

主业增长仍需努力

事件：公司公布年报，2008 年公司实现营业收入 10.81 亿元，同比增加 51.9%，实现营业利润 8950 万元，净利润 8713 万元，同比分别增长 57.6% 和 82.7%。其中，归属于母公司股东净利润 6489 万元，同比增长 31.5%，折合每股收益 0.26 元。扣除非经常性损益后的净利润为-1438 万元，上年为正。拟分配方案为每 10 股送 1 股，派现金红利 0.70 元。

研究结论

- **业绩符合预期：**公司营业收入大幅增加的主要动力依然来自亚华并表所带来的水稻、棉花种子业务增长以及米业销售收入的大幅提升。而营业利润与净利润大幅增长的主要原因则是 07 年末融城置业股权的转让。因此，在扣除非经常性损益后，公司主业实为亏损。
- **收入增长有望持续：**分业务来看，除公司 08 年剥离的房地产以外，公司各项业务均实现了收入增长，其中杂交水稻种子、大米、棉花种业务收入同比分别增加 36.9%、290.6%及 60.4%，是带动营业总收入增长 51.9% 的最主要原因。分地区来看，公司进一步加强了此前一直占据优势的华中地区销售，同时西南地区收入也实现恢复性增长，同比增幅分别达到 60.4%及 77.3%。我们预计，随着 09 年种子价格的大幅上涨及大米价格的稳中有升，公司收入增长有望持续。
- **费用控制初显成效：**2008 年，公司财务费用率由上年的 1.1%上升至 2.7%，而公司销售、管理费用率则分别由上年的 12.3%、10.5%降至 9.5%、8.8%。这一变化促使公司期间费用率同比下降 2.9 个百分点。此前，管理、销售费用的提升曾是公司主业业绩由盈转亏的主要原因。在目前公司业务呈现多元化，毛利率水平总体稳定的情况下，费用控制将成为公司提升业绩的主要措施。
- **主业增长仍需努力：**2008 年年底，公司再次通过出售资产获得了约 2600 万投资收益，这一措施使公司 09 年业绩压力得到一定缓冲。尽管公司转让融城置业和收购亚华在很大程度上体现了管理层专注主业的意图，而业绩改善已经开始呈现良好势头，但从目前来看，任务还很艰巨。因为非主业增长所带来的利润并不能真正吸引大多数投资者的目光。
- **维持中性评级：**在结束了 08 年亚华并表所带来的低基数增长之后，我们预计公司收入增速将有所放缓。在不考虑 2010 年后股本摊薄的假设之下，我们预计公司 09、10、11 年每股收益分别为 0.33、0.35 和 0.37 元，当前股价对应市盈率分别为 61.3、57.9 和 55.3 倍。与种子行业（09 年 PE59.38X，10 年 39.64X）及农业、农产品加工行业板块估值水平（09 年 PE29.16X，10 年 23.50X）相比，当前股价仍显偏高。综合考虑公司业绩增长及估值水平，我们维持对公司中性的投资评级。

东方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。



东方证券
ORIENT SECURITIES

郑文琦

农业、食品行业分析师
8621-63325888×6081
zwq@orientsec.com.cn

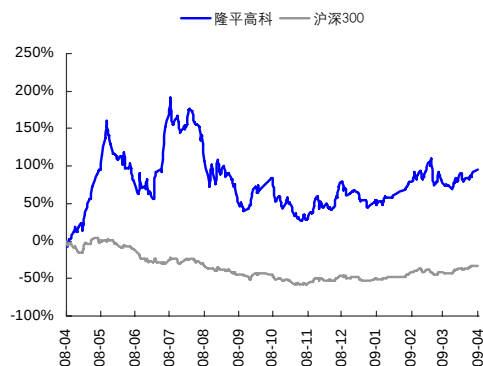
任美江

农业、食品饮料行业首席分析师
8621-63325888×6075
renmj@orientsec.com.cn

投资评级 买入 增持 **中性** 减持 (维持)

股价 (2009 年 4 月 7 日) 20.36 元
目标价格 (6 个月) 15 元
总股本/A 股 (万股) 25,200/25,200
A 股市值 (百万元) 5,131
国家/地区 中国
行业 农业
报告日期 2009 年 4 月 8 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	12.3	30.8	90.4
相对表现 (%)	-4.7	-5.7	122.3

资料来源：WIND

财务预测

	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入 (百万)	1081	1231	1303	1350
主营业务利润 (百万)	90	94	101	107
净利润 (百万)	87	87	93	98
EBITDA (百万)	158	137	155	170
每股收益 (元)	0.26	0.21	0.23	0.24
净资产收益率 (%)	6.95%	5.94%	6.06%	6.10%
每股经营现金流 (元)	0.05	-0.02	0.13	0.48
市盈率(X)	79	97	90	86
EV/EBITDA(X)	33	38	34	31

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1420	1632	1726	1769	营业收入	1081	1231	1303	1350
现金	332	369	391	405	营业成本	841	949	999	1031
应收账款	117	132	161	156	营业税金及附加	1	2	2	2
其它应收款	101	127	130	136	营业费用	102	116	121	124
预付账款	277	370	377	385	管理费用	95	108	114	118
存货	576	614	647	667	财务费用	29	9	12	15
其他	18	21	21	21	资产减值损失	13	5	6	7
非流动资产	505	658	812	966	公允价值变动收益	-5	5	8	9
长期投资	103	105	114	123	投资净收益	95	80	80	80
固定资产	212	327	446	555	营业利润	90	128	136	142
无形资产	128	135	138	141	营业外收入	14	6	6	6
其他	62	90	114	146	营业外支出	7	5	5	5
资产总计	1925	2290	2538	2735	利润总额	97	129	137	143
流动负债	782	1037	1175	1257	所得税	9	11	12	12
短期借款	457	603	751	812	净利润	87	118	125	131
应付账款	113	157	155	163	少数股东损益	22	26	27	29
其他	213	278	269	282	归属母公司净利润	65	92	98	102
非流动负债	26	26	26	26	EBITDA	158	170	188	204
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.26	0.33	0.35	0.37
其他	26	26	26	26	主要财务比率				
负债合计	808	1064	1201	1283	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	184	209	237	265	成长能力				
股本	252	277	277	277	营业收入	51.9%	13.8%	5.8%	3.6%
资本公积	528	531	531	531	营业利润	57.6%	42.5%	6.7%	4.4%
留存收益	154	204	279	356	归属于母公司净利润	31.5%	41.8%	6.0%	4.6%
归属母公司股东权益	934	1017	1100	1186	获利能力				
负债和股东权益	1925	2290	2538	2735	毛利率	22.2%	22.9%	23.3%	23.6%
现金流量表					净利率	6.0%	7.5%	7.5%	7.6%
单位: 百万元					ROE	7.0%	9.1%	8.9%	8.6%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROA	3.4%	4.0%	3.8%	3.7%
经营活动现金流	13	18	23	112	偿债能力				
净利润	87	118	125	131	资产负债率	42.0%	46.5%	47.3%	46.9%
折旧摊销	40	33	40	47	净负债比率	56.48%	56.66%	62.54%	63.30%
财务费用	29	9	12	15	流动比率	1.82	1.57	1.47	1.41
投资损失	-95	-80	-80	-80	速动比率	1.07	0.97	0.91	0.87
营运资金变动	-36	-72	-87	-10	营运能力				
其它	-12	10	13	10	总资产周转率	0.56	0.58	0.54	0.51
投资活动现金流	-45	-103	-117	-120	应收账款周转率	9	9	8	8
资本支出	56	150	165	167	应付账款周转率	7.12	7.04	6.42	6.49
长期投资	52	1	10	10	每股指标 (元)				
其他	64	47	58	57	每股收益 (最新摊薄)	0.26	0.37	0.39	0.40
筹资活动现金流	-53	123	115	22	每股经营现金流 (最新摊薄)	0.05	0.07	0.09	0.44
短期借款	48	146	149	61	每股净资产 (最新摊薄)	3.70	4.04	4.37	4.71
长期借款	-50	0	0	0	估值比率				
普通股增加	95	25	0	0	P/E	79.07	61.32	57.87	55.32
资本公积增加	-81	3	0	0	P/B	5.50	5.55	5.13	4.76
其他	-63	-51	-34	-39	EV/EBITDA	33	31	28	26
现金净增加额	-84	37	21	14					

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

郑文琦 农业、食品行业分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

任美江 农业、食品饮料行业首席分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn