

2009-01-22

农产品

敦煌种业 600354.SH

维持

买入

当前价格	10.99 元
目标价格	15.00 元
目标期限	12 个月

分析师:

蒋小东

021-22169122

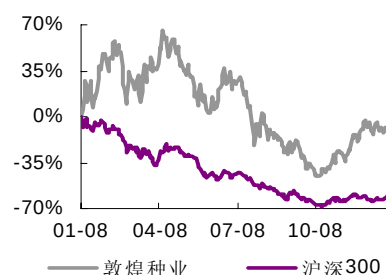
jiangxd@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	186
总市值(百万元)	2,044
流通比例(%)	86.84%
12 个月最高/最低(元)	20.21/6.09
近 3 月日均成交量(百万股)	10.57

酒泉地区现代农业(控股集团)有限责任公司

股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	0.68	40.50	65.14
绝对收益	-0.80	47.09	2.48

相关报告:

敦煌种业: 新赛季先锋种子售价将同比上升 20% 2008-12-22

敦煌种业: 敦煌先锋连续扩产即将于三季度展开 2008-08-25

敦煌种业: 敦煌先锋的快速增长刚刚开始 2008-03-26

08 年预盈幅度高于预期

◇ 事件: 公司公告 2008 年业绩同比扭亏为盈

◆08 年业绩预盈幅度高于我们先前预期:

敦煌种业公布 2008 年业绩盈利幅度在 1000 万元左右, 折合 EPS 约为 0.05 元, 这一预盈幅度高于我们上一篇报告净利润 500 万元的预期。我们所强调的并非 08 年盈利相差 500 万的差异, 而是先锋种子增长和自有种子改善在公司所产生的变化。尤其是自有种子业务的改善, 如我们在 12 月份的调研简报中所述, 08/09 年度将实现盈利。

◆08 年四季度实现盈利 5200 万, 其中先锋种子 1000-1500 万:

单纯比较 07、08 年的四季度业绩, 07 年盈利 4500 万元, 08 年盈利 5200 万元, 这其中的主要差异在于 08 年四季度多出来的 2000-3000 吨的先锋种子盈利, 这部分盈利增加净利润约 1000-1500 万元, 而作为亏损大头的棉花、棉籽油, 08 年四季度所面临的形势都明显弱于 07 年。

◆展望 09 年, 种子、棉花、棉籽油都将比 08 年有所改善:

从收入构成来看, 大头是种子、棉花、棉籽油三大块。先锋种子仍将贡献公司的主要增长, 自有种子将比改善程度明显好于 07、08 年, 棉花、棉籽油虽然不会象 07 年那样一路高价, 但随着前期高价库存的消化, 很难再出现 08 年这样的大幅亏损。公司主要业务的盈利形势要明显好于 08 年, 因此, 我们所预期的 09 年先锋之外的业务亏损在 1000-2000 万之间。

◆先锋盈利增长十分确定, 一季度将至少面临阶段性投资机会:

我们在 08 年初推荐敦煌种业时, 预测的公司 08 年盈利超过 0.4 元, 尽管一年后公司实际业绩远低于我们的预期, 但作为公司投资逻辑主线的敦煌先锋, 其盈利增长和我们的预期完全吻合, 08 年达到 4000 万, 折合 EPS 为 0.23 元。

敦煌先锋 09 年的增长仍旧确定, 虽然公司其他业务存在盈利波动的可能, 但形势普遍好于 08 年。

目前看, 敦煌种业仍难称为理想的长期投资标的, 尤其是随着一季度种子销售旺季的来临和业绩的释放, 至少将存在阶段性投资机会, 我们维持对公司的“买入”评级和 15 元的目标价。

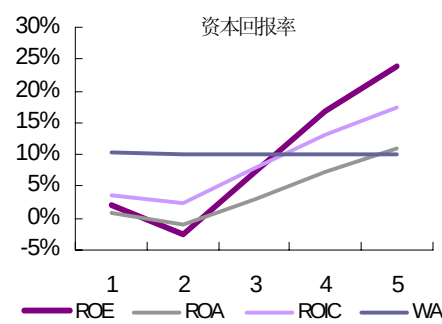
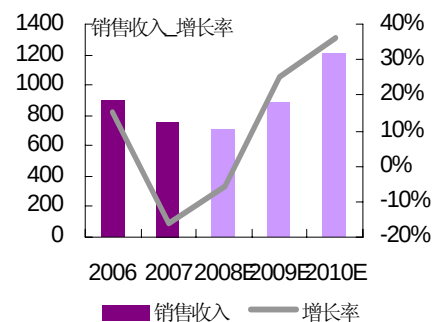
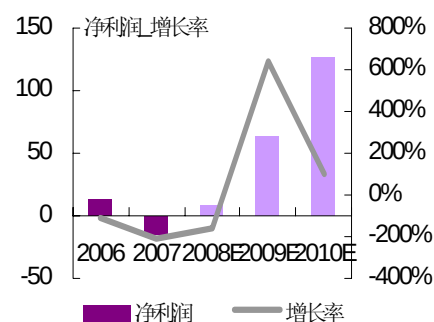
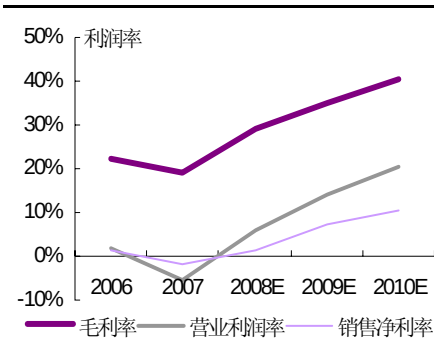
业绩预测和估值指标

指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入(百万元)	895	753	708	885	1,204
营业收入增长率	15.48%	-15.90%	-5.87%	24.89%	36.04%
净利润(百万元)	13	-15	9	64	127
净利润增长率	-110.86%	-211.18%	-159.43%	637.69%	99.53%
EPS(元)	0.07	-0.08	0.05	0.34	0.69
ROE	2.14%	-2.61%	7.37%	16.65%	23.75%
P/E	156	-140	236	32	16
P/B	3	3	3	2	2
EV/EBITDA	62	85	20	12	8

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系, 并且继续寻求发展这些关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突, 不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	895	753	708	885	1,204
营业成本	694	611	502	574	718
EBITDA	43	33	139	227	357
折旧和摊销	33	41	50	61	72
销售费用	79	57	54	65	92
管理费用	64	62	57	68	96
财务费用	29	50	55	51	52
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	-2	2	0	0	0
营业利润	16	-41	40	126	245
利润总额	13	-15	50	136	255
少数股东损益	0	-2	42	72	128
归属母公司净利润	13.11	-14.57	8.66	63.87	127.45

资产负债表 (百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
总资产	1,697	1,799	1,743	1,898	2,349
流动资产	1,143	1,212	1,040	1,035	1,286
货币资金	187	149	142	177	241
交易型金融资产	1	1	1	1	1
应收账款	215	255	213	239	301
应收票据	1	0	1	1	2
其他应收款	86	82	81	84	89
存货	543	611	502	430	538
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	83	52	52	52	52
固定资产	257	326	427	564	738
无形资产	192	189	179	170	160
总负债	1,070	1,167	1,061	1,080	1,275
无息负债	286	230	199	230	291
有息负债	784	937	862	850	984
股东权益	627	632	682	819	1,074
股本	186	186	186	186	186
公积金	401	408	428	467	517
未分配利润	-12	-25	-24	19	109
少数股东权益	51	71	112	185	312

现金流量表 (百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
经营活动现金流	144	-130	272	298	231
净利润	13	-15	9	64	127
折旧摊销	33	41	50	61	72
净营运资金增加	-188	-43	-66	-23	32
其他	286	-112	280	196	0
投资活动产生现金流	-226	-50	-150	-200	-250
净资本支出	247	150	200	250	250
长期投资变化	83	0	0	0	0
其他资产变化	-556	-200	-350	-450	-500
融资活动现金流	-	-	-	-	-
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	240	153	-75	-13	135
其它长期负债变化	763	-56	-31	31	61
净现金流	126	0	-7	35	64

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
成长性 (%YoY)					
收入增长率	15.48%	-15.90%	-5.87%	24.89%	36.04%
净利润增长率	-110.86%	-211.18%	-159.43%	637.69%	99.53%
EBITDA 增长率	-146.95%	-21.92%	316.66%	64.08%	57.15%
EBIT 增长率	-146.56%	-21.92%	216.58%	77.38%	64.45%
EPS 增长率	-110.86%	-211.18%	-159.43%	637.69%	99.53%
估值指标					
PE	156	-140	236	32	16
PB	3	3	3	2	2
EV/EBITDA	62	85	20	12	8
EV/EBIT	62	85	26	15	9
EV/NAPLAT	63	83	26	15	9
EV/Sales	3	4	4	3	2
EV/IC	2	2	2	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	22.42%	18.87%	29.13%	35.16%	40.37%
EBITDA 率	4.76%	4.42%	19.57%	25.71%	29.70%
EBIT 率	4.76%	4.42%	14.87%	21.12%	25.53%
税前净利润率	1.50%	-2.19%	7.10%	15.41%	21.19%
税后净利润率	1.46%	-1.94%	1.22%	7.22%	10.59%
ROA	0.79%	-0.92%	2.88%	7.18%	10.86%
ROE	2.14%	-2.61%	7.37%	16.65%	23.75%
ROIC	3.68%	2.48%	7.80%	12.99%	17.42%
偿债能力					
净负债 / 权益	0.95	1.25	1.06	0.82	0.69
资产负债率	63.05%	64.86%	60.86%	56.88%	54.29%
流动比率	1.10	1.05	0.99	0.97	1.02
速动比率	0.58	0.52	0.51	0.57	0.59
每股指标					
EPS	0.07	-0.08	0.05	0.34	0.69
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	-	-0.70	1.47	1.60	1.24
每股净资产	3.37	3.40	3.67	4.40	5.77
每股销售收入	4.81	4.05	3.81	4.76	6.47
每股 EBITDA	0.23	0.18	0.75	1.22	1.92

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

证券从业 7 年，2006 年起从事农林牧渔行业研究

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

敦煌种业（600354）

分析师：蒋小东



资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志	010-68561122-1717	13810794466	lidz@ebscn.com
	王汗青	010-68561122-1777	13501136670	wanghq@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68561122-1779	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561122-1732	13718402651	wujiang@ebscn.com
上海				
	李松	021-22169999-9086	15821882803	lisong@ebscn.com
	戴茂戎	021-22169999-9086	13585757755	daimr@ebscn.com
	王莉本	021-22169999-9083	13641659577	wanglb@ebscn.com
	杨日昕	021-22169999-9082	13817003122	yangrx@ebscn.com
深圳				
	陈扬	021-22169999-9080	13916187675	chenyang@ebscn.com
	高峥	021-22169999-9085	13585940280	gaozheng@ebscn.com
	凌洁	021-22169999-9087	15921780908	lingjie@ebscn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152393	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。