

2009 年 04 月 26 日

 市价(人民币): 12.43元
 目标(人民币): 13.71-15.27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) 232.45
 总市值(百万元) 5,451.05
 年内股价最高最低(元) 21.92/7.60
 沪深 300 指数 2572.89
 深证成指 9315.20


相关报告

- 1 《1 季报点评: 差强人意的开局》, 2009.4.24
- 2 《08年白酒延续强劲增长, 肉制品盈利略逊预期》, 2009.4.10
- 3 《子公司收购宁城老窖资产点评》, 2008.12.15

谢刚

 (8621)61038269
 xieg@gjzq.com.cn

联系人: 朱莉

 (8621)61038271
 zhuli@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)

——白酒不是唯一亮点, 等待下半年机会

卖出

减持

持有

买入

强买

公司基本情况(人民币)

项目	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
摊薄每股收益(元)	0.219	0.336	0.504	0.553	0.781	1.000
净利润增长率	8.18%	53.11%	50.13%	9.78%	41.18%	28.01%
先前预期每股收益(元)	0.219	0.336	0.504	0.560	0.780	0.993
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	0.515	0.719	N/A
市盈率(倍)	32.43	53.22	21.78	23.76	16.83	13.15
行业优化市盈率(倍)	64.08	117.44	73.32	73.32	N/A	N/A
市场优化市盈率(倍)	25.86	45.72	20.60	20.60	N/A	N/A
股息率	1.28%	0.56%	0.91%	0.76%	0.76%	0.76%
PE/G(倍)	3.96	1.00	0.43	2.43	0.41	0.47
净资产收益率	6.36%	6.94%	9.69%	9.79%	13.09%	14.56%
每股净资产(元)	3.80	4.84	5.20	5.65	5.97	6.87
市净率(倍)	2.06	3.70	2.11	2.33	2.20	1.91
每股经营性现金流(元)	-0.25	0.15	-1.01	-0.60	-0.26	-0.07
已上市流通A股(百万股)	191.65	191.65	232.45	232.45	232.45	232.45
总股本(百万股)	397.74	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”

基本结论、价值评估与投资建议

- 品牌与营销双轮驱动牛栏山白酒持续快速增长, 中档白酒相对不激烈的行业竞争格局为牛栏山白酒提供了宽松的外部条件。虽然经济减速对公司白酒业务的影响可能体现在 09 年, 但我们预计公司高、中、低三档白酒销量依然增长 40%、30%、20%左右, 白酒仍是我们最看好的业务。
- 牵手果汁的整合之路虽然漫长, 但 09 年在新产品的带动下或许会有盈利惊喜; 鑫大禹的水利工程施工业务依然保持较高的利润率, 兼具成长性和稳健性, 09 年亦可期待; 猪肉制品 08 年以来盈利下滑明显, 我们预计 09 年 10 月份可能的行业反转将提升该项业务盈利水平。
- 从高丽营楼盘现在销售情况来看, 房地产业务或将超过我们预期, 但正式推盘和结算收入要到 4 季度。
- 我们预计 09-11 年分别实现净利润 242.67、342.60、438.55 百万元, 同比增长 9.78%、41.18%、28.01%, 对应 EPS 分别为 0.553、0.781、1.000 元, 其中白酒贡献 0.328、0.461、0.593 元, 已超过 50%。
- 从业务分布特点来看, 下半年盈利将显著高于上半年, 全年盈利呈现“前低后高”格局, 因此下半年的投资机会或许将大于上半年。
- 根据分拆估值, 顺鑫农业合理目标价为 13.71-15.27 元, 维持买入建议。

内容目录

白酒：品牌、营销双轮驱动，持续增长可期	4
2008 年，白酒行业过冬	4
顺鑫农业白酒销量逆市增长的驱动因素何在？	4
高附加值的中高档白酒比重不断加大	6
白酒持续增长仍可期待	6
顺鑫宁城酒业盈利持续改善	7
牵手果汁：推陈出新，09 年或有惊喜	8
朝阳行业，竞争日趋激烈	8
推陈出新，09 年业绩或有惊喜	9
水利工程：稳定增长、高利润率是看点	10
肉制品：09 年季度盈利环比向好	10
生猪屠宰业务出现亏损，拖累 09Q1 业绩下滑	10
生猪养殖行业有望在 09 年 10 月份迎来反转	11
肉制品业务：下半年盈利会明显好转	11
种猪：08 年盛景难再，09 年将同比回落	12
房地产：需求好于预期，预计 3-4 季度是结算高峰	12
如何理解 09Q1 的业绩下滑？	13
盈利预测	13
盈利预测假设前提	13
盈利预测分拆	14
分拆估值及投资建议	14
分拆估值	14
投资建议	14
附录：三张报表预测摘要	17

图表目录

图表 1：2008 年全国白酒行业增速回落 7 个百分点	4
图表 2：白酒行业利润增速显著回落	4
图表 3：白酒行业近三年月度产量及同比增速	4
图表 4：牛栏山白酒区域增长迅速	5
图表 5：以中低档为主的牛栏山酒获得了行业性机会	5
图表 6：顺鑫中高三档白酒销量比重小幅提升	6
图表 7：牛栏山中高档白酒销售额比重迅速提升	6
图表 8：顺鑫中高档白酒销量仍将维持较快增长	6
图表 9：顺鑫低档白酒销量也稳步增长	6
图表 10：顺鑫白酒销售单价预测（元/公斤）	7

图表 11：顺鑫白酒销售毛利率预测	7
图表 12：顺鑫白酒销售额预测（百万元）	7
图表 13：顺鑫白酒销售毛利润预测（百万元）	7
图表 14：在输入管理后，顺鑫宁城的经营业绩持续改善	7
图表 15：牵手果汁同汇源果汁比较已处于下风	8
图表 16：国内饮料行业龙头汇源果汁的市场占有率	9
图表 17：牵手果汁销售收入及利润率水平预测	9
图表 18：水利工程业务在未来仍将保持较高的盈利水平	10
图表 19：鹏程猪肉制品销量预测（万吨）	11
图表 20：鹏程猪肉制品销售额预测（百万元）	11
图表 21：鹏程猪肉制品销售增长率	11
图表 22：鹏程猪肉制品销售毛利率	11
图表 23：08 年种猪业务达到盈利高峰，09 年将迅速回落	12
图表 24：顺鑫佳宇房地产业务面积、单价统计	13
图表 25：顺鑫佳宇房地产业务盈利统计	13
图表 26：顺鑫农业期间费用率假定	13
图表 27：公司应纳税所得额的分业务明细	14
图表 28：公司所得税率预测	14
图表 29：顺鑫农业 EPS 分拆	14
图表 30：分拆估值结果：13.71-15.27 元	15
图表 31：顺鑫农业销售收入预测表	15
图表 32：顺鑫农业销售收入预测表（续）	16

白酒：品牌、营销双轮驱动，持续增长可期

2008 年，白酒行业过冬

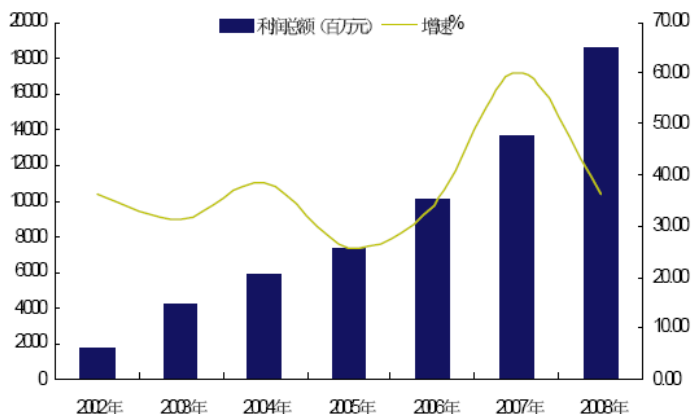
- 国内经济减速对高档白酒产销量的冲击从 08 年 10 月份开始显现，09 年春节期间，国内高档名酒企业纷纷祭出“控量保价”招式来抵御寒冬。
- 08 年我国白酒行业增速已降至 15.26%，较 07 年回落了 7 个百分点，春节期间高档酒名酒销量增速出现了程度不一的下滑。根据国金证券食品饮料行业分析师陈钢之前的预计，春节期间茅台销量增速降至 5% 左右，五粮液销量下降了 15%，水井坊下降 10-20% 左右，整体白酒行业利润增速预计回落到 30% 附近。

图表1：2008 年全国白酒行业增速回落 7 个百分点

省份	2007产量	同比增长	2008产量	同比增长	省份	2007产量	同比增长	2008产量	同比增长
四川省	861,770	28.33%	1,117,600	29.69%	广东省	83,023	10.73%	98,500	18.64%
山东省	834,405	9.27%	765,500	-8.26%	陕西省	52,741	-3.47%	69,200	31.21%
河南省	421,919	34.15%	579,000	37.23%	新疆	46,628	-0.93%	45,600	-2.20%
辽宁省	350,338	43.26%	431,700	23.22%	天津市	44,215	12.80%	46,500	5.17%
内蒙古	305,761	62.44%	323,900	5.93%	湖南省	34,941	10.15%	66,300	89.75%
江苏省	273,866	17.96%	295,000	7.72%	云南省	32,914	6.41%	37,400	13.63%
安徽省	245,087	14.44%	290,100	18.37%	浙江省	30,864	24.98%	26,200	-15.11%
湖北省	207,844	22.29%	323,900	55.84%	广西省	25,005	18.43%	36,500	45.97%
河北省	175,203	30.61%	199,900	14.10%	甘肃省	22,537	-9.04%	26,900	19.36%
吉林省	147,374	-9.88%	168,100	14.06%	福建省	11,356	30.12%	23,900	110.46%
贵州省	145,665	1.56%	183,500	25.97%	青海省	8,225	9.03%	10,400	26.44%
北京市	145,110	43.12%	175,600	21.01%	上海市	5,490	-20.56%	6,700	22.04%
江西省	118,268	51.22%	116,700	-1.33%	宁夏	5,297	2.63%	6,400	20.82%
黑龙江	115,550	83.18%	91,700	-20.64%	海南省	5,062	-30.06%	7,400	46.19%
重庆市	92,027	6.46%	102,100	10.95%	西藏	11	-79.50%	na	na
山西省	90,987	4.64%	102,100	12.21%	总计	4,939,523	22.24%	5,693,300	15.26%

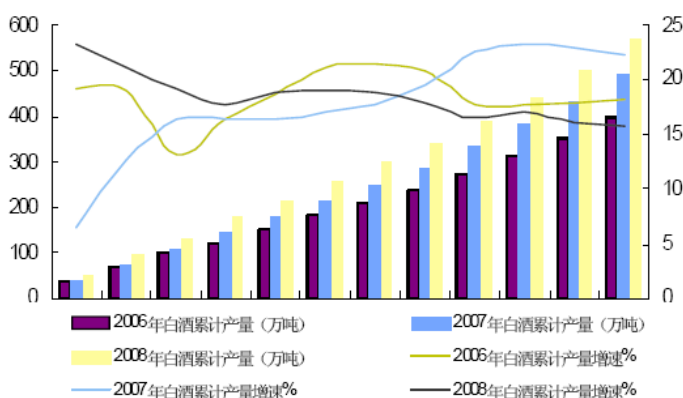
来源：国金证券研究所

图表2：白酒行业利润增速显著回落



来源：国金证券研究所

图表3：白酒行业近三年月度产量及同比增速



顺鑫农业白酒销量逆市增长的驱动因素何在？

- 任何事物的发展都由内因与外因共同推动，其中内因是变化的根据，外因是变化的条件，企业的发展也是如此。顺鑫农业的白酒业务在 07 年、08 年取得强劲增长，09 年又录得开门红，根本驱动因素首重内因，但白酒行业等外部因素影响也不容忽视。

- **内因之一：品牌塑造卓有成效。**顺鑫农业下属分公司牛栏山酒厂拥有 300 多年历史；07 年被评为北京地区唯一的“二锅头原产地标记保护”企业；08 年 5 月份又通过了二锅头国家标准认证（国标）；08 年 6 月 7 日，“牛栏山二锅头酒酿制技艺”成功入选国家级非物质文化遗产名录，成为我国宝贵的非物质文化遗产。
- **我们认为，所有这些官方或非官方的认证或殊荣，都是在向消费者传递公司白酒所承载的丰富的文化底蕴，构建扎实的品牌基础，进而为后期的营销创新搭好平台。**
- **内因之二：营销创新将产品优势转化为市场优势。**除了品牌，营销也是公司白酒业务腾飞的核心推动力：
 - ◆ **“顺风顺水顺鑫游”的营销创新：**作为北京市白酒企业中唯一的“全国工业旅游示范点”单位，牛栏山酒厂借助旅行社的销售网络与客户资源，开展“顺风顺水顺鑫游”的营销创新活动，具体做法是：由旅行社带领游客参观牛栏山酒厂的生产线和文化博物馆。不少游客在参观完毕后，增加了对公司白酒品质与文化的认同感，立即从公司销售展示柜台直接购买白酒带回家。由于旅行社在北京地区是以社区为单位逐一覆盖，因此，有越来越多的北京消费者开始接受牛栏山白酒；
 - ◆ **这标志着公司已经开启了文化营销、品牌营销与体验营销的新序幕，**其优势是进行消费者“终端拦截”——将公司的产品品质与文化内涵直接传达给终端消费，收到了事半功倍的效果，由于省却了巨额的广告费用，因此营销成本低；劣势是见效慢，是基于长期而非短期的营销方式；
 - ◆ **品牌营销的具体体现——“321”战略：**栏山酒厂的“321”战略即：抓好终端销售、引入竞争机制、努力开发新产品，发挥“中华老字号”、“原产地标记保护产品”两个优势，全力打造“牛栏山”一个品牌；
 - ◆ **辅之以拜师大会、奥运庆功酒等多种营销手段。**作为扎根于北京的中华老字号企业，牛栏山酒厂用“庆功酒”的形式为北京奥运加油、喝彩、奉献，精心酿制出 2008 套鉴赏型典藏酒——盛世欢腾，在 07 年举办了誉满京城的“京城酒脉、百载传承”的拜师封酒大会的序曲上，于 08 年 10 月成功举办了“为奥运喝彩、为北京干杯”奥运庆功酒开坛仪式，借奥运契机展示和弘扬酒文化、扩大了品牌影响力；
 - ◆ **通过品牌与营销的双管齐下，牛栏山酒在北京二锅头市场上的占有率已超越红星二锅头而升至首位，表明产品优势已经转变成市场优势。**

图表4：牛栏山白酒区域增长迅速

营销区域增长率	2007年	2008年
主要销售区域	一城两洲三区	一城两洲三区
北京市场销售额增长率	40%左右	56%
长三角市场销售额增长率	50%以上	46%
珠三角市场销售额增长率	50%以上	52%
东北、西北、华北	积极进入	铺货率大幅提高
北京餐饮终端数量	2000多家	3400多家

来源：国金证券研究所

图表5：以中低档为主的牛栏山酒获得了行业性机会

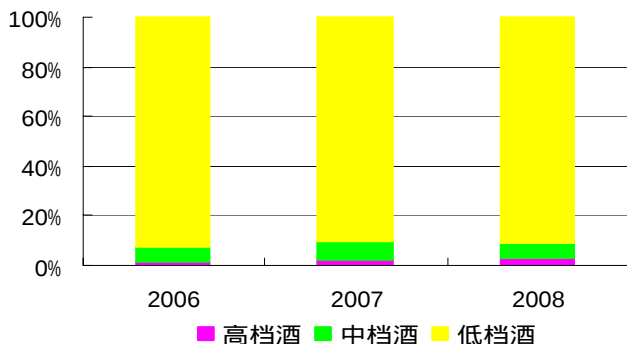
档次划分	出厂价	代表品牌
超高端	500以上	茅台年份酒、五粮液老酒、年份酒、1573定制酒
高端	400-500	茅台、五粮液、1573、水井坊
中高档	200-400	剑南春、红花郎、经典二锅头（牛栏山）
中档	100-200	珍品二锅头（牛栏山）、新泸州老窖特曲、五粮春、剑南春
中低档	40-100	三星百年（牛栏山）、金六福、浏阳河、五粮醇、郎酒、全兴大曲
低档	40以下	二锅头（牛栏山、红星）、各地方品牌

- **外因在于行业结构变迁带来的市场空白机会：**白酒高档路线使得整体侧重于中低档酒的牛栏山有了发展空间。前几年，白酒行业持续提价、走高档路线蔚然成风，低档酒竞争有所缓和，而夹在高档与低档之间的中档酒形成相对市场空白，牛栏山白酒的产品通过升级后正好处于这一档次，这是公司白酒能够逆市增长的外因。
- 此外，北京白酒近几年增速高于全国平均水平，这为以北京为重点销售区域的顺鑫牛栏山酒厂（北京占 70%，外埠市场占 30%）提供了迅速壮大的土壤。

高附加值的中高档白酒比重不断加大

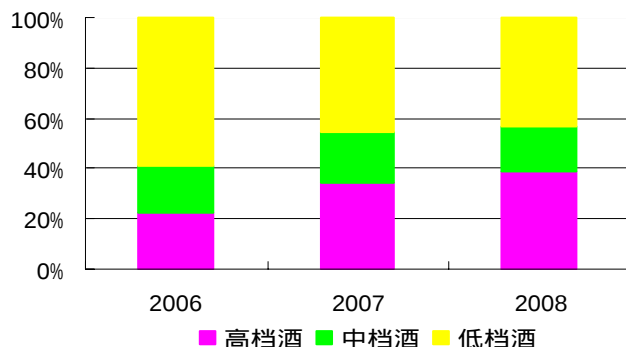
- 牛栏山酒厂以前均以中低档酒为主，伴随着营销的改善，需要公司提供多种档次和价位、多种概念酒，并进行现代化的包装，客观上促进了公司产品结构的升级。
- 我们必须指出的是，顺鑫对旗下牛栏山白酒的档酒划分标准与行业通行标准不太一样。公司的划分标准为：10 元以下为低档酒，10-50 元为中档酒，50 元以上为高档酒。因此，公司近几年持续热销的百年牛栏山、经典二锅头、珍品二锅头等中高档酒如果按行业分类标准，只能归入中低档酒行列中，而这一块中低档白酒的“肥肉”的整体营销运作思路与高档酒并不相同，茅台等公司意欲进军此领域，但并无优势。
- 按照公司的分类，公司近几年中高酒比重小幅提升，产品结构持续优化，由于中高档酒的附加值高，因此所贡献的收入和利润比重提升较快，这成为拉动公司白酒业务增长的引擎。06 年，中高档酒销量占公司白酒总销量的比重为 7.5%，却贡献了收入的 41%和利润的 57%；07 年，中高档酒销量占比上升到 9.7%，贡献了收入的 54%和利润的 74%；08 年，中高档酒销量占比为 8.7%，贡献了收入的 57%和利润的 83%。

图表6：顺鑫中高三档白酒销量比重小幅提升



来源：国金证券研究所

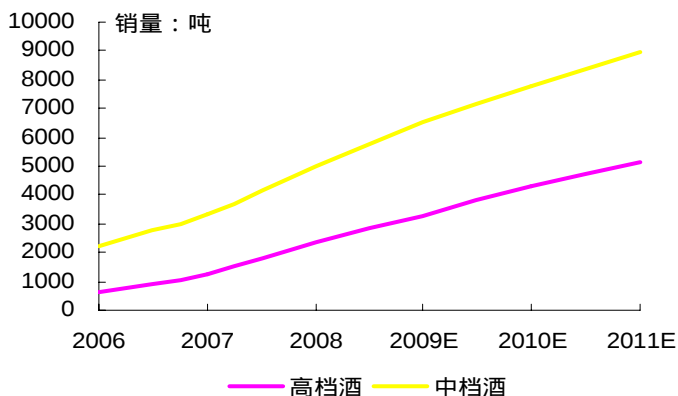
图表7：牛栏山中高档白酒销售额比重迅速提升



白酒持续增长仍可期待

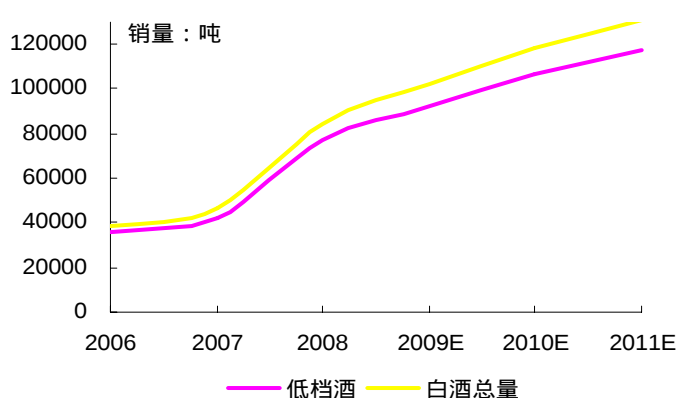
- 由于经济减速对白酒企业的影响直到 08 年 10 月份才显现出来，具有一定的滞后性，因此，我们判断 09 年公司将继续受行业减速的影响而增速下滑，但成长性仍高于其他白酒企业。
- 我们预计 09 年高、中、低档白酒销量增速分别为 40%、30%、20%，相较 08 年的 92%、51%、83%增速明显下滑。从 09 年 1 季度公司白酒销售额增长 35%的数据来看，我们认为这一预测体现了一定的安全边际。

图表8：顺鑫中高档白酒销量仍将维持较快增长

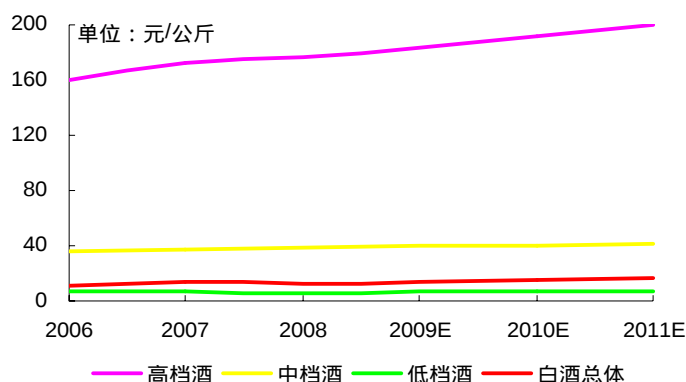


来源：国金证券研究所

图表9：顺鑫低档白酒销量也稳步增长

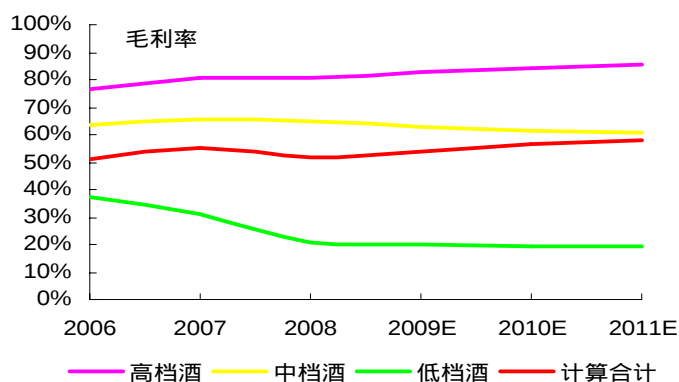


图表10：顺鑫白酒销售单价预测（元/公斤）

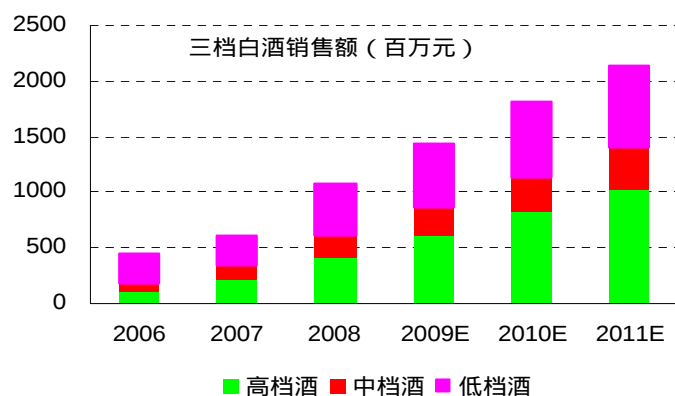


来源：国金证券研究所

图表11：顺鑫白酒销售毛利率预测

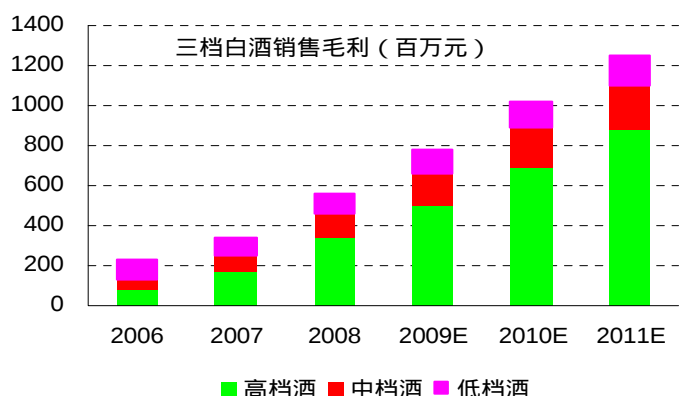


图表12：顺鑫白酒销售额预测（百万元）



来源：国金证券研究所

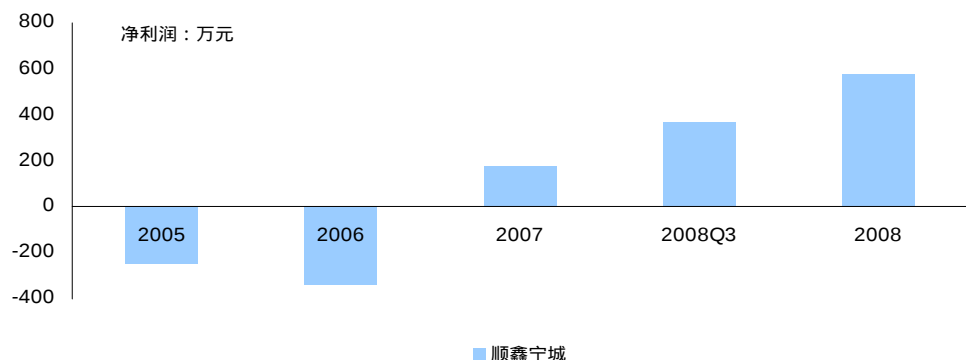
图表13：顺鑫白酒销售毛利润预测（百万元）



顺鑫宁城酒业盈利持续改善

- **顺鑫宁城经营成果稳步扩大。**在顺鑫农业派遣团队输入管理后，顺鑫宁城的产品结构优化和市场营销有了很大转变和起色。
- **收购顺鑫宁城后，顺鑫农业白酒产能达到 10 万吨，**产能根本不会成为未来业绩增长的瓶颈。宁城老窖目前有 380 亩厂区，2000 多窖池，2 条生产线，产能 5 万吨/年，与公司现有白酒产能基本相当。在完成收购后，顺鑫农业白酒业务的权益产能翻一倍，达到 10 万吨。
- 08 年，顺鑫宁城白酒产量 2900 吨，营业收入 7389.73 万元，净利润 574.82 万元，我们预计未来几年内顺鑫宁城的盈利水平还会进一步改善。

图表14：在输入管理后，顺鑫宁城的经营业绩持续改善



来源：国金证券研究所

牵手果汁：推陈出新，09 年或有惊喜

朝阳行业，竞争日趋激烈

- 果蔬汁消费在中国起步晚发展快。近 10 年来，果汁饮料行业的年增长速度大约在 25% 左右，随着消费水平的提升及健康理念的普及，2007 年中国果汁饮料已超过碳酸饮料和瓶装水，成为增长潜力最大的软饮料市场。
- 目前，我国果汁饮料行业已经进入百家争鸣的时代。全球饮料巨头如可乐、百事、卡夫、统一、康师傅等均推出了自己的果汁饮料，牵手果汁无论在品牌厚度，还是营销深度方面都处于明显下风。
- 即使是昔日国内龙头的汇源果汁，也面临着国际国内同行的巨大竞争压力。娃哈哈（娃哈哈系列果汁）、统一（统一鲜橙多、多 C 多漂亮）、健力宝（爆果汽）、康师傅（每日 C）、农夫果园，以及可口可乐与百事可乐都给汇源的营销带来了极大的挑战，牵手的竞争压力不言而喻。
- 牵手公司未来突围方向在于选择第三层次——果蔬汁饮料进行重点突围。目前，国内果汁饮料竞争可划分为三个层次：
 - ◆ 第一层，低浓度果汁饮料市场。主要参与企业有：娃哈哈、康师傅、可乐等，这也是容量最大、竞争最激烈的市场，我们认为牵手果汁在这个层次胜出的概率几乎为零；
 - ◆ 第二层：中浓度或纯果汁市场。目前，汇源是这个领域的龙头，占 40% 左右的市场份额，其他参与者如农夫山泉、百事等饮料企业的竞争实力也在增强；
 - ◆ 第三层，果蔬汁市场。牵手、上蔬坊、光明等企业在运作，牵手是国内果蔬汁饮料的首倡者，无论是品牌还是市场运作经验，都有一定的基础，因此，我们认为牵手未来在此领域胜出的概率相对大一些。

图表15：牵手果汁同汇源果汁比较已处于下风

比较系列	牵手	汇源
行业地位	跟随者	领先者
产品数量	几十种	200多种
产品种类	果蔬汁为主，果汁、蔬菜汁为辅	果汁为主，果蔬汁、蔬菜汁为辅
产品定价	中低档为主，个别品种为高档	高中档为主，低档为少数
产品性价比	一般	较好
资本实力	股份公司因业务众多，资金支持不够	07年2月在香港上市，融资20多亿港元
产能扩张	正在整合	扩张速度很快，07年资本开支7.58亿元
收入规模	06年销售额2.26亿元	06年销售额接近20亿元
净利润规模	06年净利润96万元	06年净利润接近2亿元
毛利率	06年毛利率42.21%，但07年可能降至27.21%	06年毛利率在30%以上
生产线	7条	16条
经销政策	1县1代	3-4家/县
销售组织形式	承包	直营+承包
销售渠道	餐饮、商超、批发	餐饮、商超、批发、直营
新品更新速度	慢	快
销售范围	北京地区为主	国内28个大区+美国订单已超过1亿美金
管理机制	国有：僵化、迟滞	民营：灵活、创新
广告投放	广告费300万元/年，集中顺义等北京周边地区	连续7年在央视投放，果汁饮料标王，上千万广告费
品牌理念	“Together”品牌定位较为模糊	“喝汇源果汁，走健康之路”的理念较为清晰
果蔬汁行业所处阶段	朝阳行业，但竞争十分激烈	朝阳行业，但竞争十分激烈
面临的主要竞争对手	在顺义及北京面临汇源、盈之美、燕京等对手竞争	国内面临统一、康师傅、娃哈哈、两乐、达能的直面竞争

来源：国金证券研究所

图表16：国内饮料行业龙头汇源果汁的市场占有率

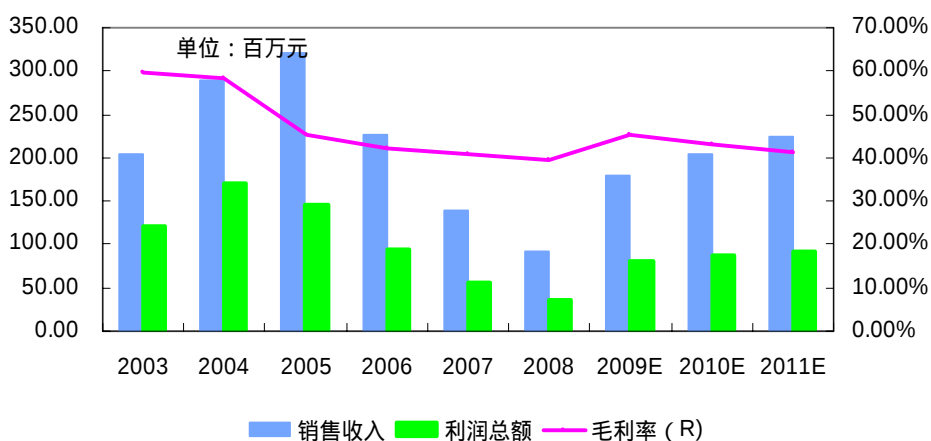
截至 2007 年 12 月 31 日的市场占有率		
100% 果汁	销售量	销售额
汇源果汁	42.60%	37.90%
第二名	12.10%	15.70%
第三名（两个品牌）	10.30%	11.60%
第四名	8.00%	5.30%
第五名	7.40%	8.00%
第六名	5.60%	4.60%
其余三名竞争对手	9.20%	10.80%
26-99% 中浓度果汁		
汇源果汁	39.60%	36.20%
第二名	38.80%	36.60%
第三名	4.20%	4.40%
第四名	2.90%	2.30%
第五名	1.20%	1.00%
其余两名竞争对手	2.30%	5.20%
25% 以下的果汁饮料		
第一名	29.10%	27.50%
第二名（两个品牌）	26.40%	30.70%
第三名（两个品牌）	19.60%	17.80%
汇源果汁	6.80%	6.00%
第五名	4.30%	4.10%
其余两名竞争对手	2.50%	2.60%

来源：国金证券研究所

推陈出新，09 年业绩或有惊喜

- 由于盈利不佳，牵手果汁从 06 年下半年开始对牵手果蔬汁公司进行调整。牵手总的整合思路为：更换领导班子、重新选择经销商队伍，加大产品线的调整力度。收缩了许多产销规模小、市场销售难度大的品种，重点突出“喝果蔬”、“多唯饮”等系列新品和 100% 经典果汁的推广力度。
- 09 年 3 月中下旬，公司又推出了一款以黑加仑为主要原料的果汁新产品——《这样紫啊》，由 SHE 代言，经过一个月左右的市场导入，目前在超市、餐饮、小卖部已成畅销之势。

图表17：牵手果汁销售收入及利润率水平预测



来源：国金证券研究所

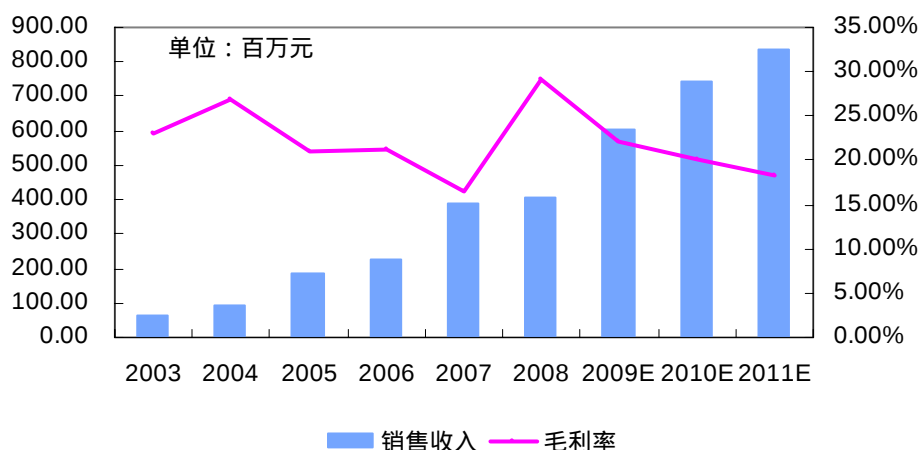
- 正是在《这样紫啊》的带动下，牵手果汁 1 季度销售额达到 4200 万元，同比增长 14%，实现净利润 181 万元，其中 3 月单月实现净利润 245 万元，一举扭转前两个月的亏损局面。

- 目前,《这样紫啊》还处于北京市场大规模铺货的前夜,我们预期极有可能带动牵手果汁在 09 年就实现扭亏为盈,业绩或有惊喜。

水利工程：稳定增长、高利润率是看点

- 在顺义地区,鑫大禹公司是唯一具备市政节水工程建设资质的施工企业,在收购怀柔公司后,鑫大禹公司也是怀柔县唯一能从事市政节水工程施工的单位。
- 经过多年的拓展与积累,公司在顺义、怀柔、西北的张掖等地区节水工程施工领域,公司基本上已形成了区域垄断。
- 鑫大禹公司的主要盈利模式为“总包——分包”模式,加上政府财政实力雄厚、信誉等级高,不需要大规模垫资,因此该业务面临的账款回收风险非常小。
- 鑫大禹 07 年的水利工程业务毛利率下降 5 个百分点,主要原因是当年有些市政项目结算延迟,而同期成本结算照常发生,成本与收入结算时点不匹配导致当年毛利率大幅下滑至 16.38%。同理,08 年鑫大禹公司毛利率大幅提升 13 个百分点至 29.16%,就是对 07 年利润率下滑的合理对冲。
- 我们认为鑫大禹旗下的水利工程业务具备:毛利率高、稳定性好、成长性佳的多重优势,未来将成为顺鑫农业稳定盈利的一个看点。

图表18：水利工程业务在未来仍将保持较高的盈利水平



来源：国金证券研究所

肉制品：09 年季度盈利环比向好

生猪屠宰业务出现亏损，拖累 09Q1 业绩下滑

- 肉制品业务是顺鑫农业第二大核心主业,仅次于白酒,具体包括:生猪屠宰、生鲜肉与熟食、种猪业务。
- 生猪屠宰业务具备规模优势。顺鑫鹏程目前屠宰量 300 万头左右,开满车能到 350 万头,顺鑫达州公司和顺鑫汉中公司分别约 100 万头和 50 万头。顺鑫鹏程的生猪屠宰业务占北京市场 50%的份额,已经连续 13 年居北京市场第 1 位,居全国第 5。
- 由于产业链较短,屠宰业务的附加值较低,抗风险能力弱。在 08 年 4 月份以来的生猪价格持续下跌过程中,生猪屠宰业务出现亏损。根据我们预测,08Q1 公司生猪屠宰头均毛利为 40 元/头,净利润为 10 元/头;09Q1 头均屠宰毛利降至 10 元/头,我们预计净利润亏损至 -20 元/头附近。
- 生猪屠宰出现亏损,拖累了 09Q1 业绩下滑。09 年 1 季度,顺鑫农业净利润只有 48.48 百万元,同比下降 46.29%,其中主业下降 9%,主要就是生猪屠宰业务亏损造成的。

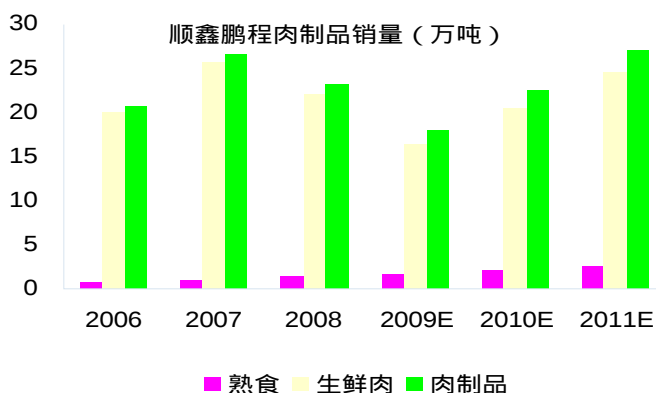
生猪养殖行业有望在 09 年 10 月份迎来反转

- 08 年 4 月份以来，全国猪价和肉价开始持续下跌，直到 09 年 4 月份，下跌势头仍未结束。
- 我们认为，生猪养殖行业有望在 09 年 3 季度迎来反转，其中猪价在 10 月份止跌反弹甚至反转的可能性最大。我们的根据是：
 - ◆ 生猪养殖是一个典型的强周期行业，一波完整的周期为 3 - 4 年左右；
 - ◆ 生猪养殖行业的上一波景气低谷是 06 年 4 月份，景气高峰为 08 年 4 月，从周期律来看，09 年底才是本次行业见底的大致时点；
 - ◆ 根据我们草根调研的信息，08 年 4 月份是四川、湖南等地生猪存栏量大幅上升的时点，假定此时开始饲养能繁母猪，到第一代商品猪出栏大约要 18 个月，这意味着 09 年 10 月份将是大量商品猪出栏的高峰；
 - ◆ 因此，我们判断在大量商品猪出栏的冲击下，下半年尤其是 10 月份，猪价将会是最后一跌，此后迎来反弹甚至反转。

肉制品业务：下半年盈利会明显好转

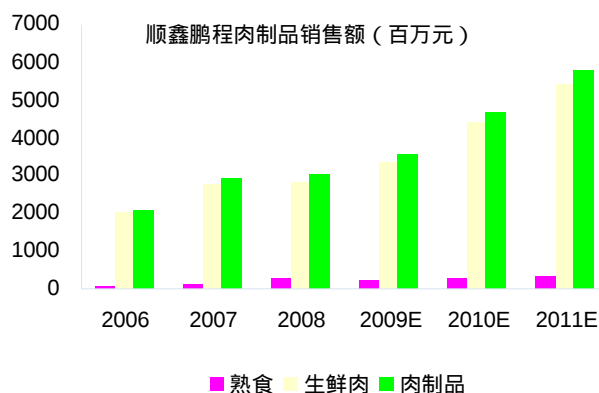
- 倘若生猪行业反转，将从如下三个方面对顺鑫猪肉制品业务产生利好影响，鹏程食品下半年的盈利水平显著回升，从 Q2 起盈利将逐季好转：
 - ◆ 猪价反转对于生猪屠宰企业来说，利润就会获得实质性的提升。
 - ◆ 由于成本上升要快于猪肉价格上升，生鲜肉及熟食业务的毛利率可能面临下降，但从顺鑫鹏程历史表现来看相关性并不明显；相反，由于猪肉存货增值，生鲜肉和熟食业务的盈利反而会因此而提升。
 - ◆ 行业回暖将会带动农户养殖积极性回升，公司种猪业务盈利回升。

图表19：鹏程猪肉制品销量预测（万吨）



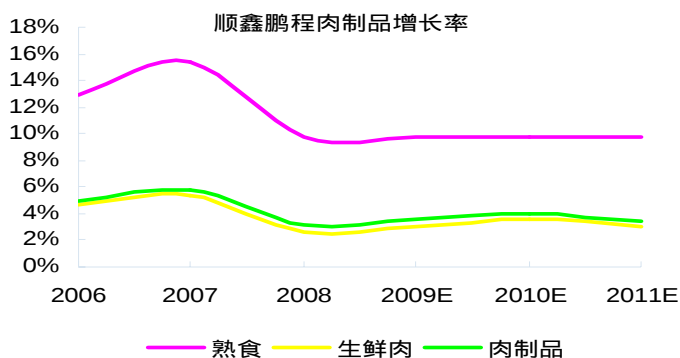
来源：国金证券研究所

图表20：鹏程猪肉制品销售额预测（百万元）



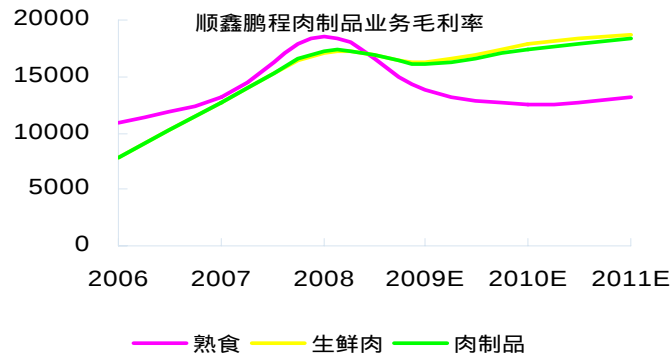
来源：国金证券研究所

图表21：鹏程猪肉制品销售增长率



来源：国金证券研究所

图表22：鹏程猪肉制品销售毛利率

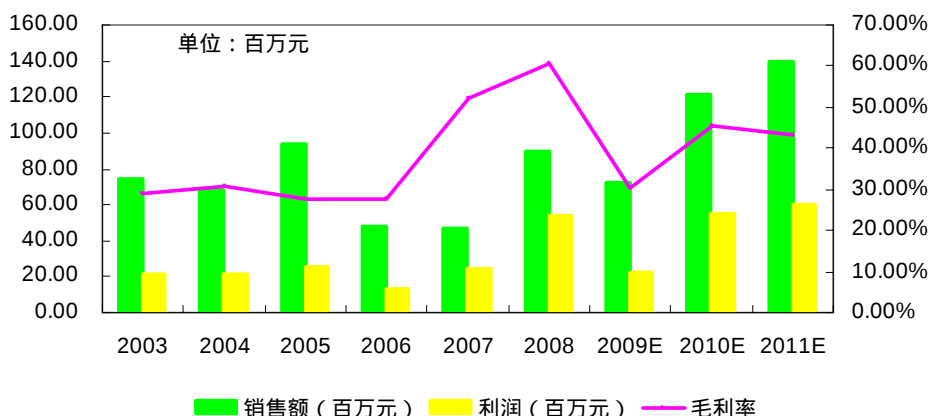


来源：国金证券研究所

种猪：08 年盛景难再，09 年将同比回落

- **08 年种猪价格再攀新高。**由于 07、08 年全国生猪养殖积极性高涨，种猪价格扶摇直上。08 年种猪销售均价上升至 1393 元/头，较 06 年的 643 元/头增长 1.16 倍，在 07 年的高价位基础上继续高举高打，增长了 12.2%。
- **08 年种猪销量增长 70%。**公司种猪场搬迁扩建后，产能规模恢复到正常的 6.4 万头左右，同比增长 70%。
- **08 年种猪毛利率高达 60.46%，**远高于 06 年的 27.52%，也高于 07 年的 51.98%。
- 由于生猪养殖陷入亏损，种猪销售困难将成为 09 年和 10 年的常态，我们预计 08 年种猪的盛况在 09 年难以再现，虽然种猪产销规模还会略有增长，但价格与毛利率均会大幅下降。

图表23：08 年种猪业务达到盈利高峰，09 年将迅速回落



来源：国金证券研究所

房地产：需求好于预期，预计 3-4 季度是结算高峰

- 在经济减速背景下，房地产业务一直是我們比較担心的。也许现在下结论还为时尚早，但 09 春节过后，顺义地区房地产市场销售一度好转，颇有点“小阳春”的意味。
- 公司 09 年可大规模结算的楼盘共有两个：
 - ◆ 高丽营项目：高丽营项目共建有住宅 440 套，总建筑面积 4.8 万平方米左右；09 年春节过后，公司尚未正式推盘，就有客户陆续前来自发订购；目前已累计销售 100 多套房子，平均销售均价 8000~8400 元/平方米，这要大大优于我们此前的判断。
 - ◆ 曲阜商贸城：曲阜商贸城是 08 年佳宇房地产主力楼盘，全面共销售 8 万平方米左右，平均售价为 2773 元/平米，较最初的 1300-1400 元累计涨幅接近 100%，由于成本不足 1000 元，因此毛利率较高，在 56%-645 左右。我们判断 09 年曲阜商贸城出售并结算的面积约 5 万平米。
- 值得注意的是，虽然高丽营项目现在销售较好，但公司可能在 09 年 9 月份左右才会正式推盘，若年内销售快则可能在 4 季度确认部分楼盘预售收入，否则，09 年高丽营项目有可能结算很少甚至不结算，2010 年将进入结算高峰。
- 综上，我们认为公司房地产业务尽管超过预期，但还需要时间观察，从收入确认时点来看，09 年 3-4 季度才可能是结算高峰。

图表24：顺鑫佳宇房地产业务面积、单价统计

项目	建筑面积 (平方米)	结算面积(平方米)					结算均价(元/平方米)				
		2007	2008	2009	2010	2011	2007	2008	2009	2010	2011
双阳西区(尾盘)			765.89	0	0	0		6181	0	0	0
扬州鑫园2期	100000	60000	8535	0	0	0	3000	4395	0	0	0
杨镇三期	107250	0	0	21450	32175	53625	0		4000	3800	3600
曲阜商贸城一期	340000	140000	79913	51000	34000	35087	1043	2773	2273	2073	2070
高丽营项目	71500	0	0	23595	23595	24310	0	0	6500	6000	6500
总计	618750	200000	89213	96045	89770	113022	1630	2957	3697	3724	

来源：国金证券研究所

图表25：顺鑫佳宇房地产业务盈利统计

项目	毛利率					销售收入(百万元)					销售毛利(百万元)				
	2007	2008	2009	2010	2011	2007	2008	2009	2010	2011	2007	2008	2009	2010	2011
双阳西区(尾盘)		53.9%	0.0%	0.0%	0.0%		4.73	0.00	0.00	0.00		2.55	0.00	0.00	0.00
扬州鑫园2期	35.6%	45.4%	0.0%	0.0%	0.0%	180.00	37.51	0.00	0.00	0.00	64.06	17.05	0.00	0.00	0.00
杨镇三期	0.0%	50.0%	48.0%	46.0%	44.0%	0.00	0.00	85.80	122.26	193.05	0.00	0.00	41.18	56.24	84.94
曲阜商贸城一期	33.0%	64.2%	56.0%	51.8%	51.7%	146.07	221.59	115.91	70.48	72.63	48.20	142.16	64.91	36.48	37.54
高丽营项目	0.0%	0.0%	12.2%	10.2%	8.2%	0.00	0.00	153.37	141.57	158.02	0.00	0.00	18.71	14.44	12.96
总计	34.4%	61.3%	35.1%	32.1%	32.0%	326.07	263.83	355.08	334.31	423.70	112.26	161.76	124.81	107.16	135.44

来源：国金证券研究所

如何理解 09Q1 的业绩下滑？

- 顺鑫农业 09 年 1 季度 EPS 为 0.111 元，同比下降 46.295%，但是主业并没有下滑这么多，这背后，投资收益起到了推波助澜的作用。
- **08Q1 有 2826 万元的投资收益。**由于 08Q1 有出售空港股份的 2826 万元，且该笔投资收益占当期净利润的一半左右，因此，09 年 Q1 季度主业经营即使平稳，单是扣除这笔投资收益，业绩就会同比下降 30% 左右。
- **09Q1 补计住房公积金 800 万元。**由于牛栏山酒厂要在 09H1 补计过去三年职工住房公积金 1500-1600 万元，其中 Q1 计提 800 万元，这也是 Q1 公司业绩大幅下降的主要原因；由于 2 季度还要补计 800 万元，因此，我们判断非经常性损益在上半年还会冲减主业利润，下半年则会淡化。
- 扣除以上两点非经常性因素，09 年 1 季度主业利润下降 9% 左右。

盈利预测

盈利预测假设前提

- 对公司各项业务的销量、销售价格、毛利率假定详见正文分析及后文的《销售预测表》；
- 期间费用率的假定如下图表所示：

图表26：顺鑫农业期间费用率假定

百万元	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业费用	80.12	106.83	115.09	185.59	207.98	194.74	263.76	382.14	442.13	558.75	677.57
营业费用/销售收入	10.35%	10.29%	8.69%	8.55%	7.15%	6.07%	5.83%	7.38%	6.88%	6.88%	6.88%
管理费用	53.99	70.75	89.28	106.37	137.16	149.60	175.34	186.49	202.54	255.96	310.39
管理费用/销售收入	6.97%	6.82%	6.74%	4.90%	4.72%	4.66%	3.88%	3.60%	3.15%	3.15%	3.15%
财务费用	-5.29	6.04	9.28	-4.62	11.51	28.86	33.19	46.90	72.56	99.78	106.70
财务费用/销售收入	-0.68%	0.58%	0.70%	-0.21%	0.40%	0.90%	0.73%	0.91%	1.13%	1.23%	1.08%
期间费用小计	128.82	183.62	213.64	287.34	356.65	373.21	472.30	615.54	717.22	914.49	1094.66
期间费用率小计	16.64%	17.69%	16.13%	13.23%	12.27%	11.63%	10.45%	11.89%	11.17%	11.27%	11.12%

来源：国金证券研究所

- 公司各项业务中，白酒、房地产、水利工程应按 25% 缴纳所得税，牵手、猪肉、农批等业务享受免征所得税优惠，我们对各项业务的税前利润进行了分拆预测所得税。结果是：09-11 年综合所得税率为 21.24%、20.33%、19.95%。

图表27：公司应纳税所得额的分业务明细

利润总额	持股比例	2007	2008	2009E	2010E	2011E
房地产	86.72%	4181.99	4450.47	3421.31	2937.46	3712.78
白酒		5980.31	10238.89	14359.68	18793.96	23021.13
水利工程	75.00%	2716.86	4002.28	4484.65	5082.46	5156.41
应税合计		12879.16	18691.64	22265.65	26813.87	31890.32
其他业务		8588.15	11946.53	12522.06	21667.21	29836.53
利润总额		21467.31	30638.16	34787.71	48481.08	61726.85

来源：国金证券研究所

图表28：公司所得税率预测

所得税额	2007	2008	2009E	2010E	2011E
应税业务合计	4250	4672.91	5566.41	6703.47	7972.58
其他业务	660	1739.41	1823.21	3154.75	4344.20
小计	4910	6412.32	7389.62	9858.21	12316.78
应税所得额	21467	30638	34788	48481	61727
实际综合税率	22.87%	20.93%	21.24%	20.33%	19.95%

盈利预测分拆

- 我们预计顺鑫农业 09-11 年销售额为 6422.86、8117.09、9843.17 百万元，同比增长 24.10%、26.38%、21.26%；分别实现净利润 242.67、342.60、438.55 百万元，同比增长 9.78%、41.18%、28.01%。09-11 年 EPS 分别为 0.553、0.781、1.000 元。
- 根据各项业务的期间费用率、所得税率，我们对公司盈利进行分拆：

图表29：顺鑫农业 EPS 分拆

EPS	2007	2008	2009E	2010E	2011E
白酒	0.121	0.245	0.328	0.461	0.593
房地产	0.041	0.058	0.050	0.049	0.064
水利建筑施工	0.023	0.052	0.056	0.068	0.072
猪肉制品	0.083	0.052	0.032	0.082	0.126
果蔬汁	0.028	0.020	0.041	0.049	0.054
农批市场	0.015	0.017	0.012	0.015	0.018
种猪	0.012	0.029	0.011	0.031	0.035
农业等其他	0.013	0.004	0.012	0.016	0.020
投资收益	0.001	0.027	0.010	0.010	0.016
合计	0.336	0.504	0.553	0.781	1.000

来源：国金证券研究所

分拆估值及投资建议

分拆估值

- 我们采取分业务估值，以顺鑫农业 09 年、10 年 EPS 为估值基准，计算得公司合理目标股价为：13.71 - 15.27 元；若以 2011 年 EPS 为基准，则目标价为 17.15 元。

投资建议

- 顺鑫农业总体估值水平处于农业公司低端，相对目标区间，股价还有 16% 左右的上涨空间，我们维持顺鑫农业“买入”评级。
- 根据业务的盈利分布特点，我们预计顺鑫农业 09 年业绩将呈现前低后高态势，因此我们认为下半年公司股价可能会比上半年多。
 - ◆ 对公司盈利波动最大的猪肉制品业务有可能在 3 季度（10 月份前后）显著好转，若公司在 2 季度就加强猪肉存货储备，则鹏程食品的业绩拐点有望提前到 2 季度；
 - ◆ 房地产业务中高丽营项目要到 9 月份才正式推盘，因此很可能在 4 季度才确认销售；
 - ◆ 牵手果汁有可能带来业绩惊喜，但由于是 3 月份才推出新产品，市场还需要培育，因此盈利贡献也要等到下半年；
 - ◆ 08Q1 因为出售空港股份收益导致基数大，09Q1 业绩同比下降较快，但随着主业贡献增多，投资收益带来的业绩波动将逐季淡化；

- ◆ 09 年 Q1 与 Q2 各计提 800 万元住房补充公积金后，下半年不会面临这类非经常性因素的冲击；
- ◆ 综上，顺鑫农业下半年盈利将超过上半年，投资机会可能更明显。

图表30：分拆估值结果：13.71-15.27 元

PE 估值结果	2009 E	2010 E	2011 E
白酒	0.328	0.461	0.593
目标估值水平	29.92	23.12	20.00
对应股价	9.81	10.67	11.86
猪肉制品	0.032	0.082	0.126
目标估值水平	27.25	22.83	20.00
对应股价	0.88	1.88	2.52
水利建筑施工	0.056	0.068	0.072
目标估值水平	29.99	18.41	16.00
对应股价	1.68	1.25	1.16
房地产	0.050	0.049	0.064
目标估值水平	20.57	15.67	14.00
对应股价	1.04	0.76	0.90
种猪	0.011	0.031	0.035
目标估值水平	27.25	23.00	20.00
对应股价	0.30	0.70	0.71
目标股价	13.71	15.27	17.15

来源：朝阳永续，国金证券研究所

图表31：顺鑫农业销售收入预测表

项 目	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
白酒（牛栏山）									
平均售价（元/公斤）	6.50	9.22	12.60	11.50	13.29	12.72	14.08	15.27	16.36
增长率（YOY）	N/A	N/A	36.63%	-8.71%	15.60%	-4.34%	10.74%	8.46%	7.13%
销售数量（吨）	26,467.00	22,848.00	25,335.00	38,543.26	46,630.05	84,490.09	102,358.38	118,531.10	131,202.21
增长率（YOY）	N/A	N/A	10.88%	52.13%	20.98%	81.19%	21.15%	15.80%	10.69%
销售收入（百万元）	172.04	210.67	319.16	443.27	619.91	1,074.44	1,441.42	1,810.42	2,146.82
增长率（YOY）	N/A	N/A	51.50%	38.88%	39.85%	73.32%	34.16%	25.60%	18.58%
毛利率	44.98%	49.50%	46.93%	50.84%	54.83%	51.69%	54.04%	56.31%	58.16%
销售成本（百万元）	94.65	106.39	169.38	217.89	280.02	519.08	662.54	791.02	898.14
增长率（YOY）	N/A	N/A	59.21%	28.64%	28.51%	85.37%	27.64%	19.39%	13.54%
毛利（百万元）	77.39	104.28	149.78	225.38	339.89	555.37	778.88	1,019.40	1,248.69
增长率（YOY）	N/A	N/A	43.63%	50.47%	50.81%	63.40%	40.25%	30.88%	22.49%
占总销售额比重	12.99%	9.70%	10.98%	13.81%	13.71%	20.76%	22.44%	22.30%	21.81%
占主营业务利润比重	24.46%	23.78%	28.54%	38.45%	41.43%	52.31%	62.24%	62.75%	63.29%
猪肉制品（鹏程）									
平均售价（元/公斤）	N/A	N/A	N/A	7,848.36	12,671.14	17,198.62	16,202.10	17,572.23	18,436.90
增长率（YOY）	N/A	N/A	N/A	N/A	61.45%	35.73%	-5.79%	8.46%	4.92%
销售数量（万吨）	N/A	N/A	N/A	26.45	22.84	17.66	22.10	26.64	31.56
增长率（YOY）	N/A	N/A	N/A	N/A	-13.66%	-22.67%	25.14%	20.54%	18.46%
销售收入（百万元）	737.29	1,379.95	1,827.15	2,075.96	2,893.95	3,037.46	3,580.88	4,681.52	5,818.51
增长率（YOY）	N/A	87.17%	32.41%	13.62%	39.40%	4.96%	17.89%	30.74%	24.29%
毛利率	5.72%	3.51%	4.58%	4.95%	5.79%	3.15%	1.79%	3.17%	3.72%
销售成本（百万元）	695.15	1,331.50	1,743.52	1,973.15	2,726.41	2,941.78	3,516.86	4,533.17	5,602.17
增长率（YOY）	N/A	N/A	30.94%	13.17%	38.18%	7.90%	19.55%	28.90%	23.58%
毛利（百万元）	42.14	48.46	83.64	102.81	167.54	95.68	64.02	148.35	216.34
增长率（YOY）	N/A	N/A	72.61%	22.92%	62.97%	-42.89%	-33.09%	131.74%	45.83%
占总销售额比重	55.66%	63.55%	62.84%	64.68%	64.01%	58.69%	55.75%	57.67%	59.11%
占主营业务利润比重	13.32%	11.05%	15.94%	17.54%	20.42%	9.01%	5.12%	9.13%	10.97%
种猪（小店）						1.16412464			
平均售价（元/头）	N/A	N/A	N/A	643.58	1,241.44	1,392.80	905.32	1,385.14	1,468.24
增长率（YOY）	N/A	N/A	N/A	N/A	92.90%	12.19%	-35.00%	53.00%	6.00%
销售数量（万头）	N/A	N/A	N/A	7.45	3.76	6.41	8.00	8.76	9.49
增长率（YOY）	N/A	N/A	N/A	N/A	-49.46%	70.28%	24.85%	9.50%	8.30%
销售收入（百万元）	74.22	67.98	93.46	47.92	46.72	89.25	72.43	121.34	139.29
增长率（YOY）	N/A	-8.41%	37.48%	-48.72%	-2.51%	91.04%	-18.85%	67.54%	14.80%
毛利率	29.20%	30.75%	27.53%	27.52%	51.98%	60.46%	30.46%	45.46%	43.46%
销售成本（百万元）	52.54	47.07	67.73	34.73	22.43	35.29	50.37	66.18	78.76
增长率（YOY）	N/A	-10.41%	43.88%	-48.72%	-35.41%	57.32%	42.71%	31.40%	19.01%
毛利（百万元）	21.67	20.91	25.73	13.19	24.28	53.95	22.06	55.15	60.53
增长率（YOY）	N/A	-3.54%	23.07%	-48.74%	84.13%	122.19%	-59.12%	150.05%	9.75%
占总销售额比重	5.60%	3.13%	3.21%	1.49%	1.03%	1.72%	1.13%	1.49%	1.42%
占主营业务利润比重	6.85%	4.77%	4.90%	2.25%	2.96%	5.08%	1.76%	3.39%	3.07%

来源：国金证券研究所

图表32：顺鑫农业销售收入预测表（续）

项 目	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
果蔬汁（牵手）									
平均售价（元/公斤）	N/A	N/A	N/A	3.69	3.01	2.64	2.98	3.01	3.03
增长率（YOY）	N/A	N/A	N/A	#VALUE!	-18.50%	-12.37%	13.00%	1.00%	0.50%
销售数量（吨）	N/A	N/A	N/A	61,129.22	45,990.34	34,954.39	60,471.09	67,727.63	74,500.39
增长率（YOY）	N/A	N/A	N/A	#VALUE!	-24.77%	-24.00%	73.00%	12.00%	10.00%
销售收入（百万元）	203.61	290.26	320.40	225.81	138.45	92.21	180.26	203.91	225.42
增长率（YOY）	N/A	42.56%	10.38%	-29.52%	-38.69%	-33.40%	95.49%	13.12%	10.55%
毛利率	59.86%	58.36%	45.52%	42.21%	40.72%	39.38%	45.21%	43.21%	41.21%
销售成本（百万元）	81.74	120.87	174.55	130.51	82.07	55.90	98.76	115.80	132.53
增长率（YOY）	N/A	47.88%	44.41%	-25.23%	-37.11%	-31.89%	76.69%	17.25%	14.44%
毛利（百万元）	121.87	169.39	145.85	95.30	56.38	36.31	81.50	88.11	92.90
增长率（YOY）	N/A	N/A	-13.90%	-34.66%	-40.84%	-35.59%	124.43%	8.12%	5.43%
占总销售额比重	15.37%	13.37%	11.02%	7.04%	3.06%	1.78%	2.81%	2.51%	2.29%
占主营业务利润比重	38.52%	38.63%	27.79%	16.26%	6.87%	3.42%	6.51%	5.42%	4.71%
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	601.24	745.53	835.00
增长率（YOY）	N/A	N/A	97.28%	22.90%	69.89%	5.12%	48.00%	24.00%	12.00%
毛利率	23.01%	26.95%	20.95%	21.31%	16.38%	29.16%	22.08%	20.18%	18.28%
销售成本（百万元）	48.78	68.54	146.33	179.00	323.14	287.76	468.48	595.08	682.36
增长率（YOY）	N/A	N/A	113.50%	22.33%	80.52%	-10.95%	62.80%	27.02%	14.67%
毛利（百万元）	14.58	25.29	38.77	48.48	63.32	118.48	132.76	150.45	152.64
增长率（YOY）	N/A	N/A	53.32%	25.05%	30.61%	87.11%	12.05%	13.33%	1.46%
占总销售额比重	4.78%	4.32%	6.37%	7.09%	8.55%	7.85%	9.36%	9.18%	8.48%
占主营业务利润比重	4.61%	5.77%	7.39%	8.27%	7.72%	11.16%	10.61%	9.26%	7.74%
房地产（佳宇）									
平均售价（元/平方米）	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	2,957.32	3,697.04	3,724.09	3,748.78
增长率（YOY）	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	#DIV/0!	25.01%	0.73%	0.66%
销售数量（万平方米）	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	8.92	9.60	8.98	11.30
增长率（YOY）	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	#DIV/0!	7.66%	-6.53%	25.90%
销售收入（百万元）	0.00	0.00	0.00	52.50	326.07	263.83	355.08	334.31	423.70
增长率（YOY）	N/A	N/A	N/A	N/A	521.13%	-19.09%	34.59%	-5.85%	26.74%
毛利率	0.00%	0.00%	0.00%	59.83%	34.43%	61.54%	35.15%	32.05%	31.97%
销售成本（百万元）	0.00	0.00	0.00	21.09	213.80	101.48	230.27	227.15	288.25
增长率（YOY）	N/A	N/A	N/A	N/A	913.99%	-52.54%	126.92%	-1.35%	26.90%
毛利（百万元）	0.00	0.00	0.00	31.41	112.27	162.35	124.81	107.16	135.44
增长率（YOY）	N/A	N/A	#DIV/0!	#DIV/0!	257.41%	44.61%	-23.12%	-14.14%	26.39%
占总销售额比重	0.00%	0.00%	0.00%	1.64%	7.21%	5.10%	5.53%	4.12%	4.30%
占主营业务利润比重	0.00%	0.00%	0.00%	5.36%	13.69%	15.29%	9.97%	6.60%	6.86%
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	31.25	37.50	44.62
增长率（YOY）	N/A	N/A	-2.00%	29.48%	23.87%	1.11%	-12.00%	20.00%	19.00%
毛利率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	84.25%	85.86%	73.86%	71.86%	70.86%
销售成本（百万元）	0.00	0.00	0.00	0.00	5.53	5.02	8.17	10.55	13.00
增长率（YOY）	N/A	N/A	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	-9.22%	62.68%	29.18%	23.23%
毛利（百万元）	15.41	22.34	21.90	28.35	29.59	30.49	23.08	26.95	31.62
增长率（YOY）	N/A	N/A	-2.00%	29.48%	4.36%	3.04%	-24.30%	16.75%	17.34%
占总销售额比重	1.16%	1.03%	0.75%	0.88%	0.78%	0.69%	0.49%	0.46%	0.45%
占主营业务利润比重	4.87%	5.10%	4.17%	4.84%	3.61%	2.87%	1.84%	1.66%	1.60%
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	120.69	138.19	161.00
增长率（YOY）	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	12.50%	14.50%	16.50%
毛利率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	9.01%	14.32%	14.52%	14.72%
销售成本（百万元）	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	97.62	103.41	118.12	137.29
增长率（YOY）	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	5.93%	14.23%	16.23%
毛利（百万元）	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	9.66	17.29	20.07	23.70
增长率（YOY）	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	78.90%	16.10%	18.10%
占总销售额比重	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	2.07%	1.88%	1.70%	1.64%
占主营业务利润比重	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.91%	1.38%	1.24%	1.20%
销售总收入（百万元）	1324.61	2171.28	2907.71	3209.66	4521.13	5175.52	6422.86	8117.09	9843.17
销售总成本（百万元）	1008.23	1732.80	2382.90	2623.48	3700.83	4113.85	5171.46	6492.48	7870.23
毛利（百万元）	316.38	438.48	524.81	586.18	820.30	1061.67	1251.40	1624.61	1972.94
平均毛利率	23.88%	20.19%	18.05%	18.26%	18.14%	20.51%	19.48%	20.01%	20.04%

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）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	3,210	4,521	5,176	6,423	8,117	9,843
增长率		40.9%	14.5%	24.1%	26.4%	21.3%
主营业务成本	-2,623	-3,701	-4,114	-5,171	-6,492	-7,870
% 销售收入	81.7%	81.9%	79.5%	80.5%	80.0%	80.0%
毛利	586	820	1,062	1,251	1,625	1,973
% 销售收入	18.3%	18.1%	20.5%	19.5%	20.0%	20.0%
营业税金及附加	-89	-131	-162	-185	-224	-259
% 销售收入	2.8%	2.9%	3.1%	2.9%	2.8%	2.6%
营业费用	-195	-264	-382	-442	-559	-678
% 销售收入	6.1%	5.8%	7.4%	6.9%	6.9%	6.9%
管理费用	-150	-175	-186	-203	-256	-310
% 销售收入	4.7%	3.9%	3.6%	3.2%	3.2%	3.2%
息税前利润 (EBIT)	153	251	331	422	586	726
% 销售收入	4.8%	5.5%	6.4%	6.6%	7.2%	7.4%
财务费用	-29	-33	-47	-73	-100	-107
% 销售收入	0.9%	0.7%	0.9%	1.1%	1.2%	1.1%
资产减值损失	0	-1	-8	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	-1	0	29	0	0	0
% 税前利润	n.a	0.1%	9.4%	0.1%	0.1%	0.0%
营业利润	124	216	305	350	487	619
营业利润率	3.9%	4.8%	5.9%	5.4%	6.0%	6.3%
营业外收支	-4	-2	2	-2	-2	-2
税前利润	120	215	306	348	485	617
利润率	3.7%	4.7%	5.9%	5.4%	6.0%	6.3%
所得税	-13	-49	-64	-74	-99	-123
所得税率	11.0%	22.9%	20.9%	21.2%	20.3%	20.0%
净利润	107	166	242	274	386	494
少数股东损益	10	18	21	31	44	56
归属于母公司的净利润	96	147	221	243	343	439
净利率	3.0%	3.3%	4.3%	3.8%	4.2%	4.5%

现金流量表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	96	166	242	274	386	494
少数股东损益	10	0	0	0	0	0
非现金支出	69	60	81	120	133	129
非经营收益	31	36	19	86	102	109
营运资金变动	-305	-204	-780	-745	-734	-765
经营活动现金净流	-99	58	-439	-265	-112	-32
资本开支	-342	-100	-820	-1,590	89	-12
投资	3	-31	53	-1	0	0
其他	1	0	29	0	0	0
投资活动现金净流	-339	-131	-738	-1,591	89	-12
股权募资	0	496	0	0	-161	0
债权募资	-101	-122	1,820	912	328	195
其他	404	-120	-195	-114	-145	-152
筹资活动现金净流	303	254	1,625	798	23	43
现金净流量	-134	181	448	-1,058	0	0

资产负债表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	478	665	1,108	50	50	50
应收款项	190	217	298	333	421	510
存货	1,202	1,327	2,274	2,267	2,846	3,450
其他流动资产	152	271	790	778	976	1,183
流动资产	2,022	2,480	4,471	3,428	4,293	5,193
% 总资产	56.8%	59.8%	68.1%	49.0%	56.2%	61.7%
长期投资	101	181	119	120	119	119
固定资产	1,413	1,460	1,824	3,326	3,113	3,002
% 总资产	39.7%	35.2%	27.8%	47.6%	40.8%	35.7%
无形资产	21	22	155	119	109	101
非流动资产	1,535	1,664	2,099	3,567	3,343	3,224
% 总资产	43.2%	40.2%	31.9%	51.0%	43.8%	38.3%
资产总计	3,557	4,145	6,569	6,994	7,635	8,416
短期借款	801	1,399	2,599	3,511	3,839	4,034
应付款项	266	370	641	544	685	831
其他流动负债	499	-5	627	7	-3	-13
流动负债	1,566	1,765	3,867	4,062	4,521	4,852
长期贷款	370	150	310	310	310	310
其他长期负债	0	6	0	0	0	0
负债	1,936	1,920	4,177	4,372	4,831	5,162
普通股股东权益	1,515	2,121	2,281	2,480	2,617	3,012
少数股东权益	105	103	112	143	187	242
负债股东权益合计	3,557	4,145	6,569	6,994	7,635	8,416

比率分析

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
每股指标						
每股收益	0.242	0.336	0.504	0.553	0.781	1.000
每股净资产	3.810	4.836	5.201	5.654	5.968	6.868
每股经营现金净流	-0.248	0.145	-1.014	-0.605	-0.256	-0.073
每股股利	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100
回报率						
净资产收益率	6.35%	6.94%	9.69%	9.79%	13.09%	14.56%
总资产收益率	2.70%	3.55%	3.36%	3.47%	4.49%	5.21%
投入资本收益率	5.02%	5.12%	4.94%	5.16%	6.72%	7.64%
增长率						
主营业务收入增长率	10.38%	40.86%	14.47%	24.10%	26.38%	21.26%
EBIT增长率	27.73%	59.12%	32.17%	27.40%	38.90%	23.77%
净利润增长率	8.18%	53.11%	50.13%	9.78%	41.18%	28.01%
总资产增长率	13.73%	16.52%	58.50%	6.47%	9.16%	10.23%
资产管理能力						
应收账款周转天数	10.6	10.4	12.0	12.0	12.0	12.0
存货周转天数	115.1	124.7	159.8	160.0	160.0	160.0
应付账款周转天数	9.5	7.0	9.3	10.0	10.0	10.0
固定资产周转天数	124.2	85.5	104.6	124.2	88.7	69.0
偿债能力						
净负债/股东权益	42.77%	39.74%	75.28%	143.78%	146.19%	131.96%
EBIT利息保障倍数	5.5	7.6	7.1	5.8	5.9	6.8
资产负债率	54.43%	46.34%	63.58%	62.50%	63.28%	61.33%

来源：公司年报、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	0	1	2	2	3
买入	3	7	7	8	14
持有	0	1	1	1	2
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	2.00	2.00	1.95	1.94	1.94

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 2008-07-02	买入	15.68	19.14 ~ 19.23
2 2008-07-30	买入	15.94	N/A
3 2008-09-26	买入	9.28	N/A
4 2008-10-26	买入	9.35	N/A
5 2008-12-01	买入	11.25	N/A
6 2008-12-15	买入	11.81	N/A
7 2009-04-10	买入	13.04	14.45 ~ 17.19
8 2009-04-24	买入	12.43	N/A

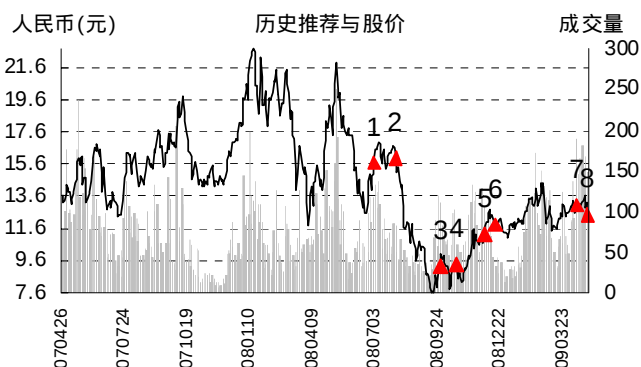
来源：国金证券研究所

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。

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。