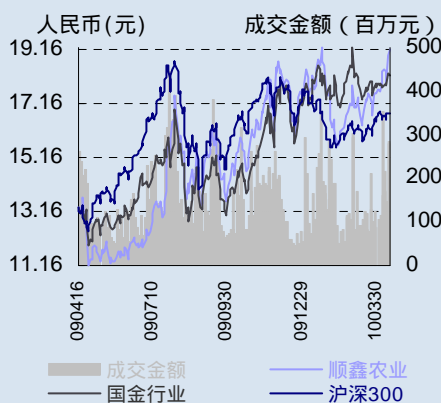


2010 年 04 月 16 日

市场数据(人民币)

市价(元)	19.15
已上市流通A股(百万股)	232.41
总市值(百万元)	8,398.04
年内股价最高最低(元)	19.20/11.16
沪深 300 指数	3394.57
深证成指	12513.29
2008 年股息率	0.00%


相关报告

- 1 《09 年防御,10 年进攻》, 2010.3.16
- 2 《各项业务向好奠定未来两年盈利高增长态势》, 2009.12.1

分析师:谢刚

(8621)61038269
xiege@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)

——1 季度增长 108%, 符合预期


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%
先前预期每股收益(元)	0.336	0.504	0.366	0.781	1.116	1.342
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	0.707	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
PE/G(倍)	1.00	0.43	N/A	0.19	0.34	0.61
已上市流通A股(百万股)	191.65	232.45	232.45	232.45	232.45	232.45
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”

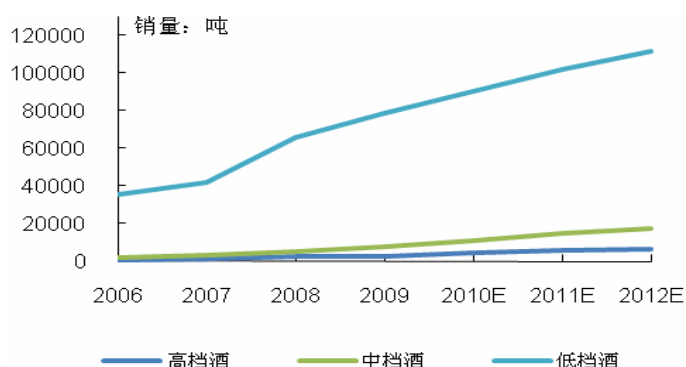
注: 10-12 年 EPS 系按增发前股本计算。

基本结论

- 顺鑫农业公布 10 年 1 季度业绩。期内共实现 1970.62 百万元, 同比增长 32.29%, 归属上市公司的净利润 100.91 百万元, 同比增长 108.16%, 对应 EPS 为 0.23 元。
- 牛栏山白酒是拉动 1 季度业绩大幅增长的主要动力。春节期间是二锅头白酒销售的旺季, 尽管没有出现 08 年春节的脱销和批条子等盛况, 但公司旗下的牛栏山白酒在虎年春节期间销售非常火爆。
- 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%。
- 国家收储有望提振猪价, 我们认为, 猪肉价格恢复性上涨, 将有利于公司猪链业务的盈利增长。这主要是基于:
 - ◆ 其一, 目前全国有部分地区规模的养殖户已经开始补栏, 开始少量购买仔猪, 这有利于顺鑫农业旗下的种猪销量扩大;
 - ◆ 其二, 猪价上涨过程中通常是公司生猪屠宰业务盈利回升的过程。近期, 公司生猪屠宰毛利维持在 20 元/头的较低水平, 预计猪价上升会使该项业务适当受益;
 - ◆ 其三, 猪价上涨过程中, 存货增值会提高顺鑫农业盈利水平。

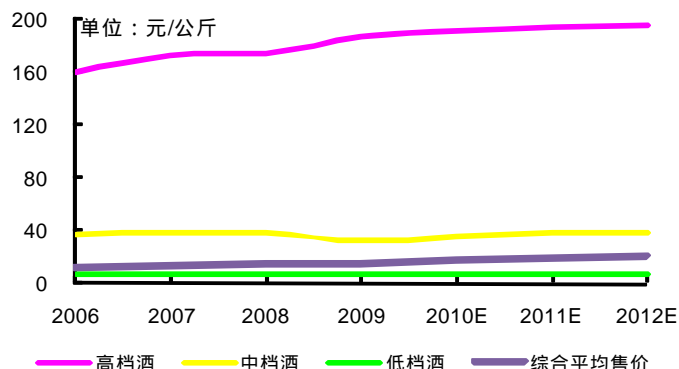
- **房地产业务或许优于预期。**杨镇三期房产项目目前有部分楼盘已经封顶，并已逐步开始接受预订，当前销售价格接近 1 万元/平方米，比我们盈利预测的 7500 元/平方米要高，因此，我们认为房地产业务盈利或许优于预期。
- **2010 - 2012 年业绩快速增长，估值具有显著吸引力，建议参与增发，维持买入评级。**预计顺鑫农业 10-12 年分别实现净利润 342.54、489.37、588.43 百万元，同比增长 113.27%、42.86%、20.24%，对应 10-12 年 EPS 分别为 0.781、1.116、1.342 元，按增发后股本计，摊薄 EPS 为 0.624、0.892、1.073 元。当前股价对应 $21.1 \times 10PE$ 和 $14.8 \times 11PE$ ，估值处于农业股最低端，公司合理目标股价 21.32-22.06 元，建议参与定向增发，并维持公司买入评级。

图表1：牛栏山三档白酒销量增长迅猛（吨）

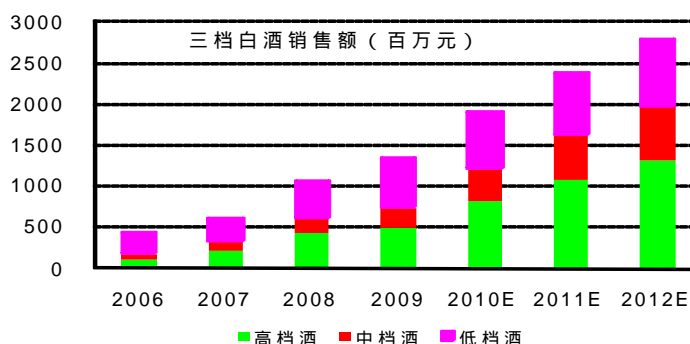


来源：国金证券研究所

图表2：牛栏山三档白酒销售单价（元/公斤）

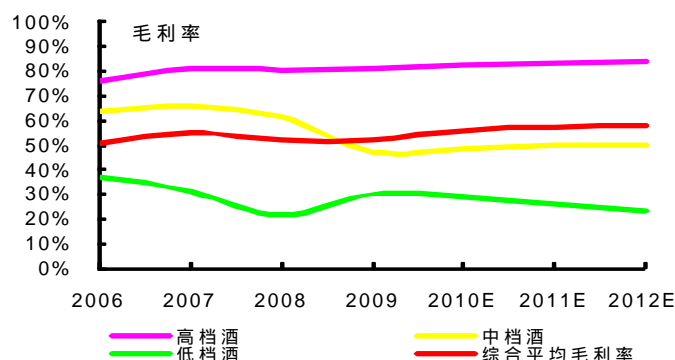


图表3：牛栏山三档白酒销售额增长迅速（百万元）

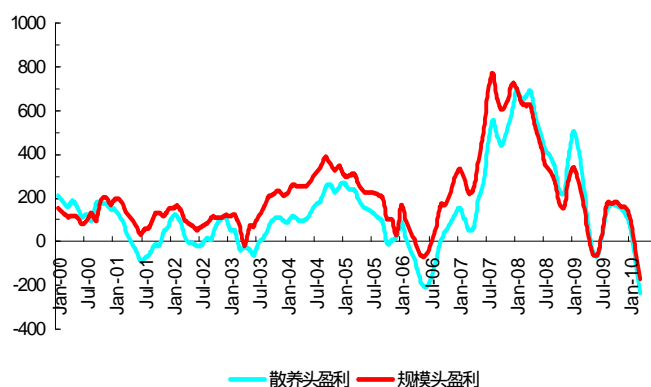


来源：国金证券研究所

图表4：牛栏山三档白酒销售毛利率

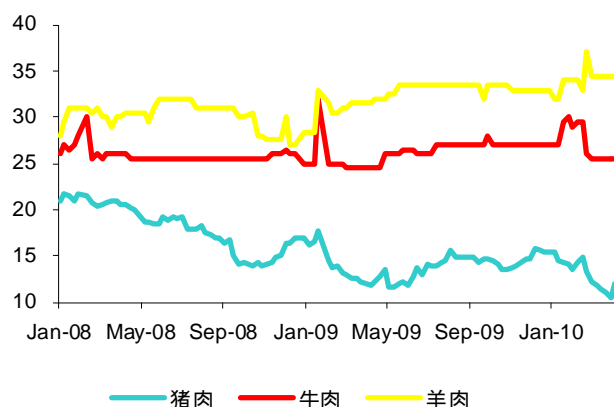


图表5：全国生猪养猪再次陷入全面亏损（元/头）



来源：Wind、国金证券研究所

图表6：北京新发地农副产品批发市场：（元/公斤）



图表7：销售收入预测表

项 目	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
白酒（牛栏山）										
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%
猪肉制品（鹏程）										
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%
种猪（小店）										
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%
果蔬汁（牵手）										
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%
水利工程（鑫大禹）										
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%

来源：国金证券研究所

图表8：销售收入预测表（续）

项 目	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
房地产（佳宇）										
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%
农批业务（石门）										
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%
花博会（场馆出租）										
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%
食品加工（创新食品）										
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%
占总销售额比重	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	2.07%	1.55%	1.15%	1.06%	1.12%
占主营业务利润比重	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1.31%	2.58%	1.21%	0.89%	0.84%
其他业务										
销售收入（百万元）	58.69	106.25	140.54	108.37	74.46	69.24	84.26	94.11	100.42	106.14
增长率（YOY）	N/A	N/A	N/A	-22.90%	-31.29%	-7.01%	21.70%	11.70%	6.70%	5.70%
毛利率	39.72%	45.00%	42.08%	38.07%	36.32%	-7.13%	56.20%	24.54%	19.54%	18.54%
销售成本（百万元）	35.38	58.44	81.40	67.11	47.42	74.17	36.90	71.02	80.80	86.46
增长率（YOY）	N/A	N/A	N/A	-17.56%	-29.34%	56.42%	-50.24%	92.45%	13.77%	7.01%
毛利（百万元）	23.32	47.81	59.14	41.26	27.04	-4.93	47.35	23.09	19.62	19.67
增长率（YOY）	N/A	N/A	N/A	-30.24%	-34.46%	-118.25%	-1059.63%	-51.23%	-15.05%	0.29%
占总销售额比重	4.43%	4.89%	4.83%	3.38%	1.65%	1.34%	1.38%	1.21%	1.14%	1.21%
占主营业务利润比重	7.37%	10.90%	11.27%	7.04%	3.30%	-0.46%	3.78%	1.32%	0.90%	0.84%
销售总收入（百万元）	1324.61	2171.28	2907.71	3209.66	4521.13	5175.52	6087.11	7761.00	8818.73	8738.63
销售总成本（百万元）	1008.23	1732.80	2382.90	2623.48	3700.83	4113.85	4832.82	6015.70	6643.51	6388.20
毛利（百万元）	316.38	438.48	524.81	586.18	820.30	1061.67	1254.29	1745.30	2175.22	2350.43
平均毛利率	23.88%	20.19%	18.05%	18.26%	18.14%	20.51%	20.61%	22.49%	24.67%	26.90%

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	2	4	5	7	13
买入	0	0	1	4	12
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.08	1.22	1.35

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2009-04-24	买入	12.36	N/A
2 2009-04-27	买入	11.23	13.71 ~ 15.27
3 2009-07-20	买入	13.53	16.59 ~ 19.58
4 2009-08-14	买入	14.20	16.59 ~ 19.58
5 2009-10-20	买入	15.36	N/A
6 2009-10-23	买入	15.71	23.13 ~ 25.18
7 2009-12-01	买入	18.52	21.43 ~ 22.96
8 2010-03-16	买入	16.96	21.32 ~ 22.06

来源：国金证券研究所

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



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。

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。