

业绩有望大幅超预期

研究结论

- 我们预计公司业绩最大的贡献者敦煌先锋种业业绩有望出现爆发式增长,同时母公司和其他子公司业务今年有望大幅减亏,从而减少对公司业绩的拖累。因此,公司全年的业绩有望出现大幅度的增长。
- 敦煌先锋公司今年落实制种地情况良好,预计玉米制种面积实际数量超过8万亩。宁夏新建加工能力今年投产后,敦煌先锋公司加工产能有望扩大至3万吨以上。因此增加的制种面积与加工产能将相匹配,使今年敦煌先锋先玉335销量有望大幅增加,预计为母公司贡献净利润达约2亿元。
- 种子代繁业务方面,我们认为公司将不会盲目维持产能,而精选每公斤代繁利润为一定金额以上的项目。同时在自有知识产权品种方面,扩大利润相对较高的自有知识产权品种在种子业务中的比重。今年代繁业务和自有品种制种面积大体相当,预计未来公司计划进一步扩大自有品种比例至80%以上,将进一步提升母公司种子业务盈利能力。
- 棉花业务今年形势较好。公司大幅缩减籽棉加工业务,把籽棉加工集中在瓜州、金塔两个万吨优质棉公司进行,其他各加工企业不再自营棉花收购加工业务。且籽棉收购早于产品销售时期,而皮棉和棉籽价格呈现逐渐走高的趋势,估计今年棉花加工业务不会出现大幅亏损。预计今年棉花业务毛利润贡献3000-4000万元。
- 食品加工业务今年形势喜人,有望进一步增加对公司利润的贡献。其中棉蛋白加工业务产能随着收购玛纳斯油脂项目迅速扩大;番茄酱业务业绩预计稳步增长;脱水洋葱粉产品供不应求,产销率100%。
- 基于以上基本面判断,我们将2010年每股收益从0.70元上调为0.83元,基本维持2011年的盈利预测。基于40倍P/E水平,我们将敦煌种业的目标价上调为33.2元,维持买入评级。



东方证券
ORIENT SECURITIES

施剑刚

食品饮料/农业行业资深分析师

执业证书编号: S0860210020003

周学帆

联系人

8621-50366888x6077

zhouxuefan@orientsec.com.cn

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 **(维持)**

股价(10年7月29日) 22.69元

目标价格 33.2元

总股本/A股(万股) 18597/18597

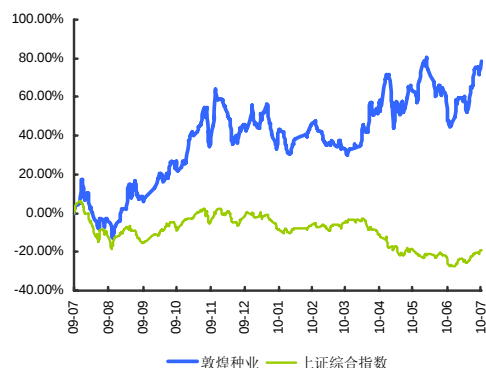
A股市值(百万元) 4220

国家/地区 中国

行业 农业

报告日期 2010年7月29日

股价表现



评价周期	1个月	3个月	12个月
绝对表现(%)	7.3	12.1	51.0
相对表现(%)	-5.0	18.2	69.0

资料来源: WIND

财务预测

	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入(百万)	1110	1513	2113	2642
利润总额(百万)	68	139	356	491
净利润(百万)	66	141	345	476
EPS(元)	0.07	0.16	0.83	1.53
净资产收益率(%)	9.8	18.0	37	41
市盈率(倍)	135	112	23	12
EV/EBITDA(倍)	16.9	16.8	9.2	7.2

资料来源: 公司数据, 东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突, 不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

附表：财务报表预测与比率分析

损益表 (万元)					资产负债表 (万元)				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	151270	211321	264198	279247	流动资产	177289	179043	213640	246097
营业成本	(106493)	(135647)	(168050)	(173065)	货币资金	65846	66408	72846	94420
营业利润	44777	75674	96148	106182	交易性金融资产	107	100	100	100
营业税金及附加	(54)	(75)	(94)	(100)	应收预付款项	55618	58697	73384	80434
销售费用	(13557)	(18938)	(23677)	(25026)	存货	55714	53831	67301	71135
管理费用	(13557)	(18938)	(23677)	(25026)	其他流动资产	5	6	8	8
息税前利润	21826	43613	56064	63815	非流动资产	75177	80306	88955	93140
净利息收入	(5042)	(5021)	(4966)	(4925)	固定资产及在建工程	50068	55197	59846	64031
其他损益	(2933)	(3000)	(2000)	(2000)	无形资产及商誉	19643	19643	21643	21643
税前利润	13852	35591	49098	56890	其他	5466	5466	7466	7466
所得税	277	(1068)	(1473)	(1707)	资产合计	252465	259349	302595	339237
净利润	14129	34524	47625	55183	流动负债	165820	177215	190126	191384
少数股东损益	(11127)	(19110)	(19110)	(19110)	短期借款	121820	120000	120000	120000
归属上市公司股东	3002	15414	28515	36073	应付款项	47354	61485	75417	76833
					应交税金	(3732)	(4754)	(5890)	(6066)
					其他流动负债	380	484	599	617
					非流动负债	1176	1150	1150	1150
现金流量表 (万元)	2009	2010E	2011E	2012E	长期借款	132	150	150	150
资本支出	(16084)	(9000)	(9000)	(9000)	其他非流动负债	1044	1000	1000	1000
投资收益	(517)	0	0	0	负债合计	166996	178365	191276	192534
其他	1660	0	0	0	少数股东权益	24964	24964	24964	24964
投资活动现金流量	(14941)	(9000)	(9000)	(9000)	归属于母公司所有者权				
贷款变动	2104	(1802)	0	0	益	60504	75918	104434	140507
少数股东权益变动	11223	0	0	0	所有者权益合计	85469	100882	129398	165471
募集资金	0	0	0	0	权益与负债合计	252465	279247	320674	358005
其他	(31080)	(28463)	(32826)	(38977)					
筹资活动现金流量	(17754)	(30265)	(32826)	(38977)	主要财务比率	2009	2010E	2011E	2012E
EBIT	21826	43613	56064	63815	市盈率 (倍)	112	23	12	10
折旧	3422	3887	4351	4815	市净率 (倍)	2	2	1	1
摊销	700	700	700	700	净资产收益率 (%)	18	37	41	37
营运资金变动	20744	12022	(15247)	(9625)	总资产收益率 (%)	6	13	16	16
其他	(3201)	(27860)	(27809)	(27850)	毛利率 (%)	30	36	36	38
经营活动现金流量	43491	32361	18059	31855	资产负债率 (%)	66	64	60	54

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 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。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

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。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。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。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、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：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn