

## 农林牧渔行业

## 敦煌种业 (600354)

## 公司调研报告

评级: 增持 首次

收盘价(元) 27.26

目标价(元) 32.00

## 市场数据

总股本(百万) 203.55

流通 A 股(百万) 185.97

流通 B 股/H 股(百万) -/-



## 相关研究

农林牧渔行业研究小组

联系  
徐伟民  
8621-68761616-8686  
xuwm@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司  
上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼  
<http://www.tebon.com.cn>

## 先玉扩张超预期，冀希政策赐东风

——敦煌种业 (600354) 调研简报

事项: 2011年7月26日到公司调研。

## 点评及投资要点:

- **敦煌先锋先玉系列制种面积再添近4万亩，高于市场之前预期的9.5万亩。** 合资子公司敦煌先锋先玉系列种子是公司业务利润的主要来源，2010年占公司利润来源的95%以上。其中，先玉335具有丰产性好、出籽率高、容重高、株型合理等，尤其是后期籽粒脱水快，部分地区（吉林等省）的粮食部门加价优先收购该品种，使得先玉335从2006年制成以来广受玉米种植户的欢迎，销量成倍增长。今年的制种面积大约为11.5万亩，较去年7.6万亩增近4万亩，增幅近50%，超出市场普遍预期的9.5万亩。今年制种季节温度和雨量适中，单产面积较去年会有所提高，预计先玉系列制种产量有望达到41000万吨，较去年增加57.7%。按照75%的产销比和1%毛利率的下降，我们估计敦煌先锋对敦煌种业的利润贡献为206亿元，EPS贡献为0.95元。
- **公司脱水蔬菜及番茄酱业务预计仍会处于微利状态，油脂业务不确定性大，冀希政策赐东风。** 敦煌种业食品加工业务主要包括脱水蔬菜，番茄酱和油脂三部分。由于脱水蔬菜业务主要是订单式生产，价格三年前即确定好的，由于近年汇率变化，使得脱水蔬菜业务基本上处于微利状态，但随着今年价格的重新谈判和增发项目的逐步投产，2012年本项业务盈利能力会有所突破。随着全球番茄酱去库存的完成，我们预计番茄酱今年下半年价格会有所回升，公司番茄酱业务有可能实现盈利。公司食品加工业务最大的不确定性来自于油脂。尽管公司油脂生产目前已处于半停产状态，公司目前仍有近4万吨油料库存，按照目前市场油品价格，公司每吨油品约有500元亏损，若发改委的油脂限价令延续至年底，公司有可能会因此产生2000万元的亏损，若限价令放开，按照10%的涨幅，公司油脂业务由此可能产生2000万元左右的毛利。目前，发改委的油脂限价令预计维持到8月中旬，如果能够到期解禁，加上公司恢复性生产，油脂有望借此东风实现较大盈利，从而大幅改善本部业务。鉴于油脂企业开工率只有30%左右，我们估计油脂限价10月份中旬前后放开的可能很大。
- **棉价疲软，棉花加工预计只能实现盈亏平衡。** 公司2010年共收购加工皮棉4,598吨，采购经营皮棉9,026吨，实现销售收入3.57亿元，比上年增长0.48亿元，增幅15.6%，棉花产业终于实现扭转亏损的困局。但今年以来，受下游减少影响，国内棉花价格从4月份开始出现较大幅度下跌，预计到国内棉花产季下降趋势难改。尽管公司采取积极措施，利用期货套期保值，我们预计公司今年棉花业务仅实现盈亏平衡的可能性很大，实现突破较为困难。
- **预计2011-2013年EPS 估计为0.77/0.95/1.24元/股，对应动态PE分别为35**

请务必阅读正文后的免责条款部分

倍，29倍，22倍。基于先玉系列种子的快速扩张，以及未来公司本部亏损的逐步改善，给予敦煌种业买入评级，目标价格区间31-33元/股，对应2011年40倍PE和2012年35PE。

□ 风险提示：食用油限价政策风险。

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1109.98	1512.70	1589.36	2250.21	3105.29	4192.14
yoy	47.49%	36.28%	5.07%	41.58%	38.00%	35.00%
净利润	13.91	30.02	80.69	157.15	192.79	252.67
yoy	195.48%	115.83%	168.74%	94.76%	22.68%	31.06%
每股收益	0.068	0.148	0.396	0.772	0.947	1.241
yoy		116%	169%	95%	23%	31%
毛利率	25.88%	29.60%	40.38%	43.72%	39.93%	38.96%

图表 1 敦煌先锋收入拆分预测表

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
加工能力(万公斤)	1300	2800	3500	5600	6300	6300
制种面积(万亩)	2.4	4.45	7.661	11.5	15.5	17
种子产量(万公斤)	840	1663	2600	4100	5527	6062
单位产量(公斤/亩)	350	374	339	357	357	357
销售量(万公斤)	753	1756	2460	3075	3869	4243
产销率	89.64%	105.57%	94.62%	75.00%	70.00%	70.00%
销售价格(元/公斤)	23.6	25.4	26.6	28.5	29	30
单位成本(元/公斤)	6.6	8.6	8.5	10	10.5	11
销售收入	178	446	656	876	1122	1273
销售成本	50	151	208	308	406	467
毛利率	72%	66%	68%	65%	64%	63%
毛利额	128	295	448	569	716	806
销售费用/管理费用	34	81	90	107	150	170
其中,品种权	18	45	66	88	112	127
利润总额	94	214	358	462	566	636
所得税	0	0	45	58	71	80
净利润	94	214	313	404	495	557
净利率	53%	48%	48%	46%	44%	44%
敦煌先锋净利润	48	111	160	206	253	284
总股本(百万股)	186	186	186	216	216	216
EPS 贡献(元/股)	0.26	0.60	0.86	0.95	1.17	1.31

资料来源：德邦证券

## 投资评级

### 一、行业评级

推荐 – Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 – In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 – Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

### 二、股票评级

买入 – Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq$ 20%
增持 – Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 10%-20%
中性 – Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为-10% - +10%
减持 – Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $>$ 10%

## 特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，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“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。