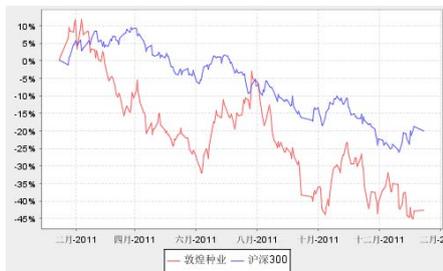


敦煌种业 (600354. SH)
母公司业务毁损公司价值

评级: 增持 **前次: 增持**
目标价 (元): 18.60
 分析师: 谢刚 分析师: 张俊宇
 S0740510120005 S0740511120002
 021-20315178 021-20315191
 xiegang@r.qlzq.com.cn zhangjy@r.qlzq.com.cn
 2012年1月31日

基本状况

总股本(百万股)	203.55
流通股本(百万股)	185.97
市价(元)	18.42
市值(百万元)	3749.32
流通市值(百万元)	3425.50

股价与行业-市场走势对比

业绩预测

指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入 (百万元)	1,512.70	1,589.36	1,944.99	2,316.67	2,642.33
营业收入增速	36.28%	5.07%	22.38%	19.11%	14.06%
净利润增长率	118.45%	168.74%	-59.04%	283.17%	31.12%
摊薄每股收益 (元)	0.16	0.43	0.16	0.62	0.82
前次预测每股收益 (元)	0.16	0.43	0.53	0.83	1.11
市场预测每股收益 (元)	—	—	—	—	—
偏差率 (本次-市场/市场)	—	—	—	—	—
市盈率 (倍)	112.42	83.66	113.99	29.75	22.69
PEG	0.95	0.50	—	0.11	0.73
每股净资产 (元)	3.25	3.69	5.55	6.18	6.99
每股现金流量	2.34	1.22	0.97	1.79	2.09
净资产收益率	4.96%	11.76%	2.92%	10.08%	11.67%
市净率	5.58	9.84	3.33	3.00	2.65
总股本 (百万股)	185.97	185.97	203.55	203.55	203.55

备注: 市场预测取 聚源一致预期

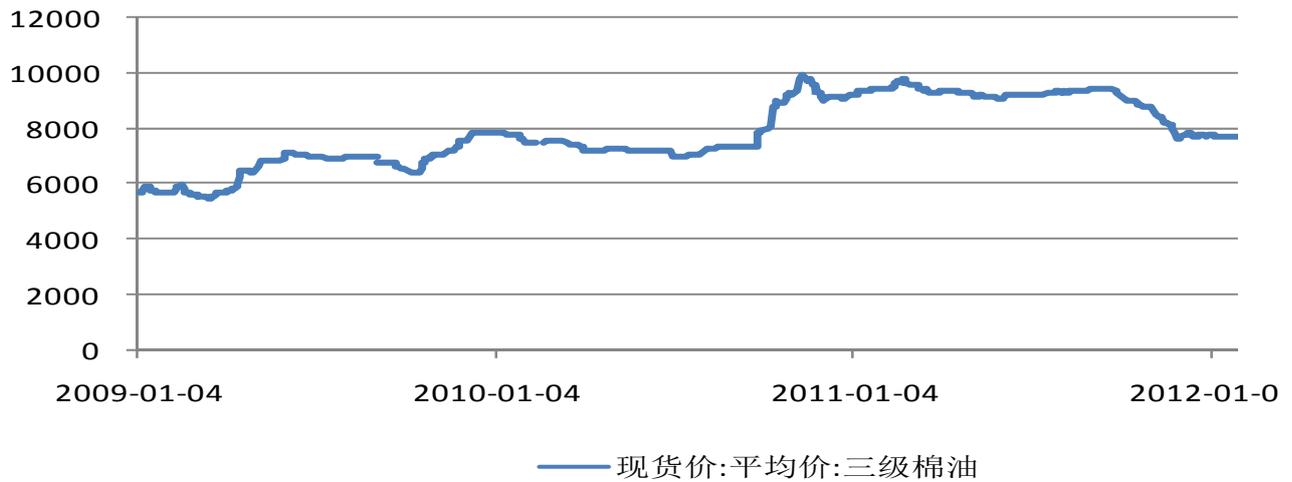
投资要点

- 事件:** 公司发布业绩预减公告, 2011 年全年业绩预减 50%以上。
- 母公司棉油业务和棉花加工业务持续低迷, 业务大幅亏损导致公司业绩下滑。** 根据农业部公布价格数据, 2011 年棉油价格一路走低, 平均下跌了 25%。公司在 2010 年油价高位收购的棉籽原材料价格高企已导致 2011 年前三季度棉油业务出现大面积亏损, 2011 年 Q4 棉油价格进一步走低, 即使 2011 年新收购的棉籽原材料有所下降, 但棉油价格依然难以覆盖成本, 此外, 2011 年以来棉花价格从 30000 万元/吨跌至 19000 元/吨, 亦造成公司棉花加工业务的亏损。
- 敦煌先锋是公司经营的唯一亮点。** 敦煌先锋 2011 年制种量加上上年余种合计 4.5 万吨, 根据我们从经销商处调研到的数据, 公司 2011 年 Q4 已累计销售 3 万吨, 按 12 元/公斤单位净利润测算, 将为敦煌种业贡献 1.83 亿元净利润, 折合 EPS0.90 元, 但我们预计 2011 年公司主业亏损达到创纪录的 1.76 亿元, 因此我们将公司 2011 年 EPS 下调至 0.16 元。
- 2012 年 Q1 业绩或有惊喜。** 按敦煌先锋目前的销售进度, 我们预计 2012 年 Q1 种子销量有望达到 1 万吨, 将为敦煌种业贡献 EPS0.30 元。但由于年报详细数据尚未披露, 我们不确定公司棉油和棉花加工业务在年报中计提减值准备所覆盖的程度, 假如目前加工量已全部根据当前市场价格计提减值准备, 在棉油价格维持当前水平的情况下, 我们预计公司 2012Q1EPS 将达到 0.15 元, 同比增长 50%左右。
- 尽管我们之前的盈利预测表现出了谨慎, 但敦煌母公司主业亏损幅度仍大幅超出预期, 在此向投资者致歉, 同时上调 2011-13 年公司母公司亏损额至 1.76/1.21/1.12 亿元, 公司 2011-13 年最终 EPS 分别为 0.16/0.62/0.82 元, 按 30 × 12PE 对应 18.6 元目标价, 暂维持前期评级, 提示 2 月增发限售股解禁风险。**

图表 1: 敦煌先锋经营业务预测表

敦煌先锋	2007/2008	2008/2009	2009/2010	2010/2011	2011/2012	2012/2013	2013/2014
制种面积(万亩)	1.17	2.4	4.45	7.6	11	12.5	14.5
制种量(万公斤)	540	840	1663	2599.2	4323	4687.5	5437.5
财政年度	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售量(万公斤)		753.05	1531.71	2565.06	3667.29	4414.09	5022.19
销售单价(元/公斤)		23.58	29.80	26.90	28.25	29.09	29.97
销售收入(百万元)		177.57	456.45	690.00	1035.83	1284.16	1504.90
单位成本(元/公斤)		6.60	9.54	7.80	9.80	10.98	11.85
销售成本(百万元)		49.72	146.06	200.10	359.39	484.49	595.33
毛利率		72.0%	68.0%	71.0%	65.3%	62.3%	60.4%
净利润(百万元)		94.09	218	319.83	410.61	486.22	545.68
归属于母公司净利润(百万元)		47.99	111.18	163.11	209.41	247.97	278.30
折合EPS(元)		0.24	0.55	0.80	1.03	1.22	1.37

来源: 齐鲁证券研究所

图表 2: 全国三级棉油价格走势(元/吨)


来源: wind、齐鲁证券研究所

图表 3: 敦煌种业主营业务销售预测表

单位: 人民币百万元

项 目	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
敦煌先锋							
平均售价 (元/公斤)	0.00	23.58	29.80	26.90	28.25	29.09	29.97
增长率 (YOY)	—	—	26.38%	-9.73%	5.00%	3.00%	3.00%
销售数量 (万公斤)	0.00	753.05	1,531.71	2,565.06	3,667.29	4,414.09	5,022.19
增长率 (YOY)	—	—	103.40%	67.46%	42.97%	20.36%	13.78%
销售收入(百万元)	0.00	177.57	456.45	690.00	1,035.83	1,284.16	1,504.90
增长率 (YOY)	—	—	157.05%	51.17%	50.12%	23.97%	17.19%
毛利率	0.00%	72.00%	68.00%	71.00%	65.30%	62.27%	60.44%
销售成本(百万元)	0.00	49.72	146.06	200.10	359.39	484.49	595.33
增长率 (YOY)	—	—	193.78%	36.99%	79.61%	34.81%	22.88%
毛利(百万元)	0.00	127.85	310.39	489.90	676.43	799.67	909.57
增长率 (YOY)	—	—	142.77%	57.84%	38.08%	18.22%	13.74%
占总销售额比重	0.00%	16.00%	30.17%	43.41%	53.26%	55.43%	56.95%
占主营业务利润比重	0.00%	44.50%	69.32%	76.34%	93.66%	88.52%	88.01%
其他种子							
销售收入(百万元)	372.00	441.17	504.21	366.34	376.34	426.34	476.34
增长率 (YOY)	—	18.59%	14.29%	-27.34%	2.73%	13.29%	11.73%
毛利率	20.07%	20.39%	14.54%	16.64%	16.14%	15.89%	15.64%
销售成本(百万元)	297.33	351.23	430.88	305.39	315.61	358.61	401.85
增长率 (YOY)	—	18.13%	22.68%	-29.12%	3.35%	13.62%	12.06%
毛利(百万元)	74.67	89.94	73.33	60.95	60.73	67.73	74.49
增长率 (YOY)	—	20.45%	-18.46%	-16.89%	-0.36%	11.53%	9.97%
占总销售额比重	49.43%	39.75%	33.33%	23.05%	19.35%	18.40%	18.03%
占主营业务利润比重	52.58%	31.30%	16.38%	9.50%	8.41%	7.50%	7.21%
种子业务合计							
销售收入(百万元)	372.00	618.74	960.66	1,056.34	1,412.17	1,710.50	1,981.24
增长率 (YOY)	—	66.33%	55.26%	9.96%	33.68%	21.13%	15.83%
毛利率	20.07%	35.20%	39.94%	52.15%	52.20%	50.71%	49.67%
销售成本(百万元)	297.33	400.95	576.94	505.49	675.00	843.10	997.19
增长率 (YOY)	—	34.85%	43.89%	-12.38%	33.53%	24.90%	18.28%
毛利(百万元)	74.67	217.79	383.72	550.85	737.16	867.41	984.06
增长率 (YOY)	—	191.67%	76.19%	43.56%	33.82%	17.67%	13.45%
占总销售额比重	49.43%	55.74%	63.51%	66.46%	72.61%	73.83%	74.98%
占主营业务利润比重	52.58%	75.80%	85.70%	85.83%	102.07%	96.02%	95.21%
棉花加工业务							
销售收入(百万元)	499.84	391.41	308.90	357.09	342.00	360.75	380.00
增长率 (YOY)	—	-21.69%	-21.08%	15.60%	-4.23%	5.48%	5.34%
毛利率	9.01%	7.96%	6.89%	12.92%	-10.53%	2.56%	5.00%
销售成本(百万元)	454.82	360.27	287.63	310.95	378.00	351.50	361.00
增长率 (YOY)	—	-20.79%	-20.16%	8.11%	21.56%	-7.01%	2.70%
毛利(百万元)	45.02	31.14	21.27	46.14	-36.00	9.25	19.00
增长率 (YOY)	—	-30.83%	-31.70%	116.93%	-178.02%	-125.69%	105.41%
占总销售额比重	66.42%	35.26%	20.42%	22.47%	17.58%	15.57%	14.38%
占主营业务利润比重	31.70%	10.84%	4.75%	7.19%	-4.98%	1.02%	1.84%
食品加工业务							
销售收入(百万元)	130.03	175.84	238.26	163.93	180.32	234.42	269.58
增长率 (YOY)	—	35.23%	35.50%	-31.20%	10.00%	30.00%	15.00%
毛利率	17.18%	21.51%	17.22%	24.92%	10.00%	10.00%	10.00%
销售成本(百万元)	107.69	138.01	197.23	123.08	162.29	210.98	242.62
增长率 (YOY)	—	28.15%	42.91%	-37.60%	31.86%	30.00%	15.00%
毛利(百万元)	22.34	37.83	41.03	40.85	18.03	23.44	26.96
增长率 (YOY)	—	69.34%	8.46%	-0.44%	-55.86%	30.00%	15.00%
占总销售额比重	17.28%	15.84%	15.75%	10.31%	9.27%	10.12%	10.20%
占主营业务利润比重	15.73%	13.17%	9.16%	6.37%	2.50%	2.59%	2.61%
销售收入小计	752.56	1109.98	1512.70	1589.36	1944.99	2316.67	2642.33
销售成本小计	610.56	822.66	1064.93	947.60	1222.79	1413.27	1608.81
毛利小计	142.00	287.32	447.77	641.76	722.20	903.40	1033.52
平均毛利率	18.87%	25.89%	29.60%	40.38%	37.13%	39.00%	39.11%

来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

图表 4: 敦煌种业三张报表

损益表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入	1,110	1,513	1,589	1,945	2,317	2,642
增长率	47.49%	36.3%	5.1%	22.4%	19.1%	14.1%
营业成本	-823	-1,065	-948	-1,223	-1,413	-1,609
% 销售收入	74.1%	70.4%	59.6%	62.9%	61.0%	60.9%
毛利	287	448	642	722	903	1,034
% 销售收入	25.9%	29.6%	40.4%	37.1%	39.0%	39.1%
营业税金及附加	0	-1	-1	-1	-1	-2
% 销售收入	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
营业费用	-85	-136	-169	-198	-236	-270
% 销售收入	7.7%	9.0%	10.7%	10.2%	10.2%	10.2%
管理费用	-66	-93	-119	-136	-169	-190
% 销售收入	6.0%	6.2%	7.5%	7.0%	7.3%	7.2%
息税前利润 (EBIT)	136	218	352	386	497	572
% 销售收入	12.2%	14.4%	22.2%	19.9%	21.4%	21.7%
财务费用	-62	-50	-54	-44	-52	-56
% 销售收入	5.6%	3.3%	3.4%	2.2%	2.3%	2.1%
资产减值损失	-23	-22	-31	-30	-10	-10
公允价值变动收益	-4	4	0	0	0	0
投资收益	5	-5	12	-20	0	5
% 税前利润	7.8%	—	4.1%	—	0.0%	1.0%
营业利润	53	144	278	293	434	511
营业利润率	4.8%	9.5%	17.5%	15.1%	18.7%	19.4%
营业外收支	15	-6	5	5	5	5
税前利润	68	139	283	298	439	516
利润率	6.1%	9.2%	17.8%	15.3%	19.0%	19.5%
所得税	-2	3	-46	-59	-69	-78
所得税率	3.2%	-2.0%	16.3%	19.7%	15.8%	15.1%
净利润	66	141	237	239	370	438
少数股东损益	52	111	156	206	243	272
归属于母公司的净利润	14	30	81	33	127	166
净利率	1.2%	2.0%	5.1%	1.7%	5.5%	6.3%

资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	405	658	1,056	1,147	851	887
应收账款	374	354	359	448	531	606
存货	593	557	769	868	1,003	1,140
其他流动资产	219	203	212	273	314	358
流动资产	1,591	1,773	2,395	2,736	2,700	2,991
% 总资产	71.5%	70.2%	71.6%	72.8%	70.0%	71.3%
长期投资	53	50	76	76	76	76
固定资产	417	501	663	735	874	924
% 总资产	18.7%	19.8%	19.8%	19.6%	22.7%	22.0%
无形资产	164	197	201	200	196	198
非流动资产	635	752	948	1,020	1,155	1,207
% 总资产	28.5%	29.8%	28.4%	27.2%	30.0%	28.7%
资产总计	2,226	2,525	3,343	3,755	3,854	4,198
短期借款	1,196	1,222	1,695	1,415	1,025	836
应付账款	317	450	510	586	687	773
其他流动负债	-16	-14	33	-10	-2	-3
流动负债	1,497	1,658	2,238	1,991	1,710	1,605
长期贷款	6	1	0	0	0	0
其他长期负债	11	10	18	18	18	18
负债	1,513	1,670	2,256	2,009	1,729	1,624
普通股股东权益	575	605	686	1,130	1,257	1,423
少数股东权益	137	250	401	607	851	1,123
负债股东权益合计	2,226	2,525	3,343	3,747	3,836	4,170

比率分析						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益 (元)	0.074	0.161	0.434	0.162	0.622	0.816
每股净资产 (元)	3.092	3.254	3.689	5.553	6.175	6.991
每股经营现金净流 (元)	0.701	2.339	1.223	0.966	1.795	2.091
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	2.39%	4.96%	11.76%	2.92%	10.08%	11.67%
总资产收益率	0.62%	1.19%	2.41%	0.88%	3.30%	3.98%
投入资本收益率	9.09%	16.27%	17.88%	16.11%	18.97%	20.11%
增长率						
营业总收入增长率	47.49%	36.28%	5.07%	22.38%	19.11%	14.06%
EBIT增长率	505.78%	60.82%	61.35%	9.75%	28.49%	15.22%
净利润增长率	193.78%	118.45%	168.74%	-59.04%	283.17%	31.12%
总资产增长率	23.73%	13.42%	32.43%	12.32%	2.64%	8.91%
资产管理能力						
应收账款周转天数	89.8	68.9	65.2	65.0	65.0	65.0
存货周转天数	267.0	197.1	255.4	255.0	255.0	255.0
应付账款周转天数	60.8	42.7	55.9	55.0	55.0	55.0
固定资产周转天数	112.3	102.2	130.1	126.5	121.3	119.1
偿债能力						
净负债/股东权益	110.33%	65.96%	58.65%	15.31%	8.17%	-2.10%
EBIT利息保障倍数	2.2	4.3	6.5	8.9	9.5	10.3
资产负债率	67.99%	66.15%	67.48%	53.63%	45.06%	38.94%

来源: 齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有: 预期未来 6-12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本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公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本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。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，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“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海

联系人:王莉本

电话: 021-20315181

手机: 18616512309

传真: 021-20315125

邮编: 200120

地址: 上海市花园石桥路 66

号东亚银行金融大厦 18 层

深圳

联系人:李霖

电话:0755-23819303

手机:15816898448

传真:0755-82717806

邮编:518048

地址:深圳市福田区深南大道

4011 号港中旅大厦 6 楼

北京

联系人:张哲

电话: 021-20315112

手机:18621368050

传真: 021-20315125

邮编: 200120

地址: 上海市花园石桥路 66

号东亚银行金融大厦 18 层

济南

联系人:韩丽萍

电话:0531-68889516

手机:15806668226

传真:0531-68889536

邮编:250001

地址:山东济南经七路 86 号

证券大厦 2308