

2011年09月26日

种植业

证券研究报告--公司评级报告

收盘价(元): 23.42

目标价(元): 30.00

敦煌种业(600354)

政策春风 孕育历史之机遇

投资评级: A--持有(首评)

TMT组: 邱俊灏

执业证书编号: S0890511070002

电话: 021-50122125

邮箱: qiujunhao@cnhbstock.com

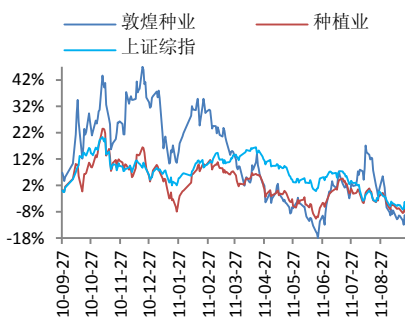
联系人: 毛雪梅

电话: 021-50122432

公司基本数据

| | |
|-------------|---------------|
| 总股本(万股) | 20354.64 |
| 流通A股/B股(万股) | 18596.64/0.00 |
| 资产负债率(%) | 53.73 |
| 每股净资产(元) | 5.25 |
| 市净率(倍) | 4.46 |
| 净资产收益率(加权) | -0.03 |
| 12个月内最高/最低价 | 39.65/21.81 |

股价走势图



相关研究报告

◎投资要点:

- ◆国家政策大力扶植种植业 公司将成为最受益公司之一。
- ◆玉米种子产业提升公司整体盈利能力。
- ◆瑕不掩瑜 公司长期前景看好。
- ◆未来盈利将保持30%以上增长。

◎与众不同之处:

- ◆国家政策将会促使公司未来通过兼并收购迅速发展。
- ◆先锋335春玉米种子销量将会在西北地区快速增长。

◎关键假设:

- ◆未来5年种子复合增长率超过25%。

◎风险提示:

- ◆皮棉价格继续下跌。
- ◆食用油的价格还是受到国家控制。

| | 2009A | 2010A | 2011Q2 | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 主营收入(百万) | 1512.70 | 1589.36 | 210.84 | 2066.16 | 2644.69 | 3305.86 |
| 同比增速(%) | 36.28 | 5.07 | -41.64 | 30.00 | 28.00 | 25.00 |
| 净利润(百万) | 30.02 | 80.69 | -48.81 | 133.56 | 194.52 | 259.52 |
| 同比增速(%) | 118.49 | 168.74 | -339.23 | 65.53 | 45.64 | 33.42 |
| 毛利率(%) | 29.60 | 40.38 | 18.50 | 38.00 | 39.00 | 40.00 |
| 每股盈利(元) | 0.16 | 0.43 | -0.24 | 0.72 | 1.05 | 1.40 |
| ROE(%) | 16.53 | 21.80 | -3.26 | 23.49 | 25.49 | 25.38 |
| PE(倍) | 142.18 | 101.27 | -158.33 | 36.29 | 24.91 | 18.67 |

正文目录

| | |
|------------------------------------|----------|
| 1. 国家政策大力扶植种植业 公司将成为最受益公司之一 | 3 |
| 1.1. 外资种子公司渗透 严重影响我国农业安全 | 3 |
| 1.2. 政策扶植力度空前 种子行业将迎来春天 | 3 |
| 1.2.1. 规划中将加快构建现代种业体系 | 3 |
| 1.2.2. 门槛提高将加速整个行业的兼并重组 | 3 |
| 1.2.3. 金融支持将明显倾向大型种业公司 | 3 |
| 2. 公司业务广泛 玉米种子提升公司盈利能力 | 4 |
| 2.1. 股权构架清晰 甘肃最大国有种子公司 | 4 |
| 2.2. 公司业务横跨农业食品产业链 | 4 |
| 2.3. 携手先锋种业 先锋 335 成就市场地位 | 5 |
| 2.3.1. 强强联手 产能逐步释放 | 5 |
| 2.3.2. 品种优良 销售区域分工明确 | 5 |
| 3. 瑕不掩瑜 公司长期发展前景看好 | 6 |
| 3.1. 中期亏损不影响全年业绩 股权激励刺激公司长期走强 | 7 |
| 4. 盈利预测 | 8 |

图表目录

| | |
|-------------------|---|
| 图 1 公司股权结构 | 4 |
| 图 2 全球棉花价格走势 | 6 |
| 图 3 全球玉米价格走势 | 6 |
| 图 4 主营业务收入 | 6 |
| 图 5 主营业务成本 | 6 |
| 图 6 主要产品毛利率变化 (%) | 7 |

1. 国家政策大力扶植种植业 公司将成为最受益公司之一

1.1. 外资种子公司渗透 严重影响我国农业安全

2000 年的《种子法》只允许外资种子企业以参股中外合资企业的方式运营并且比例不能超过 49%。但是外资种业巨头凭着优良品种攻城夺寨。自 2002 年开始，世界最大种业先锋种业先别与山东登海种业与敦煌种业建立合资公司。此外，在东北、华北、京津冀、黄淮海、西北、西南等六大国内主要玉米产区先后布局，基本已经完成了全国性的战略控制。截止 2010 年统计，该公司的龙头品种先锋 335 单品种种植面积超过 4000 万亩，占到全国玉米种植面积的 10%，净利润约占整个行业的 50%。

中国是仅次于美国的全球第二大种子市场。然而，与外资强势进攻形成鲜明对比的是，国内种业却依旧处于一个散而乱的局面。目前我国持证种子企业共 8700 多家，中国前十名种子企业仅占国内种子市场份额的 13%，登海、隆平、敦煌、德农、丰乐等 5 家上市公司 2008 年销售额仅相当于美国一家公司的 1/15。

1.2. 政策扶植力度空前 种子行业将迎来春天

1.2.1. 规划中将加快构建现代种业体系

根据最新的“十二五”规划，国家将加大对种业基础性公益性研究投入，鼓励科研院所和高等院校开展基础性公益性研究，鼓励种子企业大力开展商业化育种。此外，还将支持种子企业兼并重组，整合育种资源，在品种研发中重点发展商业化、工厂化育种模式。培育一批具有重大应用前景和自主知识产权的突破性优良品种。

1.2.2. 门槛提高将加速整个行业的兼并重组

农业部此前出台的《农作物种子生产经营许可办法》，通过注册资本的限制提高了申请种业生产和经营许可证的门槛，推动企业整合。在此背景下，种子行业的兼并整合将有实质性进展，并逐渐提速，行业内的大型龙头企业无疑是最大受益者。“育繁推一体化”的大型种子企业将在行业秩序重建过程中获得更多的政策扶持以及资源整合机会，预计我国种业销售规模 2—3 年内将提高 60% 从 500 亿元提高到 800 亿元。

1.2.3. 金融支持将明显倾向大型种业公司

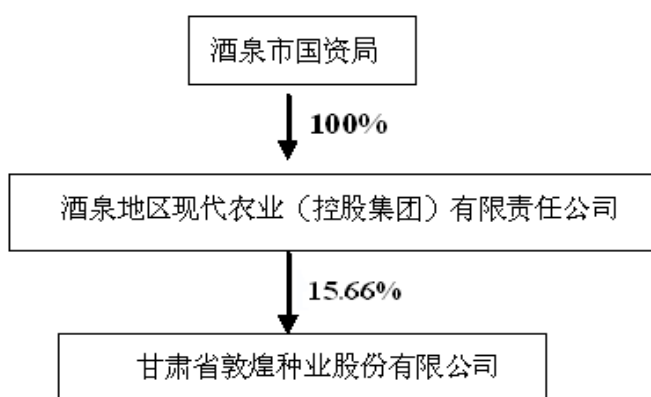
今年以来国家也连续出台了许多向大型种业集团倾斜的扶持政策。2011 年今年 4 月 18 日，国务院下发了《关于加快推进现代农作物种业发展的意见》，首次明确了种业作为

基础性、战略性核心产业的地位。2011年5月，国家开发银行印发了《国家开发银行关于贯彻<国务院关于加快推进现代农作物种业发展的意见>的实施意见》，明确支持建立商业化育种体系、良种生产基地建设、种子收储体系建设、国内优势种子企业开拓国外市场四大领域的融资需求。国家开发银行的这些政策是对种子行业最直接的支持和利好。

2. 公司业务广泛 玉米种子主业提升公司整体盈利能力

2.1. 股权构架清晰 西北最大国有种子公司

图1 公司股权结构



资料来源：公司公告、华宝证券研究所

2.2. 公司业务横跨农业食品产业链

公司当初为了加快内优势产业发展而整合、重组酒泉境内的国有种子公司和棉花公司所设立的股份制企业。

公司依托河西走廊优越的自然资源和良好的农业生产基础条件，实行“公司联基地”、“基地联农户”的产业化经营模式，建立了60万亩稳定的制种基地和国内一流的大型种子加工生产线。此外公司还通过委托育种、合作育种、联合开发、合资合作、整体吸纳、买断产权品种等形式，拥有玉米、小麦、水稻等自有知识产权品种共六十多个，形成了覆盖全国不同生态区的市场营销网络，年产销玉米、小麦、水稻、瓜类蔬菜、棉花等各类农作物种子近1亿公斤。

种子业务发展的里程碑是与美国杜邦集团先锋良种公司合资合作敦煌种业先锋良种有限公司。利用先锋优势品种，扩大和提升中国玉米杂交种市场份额和品位，市场竞争实力大幅提升。

近年来，公司以加快发展特色优势产业和农业产业化经营为主线，又先后投资近 4 亿元建成建成果蔬制品、番茄制品、包装制品、棉蛋白油脂和脱水蔬菜加工等农副产品。因此，公司现在形成种子、棉花和食品加工为主的三大产业。

2.3. 携手先锋种业 先锋 335 成就市场地位

2.3.1. 强强联手 产能逐步释放

美国先锋公司成立于 1926 年，是世界 500 强杜邦公司旗下的全资子公司，致力于玉米杂交为主的农作物种子研发、生产和营销。在世界玉米杂交种市场的占有率达 20%，北美市场的 40%，年销售收入 28 亿美元。迄今为止是被世界所认可的开发与供应先进种子资源的业内领导者。而敦煌种业每年生产玉米种子 8 万吨左右，中国全年玉米种子总需求为 90 万吨，也就是说，敦煌种业几乎占全国玉米种子的 10%。

双方在 2006 年底成立公司敦煌种业先锋良种有限公司正式登记注册。该公司注册资本 800 万美元，其中公司以现金出资 408 万美元，占 51%；美国杜邦公司旗下的先锋良种国际有限公司以现金出资 392 万美元，占 49%。双方合资合同中合资企业的投资总额为 2000 万美元。

合资公司于 2007 年 4 月开始动工，于 9 月 3 日正式投产，历时 5 个月。双已完成固定资产投资 5600 万元，建成包括玉米果穗、烘干、脱粒、精选、包衣、包装全套自动化生产线。一期工程日处理玉米鲜果穗 380 吨，年加工玉米种子能力为 7000 吨，2008 年是敦煌先锋制种的第二个年度，同比 2007 年 5400 吨的制种规模，2008 年达到 8400 吨，2009 年随着敦煌先锋三四期的投产，制种量达到 1.66 万吨，制种量的连续翻番成为敦煌先锋业绩大幅增长的主要保障。

2.3.2. 品种优良 销售区域分工明确

先锋公司的玉米种子具有很高的适应性。首先，先锋 335 本身种子质量比较优秀。种子具有特殊性，在 A 区域丰产的种子，在 B 区域表现可能就很一般，甚至可能会颗粒无收。这中间有个水土不服的问题，一般种子会以 250 公里为区域半径。但美国先锋公司的种子质量相当优异，其已在全球各地进行了广泛的实验，它的种子不仅能够适应冰天雪地的严寒环境，也能够适应少雨少水的干燥环境。

其次，目前国内一般的种子需要“一穴三粒”播种，而先锋种子可以实现“一穴一粒”播种，同时满足芽率、芽势、纯度三项指标，先锋种子的发芽率也略胜一筹。目前国内一般玉米种子价格在 1 公斤 20 元左右，敦煌种业的先锋种子价格在 1 公斤 40~50 元左右，价格尽

管贵，但是先锋种子的亩产量高，一般玉米种子1亩地产玉米1000斤左右，先锋种子的亩产在1400斤到1500斤，因此农户更愿意选择先锋种子。

潜伏中国多年的先锋公司对于中国国情相对了解。首先公司在东北成立铁岭先锋种子研究有限公司育种。然后再交给登海先锋和敦煌先锋制种销售。敦煌先锋负责东北、内蒙等地春玉米带，而登海先锋负责黄淮海地区的夏玉米带。因此，不存在相互竞争的问题，我们预测未来公司春玉米的复合增长率还将维持25%以上的增速。

3.瑕不掩瑜 公司长期发展前景看好

公司最主要的业务即种子、棉花加工和食品加工。全球棉花价格2010年后就进入相对低点。但是玉米价格随着玉米消费量增加、深加工需要旺盛呈现逐步上涨局面并创出历史新高。

图2 全球棉花价格走势

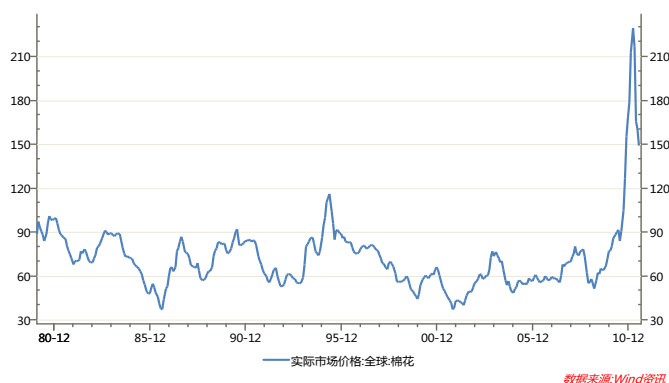
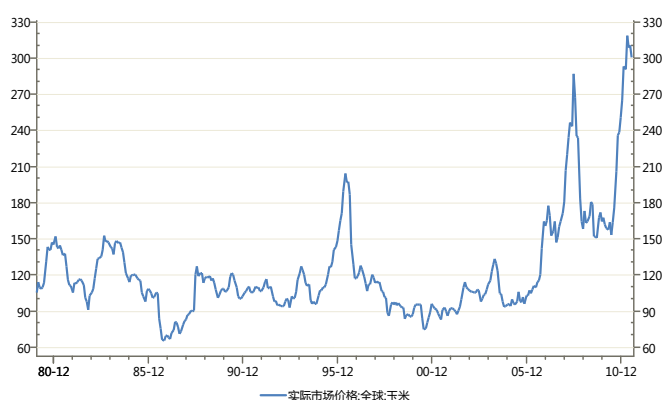


图3 全球玉米价格走势



资料来源：WIND、华宝证券研究所

图4 主营业务收入

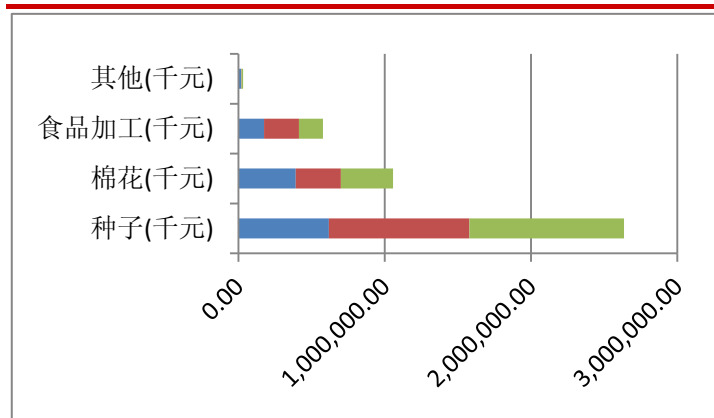
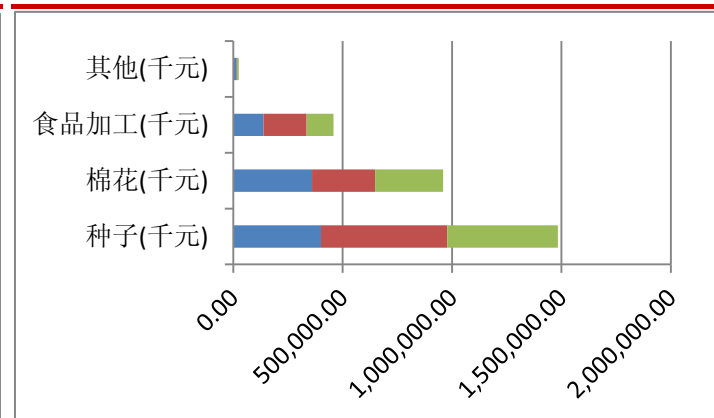


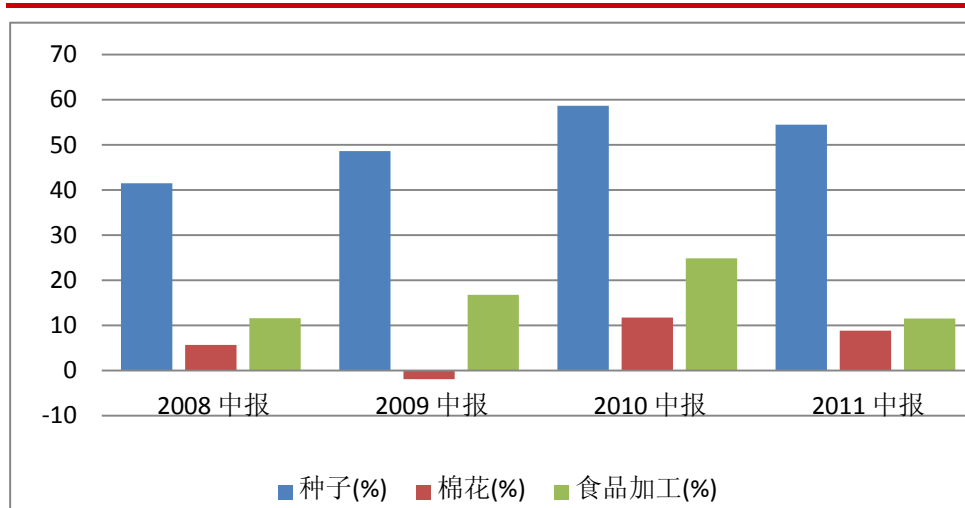
图5 主营业务成本



资料来源：WIND、华宝证券研究所

公司这三块最主要业务中，种子毛利率最高且稳定未来还有更高发展空间。棉花业务受到价格影响波动较大，毛利率呈现下滑趋势。食品加工业务则由于成本上升过快，毛利率也下降迅速。

图 6 主要产品毛利率变化 (%)



资料来源：公司公告、华宝证券研究所

3.1. 中期亏损不影响全年业绩 股权激励刺激公司长期走强

敦煌种业 2011 年中期营收 5.72 亿元，下降 6.9%；实现营业利润 656 万元，同比减少 89.53%；实现归属于上市公司股东的净利润 -3067 万元，而去年同期为 66 万元。亏损最主要的原因是由于食用油业务存货减值及期货浮亏。

但我们认为先锋 335 市场份额增长以及长期股权激励方案的实施将会催进公司业绩长期增长。虽然目前敦煌先锋的主要销售是在东北区域并且占据了近 25% 的市场，但离全国春玉米 25% 的市场目标还有很大距离。公司除了继续增加东北三省的销售目标，还将积极向西北市场进军。这主要包括对内蒙古、宁夏、甘肃、新疆等市场进行覆盖，销售区域由东北三省扩大到西北四省。我们预计未来 5 年还将保持 25% 以上复合增长率。

其次，虽然先锋 335 的销售价格比普通玉米种子高近 100%。但由于单粒播并且出芽率高等优势，相对成本并不高。种子在粮食生产成本中仅占 10% 的比例，因此在粮价持续上涨背景下，种子价格还有继续上升的空间。

敦煌种业同时公告了股权激励草案，向高管及核心中层 97 人提供限制性股票股权激励。第一期 200 万股为定向增发，价格 14.34 元/股；后续三期为二级市场回购，公司将提取激励基金。该计划将持续 7 年，为敦煌种业后续业绩增长提供了长期激励。

4.盈利预测

我们认为公司虽然上半年亏损，但 2011 年公司还将维持利润增长。上半年亏损主要由食用油的存货减值所致。下半年随着食用油价格的有所松动，该项业务将会减少亏损甚至有所盈利。

其次， 敦煌种业今年安排制种 22.6 万亩，其中约一半为合资公司先玉系列玉米制种，预计新增的制种面积达到 10 万亩以上，产量也将达到近 4 万吨。此外不排除未来还有涨价预期。

我们对敦煌种业 11-13 业绩预测 0.72/1.05/1.40 元，在种业股中估值偏低。未来先玉盈利确定，母公司减亏，业绩将呈现加速上升。我们首次给予“持有”评级，目标价 30 元。

附录：三大报表预测值

资产负债表

| 单位：百万元 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------------|---------|---------|---------|---------|
| 流动资产 | 2395.02 | 3131.86 | 3460.13 | 4869.44 |
| 现金 | 1055.79 | 1191.20 | 1417.37 | 1854.82 |
| 应收账款 | 288.05 | 540.54 | 458.42 | 790.49 |
| 其它应收款 | 65.29 | 154.35 | 104.06 | 215.45 |
| 预付账款 | 207.97 | 354.22 | 350.00 | 526.00 |
| 存货 | 768.96 | 884.52 | 1119.25 | 1474.23 |
| 其他 | 8.96 | 7.04 | 11.02 | 8.45 |
| 非流动资产 | 948.28 | 1000.01 | 1066.76 | 1129.11 |
| 长期投资 | 76.40 | 78.68 | 79.05 | 79.55 |
| 固定资产 | 642.97 | 704.24 | 778.57 | 843.31 |
| 无形资产 | 198.22 | 193.37 | 198.05 | 196.07 |
| 其他 | 30.68 | 23.72 | 11.08 | 10.19 |
| 资产总计 | 3343.30 | 4131.87 | 4526.89 | 5998.55 |
| 流动负债 | 2237.72 | 2697.23 | 2605.17 | 3426.89 |
| 短期借款 | 1691.43 | 2267.86 | 1778.53 | 2629.41 |
| 应付账款 | 149.89 | 214.74 | 223.19 | 345.44 |
| 其他 | 396.40 | 214.63 | 603.45 | 452.03 |
| 非流动负债 | 18.30 | 13.46 | 14.24 | 15.36 |
| 长期借款 | 0.26 | 0.37 | 0.39 | 0.37 |
| 其他 | 18.04 | 13.09 | 13.85 | 14.99 |
| 负债合计 | 2256.02 | 2710.69 | 2619.41 | 3442.25 |
| 少数股东权益 | 401.19 | 601.53 | 893.31 | 1282.60 |
| 归属母公司股东权益 | 686.09 | 819.65 | 1014.17 | 1273.70 |
| 负债和股东权益 | 3343.30 | 4131.87 | 4526.89 | 5998.55 |

现金流量表

| 单位：百万元 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------------|---------|---------|---------|----------|
| 经营活动现金流 | 212.38 | -244.10 | 905.80 | -226.50 |
| 净利润 | 237.04 | 333.90 | 486.30 | 648.81 |
| 折旧摊销 | 54.13 | 56.51 | 65.49 | 74.13 |
| 财务费用 | 54.19 | 77.60 | 66.78 | 58.21 |
| 投资损失 | -11.58 | -3.90 | -3.44 | -6.31 |
| 营运资金变动 | -117.58 | -712.18 | 293.18 | -1000.56 |
| 其它 | -3.82 | 3.98 | -2.51 | -0.78 |
| 投资活动现金流 | -236.18 | -110.79 | -124.32 | -129.88 |
| 资本支出 | 158.66 | 58.20 | 64.36 | 60.28 |
| 长期投资 | -26.40 | -2.28 | -0.37 | -0.50 |
| 其他 | -103.92 | -54.87 | -60.34 | -70.09 |
| 筹资活动现金流 | 425.94 | -410.05 | -7.77 | 12.11 |
| 短期借款 | 473.23 | -323.91 | 58.20 | 69.17 |
| 长期借款 | -1.06 | 0.11 | 0.01 | -0.02 |
| 其他 | -46.23 | -86.26 | -65.98 | -57.05 |
| 现金净增加额 | 402.14 | -764.94 | 773.70 | -344.27 |

利润表

| 单位：百万元 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入 | 1589.36 | 2066.16 | 2644.69 | 3305.86 |
| 营业成本 | 947.60 | 1281.02 | 1613.26 | 1983.52 |
| 营业税金及附加 | 0.89 | 0.84 | 1.17 | 1.55 |
| 营业费用 | 169.47 | 187.91 | 232.73 | 287.61 |
| 管理费用 | 119.23 | 135.30 | 169.26 | 206.62 |
| 财务费用 | 54.19 | 77.60 | 66.78 | 58.21 |
| 资产减值损失 | 31.20 | 37.48 | 46.09 | 60.83 |
| 公允价值变动收益 | -0.03 | -0.01 | 1.15 | 0.37 |
| 投资净收益 | 11.58 | 3.90 | 3.44 | 6.31 |
| 营业利润 | 278.32 | 349.90 | 519.99 | 714.20 |
| 营业外收入 | 9.30 | 10.62 | 8.50 | 9.47 |
| 营业外支出 | 4.47 | 5.90 | 7.22 | 5.86 |
| 利润总额 | 283.16 | 354.62 | 521.27 | 717.81 |
| 所得税 | 46.11 | 20.72 | 34.97 | 69.00 |
| 净利润 | 237.04 | 333.90 | 486.30 | 648.81 |
| 少数股东损益 | 156.36 | 200.34 | 291.78 | 389.29 |
| 归属母公司净利润 | 80.69 | 133.56 | 194.52 | 259.52 |
| EBITDA | 411.30 | 501.68 | 673.84 | 879.27 |
| EPS (元) | 0.43 | 0.72 | 1.05 | 1.40 |

主要财务比率

| | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------------|---------|---------|--------|---------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 5.07% | 30.00% | 28.00% | 25.00% |
| 营业利润 | 92.96% | 25.72% | 48.61% | 37.35% |
| 归属母公司净利润 | 168.74% | 65.53% | 45.64% | 33.42% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 | 40.38% | 38.00% | 39.00% | 40.00% |
| 净利率 | 14.91% | 16.16% | 18.39% | 19.63% |
| ROE | 21.80% | 23.49% | 25.49% | 25.38% |
| ROIC | 12.47% | 13.52% | 20.23% | 18.58% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 67.48% | 65.60% | 57.86% | 57.38% |
| 净负债比率 | 155.94% | 159.61% | 93.27% | 102.88% |
| 流动比率 | 1.07 | 1.16 | 1.33 | 1.42 |
| 速动比率 | 0.73 | 0.83 | 0.90 | 0.99 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.54 | 0.55 | 0.61 | 0.63 |
| 应收帐款周转率 | 5.60 | 4.99 | 5.29 | 5.29 |
| 应付帐款周转率 | 6.54 | 7.03 | 7.37 | 6.98 |
| 每股指标(元) | | | | |
| 每股收益 | 0.43 | 0.72 | 1.05 | 1.40 |
| 每股经营现金 | 1.04 | -1.20 | 4.45 | -1.11 |
| 每股净资产 | 5.85 | 7.64 | 10.26 | 13.75 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 142.18 | 36.29 | 24.91 | 18.67 |
| P/B | 11.8 | 5.91 | 4.78 | 3.81 |
| EV/EBITDA | 2.57 | 12.19 | 8.45 | 7.39 |

资料来源：港澳资讯、华宝证券研究所

投资评级的说明

- 行业评级标准

报告发布日后3个月内，以行业股票指数相对同期中证800指数收益率为基准，区分为以下四级：

强于大市 A--：行业指数收益率强于相对市场基准指数收益率5%以上；

同步大市 B--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%~5%之间波动；

弱于大市 C--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%以下；

未评级 N--：不作为行业报告评级单独使用，但在公司评级报告中，作为随附行业评级的选择项之一。

- 公司评级标准

报告发布日后3个月内，以股票相对同期行业指数收益率为基准，区分为以下五级：

买入：相对于行业指数的涨幅在15%以上；

持有：相对于行业指数的涨幅在5%-15%；

中性：相对于行业指数的涨幅在-5%-5%；

卖出：相对于行业指数的跌幅在-5%以上；

未评级：研究员基于覆盖或公司停牌等其他原因不能对该公司做出股票评级的情况。

机构业务部咨询经理

上海

宋歌

021-5012 2086

138 1882 8414

北京

程楠

010-6708 5220

159 0139 1234

深圳

袁月

0755-3665 9385

158 1689 6912

风险提示及免责声明：

★ 市场有风险，投资须谨慎。

★ 本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

★ 本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。

★ 在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。

★ 本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。