育和规模化养殖项目

该项目拟在北京及周边地区共 9 个地点建设种猪繁育场，建设内容包括新建猪舍、饲料加工车间等辅助用房；引进优良种母猪、公猪；购置饲养、饲料加工、采暖工程、给排水、污水处理等相关设备；配套进行道路、绿化、室外管网等公用工程建设。

该项目建设期为 1 年，第 2 年开始投产，第 4 年达产。项目第 2 年达产比率为 30%，第 3 年达产比率为 60%，第 4 年起达到 100%。

表 9：种猪项目具体情况

序号	项目名称	年出栏种仔猪	年出栏商品仔猪	正常年营业收入	利润总额 (万元)	总建筑面积 (m2)	基础种群数	
		(头)	(头)	(万元)			种母猪 (头)	种公猪 (头)
1	兴隆项目	32,400	87,600	9,912	2,491	157,512	6,000	300
2	肃宁项目	27,000	73,000	8,260	2,286	156,200	5,000	250
3	滦平项目	16,200	43,800	4,956	1,245	78,756	3,000	150
4	阳高 (大白登镇) 项目	14,040	37,960	4,295	1,209	82,100	2,600	130
5	阳高 (北徐屯乡) 项目	14,040	37,960	4,295	1,209	82,100	2,600	130
6	承德项目	8,640	23,360	2,643	874	54,338	1,600	80
7	客家庄项目	17,280	46,720	5,286	1,848	94,460	3,200	160
	合 计	129,600	350,400	39,648	11,163	705,466	24,000	1,200

资料来源：东方证券研究所

公司用自有资金先期投入了该项目中的部分子项目，定向增发项目资金到位后，将有助于公司该项目的及时完工。

盈利预测和估值

我们预计公司 2010-2012 年收入分别增长 24%、15%和 3%。

盈利预测不考虑花博会馆产生的收益。

我们预计公司 2010-2012 年归属母公司净利润分别为 3.51、5.03 和 6.18 亿元，EPS 分别为 0.80、1.15 和 1.41 元，三年净利润复合增长率达到 56%。

由于公司业务较多，且属于不同行业，我们对公司进行分业务业绩预测及估值，将前文对主要业务估值进行汇总（见下表），得出目标价为 27.24 元（相比当前股价有 34%左右空间），首次给予公司“买入”投资评级。

表 10：分业务贡献 EPS 及估值（元）

分业务	2003 年	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010E	2011E	2012E	给予 2011 年 PE	对应股价
白酒	0.027	0.037	0.042	0.064	0.097	0.191	0.170	0.380	0.592	0.782	32	18.95
种猪及生猪制品	0.119	0.101	0.099	0.109	0.174	0.208	0.132	0.193	0.243	0.328	25	6.09
											房地产 NAV 估值：	
房地产及建筑	0.005	0.016	0.029	0.059	0.109	0.134	0.127	0.189	0.248	0.224	建筑 13.5 倍 PE。	1.42
农批业务	0.009	0.015	0.015	0.020	0.030	0.033	0.026	0.033	0.039	0.050	20	0.78
果蔬汁	0.041	0.049	0.041	0.009	(0.013)	(0.024)	(0.012)	0.000	0.000	0.000	0	0
其他	(0.012)	(0.012)	(0.024)	(0.037)	(0.062)	(0.038)	(0.076)	0.007	0.026	0.024	0	0
合计	0.19	0.21	0.20	0.22	0.34	0.50	0.37	0.80	1.15	1.41		27.24

资料来源：东方证券研究所

风险因素

1、原料价格变动风险

公司屠宰及肉制品业务的原料主要是生猪，那么具有周期波动的生猪价格使该业务业绩具备不确定性，特别是在生猪价格大幅波动的情况下，该业务业绩不可测性会加剧。一般而言，如果生猪价格短期内不断上涨，公司鲜肉业务毛利率会提高，而对低温肉产生不利影响。公司种猪业务受生猪价格波动影响较少，在生猪价格快速上涨的过程中，由于补栏积极性高，公司种猪可能受到抢购，使仔种猪养殖时间短，有助于提升毛利率水平。

2、生猪疫情和食品安全事件风险

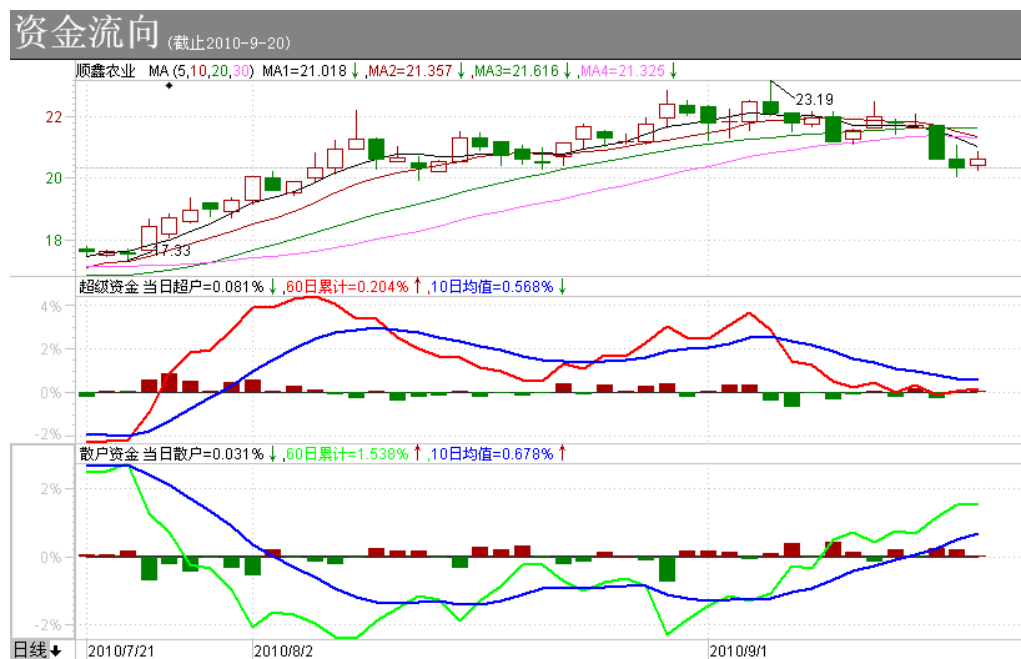
生猪疫情的爆发，将会抑制消费者对猪肉及制品的需求。在三聚氰胺事件发生后，食品安全事件的影响值得警惕。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	4666	5632	6394	6474	营业收入	6087	7558	8707	8945
现金	822	1058	1219	1252	营业成本	4833	5753	6499	6548
应收账款	249	302	348	358	营业税金及附加	228	280	322	331
其他应收款	40	50	57	59	营业费用	485	605	697	707
预付账款	1213	1438	1625	1637	管理费用	260	340	383	385
存货	2323	2755	3113	3136	财务费用	42	51	46	41
其他流动资产	18	28	31	32	资产减值损失	-4	-4	-4	-4
非流动资产	3360	3485	3578	3652	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	34	35	35	35	投资净收益	1	1	1	1
固定资产	1566	2237	2543	2664	营业利润	245	535	765	939
无形资产	256	375	493	612	营业外收入	2	2	3	3
其他非流动资产	1503	839	507	341	营业外支出	2	3	3	3
资产总计	8026	9117	9972	10127	利润总额	245	534	765	939
流动负债	4498	1230	1326	1337	所得税	62	135	193	237
短期借款	0	0	0	0	净利润	183	399	572	702
应付账款	381	460	520	524	少数股东损益	23	48	69	85
其他流动负债	4117	770	806	813	归属母公司净利润	161	351	503	618
非流动负债	983	1783	1783	1783	EBITDA	376	692	949	1137
长期借款	983	1783	1783	1783	EPS (元)	0.37	0.80	1.15	1.41
其他非流动负债	0	0	0	0					
负债合计	5481	3013	3109	3120	主要财务比率				
少数股东权益	148	196	265	349		2009	2010E	2011E	2012E
股本	439	439	439	439	成长能力				
资本公积	1208	1208	1208	1208	营业收入	17.6%	24.2%	15.2%	2.7%
留存收益	751	817	1036	1369	营业利润	-19.6%	118.4%	43.0%	22.7%
归属母公司股东权益	2398	2469	2687	3020	归属于母公司净利润	-27.3%	118.8%	43.2%	22.7%
负债和股东权益	8026	5678	6061	6490	获利能力				
					毛利率(%)	20.6%	23.9%	25.4%	26.8%
					净利率(%)	2.6%	4.6%	5.8%	6.9%
					ROE(%)	6.7%	14.2%	18.7%	20.5%
					ROIC(%)	3.6%	6.5%	8.3%	9.8%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	68.3%	53.1%	51.3%	48.1%
					净负债比率(%)	17.94%	59.18%	57.35%	57.14%
					流动比率	1.04	4.58	4.82	4.84
					速动比率	0.52	2.33	2.47	2.49
					营运能力				
					总资产周转率	0.83	0.88	0.91	0.89
					应收账款周转率	27	27	27	25
					应付账款周转率	19.12	13.68	13.26	12.55
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.37	0.80	1.15	1.41
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.31	-0.14	0.57	1.97
					每股净资产(最新摊薄)	5.47	5.63	6.13	6.89
					估值比率				
					P/E	55.48	25.36	17.70	14.42
					P/B	3.72	3.61	3.32	2.95
					EV/EBITDA	24	13	10	8

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn