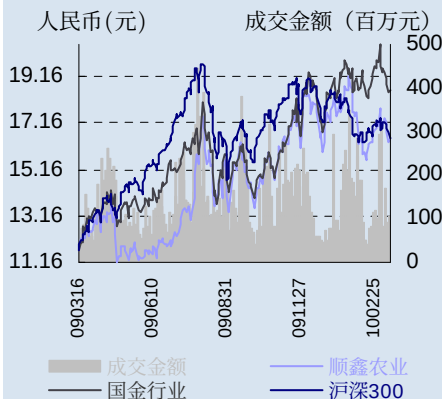


2010 年 03 月 16 日

 市价(人民币) : 16.50元  
 目标(人民币) : 21.32-22.06元

**长期竞争力评级：高于行业均值**
**市场数据(人民币)**

 已上市流通A股(百万股) 232.41  
 总市值(百万元) 7,235.91  
 年内股价最高最低(元) 19.20/11.16  
 沪深 300 指数 3183.18  
 深证成指 11903.33

**相关报告**

- 1 《各项业务向好奠定未来两年盈利高增长态势》，2009.12.1
- 2 《增资包头金瑞房地产76.9%,增厚未来三年盈利》，2009.10.23

**分析师:谢刚**

 (8621)61038269  
 xieg@gjzq.com.cn

 中国上海黄浦区中山南路 969 号谷  
 泰滨江大厦 15A 层 (200011)

# 顺鑫农业 (000860.SZ)

——09 年防御，10 年进攻

卖出

减持

持有

**买入**

强买

**公司基本情况(人民币)**

| 项 目            | 2007   | 2008   | 2009    | 2010E   | 2011E  | 2012E  |
|----------------|--------|--------|---------|---------|--------|--------|
| 摊薄每股收益(元)      | 0.336  | 0.504  | 0.366   | 0.781   | 1.116  | 1.342  |
| 净利润增长率         | 53.11% | 50.13% | -27.34% | 113.27% | 42.86% | 20.24% |
| 市场 EPS 预测均值(元) | N/A    | N/A    | N/A     | 0.642   | 1.048  | N/A    |
| 市盈率(倍)         | 53.22  | 21.78  | 48.25   | 21.12   | 14.79  | 12.30  |
| 行业优化市盈率(倍)     | 117.44 | 62.60  | 87.82   | 87.82   | N/A    | N/A    |
| 市场优化市盈率(倍)     | 45.72  | 15.55  | 29.70   | 29.70   | N/A    | N/A    |
| 股息率            | 0.56%  | 0.91%  | N/A     | 3.03%   | 0.61%  | 0.61%  |
| PE/G(倍)        | 1.00   | 0.43   | N/A     | 0.19    | 0.34   | 0.61   |
| 净资产收益率         | 6.94%  | 9.69%  | 6.70%   | 13.41%  | 17.33% | 17.47% |
| 每股净资产(元)       | 4.84   | 5.20   | 5.47    | 5.83    | 6.44   | 7.68   |
| 市净率(倍)         | 3.70   | 2.11   | 3.23    | 2.83    | 2.56   | 2.15   |
| 每股经营性现金流(元)    | 0.15   | -1.01  | 0.31    | -2.08   | 0.70   | 2.48   |
| 已上市流通A股(百万股)   | 191.65 | 232.45 | 232.45  | 232.41  | 232.41 | 232.41 |
| 总股本(百万股)       | 438.54 | 438.54 | 438.54  | 438.54  | 438.54 | 438.54 |

来源：公司年报、国金证券研究所 注：“市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

注：我们未考虑增发可能带来的摊薄，摊薄效应在 25%左右。

**基本结论、价值评估与投资建议**

- 作为全国政治中心和文化交流中心，北京白酒消费基础深厚，近五年保持了 18.91%的年均增长率。
- “得中档者得京城”是北京白酒消费的重要特点，而中档白酒品牌的竞争异常激烈，地产酒、川酒、徽酒、冀酒四大势力虎踞龙蟠，但以牛栏山和红星为代表的二锅头本地酒竞争优势依然明显。
- 2009 年，顺鑫旗下的牛栏山白酒销量已占北京白酒市场的 48.7%，超过了当地最大的竞争对手红星二锅头而居于首位。
- 定增项目若能顺利实施，未来公司白酒产能瓶颈面临突破，种猪产能在 09 年基础上有望翻一番，推动公司未来盈利快速增长。
- 若花博会股权转让成行，则有望贡献 4-6 亿元投资收益，2011 年增厚 EPS 约 1.00 元；在保守假定只租不售的背景下，预计顺鑫农业 10-12 年实现净利润 342.54、489.37、588.43 百万元，同比增长 113.27%、42.86%、20.24%，对应 10-12 年 EPS 分别为 0.781、1.116、1.342 元，按增发后股本计，摊薄 EPS 为 0.624、0.892、1.073 元。
- 通过分拆估值，顺鑫农业的合理目标股价为 21.32-22.06 元，离当前股价 16.50 元还有 30-40%的涨幅，离定向增发底价 16.42 元具备明显的安全边际，建议机构投资者积极参与增发，重申公司“买入”评级。

## 内容目录

|                                                         |           |
|---------------------------------------------------------|-----------|
| <b>领衔北京中档白酒品牌，2010年春节牛栏山白酒销售火爆</b>                      | <b>4</b>  |
| 北京白酒消费特点分析——“得中档者得京城”                                   | 4         |
| 北京中档酒市场：四大板块虎踞龙蟠，地产酒二锅头优势依旧明显                           | 4         |
| 牛栏山二锅头：领衔北京中档白酒品牌，市场份额已超越红星而跃居首位                        | 5         |
| 多重利空影响下，2010年春节期间牛栏山白酒销售依然火爆                            | 6         |
| <b>猪肉制品：种猪产能有望翻番，猪肉产业整体盈利水平将大幅提升</b>                    | <b>7</b>  |
| 口蹄疫造成生猪提前出栏，节后猪价快速回落，北京地区累计跌幅超过 20%                     | 7         |
| 口蹄疫情消除后，猪价有望摆脱低迷，推动生猪屠宰和冷鲜肉盈利水平上升                       | 8         |
| 种猪：一体化有利于生猪产业链利润稳定，增发项目达产后种猪产能将翻番                       | 9         |
| <b>其他业务保持平稳增长，2011年花博会或有超预期惊喜</b>                       | <b>10</b> |
| 建筑工程施工：稳定增长趋势不改，保守预计增速 10-20%之间                         | 10        |
| 房地产：2010年曲阜商贸城、杨镇三期两个楼盘将进入结算期                           | 11        |
| 花博会场馆：若股权转让成功，则 2011 年可能会增加近 3-5 亿元投资收益，增加 EPS 近 1.00 元 | 11        |
| 牵手果汁：2010 年有望剥离给大股东顺鑫集团                                 | 12        |
| <b>盈利预测和分拆估值</b>                                        | <b>13</b> |
| 盈利假设前提                                                  | 13        |
| 盈利预测分拆结果                                                | 13        |
| 分拆估值及投资建议                                               | 13        |
| 附：销售收入预测表                                               | 14        |
| <b>附录：三张报表预测摘要</b>                                      | <b>16</b> |

## 图表目录

|                             |   |
|-----------------------------|---|
| 图表 1：近五年全国白酒销售额年均增长率 28.5%  | 4 |
| 图表 2：近五年北京白酒销量年均增长率 18.91%  | 4 |
| 图表 3：北京市白酒销量持续增长（万吨）        | 5 |
| 图表 4：北京地区白酒品牌呈金字塔结构         | 5 |
| 图表 5：07 年以来牛栏山二锅头销量持续激增（万吨） | 6 |
| 图表 6：牛栏山二锅头销量占北京白酒市场销量份额    | 6 |
| 图表 7：牛栏山与红星的对比              | 6 |
| 图表 8：牛栏山三档白酒销量增长迅猛（吨）       | 7 |
| 图表 9：牛栏山三档白酒销售单价（元/公斤）      | 7 |
| 图表 10：牛栏山三档白酒销售额增长迅速（百万元）   | 7 |

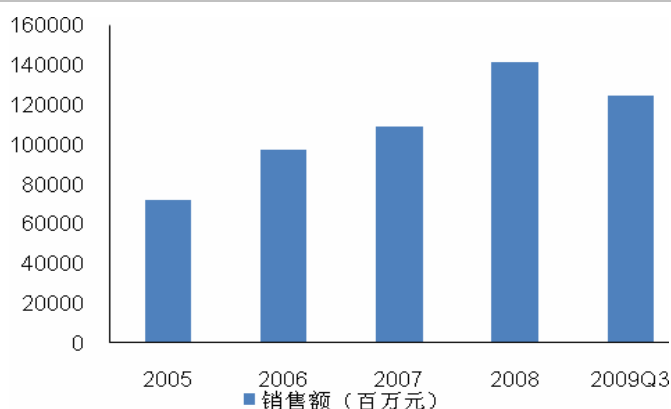
|                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| 图表 11：牛栏山三档白酒销售毛利率 .....              | 7  |
| 图表 12：10 年 1 月全国生猪存栏量锐减（万头） .....     | 8  |
| 图表 13：全国能繁母猪存栏量稳中有降（万头） .....         | 8  |
| 图表 14：北京新发地批发市场猪肉价格下跌（元/公斤） .....     | 8  |
| 图表 15：四川泸州仔猪批发价格持续下降（元/公斤） .....      | 8  |
| 图表 16：顺鑫鹏程生鲜肉销量将稳步增长（万吨） .....        | 9  |
| 图表 17：顺鑫鹏程熟食销量持续稳定增长（万吨） .....        | 9  |
| 图表 18：顺鑫鹏程猪肉制品业务销售额（百万元） .....        | 9  |
| 图表 19：顺鑫鹏程猪肉制品业务毛利率假定 .....           | 9  |
| 图表 20：未来三年顺鑫农业种猪业务销售额将保持迅猛增长势头 .....  | 9  |
| 图表 21：顺鑫农业增发项目主要投向白酒扩产、种猪繁育项目 .....   | 10 |
| 图表 22：顺鑫鑫大禹建筑工程施工业务收入及利润水平（百万元） ..... | 10 |
| 图表 23：顺鑫佳宇房地产经营要素假定 .....             | 11 |
| 图表 24：顺鑫佳宇房地产业务的盈利水平假定 .....          | 11 |
| 图表 25：丰树印中基金倾力打造的北京佳程广场 .....         | 11 |
| 图表 26：丰树集团携手嘉禾影院开发西安怡丰城项目 .....       | 11 |
| 图表 27：花博会主场馆鸟瞰图 .....                 | 12 |
| 图表 28：顺鑫农业期间费用率、所得税率假定 .....          | 13 |
| 图表 29：顺鑫农业主营利润分拆明细（百万元） .....         | 13 |
| 图表 30：顺鑫农业 EPS 分拆明细预测 .....           | 13 |
| 图表 31：白酒、肉制品、建筑、房地产行业估值水平 .....       | 14 |
| 图表 32：顺鑫农业估值结果：21.32—22.06 元 .....    | 14 |
| 图表 33：顺鑫农业销售收入预测表 .....               | 14 |
| 图表 34：顺鑫农业销售收入预测（续表） .....            | 15 |

## 领衔北京中档白酒品牌，2010 年春节牛栏山白酒销售火爆

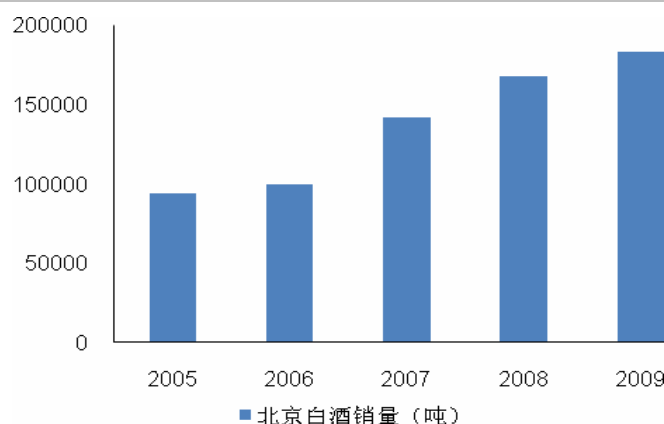
### 北京白酒消费特点分析——“得中档者得京城”

- 作为拥有近 2000 万人口的政治中心和文化中心，北京的政务、商务及各种文化交流活动频繁，带动北京白酒消费量持续多年的稳步增长。
- 当前，北京白酒市场高、中、低档分别为不同白酒品牌所把持。其中，高档白酒品牌以茅台、五粮液、国窖 1573、水井坊为主；中档白酒则集中在剑南春、京酒、金六福、贵州醇、河套、汾酒、衡水老白干等；低档白酒则是北京地产酒的天下，二锅头等地产白酒占据低档白酒市场 90% 的市场份额。
- 无论是北京，还是全国市场，中档白酒市场历来是各商家必争之地，在北京市场甚至流传着“得中档者得京城”的说法，因此各品牌纷纷在北京市场投入了巨大的人力、物力、财力，展开了激烈的竞争。

图表1：近五年全国白酒销售额年均增长率 28.5%



图表2：近五年北京白酒销量年均增长率 18.91%



来源：聚源数据，国金证券研究所

### 北京中档酒市场：四大板块虎踞龙蟠，地产酒二锅头优势依旧明显

- 通常情况下，高档白酒消费者侧重强势品牌，低档消费者对价格较敏感，而中档白酒的品牌更迭快速，消费者跟风现象比较重，需要厂家持续不断地进行品牌宣传拉动和市场促销推动，因此对厂家而言，很难对目标消费群体有清晰而准确的定位，这也是为什么这么多年来，北京中档白酒市场竞争一直激烈但仍然难分高下的主要原因所在。由于中档白酒的主要消费群体既关注品牌和品质，又在意包装和价位，因此，追求高性价比是选择这类白酒消费者的共同目标。
- 据专业的网络市场调研信息，北京消费者对白酒消费关注的因素依次为：价格、促销、包装、习惯、度数等，有 7% 的消费者没有明显的消费取向。北京消费者对价格的关注为 32%，对促销的关注也达到 30%，二者相差 2%，对包装的关注为 21%。
- 总体来看，北京消费者具有明显的追逐潮流之特点，并且主要表现在中档市场现有品牌的推陈出新方面，以二锅头为代表的低档市场具有比较稳定的消费群体，截至现在仍然没有新品牌能和二锅头抗衡。
- 北京中档白酒历来为兵家必争之地，市场格局主要表现在：地产酒、川酒、徽酒、冀酒四大势力板块的相互制衡和竞争发展方面。其中，以牛栏山和红星为代表的地产酒在和以川酒、徽酒、冀酒为代表外地二线白酒竞争格局中依然处于相对强势地位。
  - ◆ 地产酒：典型代表为牛栏山和红星二锅头。长期以来，北京地产二锅头在消费者的眼中一直是低档酒的代名词，但近几年牛栏山二锅头和红星二锅头最近几年都在积极调整产品线，牛栏山酒厂推出了百年系列、经典系列等中高档品牌，公司也为打造品牌形象而加大了广告投

放，红星则推出青花瓷珍品红星二锅头等多个品种，目前地产酒品牌形象已经显著提升，并已跻身北京主力中档白酒品牌阵营。

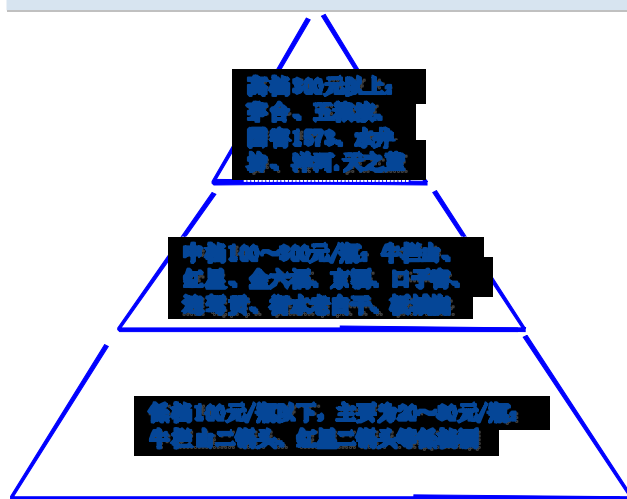
- ◆ **外地二线白酒：**以川酒、徽酒、冀酒等为代表的区域性强势品牌。以金六福、京酒为代表的川酒，以安徽口子窖酒和迎驾贡酒为代表的徽酒，以及河北的衡水老白干和板城烧锅酒等冀酒在北京终端市场稳健开局并持续增长，成为北京中档白酒市场表现可圈可点的生力军。此外，浏阳河、金剑南、泸州老窖特曲等在北京中档酒市场也占有一定的市场份额。

图表3：北京市白酒销量持续增长（万吨）

| 时间     | 白酒累计销量(万吨) | 期末库存(万吨) | 累计产销率(%) | 库存消费比 | 库存可供销售天数 |
|--------|------------|----------|----------|-------|----------|
| 2003Q1 | 2          | 1.9      | 93.3     | 95.0% | 85       |
| 2003Q2 | 3.3        | 2        | 95.7     | 60.6% | 109.1    |
| 2003Q3 | 4.7        | 2        | 95.3     | 42.6% | 114.9    |
| 2003Q4 | 7.9        | 1.1      | 103.1    | 13.9% | 49.5     |
| 2005Q3 | 6.6        | 1.7      | 112.2    | 25.8% | 69.5     |
| 2005Q4 | 9.4        | 2.3      | 101.2    | 24.5% | 88.1     |
| 2006Q1 | 2.8        | 2.1      | 106.9    | 75.0% | 67.5     |
| 2006Q2 | 4.8        | 2.1      | 103.2    | 43.8% | 78.8     |
| 2006Q3 | 6.8        | 2.2      | 101.3    | 32.4% | 87.4     |
| 2006Q4 | 10         | 1.6      | 98.3     | 16.0% | 57.6     |
| 2007Q1 | 4.4        | 1.4      | 107.3    | 31.8% | 28.6     |
| 2007Q2 | 7          | 1.6      | 101.9    | 22.9% | 41.1     |
| 2007Q3 | 9.9        | 1.5      | 103.6    | 15.2% | 40.9     |
| 2007Q4 | 14.2       | 1.9      | 97.9     | 13.4% | 48.2     |
| 2008Q1 | 5.1        | 2.1      | 100.6    | 41.2% | 36.3     |
| 2008Q2 | 8.9        | 2.3      | 96.8     | 25.8% | 46       |
| 2008Q3 | 11.6       | 2.2      | 97.4     | 19.0% | 50.8     |
| 2008Q4 | 16.8       | 2.6      | 95.7     | 15.5% | 55.7     |
| 2009Q1 | 4.4        | 2.6      | 99.3     | 59.1% | 53.2     |
| 2009Q2 | 8.6        | 2.1      | 105.5    | 24.4% | 44       |
| 2009Q3 | 12.9       | 2.4      | 101.1    | 18.6% | 50.2     |
| 2009Q4 | 18.3       | 2.3      | 101.5    | 12.6% | 45.2     |

来源：国金证券研究所

图表4：北京地区白酒品牌呈金字塔结构



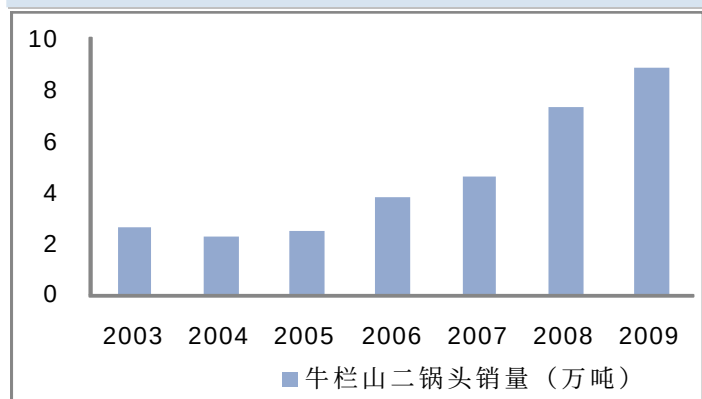
### 牛栏山二锅头：领銜北京中档白酒品牌，市场份额已超越红星而跃居首位

- 2006 年以前，顺鑫农业旗下的牛栏山白酒主要生产低档酒，同时还面临着营销短板的制约，销售区域集中于北京周边，全国消费者一直对牛栏山白酒缺乏真正的了解，因此很难形成消费偏好，业绩一直不温不火。
- 2006 年以来，公司通过一系列的营销创新手段，正在逐步改变消费者心目中“二锅头属低档酒”的消费偏见，并采取“品牌构筑+营销强化”的双管齐下方针，在北京和外埠市场取得双向增长，市场份额稳步提升：
  - ◆ 07 年 3 月份，公司获得北京二锅头原产地标识认证，一举奠定牛栏山酒在二锅头细分市场的“官方地位”，品牌强化之路顺次铺开；
  - ◆ 2007 年，牛栏山白酒在北京市场热销，销量一举突破 46600 吨，超越红星二锅头而荣膺中国二锅头销售的首位，市场份额的稳步提升，同品牌形象的提升相得益彰；
  - ◆ 08 年 5 月份，牛栏山二锅头又通过了“二锅头国家标准认证（国标）”，树立了较高的行业进入壁垒，继而成为二锅头生产游戏规则的主导者；
  - ◆ 此外，公司还通过了二锅头香型代表认证、北京非物质文化遗产认证等，全方位丰富了牛栏山白酒的文化底蕴和历史内涵。
  - ◆ 启用立体营销媒介。公司通过电视、高杆、明星代言等多重媒介进行宣传，譬如，用王刚取代之前的李丁作为牛栏山白酒的形象代言人以扩大受众，是配合公司白酒走出北京的营销思路的体现；
  - ◆ 外埠市场开拓方面，08 年公司重点进军珠三角，产品开始销往深圳的超市、酒店等渠道，广告投放也逐步展开，没有产品上柜的区域则不投放广告，这依然体现了公司稳健的营销风格，既节约了成本，又提高了营销资源的配置效率。



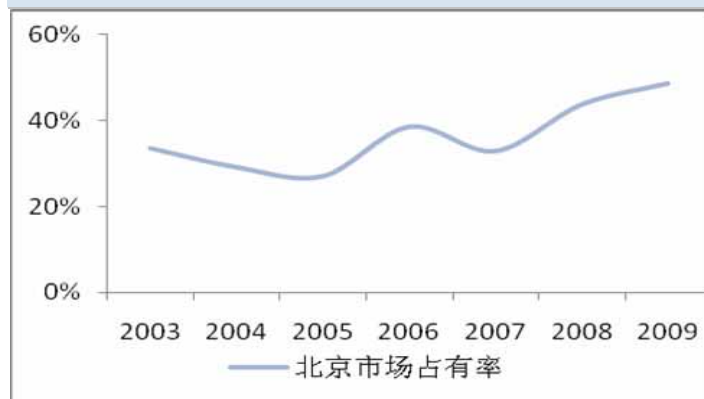
- 与此同时，公司加大了产品结构调整的力度，做足“内功”，通过技术改进和工艺创新，不断加大高附加值的中高档白酒比例，使得品牌再造和营销改革工作能落到实处，同时也使公司产品涨价和档次提升成为可能。
- 2009年，公司牛栏山白酒销量已达8.9万吨，销售收入超过13.4亿元，分别占北京市白酒消费量的48.7%，超过了当地最大的竞争对手红星二锅头的8万吨销量而跃居北京地区中低档白酒之首。

图表5：07年以来牛栏山二锅头销量持续激增（万吨）



来源：国金证券研究所

图表6：牛栏山二锅头销量占北京白酒市场销量份额



- 通过对比，我们认为牛栏山近几年迅猛增长并最终在北京市场超过红星二锅头，主要得益于营销和品牌建设力度要大于红星，并且牛栏山中高档白酒品类推出来后形成热销，拉动公司销量和收入指标全面超越红星。
- 同时，由于牛栏山头获得二锅头原产地认证和生产工艺国家标准，这等同于在生产环节方面提高了进入壁垒，这实际上增强了公司白酒业务的中长期竞争力。

图表7：牛栏山与红星的对比

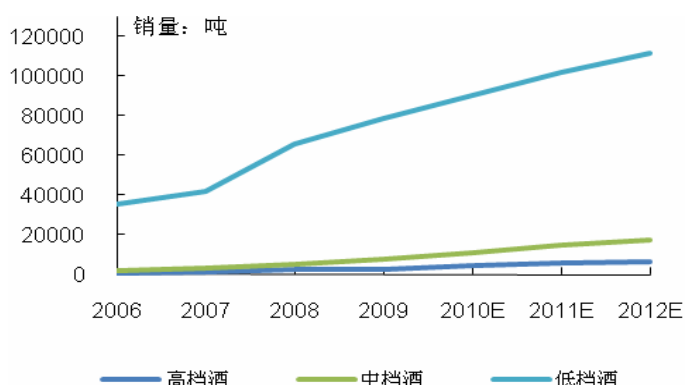
| 比较     | 牛栏山                       | 红星               |
|--------|---------------------------|------------------|
| 09年销量  | 8.91万吨                    | 8万吨              |
| 09年销售额 | 13.4亿元                    | 8亿元              |
| 北京市占率  | 第一                        | 第二               |
| 品牌建设   | 第一个荣获“中华老字号”、“非物质文化遗产”    | 中华老字号、北京市非物质文化遗产 |
| 品牌壁垒   | 获二锅头工艺国家标准、二锅头原产地认证，品牌壁垒高 | 未见公告             |
| 最近荣誉   | 获2009年中国品牌年度大奖            | 2007年市场综合占有率前三   |
| 直管单位   | 北京市顺义区国资委                 | 北京市国资委           |
| 营销区域   | 北京为主，辐射河北、山东、内蒙等地         | 行销全国31个省市        |
| 营销战略   | 一城两洲三区、近占远养               | 力争全面开花           |
| 营销渠道   | 批发、餐饮、超市、团购               | 批发、超市、团购         |
| 广告投放   | 每年投入8000-9000万元           | 不多，具体数目不详        |
| 营销架构   | 统分结合，经销商可兼营其他白酒           | 大一统的营销架构         |
| 营销风格   | 因地制宜，贴近市场化的营销手段           | 计划经济体制下的营销策略     |
| 香型     | 浓香（牛栏山）、清香（二锅头）           | 清香型              |
| 产品组合   | 4大系列近200余种酒类产品            | 6大系列110个酒类产品     |
| 主力产品   | 2004年推出百年牛栏山酒并大获成功        | 2003年推出青花瓷大获成功   |
| 产品结构   | 中高档酒销量占比13%，收入占比55%       | 不详               |

来源：国金证券研究所

多重利空影响下，2010年春节期间牛栏山白酒销售依然火爆

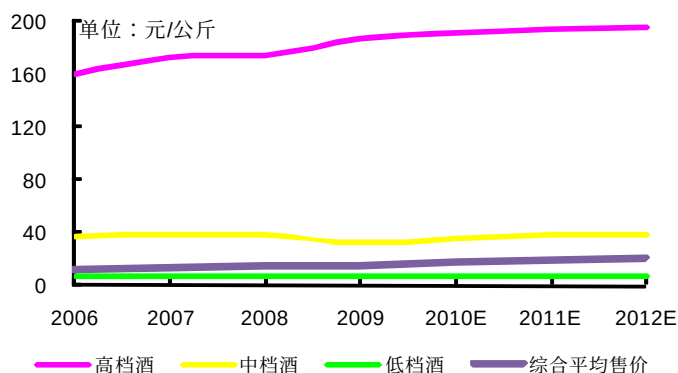
- 虽然金融危机对中国白酒行业的负面影响直到 2009 年才显现出来，而且行业内还遭遇“严惩酒驾”、消费税上调等多重利空因素的冲击，但牛栏山白酒在虎年春节期间销售依然火爆。
- 虽然没有出现 08 年春节的脱销盛况，但 2010 年 1 月份公司牛栏山酒厂白酒销售额达到 2 个多亿，取得了可喜的开门红，预计 2010 全年白酒销售额有望达到 19 亿元，同比增长 40% 左右。
- 我们预计 2010 年公司高中低三档白酒销量分别可达到 4300 吨、1.11 万吨、9.06 万吨，同比增长 60%、50% 和 15%；其中，中高档酒销量占公司总销量的比重进一步提高到 15%、17%、18%，但贡献的收入占比持续升至 64%、68%、71%。

图表8：牛栏山三档白酒销量增长迅猛（吨）

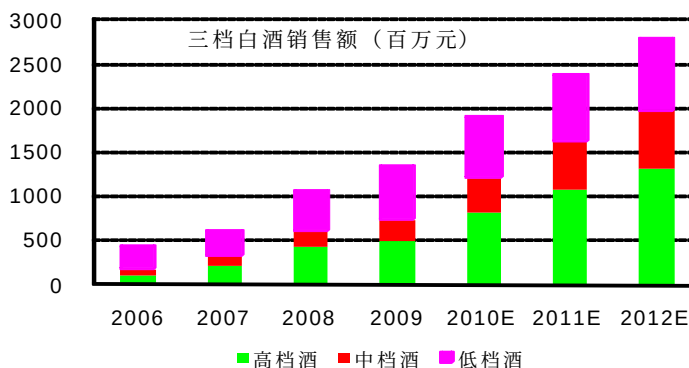


来源：国金证券研究所

图表9：牛栏山三档白酒销售单价（元/公斤）

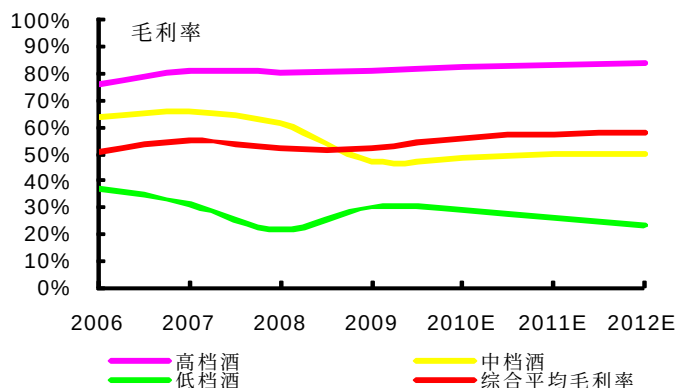


图表10：牛栏山三档白酒销售额增长迅速（百万元）



来源：国金证券研究所

图表11：牛栏山三档白酒销售毛利率

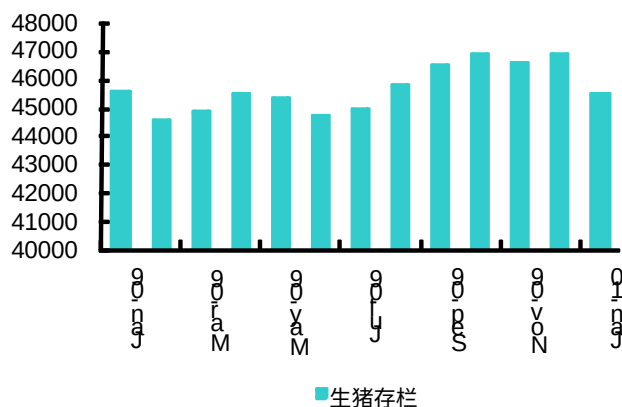


## 猪肉制品：种猪产能有望翻番，猪肉产业整体盈利水平将大幅提升

### 口蹄疫造成生猪提前出栏，节后猪价快速回落，北京地区累计跌幅超过 20%

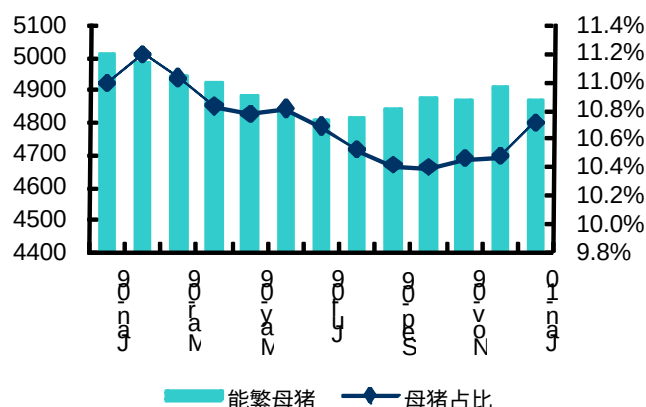
- 一月生猪存栏环比大幅下滑 2.99%。据农业部统计，2010 年 1 月份我国生猪存栏量 45500 万头，较 09 年 12 月份下降 2.99%，较 09 年同期下跌 0.25%；能繁母猪存栏量为 4870 万头，较 09 年 12 月份下降 0.81%，较 09 年同期下跌 2.79%。
- 生猪存栏环比下滑的主要原因是 2010 年初以来出现以口蹄疫等为主的严重疫情，本次疫情分布面积广泛（涵盖全国各地，包括广东四川河南山东在内的主产省都有严重疫情出现）、部分地方疫病较重、死亡率较高，养殖场户普遍提前出栏肥猪。
- 由于生猪口蹄疫已经蔓延到全国 80% 的生猪主产省，猪农恐慌性提前出栏造成短期供应增加，进而造成全国零售猪肉价格持续回落。

图表12：10年1月全国生猪存栏量锐减（万头）



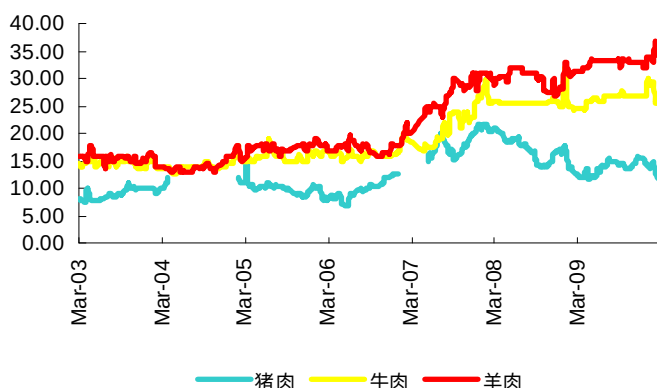
来源：农业部、商务部、国金证券研究所

图表13：全国能繁母猪存栏量稳中有降（万头）



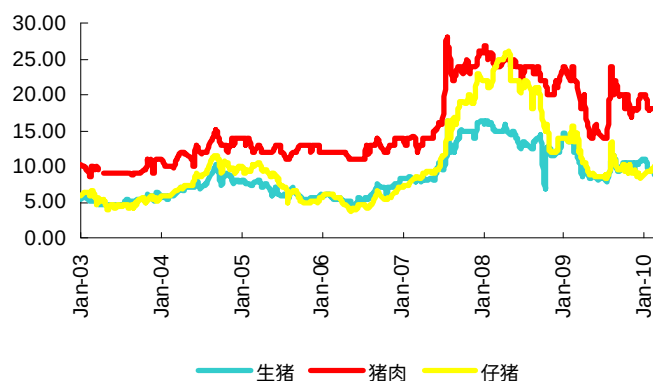
- 国家发展改革委价格监测中心监测，3月12日，36个大中城市超市、集市猪肉(精瘦肉)零售价格平均每500克为11.62元，比3月4日下跌0.17元/公斤。
- 春节后，北京猪肉价格快速回落，累计跌幅超过20%。本周五北京新发地农副产品批发猪肉市场价格均价为11.75元/公斤，上周均价12.20元/公斤，节后三周跌幅达21%。

图表14：北京新发地批发市场猪肉价格下跌（元/公斤）



来源：国金证券研究所

图表15：四川泸州仔猪批发价格持续下降（元/公斤）

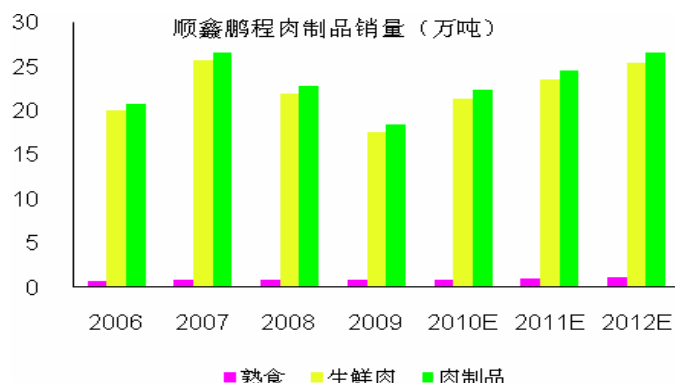


#### 口蹄疫情消除后，猪价有望摆脱低迷，推动生猪屠宰和冷鲜肉盈利水平上升

- 需求面来看，疫情会引起人们对吃到病死猪肉的担心，从而抑制了消费，这是短期猪价下跌的根本原因。供给端来看，疫情到来时，养殖户（即使没有直接受到疫情的影响），也会对猪病非常担忧，选择大量集中出栏，从而加大供给，抑制了短期猪价的表现。
- 截至目前，生猪口蹄疫情尚未获得根本性遏制，因此猪价短期仍将延续惯性低迷表现。但由于猪肉消费关系国计民生，因此管理当局应该会高度重视并采取切实有效的措施来防范疫情扩散，我们判断4月份疫情消除应该是大概率事件。
- 我们对猪价的看法：短空长多，目前是预期最差的时候。考虑到疫情最终会得到有效控制，再加上发改委可能在3月底进行收储猪肉，因此，我们预计2季度初猪价有望摆脱低迷，前期提前出栏透支供给将引发生猪供应紧张局面，我们预计2010年2-4季度猪价将重回上升通道。
- 我们认为，猪价止跌回升，对于生猪产业链各个环节的利润提升都将起到正面作用，顺鑫鹏程生猪屠宰业务和冷鲜猪肉业务毛利率水平有望提升。

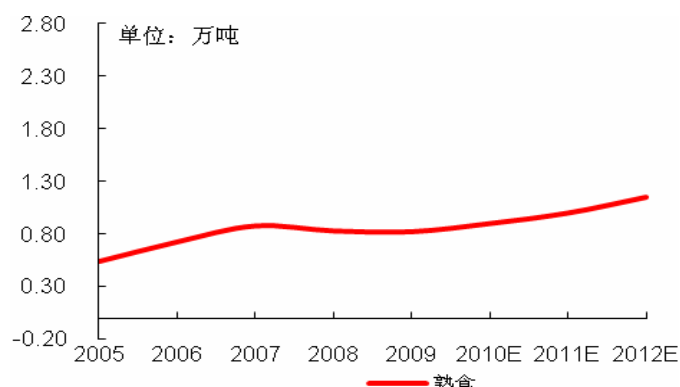


图表16：顺鑫鹏程生鲜肉销量将稳步增长（万吨）

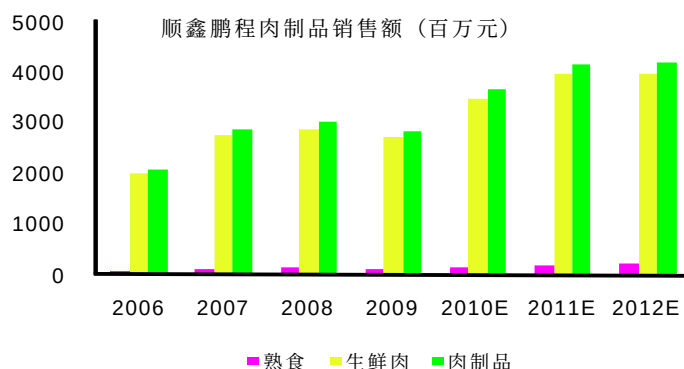


来源：国金证券研究所

图表17：顺鑫鹏程熟食销量持续稳定增长（万吨）

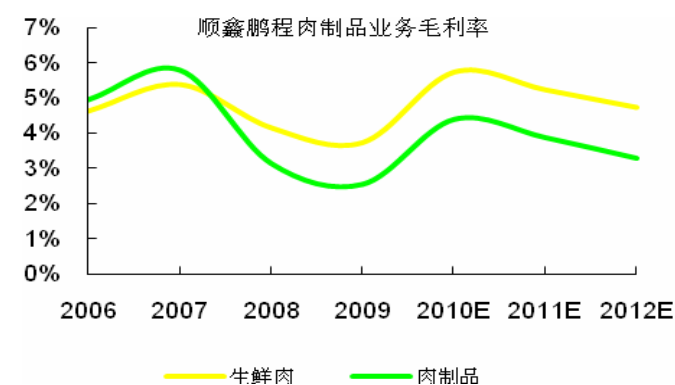


图表18：顺鑫鹏程猪肉制品业务销售额（百万元）



来源：国金证券研究所

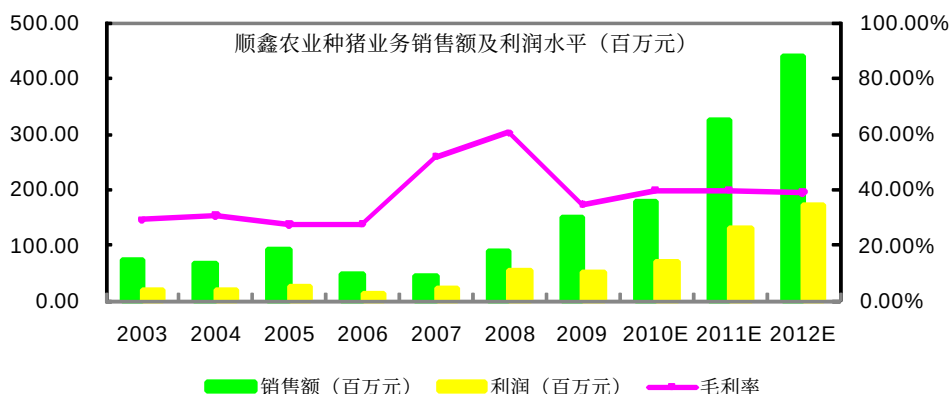
图表19：顺鑫鹏程猪肉制品业务毛利率假定



### 种猪：一体化有利于生猪产业链利润稳定，增发项目达产后种猪产能将翻番

- 种猪处在生猪产业链的上游，其盈利波动的周期领先下游的肉制品约半个完整的周期，因此，通常下游的生猪屠宰和肉制品加工业务盈利陷入低谷的时候，种猪的盈利往往处于较高水平，反之亦然。
- 总体来看，顺鑫农业的“种猪+屠宰+生鲜加工+熟食深加工”产业链一体化基本上能实现各环节利润的此消彼涨，因此公司生猪整条产业链能保持相对稳定的综合利润水平。

图表20：未来三年顺鑫农业种猪业务销售额将保持迅猛增长势头



来源：国金证券研究所

- 公司定向增发项目就有超过 51%的资金约 9 亿元投向种猪方向，经过一年左右的建设期，预计第 2 年、3 年、4 年种猪达产率将分别为 30%、60%、100%，完全达产后公司种猪销量将较现有规模翻一番。
- 如果增发项目能顺利实施，到 2012 年公司种猪产销规模将较 09 年翻一番，加上猪农补栏带来种猪需求增加的行业自然增长，以及种猪价格上涨，我们预计 2012 年公司种猪业务的销售额将达到 4.4 亿元，较 09 年将增长接近 2 倍，毛利率稳定的前提下生猪整体盈利水平将大幅提升。

图表21：顺鑫农业增发项目主要投向白酒扩产、种猪繁育项目

| 项目             | 投资金额（万元） | 生产规模               | 建设期及达产进程                                     | 达产后产量（吨、头）                | 达产后销售额（万元） | 达产后净利润（万元） |
|----------------|----------|--------------------|----------------------------------------------|---------------------------|------------|------------|
| 牛栏山酒厂研发中心及升级改造 | 83500    | 6000吨低档酒转型中高档酒     | 三年建设期，第4-6年达产率33%、67%、100%，投资回收期6.2年，含3年建设期。 | 中高档白酒产量6000吨              | 54300      | 11420      |
| 优质种猪繁育和规模化养殖   | 89305    | 24000头种母猪和1200头种公猪 |                                              | 年出栏种仔猪12.96万头，商品仔猪35.04万头 | 39,648.00  | 11,163.00  |
| 其中：            |          |                    |                                              |                           |            |            |
| 兴隆项目           | 19750    | 6000头种母猪和300头种公猪   | 建设期一年，第2-4年达产率分别为30%、60%、100%                | 年出栏种仔猪3.24万头，商品仔猪8.76万头   | 9912       | 2490.8     |
| 肃宁项目           | 18200    | 5000头种母猪和250头种公猪   | 同上                                           | 年出栏种仔猪2.7万头，商品仔猪7.3万头     | 8260       | 2285.6     |
| 滦平项目           | 9875     | 3000头种母猪和150头种公猪   | 同上                                           | 年出栏种仔猪1.62万头，商品仔猪4.38万头   | 4956       | 1245.4     |
| 阳高（大白登镇）项目     | 9650     | 2600头种母猪和130头种公猪   | 同上                                           | 年出栏种仔猪1.4万头，商品仔猪3.8万头     | 4295       | 1209       |
| 阳高（北徐屯乡）项目     | 9650     | 2600头种母猪和131头种公猪   | 同上                                           | 年出栏种仔猪1.4万头，商品仔猪3.8万头     | 4295       | 1209       |
| 承德上谷乡项目        | 7180     | 1600头种母猪和80头种公猪    | 同上                                           | 年出栏种仔猪8640头，商品仔猪3.336万头   | 2643       | 874        |
| 北京顺义客家庄项目      | 15000    | 3200头种母猪和160头种公猪   | 同上                                           | 年出栏种仔猪1.728万头，商品仔猪4.672万头 | 5286.4     | 1848.4     |

定向增发预案：≤11000万股，价格≥16.42元，募资净额17.28亿元，主要投向上述白酒扩产和种猪繁育两个方向。

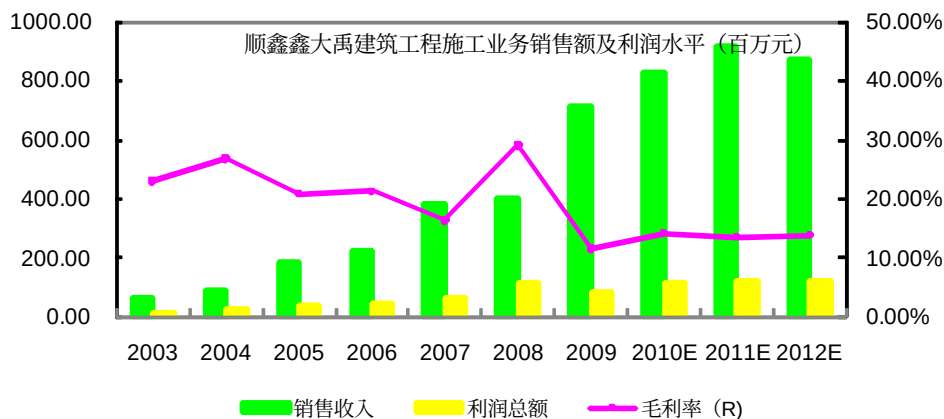
来源：国金证券研究所

## 其他业务保持平稳增长，2011 年花博会或有超预期惊喜

### 建筑工程施工：稳定增长趋势不改，保守预计增速 10-20%之间

- 建筑工程施工一直是公司表现稳健的现金牛业务。09 年公司旗下的鑫大禹水利工程销售收入达到 7.16 亿元，同比增长 76.33%，超过我们预期。
- 不过，由于存在成本结转和收入结算的时点差异，公司 09 年水利工程施工业务的毛利率大幅下滑至 11.64%，较 08 年同比下降了 18 个百分点，我们保守预计 2010 年水利工程施工业务的销售额至少增长 16%到 8.33 亿元，毛利率则回升至 14.14%。
- 保守预计 2011-2012 年公司该业务的销售收入增长率在 10-20%之间，毛利率则稳定在 13-15%左右。

图表22：顺鑫鑫大禹建筑工程施工业务销售收入及利润水平（百万元）



来源：国金证券研究所

### 房地产：2010 年曲阜商贸城、杨镇三期两个楼盘将进入结算期

- 总体来看，2010 年顺鑫有四大楼盘进入结算周期，分别为杨镇三期项目、曲阜商贸城项目尾盘、高丽营顺鑫花语尾盘、包头东河区项目。
- 其中，杨镇三期是主力楼盘，总建筑面积逾 10 万平方米，预计今年至少结算 60%；曲阜商贸城剩余楼盘今年要全部结算完毕，预计面积 6.83 万平方米；高丽营顺鑫花语尾盘约 1.38 万平方米要全部结算完毕；包头项目在 2011 年大规模销售并结算的可能性更大，我们谨慎预计 2010 年底之前封顶并结算 10%左右。

图表23：顺鑫佳宇房地产经营要素假定

| 项目       | 建筑面积<br>(平方米) | 结算面积(平方米) |       |        |        |        |       | 结算均价 (元/平方米) |      |      |       |       |       |
|----------|---------------|-----------|-------|--------|--------|--------|-------|--------------|------|------|-------|-------|-------|
|          |               | 2007      | 2008  | 2009   | 2010E  | 2011E  | 2012E | 2007         | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
| 双阳西区(尾盘) |               |           | 766   | 0      | 0      | 0      | 0     | 0            | 6181 | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 扬州鑫园2期   | 100000        | 60000     | 8535  | 4992   | 0      | 0      | 0     | 3000         | 4395 | 4827 | 0     | 0     | 0     |
| 杨镇三期     | 107250        | 0         | 0     | 0      | 64350  | 42900  | 0     | 0            | 0    | 0    | 7000  | 7100  | 7200  |
| 曲阜商贸城    | 340000        | 140000    | 79913 | 51797  | 68290  | 0      | 0     | 1043         | 2773 | 2563 | 2563  | 3000  | 3000  |
| 高丽营顺鑫花语  | 71500         | 0         | 0     | 57655  | 13845  | 0      | 0     | 0            | 0    | 9421 | 9421  | 9421  | 9421  |
| 包头东河区项目  | 171217        | 0         | 0     | 0      | 17122  | 85609  | 68487 | 0            | 0    | 0    | 6625  | 6625  | 6625  |
| 总计       | 789967        | 200000    | 89213 | 114444 | 163607 | 128509 | 68487 | 1630         | 2929 | 6117 | 5314  | 6784  | 6625  |

来源：国金证券研究所

图表24：顺鑫佳宇房地产业务的盈利水平假定

| 项目       | 毛利率   |       |       |       |       |       |       | 销售收入(百万元) |        |        |        |        |        |        | 销售毛利(百万元) |        |        |        |       |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|-----------|--------|--------|--------|-------|
|          | 2007  | 2008  | 2009  | 2010E | 2011E | 2012E | 2011E | 2007      | 2008   | 2009   | 2010E  | 2011E  | 2012E  | 2007   | 2008      | 2009   | 2010E  | 2011E  | 2012E |
| 双阳西区(尾盘) | 0     | 53.9% | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.00      | 4.73   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 2.55      | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00  |
| 扬州鑫园2期   | 35.6% | 45.4% | 11.9% | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 180.00    | 37.51  | 24.10  | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 64.06  | 17.05     | 2.87   | 0.00   | 0.00   | 0.00  |
| 杨镇三期     | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 21.4% | 22.5% | 23.6% | 43.7% | 0.00      | 0.00   | 0.00   | 450.45 | 304.59 | 0.00   | 0.00   | 0.00      | 0.00   | 96.52  | 68.64  | 0.00  |
| 曲阜商贸城    | 33.0% | 64.2% | 46.2% | 61.0% | 0.0%  | 0.0%  | 66.7% | 146.07    | 221.59 | 132.75 | 175.02 | 0.00   | 0.00   | 48.20  | 142.16    | 61.38  | 106.73 | 0.00   | 0.00  |
| 高丽营顺鑫花语  | 0.0%  | 0.0%  | 23.2% | 23.2% | 32.8% | 32.8% | 32.8% | 0.00      | 0.00   | 543.18 | 130.43 | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00      | 125.80 | 30.21  | 0.00   | 0.00  |
| 包头东河区项目  | 0.0%  | 0.0%  | 0.0%  | 47.2% | 47.2% | 47.2% | 47.2% | 0.00      | 0.00   | 0.00   | 113.43 | 567.16 | 453.73 | 0.00   | 0.00      | 0.00   | 53.50  | 267.52 | 0.00  |
| 总计       | 34.4% | 62.4% | 27.2% | 33.0% | 38.6% | 47.2% | 74.1% | 326.07    | 259.10 | 700.02 | 869.33 | 871.75 | 453.73 | 112.26 | 161.76    | 190.06 | 286.96 | 336.16 | 0.00  |

来源：国金证券研究所

### 花博会场馆：若股权转让成功，则 2011 年可能会增加近 3-5 亿元投资收益，增加 EPS 近 1.00 元

- 花博会场馆土地增值近 100%。花博会一期共占地 207 亩，此前拍地价 340 万元/亩，毗邻的国航大学培训中心附近地块竞拍价已升至 670 万元/亩，目前已经增值近 100%。
- 目前，已有多家实力雄厚的商业地产物业管理团队前来和公司洽谈股权合作事宜。这其中，我们相对看好新加坡淡马锡控股(Temasek Holdings)旗下的丰树集团。
- 作为亚洲领先的房地产资本管理公司，丰树专注于投资亚洲市场和具有良好发展潜力的房地产行业，并且在中国已进行了一系列投资，包括在佛山、西安、北京等地投资的商业写字楼项目。

图表25：丰树印中基金倾力打造的北京佳程广场



来源：国金证券研究所

图表26：丰树集团携手嘉禾影院开发西安怡丰城项目





- 若出让 51%花博会股权，则增厚 2011 年 EPS 约 1.00 元。顺鑫农业在花博会项目上的直接投资 13-14 亿元再加上期间费用总成本约 20 亿元，而目前花博会场馆的市场价值已增至 26-28 亿元，若能谈妥至 30 亿元，预计公司可能于 2011 年转让 51%控股股权，照此测算，至少带来 3-5 亿元的投资收益，按顺鑫农业增发摊薄后总股本计，将至少增厚 2011 年 EPS 约 1.00 元，需要说明的是，我们的盈利预测并没有考虑花博会的股权出售收益。
- 出于谨慎，我们假定花博会场馆全部出租，且假设前提为：
  - ◆ 假定花博会 2 期暂时不会开发，公司在 1 期完全商业化运营之前不会投入开发 2 期建设；
  - ◆ 假定 1 期场馆在 2010 年转入固定资产，每年折旧、财务费用约 1.2 亿元，2010 年中期转为固定资产后，每年发生财务费用 3000 万元左右；
  - ◆ 假定 1 期场馆 16.5 万平方米出租租金为 3 元/平方米/天，不考虑出售的情景，这是一种相对保守的口径；
  - ◆ 假定 2010 年 1 期场馆底层 3.5 万平方米的空间出租率达到 60%，2-4 层约 13 万平方米的空间出租率达 40%；
  - ◆ 假定 2011 年 1 期场馆底层 3.5 万平方米的空间出租率达到 80%，2-4 层约 13 万平方米的空间出租率达 60%；
- 据此测算，花博会 2010 年可能带来租金金额为 82.62 百万元，毛利率为 -45.24%，毛利额为 -37.38 百万元；预计 2011 年租金收入 119.52 百万元，毛利率为 -25.5%，毛利额 -30.48 百万元。实际上我们是按照花博会出租亏损的情景来假定的，这体现了充分的安全边际。

图表27：花博会主场馆鸟瞰图



来源：国金证券研究所

#### 牵手果汁：2010 年有望剥离给大股东顺鑫集团

- 牵手果汁在 09 年 3-4 月份成功推出新产品“这样子紫啊”，由 SHE 代言，主要通过超市、小卖部等终端渠道进行推广，推出刚一个月就实现了扭亏为盈，此后公司加大了广告投放力度在北京进行全方位铺货。
- 虽然“这样子紫啊”在北京销售势头良好，但牵手公司其他产品销售形势依然差强人意，加上营销费用高企，2009 年牵手公司出现了 587.82 万元的亏损。
- 为了让顺鑫农业股份公司摆脱包袱、轻装上阵，顺鑫农业集团长期以来一直坚持将不盈利或亏损业务剥离出去，交给集团经营，因此，我们预计 2010 年公司可能将牵手果汁剥离给大股东顺鑫农业集团。

## 盈利预测和分拆估值

### 盈利假设前提

- 我们没有考虑花博会可能的股权出让收益贡献，也没有考虑增发后股本的摊薄。根据我们的测算，若按照 16.42 元增发 1.1 亿股，对 EPS 的摊薄效应应在 25% 左右；
- 我们没有考虑白酒扩产后增加优质酒 6000 吨所带来的盈利提升；
- 我们适当考虑了种猪业务的后续增产空间，即 2012 年种猪养殖规模将在 2009 年基础上增加一倍；
- 顺鑫农业期间费用率、所得税率的假定如下表所示：

图表28：顺鑫农业期间费用率、所得税率假定

| 百万元       | 2001   | 2002   | 2003   | 2004   | 2005   | 2006   | 2007   | 2008   | 2009   | 2010E  | 2011E   | 2012E   |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|
| 营业费用      | 80.12  | 106.83 | 115.09 | 185.59 | 207.98 | 194.74 | 263.76 | 382.14 | 484.97 | 595.69 | 698.92  | 696.94  |
| 营业费用/销售收入 | 10.35% | 10.29% | 8.69%  | 8.55%  | 7.15%  | 6.07%  | 5.83%  | 7.38%  | 7.97%  | 7.68%  | 7.93%   | 7.98%   |
| 管理费用      | 53.99  | 70.75  | 89.28  | 106.37 | 137.16 | 149.60 | 175.34 | 186.49 | 259.73 | 292.35 | 354.24  | 372.87  |
| 管理费用/销售收入 | 6.97%  | 6.82%  | 6.74%  | 4.90%  | 4.72%  | 4.66%  | 3.88%  | 3.60%  | 4.27%  | 3.77%  | 4.02%   | 4.27%   |
| 财务费用      | -5.29  | 6.04   | 9.28   | -4.62  | 11.51  | 28.86  | 33.19  | 46.90  | 42.14  | 41.25  | 33.79   | 36.46   |
| 财务费用/销售收入 | -0.68% | 0.58%  | 0.70%  | -0.21% | 0.40%  | 0.90%  | 0.73%  | 0.91%  | 0.69%  | 0.53%  | 0.38%   | 0.42%   |
| 期间费用小计    | 128.82 | 183.62 | 213.64 | 287.34 | 356.65 | 373.21 | 472.30 | 615.54 | 786.84 | 929.28 | 1086.95 | 1106.27 |
| 期间费用率小计   | 16.64% | 17.69% | 16.13% | 13.23% | 12.27% | 11.63% | 10.45% | 11.89% | 12.93% | 11.97% | 12.33%  | 12.66%  |
| 所得税率      | 8.58%  | 3.93%  | 6.34%  | 5.13%  | 8.19%  | 10.99% | 22.87% | 20.93% | 25.19% | 25.18% | 25.18%  | 25.17%  |

来源：国金证券研究所

### 盈利预测分析结果

- 我们预计顺鑫农业 10-12 年分别实现净利润 342.54、489.37、588.43 百万元，同比增长 113.27%、42.86%、20.24%，对应 10-12 年 EPS 分别为 0.781、1.116、1.342 元，按增发后股本计，摊薄 EPS 为 0.624、0.892、1.073 元。
- 其中，2010 年的 EPS 为 0.781，其中白酒业务贡献 EPS 为 0.425，约占 60%；房地产贡献 0.125，水利工程施工贡献 0.053，猪肉贡献 0.10 元左右。

图表29：顺鑫农业主营利润分拆明细（百万元）

| 利润占比   | 2007   | 2008   | 2009   | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 白酒     | 41.43% | 52.31% | 55.59% | 60.73% | 61.51% | 66.43% |
| 猪肉制品   | 20.42% | 9.01%  | 5.80%  | 9.22%  | 7.06%  | 6.88%  |
| 种猪     | 2.96%  | 5.08%  | 4.14%  | 4.12%  | 6.01%  | 7.30%  |
| 水利建筑施工 | 7.72%  | 11.16% | 6.65%  | 6.75%  | 5.76%  | 5.19%  |
| 房地产    | 13.69% | 15.29% | 14.21% | 16.44% | 15.45% | 9.11%  |
| 农贸市场   | 3.61%  | 2.87%  | 3.16%  | 2.34%  | 1.98%  | 1.95%  |
| 农业等其他  | 10.17% | 4.27%  | 10.45% | 0.39%  | 2.23%  | 3.15%  |

图表30：顺鑫农业 EPS 分拆明细预测

| EPS    | 2007  | 2008  | 2009  | 2010E | 2011E | 2012E |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 白酒     | 0.121 | 0.245 | 0.182 | 0.425 | 0.615 | 0.798 |
| 房地产    | 0.041 | 0.058 | 0.052 | 0.128 | 0.172 | 0.122 |
| 水利建筑施工 | 0.023 | 0.052 | 0.024 | 0.053 | 0.064 | 0.070 |
| 猪肉制品   | 0.083 | 0.052 | 0.028 | 0.096 | 0.105 | 0.123 |
| 农批市场   | 0.015 | 0.017 | 0.015 | 0.024 | 0.030 | 0.035 |
| 种猪     | 0.012 | 0.029 | 0.020 | 0.043 | 0.090 | 0.131 |
| 农业等其他  | 0.041 | 0.020 | 0.038 | 0.003 | 0.025 | 0.042 |
| 投资收益   | 0.001 | 0.027 | 0.005 | 0.008 | 0.015 | 0.021 |
| 合计     | 0.336 | 0.500 | 0.366 | 0.781 | 1.116 | 1.342 |

来源：国金证券研究所（注：我们对各项业务的税率进行了分拆，但没有对期间费用进行分拆，因此最终 EPS 分析结果或许与实际有误差）

### 分拆估值及投资建议

- 考虑到公司多元化特点，我们对公司白酒业务估值以行业平均估值的 90% 为标准，猪肉制品则以行业平均估值的 70% 为估值标杆（行业估值水平偏高），作为顺鑫农业的分业务估值参考水平。
- 根据我们的分拆估值结果，顺鑫农业合理目标股价为 21.32-22.06 元，离当前股价 16.50 元还有 30-40% 的涨幅，离定向增发底价 16.42 元具备明显的安全边际，建议机构投资者积极参与增发，重申公司“买入”评级。



图表31：白酒、肉制品、建筑、房地产行业估值水平

| 白酒      | 10PE  | 11PE     | 建筑工程    | 10PE  | 11PE  |
|---------|-------|----------|---------|-------|-------|
| 贵州茅台    | 24.22 | 19.5032  | 龙元建设    | 15.15 | 13.11 |
| 五粮液     | 21.72 | 17.084   | 上海建工    | 19.71 | 10.48 |
| 泸州老窖    | 22.37 | 18.27    | 浦东建设    | 18.11 | 12.13 |
| 水井坊     | 28.07 | 24.06    | 隧道股份    | 18.54 | 15.33 |
| 山西汾酒    | 25.25 | 18.80    | average | 17.88 | 12.76 |
| 老白干     | 82.84 | 46.02151 |         |       |       |
| 洋河股份    | 28.06 | 22.00    |         |       |       |
| average | 33.22 | 23.68    | 房地产     | 10PE  | 11PE  |
| 猪肉制品    | 10PE  | 11PE     | 万科      | 14.20 | 11.74 |
| 双汇发展    | 28.99 | 24.20    | 招商      | 16.66 | 11.82 |
| 高金食品    | 75.96 | 63.16    | 保利      | 14.81 | 11.63 |
| 新五丰     | 41.16 | 36.75    | 金地      | 14.89 | 11.32 |
| 福成五丰    | 66.09 | 48.47    | 栖霞      | 17.01 | 12.93 |
| 罗牛山     | 76.38 | 69.79    | 华发      | 13.53 | 12.44 |
| average | 57.72 | 48.47    | average | 15.18 | 11.98 |

来源：聚源数据，国金证券研究所（注：市盈率计算以截至2010年3月15日收盘价为依据）

图表32：顺鑫农业估值结果：21.32—22.06元

| PE估值结果 | 2010E | 2011E |
|--------|-------|-------|
| 白酒     | 0.425 | 0.615 |
| 目标估值水平 | 31.56 | 22.49 |
| 对应股价   | 13.41 | 13.82 |
| 猪肉制品   | 0.096 | 0.105 |
| 目标估值水平 | 40.40 | 33.93 |
| 对应股价   | 3.89  | 3.57  |
| 水利建筑施工 | 0.053 | 0.064 |
| 目标估值水平 | 17.88 | 12.76 |
| 对应股价   | 0.94  | 0.82  |
| 房地产    | 0.128 | 0.172 |
| 目标估值水平 | 15.18 | 11.98 |
| 对应股价   | 1.95  | 2.07  |
| 种猪     | 0.043 | 0.090 |
| 目标估值水平 | 26.47 | 19.78 |
| 对应股价   | 1.14  | 1.77  |
| 目标股价   | 21.32 | 22.06 |

附：销售收入预测表

图表33：顺鑫农业销售收入预测表

| 项 目             | 2003      | 2004      | 2005      | 2006      | 2007      | 2008      | 2009      | 2010E      | 2011E      | 2012E      |
|-----------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|------------|------------|------------|
| <b>白酒（牛栏山）</b>  |           |           |           |           |           |           |           |            |            |            |
| 平均售价（元/公斤）      | 6.50      | 9.22      | 12.60     | 11.50     | 13.29     | 14.62     | 15.04     | 17.88      | 19.50      | 20.57      |
| 增长率（YOY）        | N/A       | N/A       | N/A       | -8.71%    | 15.60%    | 9.98%     | 2.87%     | 18.86%     | 9.08%      | 5.50%      |
| 销售数量（吨）         | 26,467.00 | 22,848.00 | 25,335.00 | 38,543.26 | 46,630.05 | 73,490.00 | 89,118.63 | 106,451.63 | 119,261.18 | 129,450.90 |
| 增长率（YOY）        | N/A       | N/A       | N/A       | 52.13%    | 20.98%    | 57.60%    | 21.27%    | 19.45%     | 12.03%     | 8.54%      |
| 销售收入（百万元）       | 172.04    | 210.67    | 319.16    | 443.27    | 619.91    | 1,074.49  | 1,340.38  | 1,903.05   | 2,325.64   | 2,663.22   |
| 增长率（YOY）        | N/A       | N/A       | N/A       | 38.88%    | 39.85%    | 73.33%    | 24.75%    | 41.98%     | 22.21%     | 14.52%     |
| 毛利率             | 44.98%    | 49.50%    | 46.93%    | 50.84%    | 54.83%    | 51.69%    | 52.02%    | 55.70%     | 57.53%     | 58.63%     |
| 销售成本（百万元）       | 94.65     | 106.39    | 169.38    | 217.89    | 280.02    | 519.08    | 643.13    | 843.06     | 987.72     | 1,101.73   |
| 增长率（YOY）        | N/A       | N/A       | N/A       | 28.64%    | 28.51%    | 85.37%    | 23.90%    | 31.09%     | 17.16%     | 11.54%     |
| 毛利（百万元）         | 77.39     | 104.28    | 149.78    | 225.38    | 339.89    | 555.41    | 697.25    | 1,060.00   | 1,337.92   | 1,561.49   |
| 增长率（YOY）        | N/A       | N/A       | N/A       | 50.47%    | 50.81%    | 63.41%    | 25.54%    | 52.03%     | 26.22%     | 16.71%     |
| 占总销售额比重         | 12.99%    | 9.70%     | 10.98%    | 13.81%    | 13.71%    | 20.76%    | 22.02%    | 24.52%     | 26.37%     | 30.48%     |
| 占主营业务利润比重       | 24.46%    | 23.78%    | 28.54%    | 38.45%    | 41.43%    | 52.32%    | 55.59%    | 60.73%     | 61.51%     | 66.43%     |
| <b>猪肉制品（鹏程）</b> |           |           |           |           |           |           |           |            |            |            |
| 平均售价（元/吨）       | N/A       | N/A       | N/A       | 7,848.36  | 12,671.14 | 16,496.98 | 12,792.92 | 14,971.62  | 15,728.67  | 14,958.16  |
| 增长率（YOY）        | N/A       | N/A       | N/A       | N/A       | 61.45%    | 30.19%    | -22.45%   | 17.03%     | 5.06%      | -4.90%     |
| 销售数量（万吨）        | N/A       | N/A       | N/A       | 26.45     | 22.84     | 18.41     | 22.22     | 24.44      | 25.48      | 26.12      |
| 增长率（YOY）        | N/A       | N/A       | N/A       | N/A       | -13.66%   | -19.38%   | 20.70%    | 9.98%      | 4.26%      | 2.51%      |
| 销售收入（百万元）       | 737.29    | 1,379.95  | 1,827.15  | 2,075.96  | 2,893.95  | 3,037.47  | 2,843.01  | 3,659.15   | 4,008.02   | 3,907.35   |
| 增长率（YOY）        | N/A       | N/A       | N/A       | 13.62%    | 39.40%    | 4.96%     | -6.40%    | 28.71%     | 9.53%      | -2.51%     |
| 毛利率             | 5.72%     | 3.51%     | 4.58%     | 4.95%     | 5.79%     | 3.15%     | 2.56%     | 4.40%      | 3.83%      | 4.14%      |
| 销售成本（百万元）       | 695.15    | 1,331.50  | 1,743.52  | 1,973.15  | 2,726.41  | 2,941.78  | 2,770.21  | 3,498.28   | 3,854.40   | 3,745.72   |
| 增长率（YOY）        | N/A       | N/A       | N/A       | 13.17%    | 38.18%    | 7.90%     | -5.83%    | 26.28%     | 10.18%     | -2.82%     |
| 毛利（百万元）         | 42.14     | 48.46     | 83.64     | 102.81    | 167.54    | 95.68     | 72.79     | 160.87     | 153.62     | 161.63     |
| 增长率（YOY）        | N/A       | N/A       | N/A       | 22.92%    | 62.97%    | -42.89%   | -23.92%   | 120.99%    | -4.51%     | 5.21%      |
| 占总销售额比重         | 55.66%    | 63.55%    | 62.84%    | 64.68%    | 64.01%    | 58.69%    | 46.71%    | 47.15%     | 45.45%     | 44.71%     |
| 占主营业务利润比重       | 13.32%    | 11.05%    | 15.94%    | 17.54%    | 20.42%    | 9.01%     | 5.80%     | 9.22%      | 7.06%      | 6.88%      |
| <b>种猪（小店）</b>   |           |           |           |           |           |           |           |            |            |            |
| 平均售价（元/头）       | N/A       | N/A       | N/A       | 643.58    | 1,241.44  | 1,725.51  | 1,318.93  | 1,431.04   | 1,624.23   | 1,924.71   |
| 增长率（YOY）        | N/A       | N/A       | N/A       | N/A       | 92.90%    | 38.99%    | -23.56%   | 8.50%      | 13.50%     | 18.50%     |
| 销售数量（万头）        | N/A       | N/A       | N/A       | 7.45      | 3.76      | 6.41      | 11.45     | 12.59      | 20.14      | 22.89      |
| 增长率（YOY）        | N/A       | N/A       | N/A       | N/A       | -49.46%   | 70.28%    | 78.62%    | 10.00%     | 60.00%     | 13.64%     |
| 销售收入（百万元）       | 74.22     | 67.98     | 93.46     | 47.92     | 46.72     | 89.25     | 150.96    | 180.17     | 327.19     | 440.60     |
| 增长率（YOY）        | N/A       | N/A       | N/A       | -48.72%   | -2.51%    | 91.04%    | 69.15%    | 19.35%     | 81.60%     | 34.66%     |
| 毛利率             | 29.20%    | 30.75%    | 27.53%    | 27.52%    | 51.98%    | 60.46%    | 34.42%    | 39.92%     | 39.92%     | 38.92%     |
| 销售成本（百万元）       | 52.54     | 47.07     | 67.73     | 34.73     | 22.43     | 35.29     | 98.99     | 108.24     | 196.57     | 269.10     |
| 增长率（YOY）        | N/A       | N/A       | N/A       | -48.72%   | -35.41%   | 57.32%    | 180.49%   | 9.34%      | 81.60%     | 36.90%     |
| 毛利（百万元）         | 21.67     | 20.91     | 25.73     | 13.19     | 24.28     | 53.95     | 51.97     | 71.93      | 130.63     | 171.50     |
| 增长率（YOY）        | N/A       | N/A       | N/A       | -48.74%   | 84.13%    | 122.19%   | -3.68%    | 38.42%     | 81.60%     | 31.29%     |
| 占总销售额比重         | 5.60%     | 3.13%     | 3.21%     | 1.49%     | 1.03%     | 1.72%     | 2.48%     | 2.32%      | 3.71%      | 5.04%      |
| 占主营业务利润比重       | 6.85%     | 4.77%     | 4.90%     | 2.25%     | 2.96%     | 5.08%     | 4.14%     | 4.12%      | 6.01%      | 7.30%      |

来源：国金证券研究所

**图表34：顺鑫农业销售收入预测（续表）**

| 项 目               | 2003    | 2004    | 2005    | 2006      | 2007      | 2008      | 2009      | 2010E    | 2011E    | 2012E    |
|-------------------|---------|---------|---------|-----------|-----------|-----------|-----------|----------|----------|----------|
| <b>果蔬汁（牵手）</b>    |         |         |         |           |           |           |           |          |          |          |
| 平均售价（元/公斤）        | N/A     | N/A     | N/A     | 3.69      | 3.01      | 2.64      | 2.73      | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 增长率（YOY）          | N/A     | N/A     | N/A     | N/A       | -18.50%   | -12.37%   | 3.45%     | N/A      | N/A      | N/A      |
| 销售数量（吨）           | N/A     | N/A     | N/A     | 61,129.22 | 45,990.34 | 34,954.39 | 39,217.20 | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 增长率（YOY）          | N/A     | N/A     | N/A     | N/A       | -24.77%   | -24.00%   | 12.20%    | -100.00% | N/A      | N/A      |
| 销售收入（百万元）         | 203.61  | 290.26  | 320.40  | 225.81    | 138.45    | 92.21     | 107.03    | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 增长率（YOY）          | N/A     | N/A     | N/A     | -29.52%   | -38.69%   | -33.40%   | 16.07%    | -100.00% | N/A      | N/A      |
| 毛利率               | 59.86%  | 58.36%  | 45.52%  | 42.21%    | 40.72%    | 39.38%    | 48.06%    | 0.00%    | 0.00%    | 0.00%    |
| 销售成本（百万元）         | 81.74   | 120.87  | 174.55  | 130.51    | 82.07     | 55.90     | 55.59     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 增长率（YOY）          | N/A     | N/A     | N/A     | -25.23%   | -37.11%   | -31.89%   | -0.55%    | -100.00% | N/A      | N/A      |
| 毛利（百万元）           | 121.87  | 169.39  | 145.85  | 95.30     | 56.38     | 36.31     | 51.44     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 增长率（YOY）          | N/A     | N/A     | N/A     | -34.66%   | -40.84%   | -35.59%   | 41.66%    | -100.00% | N/A      | N/A      |
| 占总销售额比重           | 15.37%  | 13.37%  | 11.02%  | 7.04%     | 3.06%     | 1.78%     | 1.76%     | 0.00%    | 0.00%    | 0.00%    |
| 占主营业务利润比重         | 38.52%  | 38.63%  | 27.79%  | 16.26%    | 6.87%     | 3.42%     | 4.10%     | 0.00%    | 0.00%    | 0.00%    |
| <b>水利工程（鑫大禹）</b>  |         |         |         |           |           |           |           |          |          |          |
| 销售收入（百万元）         | 63.35   | 93.82   | 185.10  | 227.48    | 386.46    | 406.24    | 716.32    | 833.29   | 919.36   | 877.69   |
| 增长率（YOY）          | N/A     | N/A     | N/A     | 22.90%    | 69.89%    | 5.12%     | 76.33%    | 16.33%   | 10.33%   | 5.33%    |
| 毛利率               | 23.01%  | 26.95%  | 20.95%  | 21.31%    | 16.38%    | 29.16%    | 11.64%    | 14.14%   | 13.64%   | 13.89%   |
| 销售成本（百万元）         | 48.78   | 68.54   | 146.33  | 179.00    | 323.14    | 287.76    | 632.96    | 715.48   | 793.98   | 755.81   |
| 增长率（YOY）          | N/A     | N/A     | N/A     | 22.33%    | 80.52%    | -10.95%   | 119.96%   | 13.04%   | 10.97%   | -4.81%   |
| 毛利（百万元）           | 14.58   | 25.29   | 38.77   | 48.48     | 63.32     | 118.48    | 83.36     | 117.81   | 125.38   | 121.89   |
| 增长率（YOY）          | N/A     | N/A     | N/A     | 25.05%    | 30.61%    | 87.11%    | -29.64%   | 41.32%   | 6.43%    | -2.78%   |
| 占总销售额比重           | 4.78%   | 4.32%   | 6.37%   | 7.09%     | 8.55%     | 7.85%     | 11.77%    | 10.74%   | 10.43%   | 10.04%   |
| 占主营业务利润比重         | 4.61%   | 5.77%   | 7.39%   | 8.27%     | 7.72%     | 11.16%    | 6.65%     | 6.75%    | 5.76%    | 5.19%    |
| <b>房地产（佳宇）</b>    |         |         |         |           |           |           |           |          |          |          |
| 平均售价（元/平方米）       | 0.00    | 0.00    | 0.00    | N/A       | N/A       | 2,957.32  | 6,144.27  | 5,313.54 | 6,783.57 | 6,625.00 |
| 增长率（YOY）          | N/A     | N/A     | N/A     | N/A       | N/A       | N/A       | 107.76%   | -13.52%  | 27.67%   | -2.34%   |
| 销售面积（万平方米）        | 0.00    | 0.00    | 0.00    | N/A       | N/A       | 8.92      | 11.44     | 16.36    | 12.85    | 6.85     |
| 增长率（YOY）          | N/A     | N/A     | N/A     | N/A       | N/A       | N/A       | 28.28%    | 42.96%   | -21.45%  | -46.71%  |
| 销售收入（百万元）         | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 52.50     | 326.07    | 263.83    | 703.18    | 869.33   | 871.75   | 453.73   |
| 增长率（YOY）          | N/A     | N/A     | N/A     | N/A       | 521.13%   | -19.09%   | 166.52%   | 23.63%   | 0.28%    | -47.95%  |
| 毛利率               | 0.00%   | 0.00%   | 0.00%   | 59.83%    | 34.43%    | 61.54%    | 25.34%    | 33.01%   | 38.56%   | 47.17%   |
| 销售成本（百万元）         | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 21.09     | 213.80    | 101.48    | 524.97    | 582.37   | 535.59   | 239.71   |
| 增长率（YOY）          | N/A     | N/A     | N/A     | N/A       | 913.99%   | -52.54%   | 417.32%   | 10.93%   | -8.03%   | -55.24%  |
| 毛利（百万元）           | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 31.41     | 112.27    | 162.35    | 178.21    | 286.96   | 336.16   | 214.02   |
| 增长率（YOY）          | N/A     | N/A     | N/A     | N/A       | 257.41%   | 44.61%    | 9.77%     | 61.03%   | 17.14%   | -36.34%  |
| 占总销售额比重           | 0.00%   | 0.00%   | 0.00%   | 1.64%     | 7.21%     | 5.10%     | 11.55%    | 11.20%   | 9.89%    | 5.19%    |
| 占主营业务利润比重         | 0.00%   | 0.00%   | 0.00%   | 5.36%     | 13.69%    | 15.29%    | 14.21%    | 16.44%   | 15.45%   | 9.11%    |
| <b>农批业务（石门）</b>   |         |         |         |           |           |           |           |          |          |          |
| 销售收入（百万元）         | 15.41   | 22.34   | 21.90   | 28.35     | 35.12     | 35.51     | 47.78     | 49.95    | 53.23    | 56.98    |
| 增长率（YOY）          | N/A     | 45.04%  | -2.00%  | 29.48%    | 23.87%    | 1.11%     | 34.55%    | 4.55%    | 6.55%    | 7.05%    |
| 毛利率               | 100.00% | 100.00% | 100.00% | 100.00%   | 84.25%    | 85.86%    | 82.88%    | 81.88%   | 80.88%   | 80.38%   |
| 销售成本（百万元）         | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00      | 5.53      | 5.02      | 8.18      | 9.05     | 10.18    | 11.18    |
| 增长率（YOY）          | N/A     | N/A     | N/A     | N/A       | #DIV/0!   | -9.22%    | 62.94%    | 10.66%   | 12.43%   | 9.85%    |
| 毛利（百万元）           | 15.41   | 22.34   | 21.90   | 28.35     | 29.59     | 30.49     | 39.60     | 40.90    | 43.05    | 45.80    |
| 增长率（YOY）          | N/A     | N/A     | N/A     | 29.48%    | 4.36%     | 3.04%     | 29.88%    | 3.29%    | 5.25%    | 6.39%    |
| 占总销售额比重           | 1.16%   | 1.03%   | 0.75%   | 0.88%     | 0.78%     | 0.69%     | 0.78%     | 0.64%    | 0.60%    | 0.65%    |
| 占主营业务利润比重         | 4.87%   | 5.10%   | 4.17%   | 4.84%     | 3.61%     | 2.87%     | 3.16%     | 2.34%    | 1.98%    | 1.95%    |
| <b>花博会（场馆出租）</b>  |         |         |         |           |           |           |           |          |          |          |
| 销售收入（百万元）         | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00      | 0.00      | 0.00      | 0.00      | 82.62    | 119.52   | 134.64   |
| 增长率（YOY）          | N/A     | N/A     | N/A     | N/A       | N/A       | N/A       | N/A       | N/A      | 44.66%   | 12.65%   |
| 毛利率               | 0.00%   | 0.00%   | 0.00%   | 0.00%     | 0.00%     | 0.00%     | 0.00%     | -45.24%  | 7.97%    | 25.73%   |
| 销售成本（百万元）         | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00      | 0.00      | 0.00      | 0.00      | 120.00   | 110.00   | 100.00   |
| 增长率（YOY）          | N/A     | N/A     | N/A     | N/A       | N/A       | N/A       | N/A       | N/A      | -8.33%   | -9.09%   |
| 毛利（百万元）           | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00      | 0.00      | 0.00      | 0.00      | -37.38   | 9.52     | 34.64    |
| 增长率（YOY）          | N/A     | N/A     | N/A     | N/A       | N/A       | N/A       | N/A       | N/A      | -125.47% | 263.87%  |
| 占总销售额比重           | 0.00%   | 0.00%   | 0.00%   | 0.00%     | 0.00%     | 0.00%     | 0.00%     | 1.06%    | 1.36%    | 1.54%    |
| 占主营业务利润比重         | 0.00%   | 0.00%   | 0.00%   | 0.00%     | 0.00%     | 0.00%     | 0.00%     | -2.14%   | 0.44%    | 1.47%    |
| <b>食品加工（创新食品）</b> |         |         |         |           |           |           |           |          |          |          |
| 销售收入（百万元）         | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00      | 0.00      | 107.28    | 94.20     | 89.31    | 93.60    | 98.29    |
| 增长率（YOY）          | N/A     | N/A     | N/A     | N/A       | N/A       | N/A       | -12.19%   | -5.19%   | 4.81%    | 5.01%    |
| 毛利率               | 0.00%   | 0.00%   | 0.00%   | 0.00%     | 0.00%     | 12.98%    | 34.31%    | 23.64%   | 20.64%   | 20.14%   |
| 销售成本（百万元）         | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00      | 0.00      | 93.36     | 61.88     | 68.19    | 74.28    | 78.49    |
| 增长率（YOY）          | N/A     | N/A     | N/A     | N/A       | N/A       | N/A       | -33.72%   | 10.20%   | 8.92%    | 5.67%    |
| 毛利（百万元）           | 0.00    | 0.00    | 0.00    | 0.00      | 0.00      | 13.92     | 32.32     | 21.12    | 19.32    | 19.80    |
| 增长率（YOY）          | N/A     | N/A     | N/A     | N/A       | N/A       | N/A       | 132.13%   | -34.67%  | -8.49%   | 2.46%    |

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

|              | 2007   | 2008   | 2009   | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 主营业务收入       | 4,521  | 5,176  | 6,087  | 7,761  | 8,819  | 8,739  |
| 增长率          |        | 14.5%  | 17.6%  | 27.5%  | 13.6%  | -0.9%  |
| 主营业务成本       | -3,701 | -4,114 | -4,833 | -6,016 | -6,644 | -6,388 |
| % 销售收入       | 81.9%  | 79.5%  | 79.4%  | 77.5%  | 75.3%  | 73.1%  |
| 毛利           | 820    | 1,062  | 1,254  | 1,745  | 2,175  | 2,350  |
| % 销售收入       | 18.1%  | 20.5%  | 20.6%  | 22.5%  | 24.7%  | 26.9%  |
| 营业税金及附加      | -131   | -162   | -228   | -272   | -309   | -306   |
| % 销售收入       | 2.9%   | 3.1%   | 3.7%   | 3.5%   | 3.5%   | 3.5%   |
| 营业费用         | -264   | -382   | -485   | -596   | -699   | -697   |
| % 销售收入       | 5.8%   | 7.4%   | 8.0%   | 7.7%   | 7.9%   | 8.0%   |
| 管理费用         | -175   | -186   | -260   | -292   | -354   | -373   |
| % 销售收入       | 3.9%   | 3.6%   | 4.3%   | 3.8%   | 4.0%   | 4.3%   |
| 息税前利润 (EBIT) | 251    | 331    | 282    | 586    | 813    | 975    |
| % 销售收入       | 5.5%   | 6.4%   | 4.6%   | 7.5%   | 9.2%   | 11.2%  |
| 财务费用         | -33    | -47    | -42    | -41    | -34    | -36    |
| % 销售收入       | 0.7%   | 0.9%   | 0.7%   | 0.5%   | 0.4%   | 0.4%   |
| 资产减值损失       | -1     | -8     | 4      | 0      | 0      | 0      |
| 公允价值变动收益     | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      | 0      |
| 投资收益         | 0      | 29     | 1      | 3      | 3      | 3      |
| % 税前利润       | 0.1%   | 9.4%   | 0.5%   | 0.5%   | 0.3%   | 0.3%   |
| 营业利润         | 216    | 305    | 245    | 547    | 782    | 941    |
| 营业利润率        | 4.8%   | 5.9%   | 4.0%   | 7.0%   | 8.9%   | 10.8%  |
| 营业外收支        | -2     | 2      | 0      | 2      | 2      | 2      |
| 税前利润         | 215    | 306    | 245    | 549    | 784    | 943    |
| 利润率          | 4.7%   | 5.9%   | 4.0%   | 7.1%   | 8.9%   | 10.8%  |
| 所得税          | -49    | -64    | -62    | -138   | -197   | -237   |
| 所得税率         | 22.9%  | 20.9%  | 25.2%  | 25.2%  | 25.2%  | 25.2%  |
| 净利润          | 166    | 242    | 183    | 411    | 587    | 705    |
| 少数股东损益       | 18     | 21     | 23     | 68     | 97     | 117    |
| 归属于母公司的净利润   | 147    | 221    | 161    | 343    | 489    | 588    |
| 净利率          | 3.3%   | 4.3%   | 2.6%   | 4.4%   | 5.5%   | 6.7%   |

现金流量表（人民币百万元）

|          | 2007 | 2008  | 2009   | 2010E  | 2011E | 2012E |
|----------|------|-------|--------|--------|-------|-------|
| 净利润      | 166  | 242   | 183    | 411    | 587   | 705   |
| 少数股东损益   | 0    | 0     | 0      | 0      | 0     | 0     |
| 非现金支出    | 60   | 81    | 85     | 102    | 127   | 164   |
| 非经营收益    | 36   | 19    | 43     | 50     | 45    | 48    |
| 营运资金变动   | -204 | -780  | -174   | -1,476 | -451  | 171   |
| 经营活动现金净流 | 58   | -439  | 138    | -913   | 308   | 1,088 |
| 资本开支     | -100 | -820  | -1,185 | -190   | -730  | -731  |
| 投资       | -31  | 53    | 0      | 0      | 0     | 0     |
| 其他       | 0    | 29    | 1      | 3      | 3     | 3     |
| 投资活动现金净流 | -131 | -738  | -1,184 | -187   | -728  | -729  |
| 股权募资     | 496  | 0     | 0      | 0      | -176  | 0     |
| 债权募资     | -122 | 1,820 | 1,049  | 1,278  | 932   | -263  |
| 其他       | -120 | -195  | -288   | -99    | -269  | -97   |
| 筹资活动现金净流 | 254  | 1,625 | 760    | 1,178  | 487   | -360  |
| 现金净流量    | 181  | 448   | -286   | 78     | 67    | 0     |

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

|          | 2007  | 2008  | 2009  | 2010E | 2011E  | 2012E  |
|----------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 货币资金     | 665   | 1,108 | 822   | 900   | 967    | 967    |
| 应收款项     | 217   | 298   | 308   | 512   | 582    | 577    |
| 存货       | 1,327 | 2,274 | 2,323 | 2,967 | 3,276  | 3,150  |
| 其他流动资产   | 271   | 790   | 1,213 | 1,504 | 1,661  | 1,597  |
| 流动资产     | 2,480 | 4,471 | 4,666 | 5,883 | 6,486  | 6,291  |
| % 总资产    | 59.8% | 68.1% | 58.1% | 62.8% | 61.3%  | 57.5%  |
| 长期投资     | 181   | 119   | 134   | 135   | 134    | 134    |
| 固定资产     | 1,460 | 1,824 | 2,940 | 3,096 | 3,708  | 4,282  |
| % 总资产    | 35.2% | 27.8% | 36.6% | 33.1% | 35.1%  | 39.1%  |
| 无形资产     | 22    | 155   | 287   | 251   | 246    | 241    |
| 非流动资产    | 1,664 | 2,099 | 3,360 | 3,484 | 4,089  | 4,659  |
| % 总资产    | 40.2% | 31.9% | 41.9% | 37.2% | 38.7%  | 42.5%  |
| 资产总计     | 4,145 | 6,569 | 8,026 | 9,367 | 10,576 | 10,950 |
| 短期借款     | 1,399 | 2,599 | 3,375 | 4,652 | 5,584  | 5,320  |
| 应付款项     | 370   | 641   | 738   | 811   | 906    | 882    |
| 其他流动负债   | -5    | 627   | 384   | 150   | -35    | -35    |
| 流动负债     | 1,765 | 3,867 | 4,498 | 5,613 | 6,455  | 6,167  |
| 长期贷款     | 150   | 310   | 983   | 983   | 983    | 984    |
| 其他长期负债   | 6     | 0     | 0     | 0     | 0      | 0      |
| 负债       | 1,920 | 4,177 | 5,481 | 6,596 | 7,438  | 7,151  |
| 普通股股东权益  | 2,121 | 2,281 | 2,398 | 2,555 | 2,824  | 3,369  |
| 少数股东权益   | 103   | 112   | 148   | 216   | 313    | 430    |
| 负债股东权益合计 | 4,145 | 6,569 | 8,026 | 9,367 | 10,576 | 10,950 |

比率分析

|            | 2007   | 2008   | 2009    | 2010E   | 2011E   | 2012E   |
|------------|--------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 每股指标       |        |        |         |         |         |         |
| 每股收益       | 0.336  | 0.504  | 0.366   | 0.781   | 1.116   | 1.342   |
| 每股净资产      | 4.836  | 5.201  | 5.468   | 5.825   | 6.440   | 7.682   |
| 每股经营现金净流   | 0.145  | -1.014 | 0.314   | -2.082  | 0.702   | 2.482   |
| 每股股利       | 0.100  | 0.100  | 0.100   | 0.500   | 0.100   | 0.100   |
| 回报率        |        |        |         |         |         |         |
| 净资产收益率     | 6.94%  | 9.69%  | 6.70%   | 13.41%  | 17.33%  | 17.47%  |
| 总资产收益率     | 3.55%  | 3.36%  | 2.00%   | 3.66%   | 4.63%   | 5.37%   |
| 投入资本收益率    | 5.12%  | 4.94%  | 3.06%   | 5.21%   | 6.27%   | 7.22%   |
| 增长率        |        |        |         |         |         |         |
| 主营业务收入增长率  | 40.86% | 14.47% | 17.61%  | 27.50%  | 13.63%  | -0.91%  |
| EBIT增长率    | 59.12% | 32.17% | -14.88% | 107.68% | 38.89%  | 19.84%  |
| 净利润增长率     | 53.11% | 50.13% | -27.34% | 113.27% | 42.86%  | 20.24%  |
| 总资产增长率     | 16.52% | 58.50% | 22.18%  | 16.70%  | 12.90%  | 3.54%   |
| 资产管理能力     |        |        |         |         |         |         |
| 应收账款周转天数   | 10.4   | 12.0   | 13.4    | 15.0    | 15.0    | 15.0    |
| 存货周转天数     | 124.7  | 159.8  | 173.6   | 180.0   | 180.0   | 180.0   |
| 应付账款周转天数   | 7.0    | 9.3    | 19.1    | 20.0    | 20.0    | 20.0    |
| 固定资产周转天数   | 85.5   | 102.5  | 93.9    | 82.6    | 94.5    | 115.8   |
| 偿债能力       |        |        |         |         |         |         |
| 净负债/股东权益   | 39.74% | 75.28% | 138.90% | 170.92% | 178.47% | 140.48% |
| EBIT利息保障倍数 | 7.6    | 7.1    | 6.7     | 14.2    | 24.1    | 26.7    |
| 资产负债率      | 46.34% | 63.58% | 68.28%  | 70.42%  | 70.33%  | 65.30%  |

### 市场中相关报告评级比率分析

| 日期 | 一周内 | 一月内  | 二个月内 | 三月内  | 六月内  |
|----|-----|------|------|------|------|
| 强买 | 0   | 1    | 3    | 4    | 11   |
| 买入 | 0   | 0    | 3    | 4    | 11   |
| 持有 | 0   | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 减持 | 0   | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 卖出 | 0   | 0    | 0    | 0    | 0    |
| 评分 | 0   | 1.00 | 1.43 | 1.47 | 1.49 |

来源：朝阳永续

### 市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00=强买；1.01~2.0=买入；2.01~3.0=持有  
3.01~4.0=减持；4.01~5.0=卖出

### 历史推荐和目标定价(人民币)

| 日期           | 评级 | 市价    | 目标价         |
|--------------|----|-------|-------------|
| 1 2009-04-10 | 买入 | 13.03 | 14.45~17.19 |
| 2 2009-04-24 | 买入 | 12.36 | N/A         |
| 3 2009-04-27 | 买入 | 11.23 | 13.71~15.27 |
| 4 2009-07-20 | 买入 | 13.53 | 16.59~19.58 |
| 5 2009-08-14 | 买入 | 14.20 | 16.59~19.58 |
| 6 2009-10-20 | 买入 | 15.36 | N/A         |
| 7 2009-10-23 | 买入 | 15.71 | 23.13~25.18 |
| 8 2009-12-01 | 买入 | 18.52 | 21.43~22.96 |

来源：国金证券研究所



### 投资评级的说明：

强买：预期未来6—12个月内上涨幅度在20%以上；  
买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在10%—20%；  
持有：预期未来6—12个月内变动幅度在-10%—10%；  
减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在10%—20%；  
卖出：预期未来6—12个月内下跌幅度在20%以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次建议类型调整为本次的建议类型。

### 长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

### 优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

### 特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。