

2009 年 12 月 01 日

 市价(人民币): 17.04元
 目标(人民币): 21.43-22.96元

长期竞争力评级: 等于行业均值
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) 7,472.72
 年内股价最高最低(元) 18.03/10.77
 沪深 300 指数 3511.67
 深证成指 13486.77

相关报告

- 1 《增资包头金瑞房地产 76.9%, 增厚未来三年盈利》, 2009.10.23
- 2 《季度业绩环比增长之势确立》, 2009.10.20
- 3 《猪价持续反弹保障屠宰业务走出盈利谷底》, 2009.8.14

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)

——各项业务向好奠定未来两年盈利高增长态势

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)	0.242	0.336	0.504	0.474	0.774	1.081
净利润增长率	8.18%	53.11%	50.13%	-6.02%	63.33%	39.72%
先前预期每股收益(元)				0.463	0.771	1.007
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	0.470	0.678	0.884
市盈率(倍)	32.43	53.22	21.78	35.93	22.00	15.74
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%	0.59%	0.59%	0.59%
PE/G(倍)	3.96	1.00	0.43	-5.97	0.35	0.40
净资产收益率	6.35%	6.94%	9.69%	8.50%	13.16%	15.75%
每股净资产(元)	3.81	4.84	5.20	5.57	5.88	6.86
市净率(倍)	2.06	3.70	2.11	3.05	2.89	2.48
每股经营性现金流(元)	-0.25	0.15	-1.01	-0.32	-0.15	0.88
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

- 我们预计 2010-2011 年度顺鑫农业“4+2”的业务战略模式面临双点突破——白酒、房地产将成为拉动明后两年盈利快速增长的双引擎, 此外, 猪肉制品、果蔬汁饮料、农产品物流、水利工程等业务将会锦上添花。
- 在经济减速和“禁酒令”的双重影响之下, 白酒行业经历了寒风凛冽的 1 季度及乍暖还寒的 2~3 季度, 然而, 在北京区域市场上称雄的牛栏山白酒及旗下的顺鑫宁城却继续讲述着内生性增长的精彩故事。
- 即使按照相对保守的口径测算, 我们预计 09-11 年顺鑫白酒业务贡献的 EPS 也分别在 0.269、0.387、0.522 元, 占公司总盈利的 50~55%。
- 鉴于房地产行业的高景气还在持续, 且 2010 年顺鑫旗下的佳宇公司将有多个楼盘进入销售或结算高峰, 我们预计房地产业务将成为拉动顺鑫农业盈利持续高增长的第二个引擎。盈利分拆结果显示, 09-11 年顺鑫的房地产业务贡献 EPS 依次为 0.047、0.141、0.237 元, 每年递增 0.10 元。
- 09 年 3-4 月份以来的生猪价格反转将会显著提升公司屠宰业务、猪肉制品业务、种猪业务的综合盈利水平。
- 保守口径下, 我们首次对花博会业务进行了初步的盈利测算, 我们预测花博会在 2012 年之前依然无法打平, 可能会出现适度亏损, 但这并不影响公司整体盈利的确定性高增长。

- 我们预计顺鑫农业 09-11 年分别实现净利润 207.74、339.31、474.07 百万元，同比增长 - 6.02%、63.33%、39.72%，对应 EPS 为 0.474、0.774、1.081 元。
- 分拆估值结果显示，顺鑫农业 2010 年的合理目标价为 21.43 - 22.96 元，当前 17 元股价具备明显的安全边际，建议机构投资者积极“买入”。

内容目录

双点突破：白酒、房地产将成为拉动盈利快速增长的双引擎.....	4
顺鑫的业务战略：“4+2”模式.....	4
多业务格局下的双点突破：白酒和房地产成为拉动盈利快速增长的双引擎..	4
经济减速和严惩酒驾对顺鑫牛栏山白酒的内生性增长影响不大	5
乍暖还寒，09 年白酒行业季度环比增速加快	5
顺鑫农业：牛栏山白酒的内生性增长率值得期待	5
宁城酒业：目前已摆脱亏损，预计全年有望实现销售收入 1 亿元	6
房地产：09-11 年多个项目将进入销售结算高峰，成为拉动公司盈利增长的第二个引擎	7
09 年重点结算的楼盘：高丽营、曲阜商贸城	7
10 年还将新增结算楼盘：包头项目、杨镇三期.....	7
房地产盈利贡献权重加大，09-11 年预计每年增加 EPS 约 0.10 元	7
生猪价格反转将有效提升公司猪肉制品整体盈利水平	8
随着猪价反转，生猪屠宰业务利润将恢复到均衡水平	8
预计顺鑫旗下的鹏程肉制品盈利亦有明显改善	8
预计种猪业务与景气最高峰的 08 年盈利水平相当	9
多项业务向好奠定盈利增长主基调	9
水利工程施工、牵手果蔬汁、农批市场等业务盈利稳定增长	9
首次将花博会纳入盈利预测范围：保守口径下，花博会可能出现适度亏损	10
盈利预测和分拆估值	11
盈利预测分拆	11
分拆估值及投资建议	11
附录：三张报表预测摘要	14

图表目录

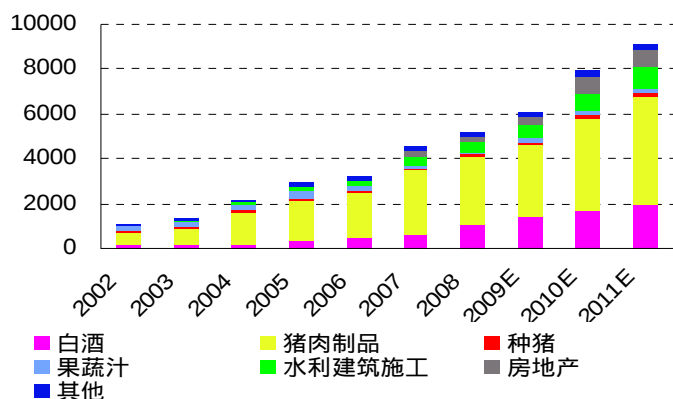
图表 1：顺鑫农业主营业务收入结构（百万元）	4
图表 2：顺鑫农业主营业务利润结构（百万元）	4
图表 3：顺鑫农业 EPS 分业务拆细	4
图表 4：2009 年中国白酒产量环比增速加快	5
图表 5：顺鑫农业三档白酒销量结构（吨）	6
图表 6：顺鑫农业三档白酒的销售额结构（百万元）	6
图表 7：顺鑫农业三档白酒毛利率	6
图表 8：顺鑫农业三档白酒利润结构（百万元）	6
图表 9：宁城酒业预计 2009 年销售额突破 1 亿元，净利润有望超过 500 万元	6
图表 10：顺鑫农业房地产业务销售面积和销售价格预计	7
图表 11：顺鑫农业房地产业务销售金额和利润预计	7
图表 12：四川泸州仔猪批发市场：（元/公斤）	8
图表 13：北京新发地农副产品批发市场：（元/公斤）	8
图表 14：四川省肉-猪价差达到 8 元/公斤，预计将围绕均衡值波动	8
图表 15：顺鑫旗下的鹏程肉制品销量预测（万吨）	9
图表 16：顺鑫旗下的鹏程肉制品销售额预测（百万元）	9
图表 17：顺鑫农业的种猪业务盈利与高峰时的 08 年大体相当（百万元）	9
图表 18：牵手果蔬汁业务 2009 年将重回盈利（百万元）	10
图表 19：花博会主场馆鸟瞰图	10
图表 20：顺鑫农业利润分拆明细（百万元）	11
图表 21：顺鑫农业 EPS 分拆明细	11
图表 22：顺鑫农业估值结果	12
图表 23：顺鑫农业销售收入预测表	12
图表 24：顺鑫农业销售收入预测表（续）	13

双点突破：白酒、房地产将成为拉动盈利快速增长的双引擎

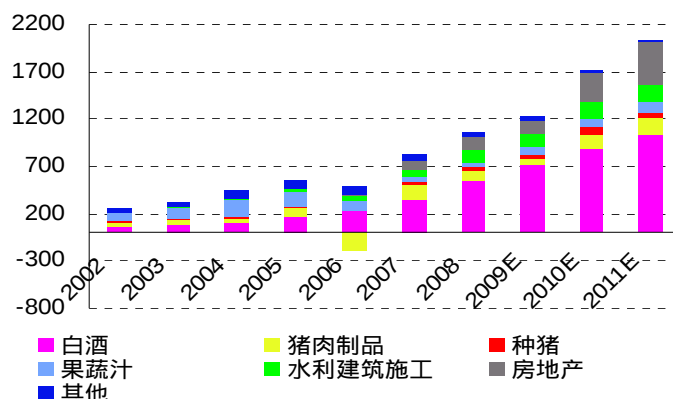
顺鑫的业务战略：“4+2”模式

- 顺鑫农业的多业务并举模式一直是公司无法享受资本市场正常估值水平的重要原因，对此我们也表示认可。

图表1：顺鑫农业主营业务收入结构（百万元）



图表2：顺鑫农业主营业务利润结构（百万元）



来源：国金证券研究所

- 顺鑫已等同于一个白酒企业。不过，自 2008 年以来，顺鑫农业旗下增长最迅速的白酒已经占据公司主营利润的半壁江山，这使得顺鑫实际上已经等同于一个白酒企业。
- “4+2”业务战略模式。在顺鑫农业的业务战略框架中，白酒、猪肉制品加工、饮料、农产品物流这 4 块业务处于核心地位，非核心主业中，房地产业务、水利建筑施工是助推公司业绩增长的两翼。
- 事实上，公司之所以维持当前多业并举的格局，相当程度上是历史沿革使然，作为顺义区地方国资企业，在分享地方政府行政资源方面享有得天独厚的便利条件，因此盈利水平均属上乘至少稳居中游水平，这也是顺鑫农业虽然业务众多，但未来几乎没有哪块业务出现亏损的主要原因所在。

多业务格局下的双点突破：白酒和房地产成为拉动盈利快速增长的双引擎

- 我们对公司各项主业的盈利进行了拆细，结果一目了然，白酒和房地产业务未来将成为拉动公司盈利快速增长的双引擎。
- 即使按照相对保守的口径测算，我们预计 09-11 年顺鑫白酒业务贡献的 EPS 也分别在 0.269、0.387、0.522 元，占公司总盈利的 50~55%。

图表3：顺鑫农业 EPS 分业务拆细

EPS	2009E	2010E	2011E
白酒	0.269	0.387	0.522
房地产	0.047	0.141	0.237
水利建筑施工	0.049	0.069	0.099
猪肉制品	0.025	0.078	0.095
果蔬汁	0.036	0.047	0.058
农批市场	0.011	0.014	0.017
种猪	0.024	0.038	0.049
农业等其他	0.009	-0.009	-0.006
投资收益	0.004	0.008	0.010
合计	0.474	0.774	1.081

来源：国金证券研究所

经济减速和严惩酒驾对顺鑫牛栏山白酒的内生性增长影响不大

乍暖还寒，09 年白酒行业季度环比增速加快

- 在经济减速和“禁酒令”的双重影响之下，白酒行业经历了寒风凛冽的 1 季度及乍暖还寒的 2~3 季度。
- 进入 4 季度以后，白酒行业产销量增速有进一步加快的倾向，累计产量增速从 1 季度的 15-17%提升到 23-24%，上升了 7 至 10 个百分点；可以预期的是，2010 年中国白酒行业产销规模及盈利水平将较 09 年还将进一步提升。

图表4：2009 年中国白酒产量环比增速加快

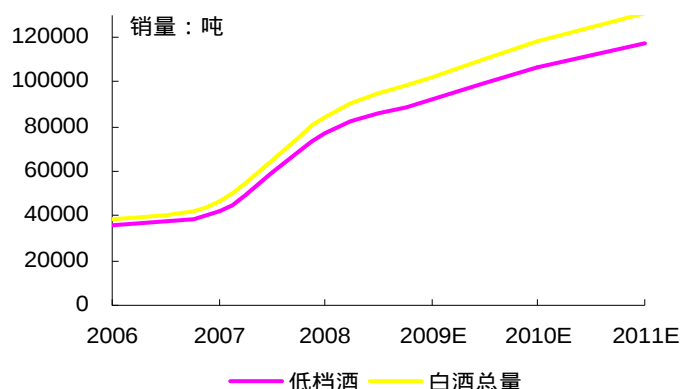
时间	月度产量增速 (%)	月度产量 (万吨)	累计产量增速 (%)	累计产量 (万吨)
2008-01	23.27	51.49	23.27	51.49
2008-02	18.5	43.5	21.1	95
2008-03	29.7	45.9	19.2	135
2008-04	22.4	41.3	17.7	176.7
2008-05	13.4	40.2	18.8	214.9
2008-06	21.59	47.54	18.91	261.04
2008-07	15.73	38.84	18.87	300.13
2008-08	11.9	40	17.9	339.9
2008-09	12.6	50.1	16.5	389.8
2008-10	12.95	51.29	17.07	441.21
2008-11	16.73	56.17	15.98	498.87
2008-12	14.2	68.75	15.79	569.34
2009-01	17.33	55.71	17.33	55.71
2009-02	23.73	48.07	20.21	103.78
2009-03	18.46	53.58	18.49	154.52
2009-04	30.4	53.3	20.8	209.3
2009-05	21.1	51.3	17.4	250.7
2009-06	28.5	61	20.1	312.9
2009-07	38.1	56.5	21.5	368.5
2009-08	21.64	51.38	21.57	420.38
2009-09	33.3	64.9	23.5	485.7
2009-10	25.75	64.96	24.02	550.89

来源：WIND，国金证券研究所

顺鑫农业：牛栏山白酒的内生性增长率值得期待

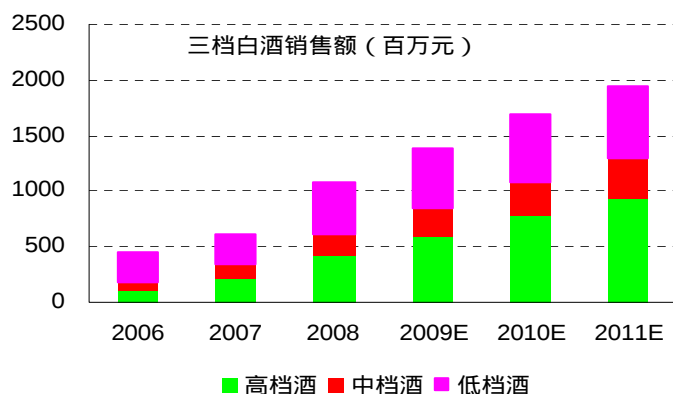
- 然而，在北京区域市场上称雄的牛栏山白酒及旗下的顺鑫宁城却继续讲述着内生性增长的精彩故事。09 年 1-10 月份，我们预计牛栏山酒厂前 10 个月的利润已超过 1 亿元，同比增长 20%，若冲回酒厂上半年补计公积金 1660 万元，则今年前 10 个月酒厂的实际经营利润实际同比增长 38%。
- 近几年，公司牛栏山白酒在北京区域市场的品牌力和营销渠道有较大幅度的改善，我们从西单终端超市随机抽样走访结果也显示——牛栏山白酒的展示柜面远多于最大的竞争对手红星二锅头，这也从侧面验证了牛栏山白酒高增长的来源。
- 借助营销和品牌的双向增厚，09-11 年公司高档酒销量增长 40%、30%、20%。公司高档白酒继 07、08 年连续两年接近翻番之后，09 年增速虽然有所下滑，但增长依然快于行业平均，我们预计 09-11 年顺鑫农业的高档酒销量增长分别为 40%、30%、20%。
- 预计 09-11 年公司中档酒销量增长 30%、20%、15%，中高档酒贡献的销售额从 61%上升至 66%。由于中高档酒的利润率高，因此，09-11 年公司中高档白酒贡献的利润占白酒整体利润的比重将从 88%上升到 95%左右。
- 我们预计顺鑫农业低档酒 09-11 年销量分别增长 20%、15%、10%，贡献的收入比重由 40%下降至 34%，利润比重则由 12%下降到不足 5%。

图表5：顺鑫农业三档白酒销量结构（吨）

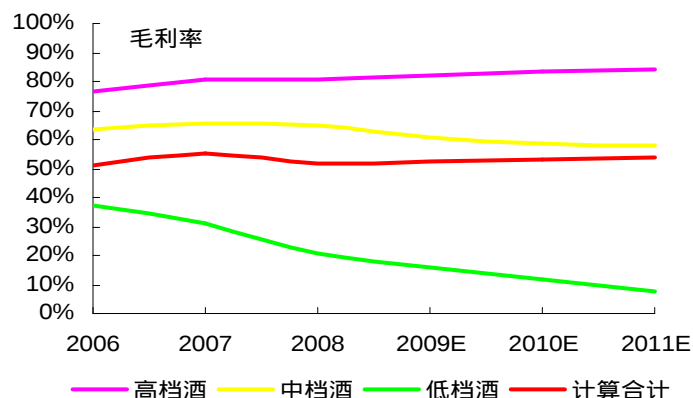


来源：国金证券研究所

图表6：顺鑫农业三档白酒的销售额结构（百万元）

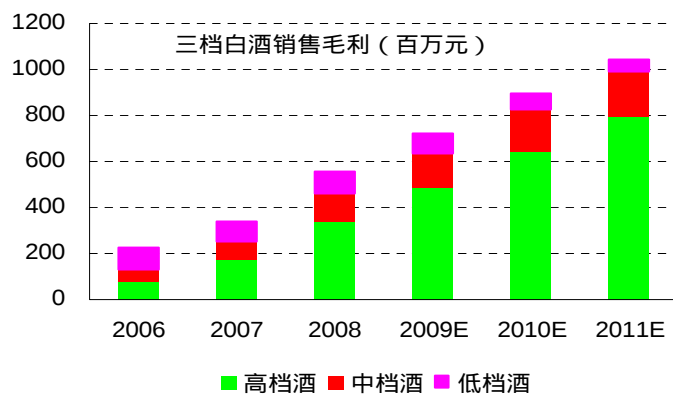


图表7：顺鑫农业三档白酒毛利率



来源：国金证券研究所

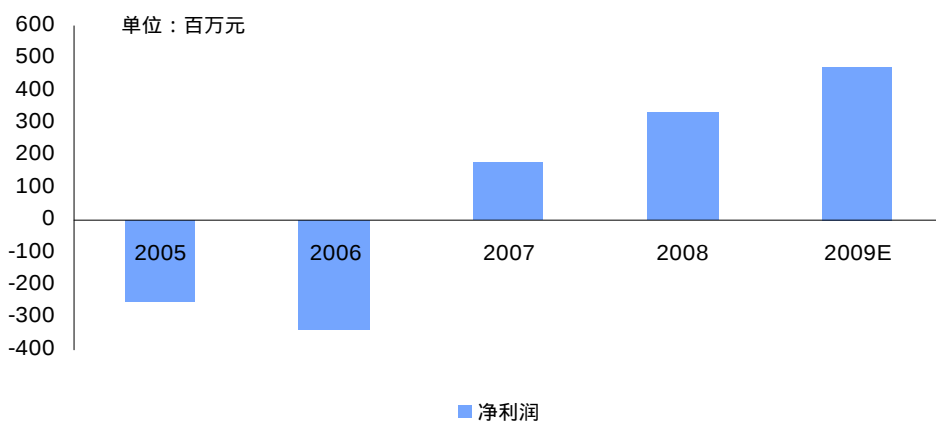
图表8：顺鑫农业三档白酒利润结构（百万元）



宁城酒业：目前已摆脱亏损，预计全年有望实现销售收入1亿元

- 除了牛栏山酒厂外，顺鑫农业还拥有宁城酒业资产。2008年12月14日，顺鑫公告由控股子公司顺鑫宁城来收购顺鑫集团持有的宁城老窖的白酒资产，收购金额为1.25亿元。
- 目前，宁城老窖已摆脱亏损重荷，09年销售额至少可达到1亿元，未来三年有望增至3亿元，我们预计宁城老窖前十个月利润增长34%，利润总额在750万元以上，净利润在470万元左右，全年净利润将超过500万元。

图表9：宁城酒业预计2009年销售额突破1亿元，净利润有望超过500万元



来源：国金证券研究所

房地产：09-11 年多个项目将进入销售结算高峰，成为拉动公司盈利增长的第二个引擎

09 年重点结算的楼盘：高丽营、曲阜商贸城

- 我们认为，09 年基本已经售罄的高丽营顺鑫花语楼盘在今明两年将进入结算高峰，曲阜商贸城也将在 2010 年之前结算完毕。
- 高丽营的顺鑫花语楼盘在 09 年春节过后开始自然销售，虽然公司尚未正式推盘，但全国房地产恢复景气显著超预期，公司销售价格一路稳步走高，从年初的 7200 元/平方米，一路上涨至 11000 元以上，平均销售均价预计在 8400-8500 元/平方米。
- 曲阜商贸城当前销售价格则维持在 2500 元/平方米左右，且还有 12 万平方米尚未结算，并将在今明两年结算完毕。

10 年还将新增结算楼盘：包头项目、杨镇三期

- 除了 09 年要重点结算的高丽营、曲阜商贸城外，2010 年还要新增两个楼盘包头的别墅项目和杨镇三期楼盘。
- 位于包头东河区东二里半村地块的项目主要由公司控股 76.9%的金瑞公司来具体经营，该地块土地总用地面积 23.14 万平方米，总金额为 1.547 亿元，平均地价为 670 元/平方米。我们认为拿地成本显著偏低，这是未来该项目能获得较好利润率的根本前提。
- 杨镇三期若进展顺利，在 2010 年底应该能封顶并实现销售，我们保守预计结算 10%，则也有 1 万多平方米的销售确认收入。

图表10：顺鑫农业房地产业务销售面积和销售价格预计

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	2009E	2010E	2011E	2007	2008	2009E	2010E	2011E
双阳西区(尾盘)			766	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	0	10725	32175	0		0	7500	7600
曲阜商贸城一期	340000	140000	79913	51000	69087	0	1043	2773	2500	2500	2500
高丽营顺鑫花语	71500	0	0	28600	42900	0	0	0	8300	8300	8300
包头东河区项目	141139				14114	42342		0	0	12000	13200
总计	759888	200000	89213	79600	136826	74517	1630	2957	4584	5690	10782

来源：国金证券研究所

图表11：顺鑫农业房地产业务销售金额和利润预计

项目	毛利率					销售收入(百万元)				销售毛利(百万元)			
	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E	2008	2009E	2010E	2011E
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%	37.51	0.00	0.00	0.00	17.05	0.00	0.00	0.00
杨镇三期	0.0%	0.0%	0.0%	46.7%	47.4%	0.00	0.00	80.44	244.53	0.00	0.00	37.54	115.83
曲阜商贸城一期	33.0%	64.2%	60.0%	60.0%	60.0%	221.59	127.49	172.71	0.00	142.16	76.49	103.62	0.00
高丽营顺鑫花语	0.0%	0.0%	23.7%	23.7%	23.7%	0.00	237.38	356.07	0.00	0.00	56.25	84.37	0.00
包头东河区项目			75.0%	77.3%	77.3%	0.00	0.00	130.24	429.80	0.00	0.00	100.64	332.12
总计	34.4%	62.4%	36.4%	44.1%	66.4%	259.10	364.87	739.46	674.33	161.76	132.74	326.17	447.95

来源：国金证券研究所

房地产盈利贡献权重加大，09-11 年预计每年增加 EPS 约 0.10 元

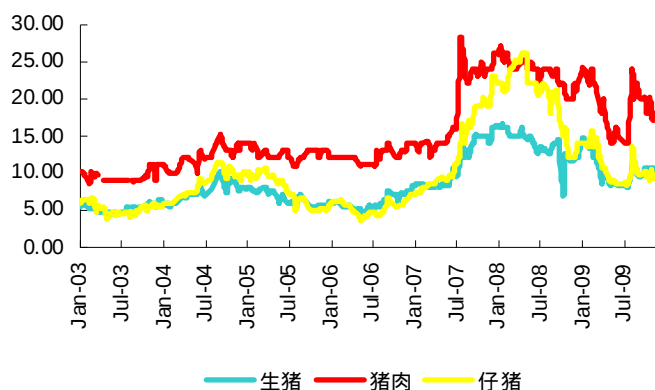
- 我们的盈利分拆结果显示，09-11 年顺鑫的房地产业务贡献的利润总额在 132.74、326.17、447.95 百万元，贡献的 EPS 依次为 0.047、0.141、0.237 元，大约每年递增 0.10 元。

生猪价格反转将有效提升公司猪肉制品整体盈利水平

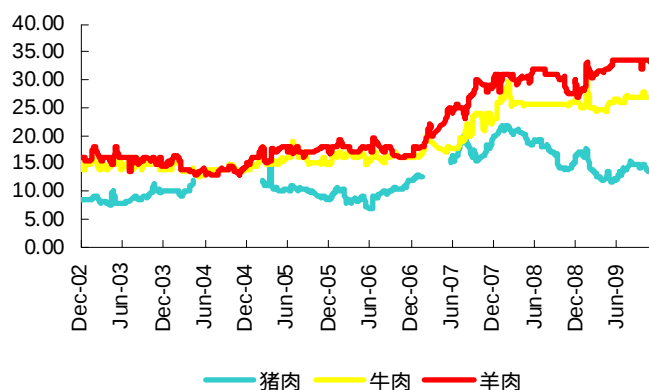
随着猪价反转，生猪屠宰业务利润将恢复到均衡水平

- 顺鑫农业与生猪相关的业务一共有三块：生猪屠宰、肉制品加工（包括生鲜和熟食）、种猪，猪价上涨对这三块业务都有正面刺激作用。
- 截至上周五，北京新发地农副产品批发猪肉市场价格均价为 14.6 元/公斤，上周均价 14.3 元/公斤，本轮上涨累计涨幅达 20%。

图表12：四川泸州仔猪批发市场：（元/公斤）



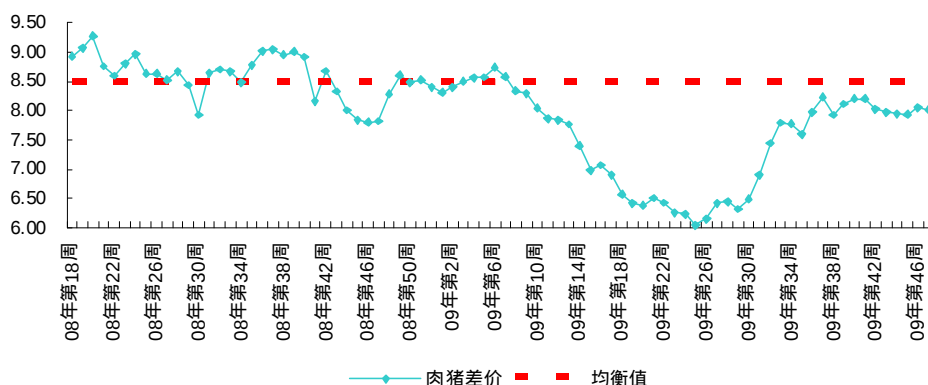
图表13：北京新发地农副产品批发市场：（元/公斤）



来源：Wind、国金证券研究所

- 我们用肉 - 猪价差指标来说明生猪屠宰业的利润将随着猪价上升而恢复，但达到均衡位置的 8.5 元后，屠宰业务的利润将保持稳定。
- 截至 09 年 10 月份，顺鑫农业的头猪屠宰毛利已经由 3-4 月份时的 10 元上升至 30 元/头，预计公司今年屠宰量将接近 300 万头，头均利润将保持稳定。

图表14：四川省肉-猪价差达到 8 元/公斤，预计将围绕均衡值波动

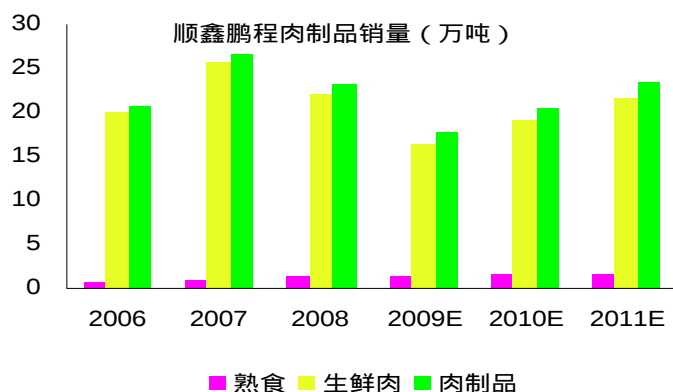


来源：四川畜牧局、国金证券研究所

预计顺鑫旗下的鹏程肉制品盈利亦有明显改善

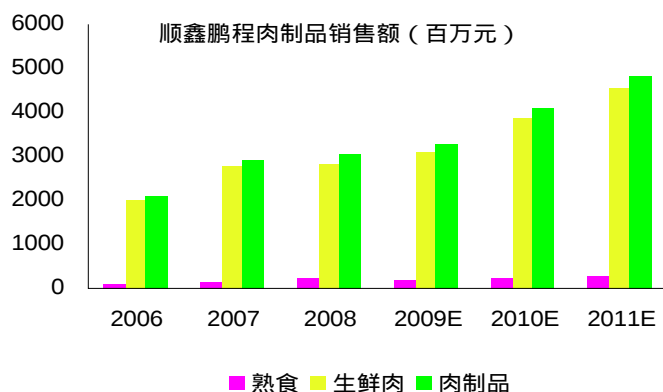
- 根据 07 年底、08 年 1 季度顺鑫农业猪肉制品业务的盈利规律，在猪价上涨过程中，公司基本上能转嫁成本上升压力，毛利率稳定并略有上升。
- 在 09 年初公司肉制品尤其是生鲜肉毛利率大幅下降，净利润率已经沦为负值的背景下，我们预计 2010、2011 年公司肉制品业务盈利将有显著改善。

图表15：顺鑫旗下的鹏程肉制品销量预测（万吨）



来源：国金证券研究所

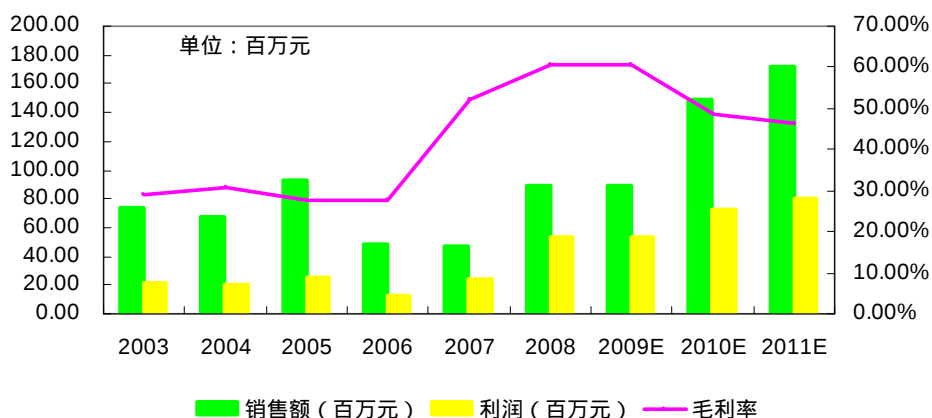
图表16：顺鑫旗下的鹏程肉制品销售额预测（百万元）



预计种猪业务与景气最高峰的 08 年盈利水平相当

- 从种猪行业来看，08 年公司种猪业务盈利水平处于高位，09 年初母猪存栏量持续下降，使得补栏积极性即母猪需求量有所减弱。
- 顺鑫旗下的小店等种猪场在扩建后产能有了较大幅度的提升，因此，虽然种猪价格有所下跌，但销量的增长弥补了价格的下跌，1-10 月份公司种猪销售额反而较 08 年略有增长，利润则与 08 年大体相当。

图表17：顺鑫农业的种猪业务盈利与高峰时的 08 年大体相当（百万元）



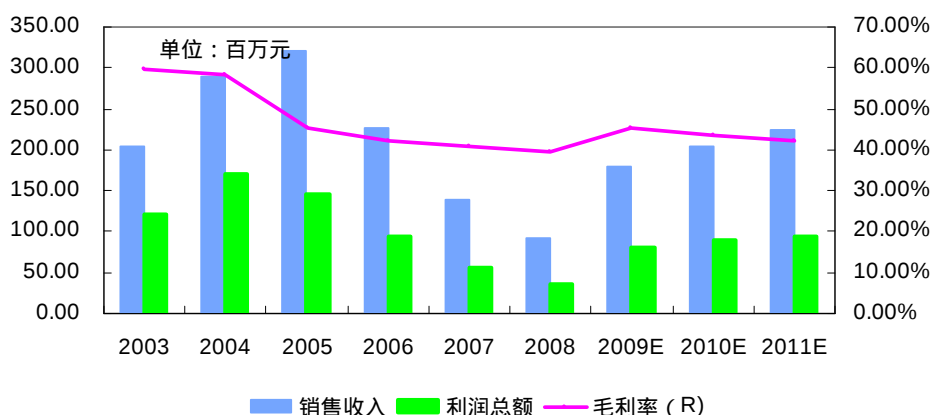
来源：国金证券研究所

多项业务向好奠定盈利增长主基调

水利工程施工、牵手果蔬汁、农批市场等业务盈利稳定增长

- 牵手果汁公司在 09 年 3 月末成功推出《这样紫啊》并一举扭转前 1 季度持续小幅亏损的困境，果汁业务在 1-10 月份已经实现扭亏为盈。预计 2010 年及以后盈利将保持稳定并小幅增长态势。
- 此外，水利工程施工由控股子公司鑫大禹具体经营。预计鑫大禹公司前 10 个月利润在 4000 万元左右，同比微增。因为收购天宇建筑施工，鑫大禹公司由二级资质升为一级资质，这有利于公司在顺义、怀柔、张掖等地区获得更多的政府市政工程订单，我们预计三年内公司水利工程业务将保持 24-25% 左右的稳定增长。

图表18：牵手果蔬汁业务 2009 年将重回盈利（百万元）



来源：国金证券研究所

首次将花博会纳入盈利预测范围：保守口径下，花博会可能出现适度亏损

- 花博会是我们此前一直认为盈利不确定性最大的业务，总共分两期，花博会一期 207 亩已经建成，二期 162 亩尚未开建，累计 369 亩。
- 花博会召开完毕后，场馆的后续经营和使用将交由顺鑫农业来进行。我们预计花博会场馆未来的方向为商业用途，主要定位于展会、商业写字楼、商场品牌招租、酒店式公寓等商业配套等业务。
- 公司一期一共投入 13 亿元，共有 4 个场馆，总建筑面积 16.5 万平方米，目前有部分大型开发商前来洽谈购买事宜，但我们预计公司选择出售的可能性不大，多半用于出租的形式。
- 由于可以选择租售结合的方式，因此花博会盈利预测有较大的弹性，若部分出售场馆，则一次性收益会贡献巨大的非经常性损益。
- 目前，花博会正进入改造阶段，以适应未来可能的商业用途，我们预计在 2010 年中期之后，花博会将完成改造并正式对外招租。

图表19：花博会主场馆鸟瞰图



来源：国金证券研究所

- 在本报告中，我们首次将花博会纳入盈利预测范围，我们的假设前提为：
 - ◆ 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 860%，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。
- 照此测算，花博会销售额 2010 年和 2011 年占顺鑫农业总销售额的比重只有 1.04%和 1.31%，影响非常有限。
- 换言之，虽然保守口径下公司花博会在 2012 年以前可能出现适度亏损，但对公司整体盈利水平的影响不大。

盈利预测和分拆估值

盈利预测分拆

- 我们预计顺鑫农业 09-11 年分别实现净利润 207.74、339.31、474.07 百万元，同比增长 -6.02%、63.33%、39.72%，对应 EPS 分别为 0.474、0.774、1.081 元。
- 其中，白酒业务贡献 EPS 分别为 0.269、0.387、0.522 元，房地产业务贡献 EPS 分别为 0.047、1.141、0.237 元。

图表20：顺鑫农业利润分拆明细（百万元）

利润总额	2009E	2010E	2011E
白酒	724.89	898.15	1044.56
猪肉制品	55.50	148.08	154.30
种猪	53.89	72.36	79.79
果蔬汁	81.50	89.13	95.15
水利建筑施工	132.76	160.89	197.56
房地产	132.74	326.17	447.95
农批市场	24.20	25.75	27.23
农业等其他	20.96	-16.17	-9.09
总毛利	1226.44	1704.35	2037.44

图表21：顺鑫农业 EPS 分拆明细

EPS	2009E	2010E	2011E
白酒	0.269	0.387	0.522
房地产	0.047	0.141	0.237
水利建筑施工	0.049	0.069	0.099
猪肉制品	0.025	0.078	0.095
果蔬汁	0.036	0.047	0.058
农批市场	0.011	0.014	0.017
种猪	0.024	0.038	0.049
农业等其他	0.009	-0.009	-0.006
投资收益	0.004	0.008	0.010
合计	0.474	0.774	1.081

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 分拆结果或许和实际有误差）

分拆估值及投资建议

- 考虑到公司多元化特点，我们按各行业估值水平并打 90%折扣，作为顺鑫农业分业务估值参考水平。
- 根据我们的分拆估值结果，顺鑫农业明年目标股价为 21.43-22.96 元，当前股价 17 元具备明显的安全边际，建议机构投资者积极“买入”。

图表22：顺鑫农业估值结果

PE估值结果	2009E	2010E	2011E
白酒	0.269	0.387	0.522
目标估值水平	46.35	34.30	26.38
对应股价	12.45	13.28	13.78
猪肉制品	0.025	0.078	0.095
目标估值水平	45.04	32.86	25.28
对应股价	1.11	2.57	2.39
水利建筑施工	0.049	0.069	0.099
目标估值水平	29.65	21.29	17.74
对应股价	1.46	1.48	1.75
房地产	0.047	0.141	0.237
目标估值水平	24.70	20.64	15.87
对应股价	1.17	2.90	3.76
种猪	0.024	0.038	0.049
目标估值水平	35.90	31.24	26.03
对应股价	0.86	1.20	1.27
目标股价	17.05	21.43	22.96

来源：聚源，国金证券研究所

图表23：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	13.55	14.28	14.84
增长率（YOY）	N/A	N/A	36.63%	-8.71%	15.60%	-4.34%	6.59%	5.38%	3.90%
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	1,387.44	1,693.06	1,947.18
增长率（YOY）	N/A	N/A	51.50%	38.88%	39.85%	73.32%	29.13%	22.03%	15.01%
毛利率	44.98%	49.50%	46.93%	50.84%	54.83%	51.69%	52.25%	53.05%	53.64%
销售成本（百万元）	94.65	106.39	169.38	217.89	280.02	519.08	662.54	794.91	902.62
增长率（YOY）	N/A	N/A	59.21%	28.64%	28.51%	85.37%	27.64%	19.98%	13.55%
毛利（百万元）	77.39	104.28	149.78	225.38	339.89	555.37	724.89	898.15	1,044.56
增长率（YOY）	N/A	N/A	43.63%	50.47%	50.81%	63.40%	30.53%	23.90%	16.30%
占总销售额比重	12.99%	9.70%	10.98%	13.81%	13.71%	20.76%	22.74%	21.35%	21.32%
占主营业务利润比重	24.46%	23.78%	28.54%	38.45%	41.43%	52.31%	59.11%	52.70%	51.27%
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	16,207.73	17,777.16	18,664.98
增长率（YOY）	N/A	N/A	N/A	N/A	61.45%	35.73%	-5.76%	9.68%	4.99%
销售数量（万吨）	N/A	N/A	N/A	26.45	22.84	17.66	20.28	23.14	25.93
增长率（YOY）	N/A	N/A	N/A	N/A	-13.66%	-22.67%	14.82%	14.09%	12.09%
销售收入（百万元）	737.29	1,379.95	1,827.15	2,075.96	2,893.95	3,037.46	3,286.74	4,112.90	4,840.23
增长率（YOY）	N/A	87.17%	32.41%	13.62%	39.40%	4.96%	8.21%	25.14%	17.68%
毛利率	5.72%	3.51%	4.58%	4.95%	5.79%	3.15%	1.69%	3.60%	3.19%
销售成本（百万元）	695.15	1,331.50	1,743.52	1,973.15	2,726.41	2,941.78	3,231.23	3,964.82	4,685.94
增长率（YOY）	N/A	N/A	30.94%	13.17%	38.18%	7.90%	9.84%	22.70%	18.19%
毛利（百万元）	42.14	48.46	83.64	102.81	167.54	95.68	55.50	148.08	154.30
增长率（YOY）	N/A	N/A	72.61%	22.92%	62.97%	-42.89%	-41.99%	166.80%	4.20%
占总销售额比重	55.66%	63.55%	62.84%	64.68%	64.01%	58.69%	53.86%	51.86%	53.01%
占主营业务利润比重	13.32%	11.05%	15.94%	17.54%	20.42%	9.01%	4.53%	8.69%	7.57%
种猪（小店）									
平均售价（元/头）	N/A	N/A	N/A	643.58	1,241.44	1,392.80	1,114.24	1,704.78	1,807.07
增长率（YOY）	N/A	N/A	N/A	N/A	92.90%	12.19%	-20.00%	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	9.50
增长率（YOY）	N/A	N/A	N/A	N/A	-49.46%	70.28%	24.85%	9.50%	8.50%
销售收入（百万元）	74.22	67.98	93.46	47.92	46.72	89.25	89.14	149.34	171.75
增长率（YOY）	N/A	-8.41%	37.48%	-48.72%	-2.51%	91.04%	-0.12%	67.54%	15.01%
毛利率	29.20%	30.75%	27.53%	27.52%	51.98%	60.46%	60.46%	48.46%	46.46%
销售成本（百万元）	52.54	47.07	67.73	34.73	22.43	35.29	35.25	76.98	91.97
增长率（YOY）	N/A	-10.41%	43.88%	-48.72%	-35.41%	57.32%	-0.12%	118.37%	19.47%
毛利（百万元）	21.67	20.91	25.73	13.19	24.28	53.95	53.89	72.36	79.79
增长率（YOY）	N/A	-3.54%	23.07%	-48.74%	84.13%	122.19%	-0.12%	34.28%	10.26%
占总销售额比重	5.60%	3.13%	3.21%	1.49%	1.03%	1.72%	1.46%	1.88%	1.88%
占主营业务利润比重	6.85%	4.77%	4.90%	2.25%	2.96%	5.08%	4.39%	4.25%	3.92%

来源：国金证券研究所

图表24：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%	43.71%	42.21%
销售成本（百万元）	81.74	120.87	174.55	130.51	82.07	55.90	98.76	114.78	130.27
增长率（YOY）	N/A	47.88%	44.41%	-25.23%	-37.11%	-31.89%	76.69%	16.22%	13.50%
毛利（百万元）	121.87	169.39	145.85	95.30	56.38	36.31	81.50	89.13	95.15
增长率（YOY）	N/A	N/A	-13.90%	-34.66%	-40.84%	-35.59%	124.43%	9.37%	6.76%
占总销售额比重	15.37%	13.37%	11.02%	7.04%	3.06%	1.78%	2.95%	2.57%	2.47%
占主营业务利润比重	38.52%	38.63%	27.79%	16.26%	6.87%	3.42%	6.64%	5.23%	4.67%
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	937.18
增长率（YOY）	N/A	N/A	97.28%	22.90%	69.89%	5.12%	48.00%	24.00%	25.71%
毛利率	23.01%	26.95%	20.95%	21.31%	16.38%	29.16%	22.08%	21.58%	21.08%
销售成本（百万元）	48.78	68.54	146.33	179.00	323.14	287.76	468.48	584.64	739.62
增长率（YOY）	N/A	N/A	113.50%	22.33%	80.52%	-10.95%	62.80%	24.80%	26.51%
毛利（百万元）	14.58	25.29	38.77	48.48	63.32	118.48	132.76	160.89	197.56
增长率（YOY）	N/A	N/A	53.32%	25.05%	30.61%	87.11%	12.05%	21.19%	22.79%
占总销售额比重	4.78%	4.32%	6.37%	7.09%	8.55%	7.85%	9.85%	9.40%	10.26%
占主营业务利润比重	4.61%	5.77%	7.39%	8.27%	7.72%	11.16%	10.82%	9.44%	9.70%
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	4,583.82	5,404.36	9,049.41
增长率（YOY）	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	#DIV/0!	55.00%	17.90%	67.45%
销售数量（万平方米）	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	8.92	7.96	13.68	7.45
增长率（YOY）	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	#DIV/0!	-10.78%	71.89%	-45.54%
销售收入（百万元）	0.00	0.00	0.00	52.50	326.07	263.83	364.87	739.46	674.33
增长率（YOY）	N/A	N/A	N/A	N/A	521.13%	-19.09%	38.30%	102.66%	-8.81%
毛利率	0.00%	0.00%	0.00%	59.83%	34.43%	61.54%	36.38%	44.11%	66.43%
销售成本（百万元）	0.00	0.00	0.00	21.09	213.80	101.48	232.13	413.29	226.39
增长率（YOY）	N/A	N/A	N/A	N/A	913.99%	-52.54%	128.75%	78.04%	-45.22%
毛利（百万元）	0.00	0.00	0.00	31.41	112.27	162.35	132.74	326.17	447.95
增长率（YOY）	N/A	N/A	#DIV/0!	#DIV/0!	257.41%	44.61%	-18.24%	145.72%	37.34%
占总销售额比重	0.00%	0.00%	0.00%	1.64%	7.21%	5.10%	5.98%	9.32%	7.38%
占主营业务利润比重	0.00%	0.00%	0.00%	5.36%	13.69%	15.29%	10.82%	19.14%	21.99%
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	39.77	43.75	47.47
增长率（YOY）	N/A	N/A	-2.00%	29.48%	23.87%	1.11%	12.00%	10.00%	8.50%
毛利率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	84.25%	85.86%	60.86%	58.86%	57.36%
销售成本（百万元）	0.00	0.00	0.00	0.00	5.53	5.02	15.57	18.00	20.24
增长率（YOY）	N/A	N/A	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	-9.22%	210.00%	15.62%	12.46%
毛利（百万元）	15.41	22.34	21.90	28.35	29.59	30.49	24.20	25.75	27.23
增长率（YOY）	N/A	N/A	-2.00%	29.48%	4.36%	3.04%	-20.61%	6.39%	5.73%
占总销售额比重	1.16%	1.03%	0.75%	0.88%	0.78%	0.69%	0.65%	0.55%	0.52%
占主营业务利润比重	4.87%	5.10%	4.17%	4.84%	3.61%	2.87%	1.97%	1.51%	1.34%
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
增长率（YOY）	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	#VALUE!
毛利率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-45.24%	-25.50%
销售成本（百万元）	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	120.00	150.00
增长率（YOY）	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	25.00%
毛利（百万元）	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	-37.38	-30.48
增长率（YOY）	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	-18.46%
占总销售额比重	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	1.04%	1.31%
占主营业务利润比重	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-2.19%	-1.50%
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	113.18	118.84	124.19
增长率（YOY）	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	5.50%	5.00%	4.50%
毛利率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	9.01%	12.32%	11.82%	11.32%
销售成本（百万元）	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	97.62	99.24	104.79	110.13
增长率（YOY）	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	1.66%	5.60%	5.09%
毛利（百万元）	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	9.66	13.95	14.05	14.06
增长率（YOY）	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	44.34%	0.74%	0.08%
销售总收入（百万元）	1324.61	2171.28	2907.71	3209.66	4521.13	5175.52	6102.25	7931.00	9131.16
销售总成本（百万元）	1008.23	1732.80	2382.90	2623.48	3700.83	4113.85	4875.81	6226.65	7093.72
毛利（百万元）	316.38	438.48	524.81	586.18	820.30	1061.67	1226.44	1704.35	2037.44

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	6,102	7,931	9,131
增长率		40.9%	14.5%	17.9%	30.0%	15.1%
主营业务成本	-2,623	-3,701	-4,114	-4,876	-6,227	-7,094
% 销售收入	81.7%	81.9%	79.5%	79.9%	78.5%	77.7%
毛利	586	820	1,062	1,226	1,704	2,037
% 销售收入	18.3%	18.1%	20.5%	20.1%	21.5%	22.3%
营业税金及附加	-89	-131	-162	-175	-219	-241
% 销售收入	2.8%	2.9%	3.1%	2.9%	2.8%	2.6%
营业费用	-195	-264	-382	-423	-534	-606
% 销售收入	6.1%	5.8%	7.4%	6.9%	6.7%	6.6%
管理费用	-150	-175	-186	-244	-310	-356
% 销售收入	4.7%	3.9%	3.6%	4.0%	3.9%	3.9%
息税前利润 (EBIT)	153	251	331	384	642	835
% 销售收入	4.8%	5.5%	6.4%	6.3%	8.1%	9.1%
财务费用	-29	-33	-47	-74	-141	-151
% 销售收入	0.9%	0.7%	0.9%	1.2%	1.8%	1.7%
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	309	501	684
营业利润率	3.9%	4.8%	5.9%	5.1%	6.3%	7.5%
营业外收支	-4	-2	2	-2	-2	-2
税前利润	120	215	306	308	499	682
利润率	3.7%	4.7%	5.9%	5.0%	6.3%	7.5%
所得税	-13	-49	-64	-67	-105	-139
所得税率	11.0%	22.9%	20.9%	21.9%	21.0%	20.4%
净利润	107	166	242	240	394	543
少数股东损益	10	18	21	33	55	69
归属于母公司的净利润	96	147	221	208	339	474
净利率	3.0%	3.3%	4.3%	3.4%	4.3%	5.2%

现金流量表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	96	166	242	240	394	543
少数股东损益	10	0	0	0	0	0
非现金支出	69	60	81	113	142	159
非经营收益	31	36	19	88	153	167
营运资金变动	-305	-204	-780	-581	-752	-483
经营活动现金净流	-99	58	-439	-139	-64	386
资本开支	-342	-100	-820	-1,290	-11	-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	-1,291	-11	-12
股权募资	0	496	0	0	-161	0
债权募资	-101	-122	1,820	488	1,280	-565
其他	404	-120	-195	-116	-195	-209
筹资活动现金净流	303	254	1,625	372	924	-774
现金净流量	-134	181	448	-1,058	850	-400

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	900	500
应收款项	190	217	298	316	411	473
存货	1,202	1,327	2,274	2,137	2,729	3,110
其他流动资产	152	271	790	733	936	1,066
流动资产	2,022	2,480	4,471	3,237	4,977	5,149
% 总资产	56.8%	59.8%	68.1%	49.7%	61.3%	63.3%
长期投资	101	181	119	120	119	119
固定资产	1,413	1,460	1,824	3,033	2,911	2,770
% 总资产	39.7%	35.2%	27.8%	46.6%	35.9%	34.0%
无形资产	21	22	155	119	109	101
非流动资产	1,535	1,664	2,099	3,273	3,141	2,991
% 总资产	43.2%	40.2%	31.9%	50.3%	38.7%	36.7%
资产总计	3,557	4,145	6,569	6,510	8,117	8,140
短期借款	801	1,399	2,599	3,087	4,367	3,802
应付款项	266	370	641	516	665	761
其他流动负债	499	-5	627	8	-3	-10
流动负债	1,566	1,765	3,867	3,611	5,029	4,553
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	3,921	5,339	4,863
普通股股东权益	1,515	2,121	2,281	2,445	2,579	3,009
少数股东权益	105	103	112	144	199	268
负债股东权益合计	3,557	4,145	6,569	6,510	8,117	8,140

比率分析

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
每股指标						
每股收益	0.242	0.336	0.504	0.474	0.774	1.081
每股净资产	3.810	4.836	5.201	5.575	5.881	6.862
每股经营现金净流	-0.248	0.145	-1.014	-0.317	-0.145	0.880
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%	8.50%	13.16%	15.75%
总资产收益率	2.70%	3.55%	3.36%	3.19%	4.18%	5.82%
投入资本收益率	5.02%	5.12%	4.94%	5.01%	6.80%	8.99%
增长率						
主营业务收入增长率	10.38%	40.86%	14.47%	17.91%	29.97%	15.13%
EBIT增长率	27.73%	59.12%	32.17%	15.79%	67.43%	29.97%
净利润增长率	8.18%	53.11%	50.13%	-6.02%	63.33%	39.72%
总资产增长率	13.73%	16.52%	58.50%	-0.90%	24.68%	0.28%
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	113.2	122.9	101.1
偿债能力						
净负债/股东权益	42.77%	39.74%	75.28%	129.26%	135.93%	110.19%
EBIT利息保障倍数	5.5	7.6	7.1	5.1	4.5	5.5
资产负债率	54.43%	46.34%	63.58%	60.23%	65.77%	59.74%

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	1	1	6	7	24
买入	0	0	5	5	52
持有	0	0	0	0	7
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.38	1.40	1.70

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 2008-12-15	买入	11.68	N/A
2 2009-04-10	买入	13.03	14.45 ~ 17.19
3 2009-04-24	买入	12.36	N/A
4 2009-04-27	买入	11.23	13.71 ~ 15.27
5 2009-07-20	买入	13.53	16.59 ~ 19.58
6 2009-08-14	买入	14.20	16.59 ~ 19.58
7 2009-10-20	买入	15.36	N/A
8 2009-10-23	买入	15.71	23.13 ~ 25.18

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。