

杨澍

执业证书编号: S0730511080001

021-50588666-8013

yangshu@ccnew.com

先玉、吉祥双驱动，增长可期

——敦煌种业（600354）研究报告

研究报告—公司研究

增持（首次）

发布日期：2012年3月6日

估值区间：18.75 元-22.5 元

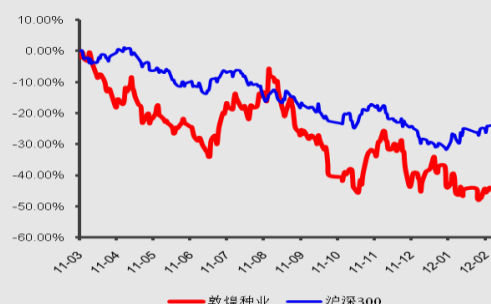
市场数据

收盘价（元）	19.94
一年内最高/最低（元）	33.67/16.75
沪深300 指数	2679.93
市净率（倍）	4.04
流通市值（亿元）	39.59

基础数据

每股净资产（元）	4.94
每股经营现金流（元）	0.30
毛利率（%）	40.38
净资产收益率（%）	12.50
资产负债率（%）	67.48
总股本/流通股（万股）	20354.64/19854.64
B 股/H 股（万股）	/

个股相对沪深 300 指数走势



联系人：顾彦冰

电话：021-50588666-8113

传真：021-50587779

地址：上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编：200122

投资要点：

- 敦煌种业股份有限公司是甘肃省农业产业化龙头企业，依托西北区位优势，主要经营种子、棉花、蔬菜的生产、加工与销售，其制种面积在国内位居前列。
- 敦煌种业种子业务涵盖预约生产、自主知识产权品种、合资公司三种运营模式，未来主要看点在吉祥一号与先玉 335。
- 公司积极转向自主知识产权品种，其中 2011 年购买的吉祥一号值得关注。比照郑单 958 与北京德农，一旦吉祥一号通过国审，有望高速推广，预测 2012-2014 年推广面积为 200 万亩、500 万亩、1000 万亩。
- 合资公司敦煌先锋仍以先玉 335 为主打品种，估计品种未来在北方春播区推广面积可达 5000 万亩，相对 2011 年仍有 50% 的提升空间，预测 2012-2013 年制种面积为 13 万亩、15 万亩。但由于成本因素，导致毛利率出现下滑。
- 棉花业务与食品加工业务是敦煌种业另两项主营业务。其中棉花业务波动性较大，影响公司整体业绩；食品加工业务未来产能逐步释放，将成为新的盈利增长点。
- 预计公司 2011-2013 年营业收入 18.69 亿元、22.07 亿元、26.39 亿元，实现每股收益（EPS）0.21 元、0.75 元、1.20 元。考虑公司种业处于转型期，未来发展步伐较快，给予 2012 年 25-30 倍 PE，对应合理股价区间 18.75-22.5 元，给予“增持”投资评级。
- 风险提示：极端天气影响或病虫害灾害；先玉 335 推广效果不及预期；棉花业务大幅亏损。

目录

1、敦煌种业：农业产业化区域龙头	4
2、母公司制种业务转型	4
2.1 区位优势得天独厚.....	4
2.2 代制业务受制于人.....	6
2.3 突破口在自主知识产权品种.....	7
2.4 吉祥一号值得期待.....	8
3、先玉 335 仍是主打品种	9
3.1 先玉 335 创造价值.....	9
3.2 先进运营模式引领行业.....	10
3.3 推广面积快速提升.....	10
3.4 未来几年保持高速扩张.....	12
4、棉花与食品加工业务	14
5、盈利预测与估值	15
5.1 盈利预测.....	15
5.2 估值.....	16
6、风险提示	16
行业投资评级.....	18
公司投资评级.....	18
重要声明.....	18
免责条款.....	18
转载条款.....	18

图表目录

图表 1: 公司主营业务收入占比.....	4
图表 2: 公司种子产业经营模式.....	4
图表 3: 国内主要玉米制种区条件.....	5
图表 4: 区域内杂交玉米制种基地面积.....	5
图表 5: 甘肃省杂交玉米制种基地分布.....	5
图表 6: 敦煌种业种子产业分布图.....	6
图表 7: 公司制种业务毛利率走低.....	6
图表 8: 公司承担行业波动风险.....	6
图表 9: 张掖制种业异军突起.....	7
图表 10: 公司主要经营的种子品种.....	8
图表 11: 德农种业凭借郑单 958 快速做大.....	8
图表 12: 四个品种亩产及收入对比.....	9
图表 13: 敦煌先锋创新种业经营模式.....	10
图表 14: 国内玉米优势种植区域示意图.....	11
图表 15: 先玉 335 国审成绩.....	11
图表 16: 先玉 335 全国推广面积.....	12
图表 17: 敦煌先锋推广面积.....	12
图表 18: 敦煌先锋产能扩张项目进度.....	12
图表 19: 敦煌先锋制种面积及制种量.....	12
图表 20: 敦煌先锋业务预测.....	13
图表 21: 全国杂交玉米种子供需情况.....	14
图表 22: 棉花业务营业收入与毛利率.....	14
图表 23: 国内棉花价格走势.....	14
图表 24: 食品加工营业收入与毛利率.....	15
图表 25: 国内出口番茄酱价格走势.....	15
图表 26: 敦煌种业收入预测.....	15
图表 27: 敦煌种业利润预测.....	16
图表 28: 敦煌种业估值比较.....	16

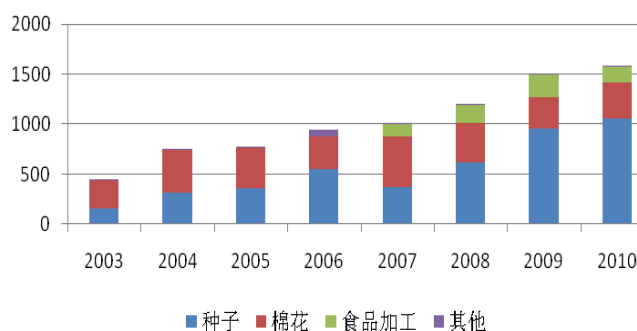
1、敦煌种业：农业产业化区域龙头

甘肃省敦煌种业股份有限公司（下文简称“敦煌种业”）成立于1998年，由政府主导整合多家国有种子公司与棉花公司所设立，发起股东为酒泉现代农业、酒泉农科所以及当地三家供销合作社。目前公司主要涉足种子、棉花、食品加工三大产业领域，2010年主营业务收入超过15亿元，已成为甘肃省农业产业化龙头。

敦煌种业立足西北，借助区位优势重点发展种子产业，并配合发展棉花及食品加工业。公司种业经营模式繁多，包括预约生产、自主知识产权品种生产、合资公司等，其中合资公司“敦煌先锋”成立以来贡献明显，推动种业在主营业务收入中的占比逐年提升，2010年已达到66%。

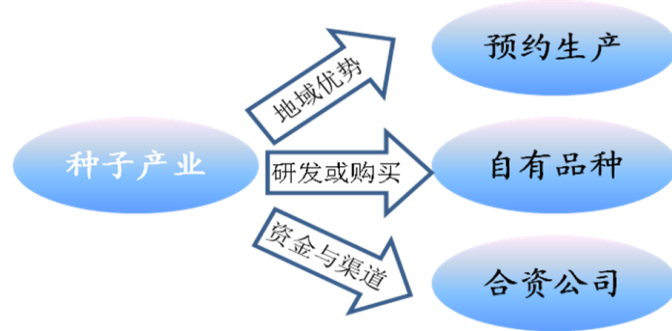
图表 1：公司主营业务收入占比

单位：百万元



来源：中原证券研究所 公司公告

图表 2：公司种子产业经营模式



来源：中原证券研究所

2、母公司制种业转型

2.1 区位优势得天独厚

生产品质优良的农作物种子，必须依赖于适合的自然条件，需要光、热、水、土等资源要素与作物品种之间进行有效配合。我国西北地理气候独特、光热资源丰富，适于种子生产，尤其甘肃省“河西走廊”区域的制种条件更是得天独厚，是敦煌种业的先天优势所在。

河西走廊位于甘肃西北部祁连山与北山之间，呈长约 1000 公里的带状，辖酒泉、张掖、武威、金昌、嘉峪关五市。区域内气候干燥、土壤肥沃、光照充足、热量丰富、日较差大、病虫害少，加上发达的灌溉农业，足以保证种子的单产与品质，被誉为“种子生产的理想王国”。

图表 3: 国内主要玉米制种区条件

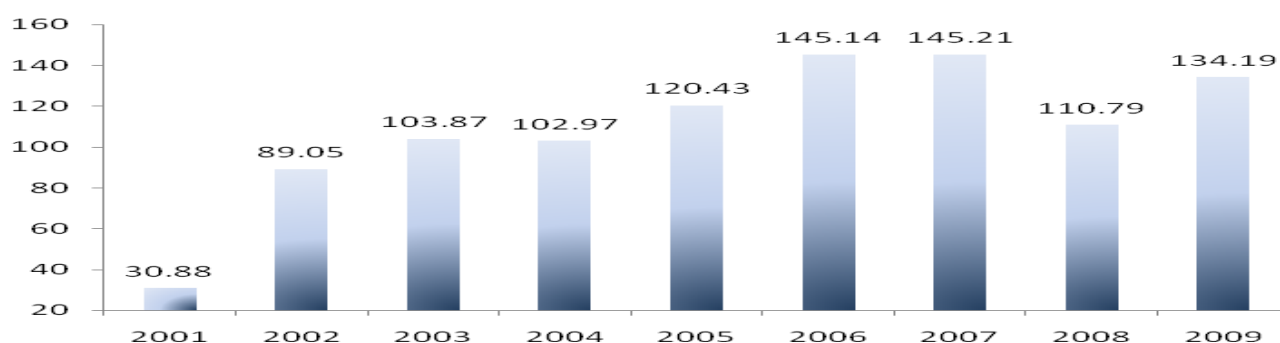
	北方春播 玉米制种区	黄淮平原夏播 玉米制种区	西南山地丘陵 玉米制种区	西北内陆灌溉 玉米制种区
日平均气温 10℃ 以 上天数	120-170 天	200-240 天	250 天以上	—
大于 10℃ 积温	2000-3600℃	4000-4600℃	—	2000-4000℃
年降水量	500MM	400-900MM	1000MM 以上	150-300MM
光照	充足	充足	不足	充足
制种条件	较好	较差	较差	优越

来源: 中原证券研究所

河西走廊区域内主产玉米、小麦、油料、棉花等八类作物种子, 其中杂交玉米种子制种规模全国第一, 面积由 2001 年的 30 万亩升至目前 140 万亩左右, 增幅超过 300%, 年产杂交玉米种子 5.5 亿公斤, 占全国用种量的 50% 左右。细分来看, 张掖、武威、酒泉是杂交玉米的制种集中地, 合计面积占全省的九成以上, 其中张掖占比就超过六成。

图表 4: 区域内杂交玉米制种基地面积

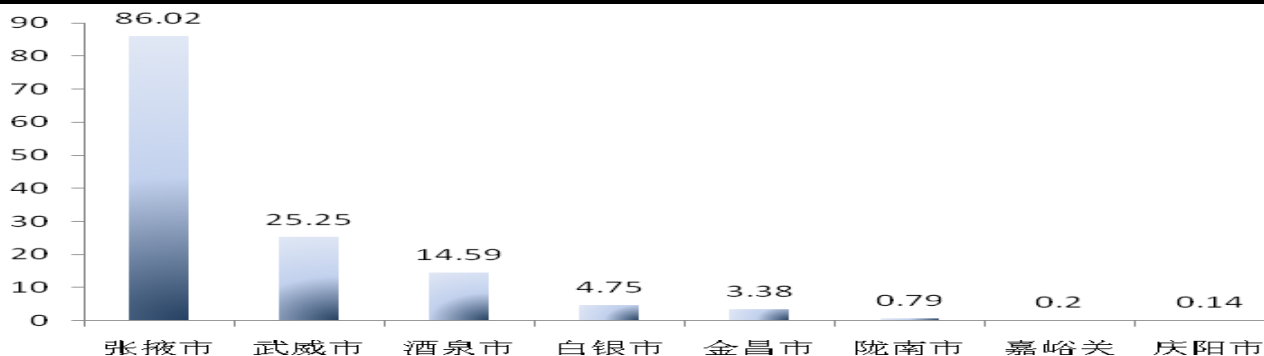
单位: 万亩



来源: 中原证券研究所 中国农工民主党甘肃省委员会

图表 5: 甘肃省杂交玉米制种基地分布

单位: 万亩



来源: 中原证券研究所 中国农工民主党甘肃省委员会

敦煌种业制种基地主要集中在上述三地之一的酒泉，在当地具有深厚背景。敦煌种业下辖八家种业分公司中七家设立于此，合计 20 万亩制种面积一度占据酒泉制种总面积的 65%。因此，敦煌种业制种业务的先天优势在于对稀缺制种资源的占有及扩张能力。

图表 6：敦煌种业种子产业分布图



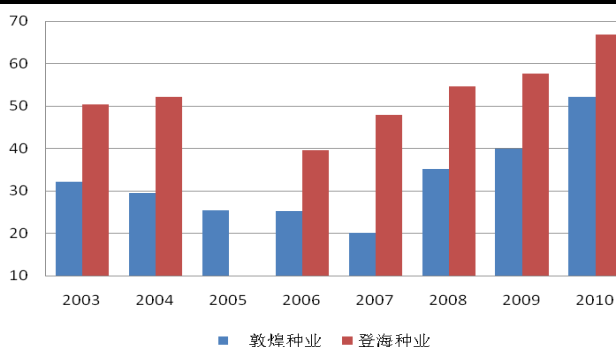
来源：中原证券研究所

2.2 代制业务受制于人

敦煌种业制种业务以代制为主，经营模式为“公司+基地+农户”，即与制种基地签署合作协议，进而组织农户对外部制种订单进行生产。类似于“两头在外”的模式，公司处于整个制种产业链的中游，上有订单，下有农户。凭借推广该模式，敦煌种业与制种基地建立了稳定互信的合作关系，制种面积一度位居全国第一。

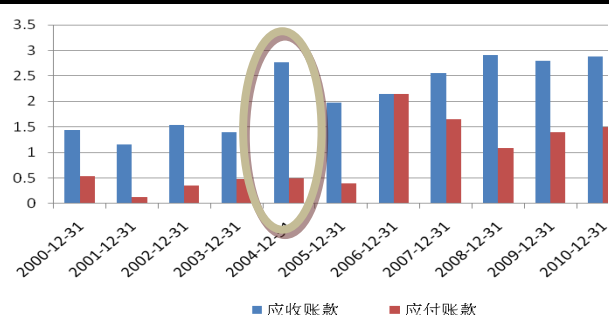
随着整个行业的发展，公司制约上下游能力偏弱的弊端逐步显现，先天优势消弭。首先表现为经营利润率走低，并承担行业波动风险；其次表现为垄断地位松动，大量客户开始自建生产基地。

图表 7：公司制种业务毛利率走低 单位：%



来源：中原证券研究所 公司公告

图表 8：公司承担行业波动风险 单位：亿元



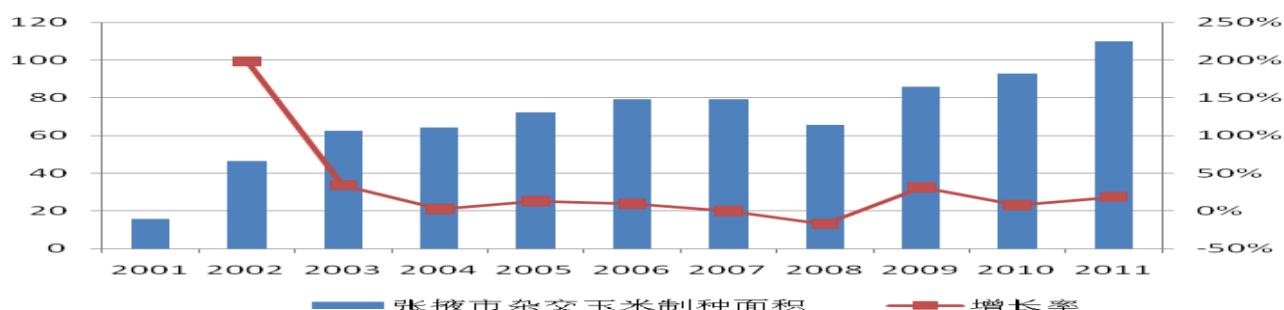
来源：中原证券研究所 公司公告

制种环节利润率历来较低，2008 年敦煌先锋正式产生收入之前，公司种业毛利率基本维持在 30%以下，远低于同期登海种业 50%以上的毛利率水平。2003-2007 年，公司制种毛利率呈现持续下滑，从侧面说明原有优势正在逐步弱化。

除了利润率以外，中游环节在行业不景气阶段容易受到上下游挤压，被迫承担行业波动风险。04 年国内杂交玉米种子严重供大于求，终端价格大幅缩水。在此背景下，上游制种客户倾向于延期付款收货，导致公司当期应收账款大幅上升；同时公司仍须按时支付下游农民制种费用，导致应付账款并未异动。应收应付一上一下，说明公司经营风险加剧。

图表 9：张掖制种业异军突起

单位：万亩



来源：中原证券研究所

由于张掖制种产业蓬勃发展，敦煌种业对酒泉制种资源的垄断失去意义。2000 年以来，大批上游种子企业在张掖自建制种基地及加工中心，包括中种集团、登海种业、北京奥瑞金、德农种业、山西屯玉、辽宁东亚、正大种业等在内的种业 50 强企业均在此列，导致张掖杂交玉米制种基地由 15 万亩增至 110 万亩，占全省制种面积的 65%以上，也导致客户对敦煌种业的依存度下降。

2.3 突破口在自主知识产权品种

代制业务出现瓶颈，解决之道唯有向上游扩张，拥有自主知识产权品种，避免受制于人。品种是种业的核心竞争力，获取渠道包括自行培育、联合培育、外部收购、授权经营等。

敦煌种业地处偏远决定其自身育种能力薄弱，因而走外部联合育种道路是其主要策略。公司联合科研院所在河南、河北、湖北分别成立子公司，专攻杂交玉米、杂交水稻、小麦等当地优势品种的育种研发；此外与先锋良种成立合资公司，经营杂交玉米种子。公司现有优势品种包括敦玉系列、新单系列、先锋先玉系列，分别来自于湖北子公司、河南子公司及敦煌先锋合资公司。

图表 10: 公司主要经营的种子品种

作物种类	品种
玉米	敦玉 46、敦玉 518、敦玉 8 号、先玉 696、先玉 420、先玉 508、先玉 335、先锋 33B75、先锋 32D22、农乐 998、鄂玉 25 号、谷育 178、汶农玉 6 号、丹玉 69 号、吉单 261、陕单 8806、新单 22、新单 23、渝单 8 号、陕单 21、农玉 2 号、吉祥 1 号
小麦	新麦 9817、新麦 19 号、新麦 208、新麦 18 号、新麦 13 号、新麦 11 号、豫麦 69 号、中麦 175、北京 0045、师栗 02-1
水稻	新稻 10 号、新稻 11 号、豫粳 8 号、金优敦 28、两优 277、丰优 188、两优 036、宜香 10 号
其他	敦甜 1 号（甜糯玉米）、红樽 1 号（番茄）、精灵番茄、敦优 1 号（西瓜）、敦棉 431（棉花）

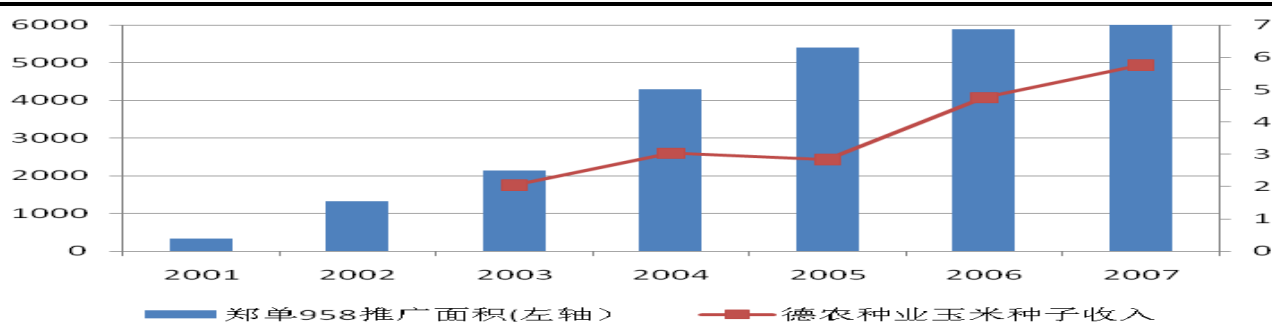
来源：中原证券研究所 公司网站

2.4 吉祥一号值得期待

加大自主研发的同时，受让品种经营权不失为一条快速见效的途径。从德农种业 2003-2007 年的发展历程来看，得益于代理品种郑单 958 的一炮走红而快速成长，期间郑单 958 全国推广面积由 2000 万亩增至 6000 万亩，德农种业玉米种子收入也从 2 亿元增至 5.8 亿元，两者基本同步，也验证了“一个种子足以托起一个企业”的说法。

图表 11: 德农种业凭借郑单 958 快速做大

单位：万亩 亿元



来源：中原证券研究所 万向德农年报

在敦煌种业拥有经营权的玉米种子目录中，值得特别关注的是刚刚受让的“吉祥一号”。吉祥一号属于类 958 品种，08 年通过河南区试、10 年通过甘肃区试，从短期表现看爆发力极强，2011 年推广面积已超过 3000 万亩，仅次于郑单 958 与浚单 20，成为国内第三大品种。吉祥一号推广面积虽大，但合法制种面积仅 2 万亩，合法推广面积不足 400 万亩，其余均为套牌品种，此状况为正牌品种留下了巨大的市场空间。

敦煌种业于 2011 年花费 2680 万元购买吉祥一号的终身经营权，并专门成立全资子公司运营该品种，成为继甘鑫种业与武科种业之后的第三家授权经营商。我们认为，公司经营能力明显强于另外两家，可参照郑单 958 与德农种业的关系，吉祥一号有望打上敦煌种业的烙印。吉祥一号有望成为敦煌种业继先玉 335 之后的另一主打品种，未来一旦通过国审，预计推广面积将呈几何式上升，假设 2012-2014 年公司推广面积为 200 万亩、500 万亩、1000 万亩。

3、先玉 335 仍是主打品种

3.1 先玉 335 创造价值

先玉 335 是子公司敦煌先锋的主打产品，由铁岭先锋选育，于 2004 年、2006 年通过国家审定，具有高产、稳产、适应性广、熟期适中、株型合理等优点。从终端用户的角度看，先玉 335 品质优良，“单粒播种”模式更是创造了经济效益，足以保证其推广面积。

对比每亩用种成本，先玉 335 高于普通品种。原先多粒播种模式，每亩用种量在 3 公斤左右，花费约 35 元；改为先玉 335 每亩用种 1.2 公斤，花费 50 元左右，比普通品种多 15 元。

对比每亩人工成本，先玉 335 显著低于普通品种。单粒模式省去了间苗、定苗环节，按一人一天作业 3 亩计算，每亩间苗、定苗费用约在 15 元左右，随着人工成本上涨，该优势更为明显，足以抵消种子价差。此外，单粒模式节省化肥农药用量，也构成成本优势。

对比大田产量，先玉 335 同样具备优势。根据 2010 年农业部在宁夏进行的示范田对比试验，先玉 335 亩产最高，分别比郑单 958、良玉 99、中单 909 高 8%、5%和 4%。大田产量即便按示范田的五折计算，先玉 335 每亩收入也可以比其他品种高 50-100 元。

图表 12：四个品种亩产及收入对比

单位：公斤

品种	示范田亩产	先玉 335 超越幅度	大田亩产（估算）	每亩收入（元）	先玉 335 超额收入（元）
先玉 335	1314.3	-	657.15	1314.3	-
郑单 958	1217.1	7.99%	608.55	1217.1	97.2
良玉 99	1248.6	5.26%	624.3	1248.6	65.7
中单 909	1260.1	4.30%	630.05	1260.1	54.2

来源：中原证券研究所 农业部

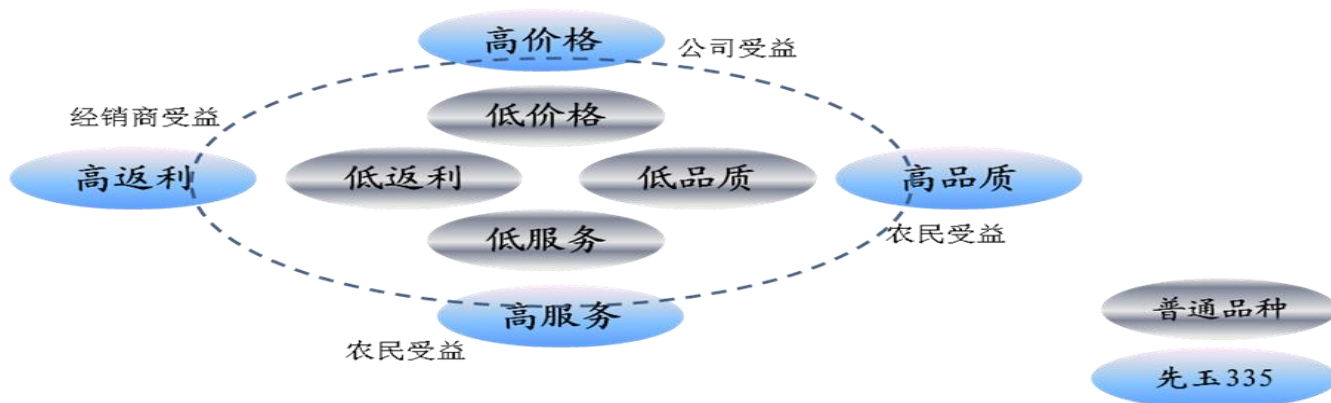
3.2 先进运营模式引领行业

有别于行业普遍存在的简易加工模式，敦煌先锋引入全球最先进的生产加工设备，建成包括烘干、脱粒、精选、包衣、包装在内的全套自动化生产线。坚持先锋良种全球统一质量标准，保证种子发芽率在 95%以上，确保实现单粒播种。

更为重要的是，敦煌先锋首创种子销售 4S 店模式，集销售、配套、售后服务、信息反馈为一体，一举颠覆了国内种子营销的粗放模式。敦煌先锋直接布局专卖店至乡镇，通过举办现场说明会引导农民消费理念，并配套提供专用农机、制剂等辅助品，落实后续服务与反馈机制。这一营销模式的改变增加了公司的管理成本，但也成就了先玉 335 的品牌。

强调服务的同时，敦煌先锋大幅提高经销商返利，改变产业的利益分配格局。之前经销商返利多在 2-4 元/公斤左右，占种子零售价的 20%，而先玉 335 每袋（1.5 公斤装）返利 15-20 元，超过 10 元/公斤，占零售价的 30%。在此激励下，经销商乐于提供相应服务，从而形成“高品质-高服务-高价格-高返利”的经营模式，对低价低返利的“大陆品种”构成打击。

图表 13：敦煌先锋创新种业经营模式



来源：中原证券研究所

目前行业内已有很多同业在模仿单粒播种、营销网络下移、高价高返利等模式，敦煌先锋的优势是否会被削弱？我们认为，经营模式本身并不构成敦煌先锋的核心竞争力，其真正竞争力来源于经营模式与品种研发相契合，即先锋良种所推高端品种适合于经营模式的运转，而研发能力在短期难以被模仿，因而模仿行为并不对敦煌先锋构成威胁。

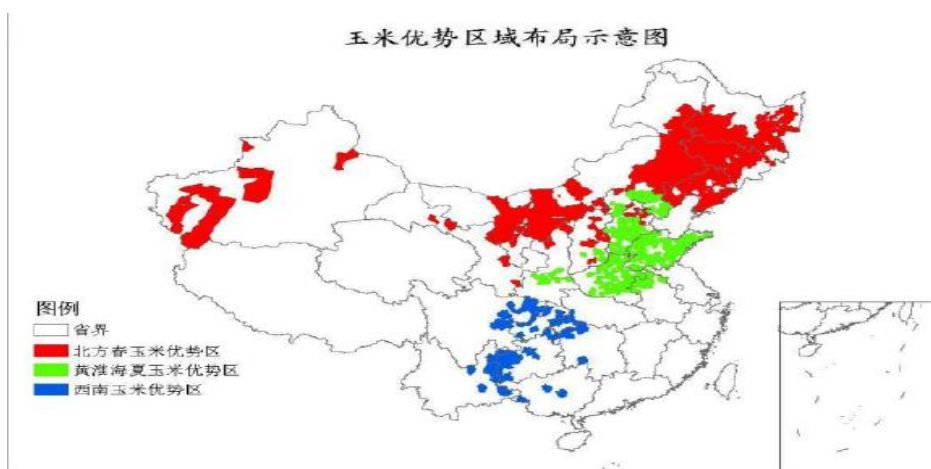
3.3 先玉 335 推广面积快速提升

国内玉米种植区域划分为六块，北方春播玉米区、黄淮海夏播玉米区、西南山地玉米区、南方丘陵玉米区、西北灌溉玉米区、青藏高原玉米区。根

据先锋与敦煌、登海的合作协议，两家合资公司共同拥有先玉 335 的经营权，并对销售区域明确划分，其中敦煌先锋覆盖北方春玉米区，而黄淮海夏玉米区由登海先锋覆盖。

敦煌先锋所覆盖的北方春玉米区是我国最大的玉米生产基地，辖区包括黑龙江、吉林、辽宁、内蒙古、宁夏、甘肃、新疆七省全境，以及河北、北京、陕西、山西部分。根据《玉米优势区域布局规划（2008-2015 年）》中的描述，北方春玉米区种植面积占全国的 43.1%，产量占全国的 47.1%。

图表 14：国内玉米优势种植区域示意图



来源：中原证券研究所 康地种业招股书

从性状表现来看，先玉 335 更适合在北方春玉米区播种，而在夏播玉米区则不如郑单 958 等品种。对比其在两地国审成绩，在春播区 44 个试验点 100%增产，夏播区为 84%；春播区区试比照农大 108 增产 19%，夏播区增产 11%；春播区生产试验比照增产 21%，夏播区增产 5%。因此，先玉 335 在北方春玉米区具有更高的适应性，是敦煌先锋的最大优势。

图表 15：先玉 335 国审成绩

单位：公斤

	北方春播玉米区	黄淮海夏播玉米区
增产点数	44	38
减产点数	0	7
区试平均亩产	763	580
比照农大 108 增产	18.6%	11.3%
生产试验平均亩产	761	509
对比照增产	20.9%	4.7%

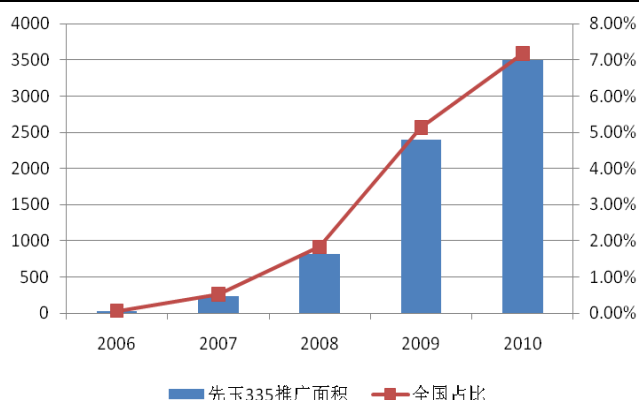
来源：中原证券研究所 农业部

在优良性状和先进模式的推动下，先玉 335 的推广面积快速提升，2007 年全国推广不足 300 万亩，2010 年增至 3500 万亩以上，复合增长率达到 150%，市场占有率也从 0.5% 增至 7.2%。

而敦煌先锋在春播区的推广则更为顺利，根据公司制种量测算，不考虑库存因素，2009 年先玉 335 推广面积达 1400 万亩，在区域内占比 7%；2010 年推广 2300 万亩，占比升至 12%。

图表 16：先玉 335 全国推广面积

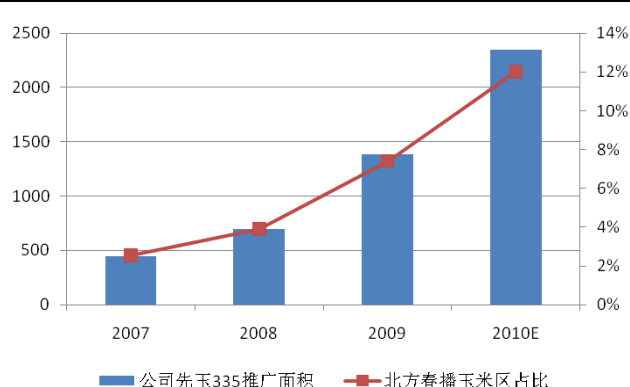
单位：万亩



来源：中原证券研究所

图表 17：敦煌先锋推广面积

单位：万亩



来源：中原证券研究所

3.4 未来几年保持高速扩张

敦煌先锋成立以来年年扩张产能，先后落成酒泉一至四期工程以及宁夏分公司一期工程，制种面积由 1.1 万亩增至 7.6 万亩，制种规模由 540 万公斤增至 3000 万公斤以上。判断公司未来增长速度，需要首先明确先玉 335 的市场容量。

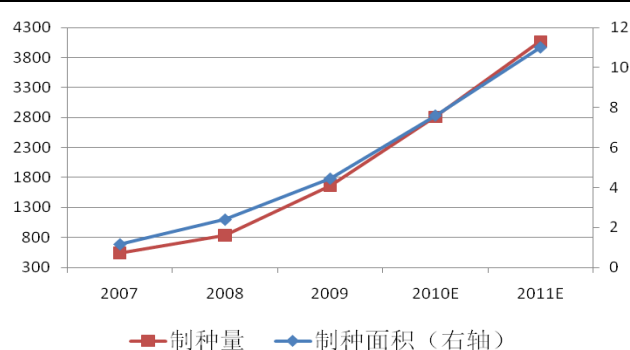
图表 18：敦煌先锋产能扩张项目进度

时间	产能扩张项目
2007 年	酒泉一期
2008 年	酒泉二期
2009 年	酒泉三、四期
2010 年	宁夏分公司一期

来源：中原证券研究所 公司公告

图表 19：敦煌先锋制种面积及制种量

万公斤 万亩



来源：中原证券研究所 公司公告

2010 年，敦煌先锋业务集中地北方春播区玉米播种面积已超过 2 亿亩，根据《玉米优势区域布局规划（2008-2015 年）》，截止 2015 年，北方春播区

播种面积将保持在 2 亿亩左右，其中优质玉米面积比重提升至 85%。因此未来几年区域内玉米播种面积可基本保持稳定。

先玉 335 是北方春播区的标志性品种，可与夏播区的郑单 958 做类比。郑单 958 推广高峰期在国内占比接近 15%，在黄淮海夏播区占比约 27%，在某些热销省份占比高达 35%以上。基于目前市场中品种更多，竞争更激烈，同时考虑先玉 335 的套牌现象较郑单 958 更为猖獗，我们判断当前环境下，先玉 335 的市场份额很难超越当年的郑单 958。

根据敦煌先锋 2011 年制种面积 11 万亩，亩产 370 公斤测算，2011 年制种约 4000 万公斤，可用于大田推广 3300 万亩，在北方春播区占比接近 17%。估计该份额未来可达到 25%，但如果打假力度出现显著增强，可进一步提升至 30%。此外，考虑先锋良种未来可能推出更多的优质品种，则敦煌先锋整体的市场份额也有望得以突破。

根据上述假设，先玉 335 未来推广面积可达 5000 万亩，相对 2011 年仍有 50%的增长空间。假设公司每年新增 2 万亩制种面积，则 2012-2013 年制种面积为 13 万亩、15 万亩，推广面积约为 3600 万亩、4100 万亩。

根据农业部公布的各年杂交玉米种子供需情况，市场在 2007 年出现了严重的供大于求，之后逐年好转，种子库存连续四年下降。基于供求关系的改善，我们判断 2012 年先玉 335 出厂价格有望上涨 10%，达到 32 元。售价上涨的同时，制种成本也出现上涨，2010 年制种成本 4.6 元/公斤，2011 年涨至 5.7 元/公斤，判断 2012 年将达到 6.5 元/公斤，涨幅 15%。成本涨幅超过售价，我们判断先玉 335 毛利率将出现下滑。

图表 20：敦煌先锋业务预测

	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 E	2012 年 E	2013 年 E
制种面积（万亩）	2.40	4.45	7.60	11.00	13.00	15.00
单产（公斤/亩）	350.00	373.71	342.11	370.00	370.00	370.00
制种量（万公斤）	840.00	1663.00	2600.00	4070.00	4810.00	5550.00
销量（万公斤）	798.00	1579.85	2340.00	3663.00	4329.00	4995.00
出厂价（元/公斤）	23.58	28.50	28.00	29.10	32.01	33.61
销售收入（千万元）	18.82	45.03	65.52	106.59	138.57	167.88
收入增长率		139.28%	45.52%	62.69%	30.00%	21.15%

来源：中原证券研究所

图表 21: 全国杂交玉米种子供需情况

单位: 亿公斤

	种子供给				种子需求		当年剩余	当年剩余/ 当年需求
	上年制种面积 (万亩)	当年新 种子	有效 库存	供给 总量	当年作物面 积(亿亩)	当年需 种量		
2006 年	400	11.0	1.0	12.0	3.7	9.5	2.5	26.3%
2007 年	490	16.2	3.0	19.2	4.0	11.0	8.2	74.5%
2008 年	345	10.5	7.4	17.9	4.3	10.7	7.2	67.3%
2009 年	301	10.2	6.1	16.3	4.3	11.0	5.3	48.2%
2010 年	334	11.2	4.5	15.7	4.6	10.5	5.2	49.5%
2011 年	388	11.5	4.3	15.8	4.9	11.3	4.5	39.8%

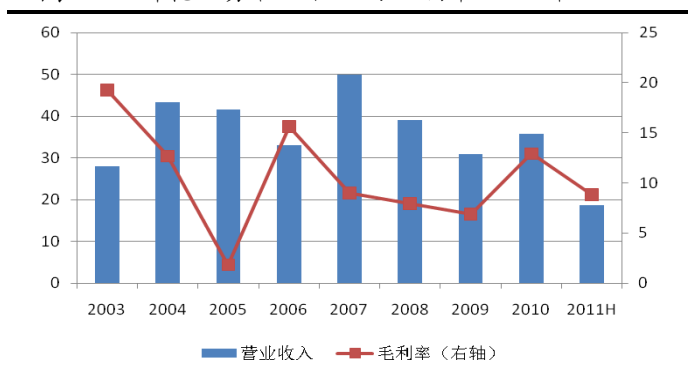
来源: 中原证券研究所 农业部

4、棉花与食品加工业务

除种子业务外, 敦煌种业还开展棉花与食品加工两项业务。从区域优势的角度理解, 西北是我国棉花、番茄、洋葱的主产区, 开展相关业务符合公司农业集团属性, 同时也顺应地方特色。从发展策略来看, 敦煌种业明确提出“稳棉花”与“扩食品”, 即稳定棉花产业, 做大食品加工业。我们判断, 虽然盈利状况不佳, 但公司不会轻易放弃上述业务。

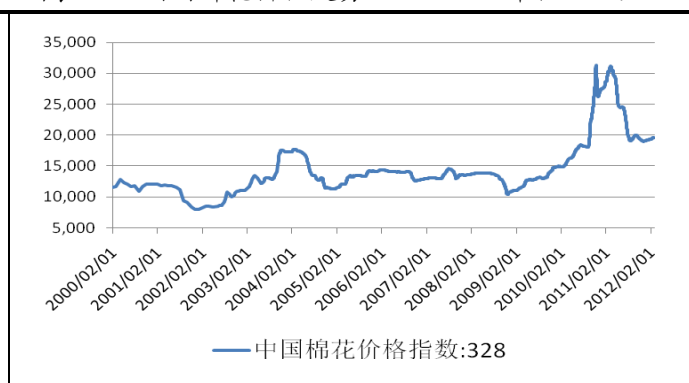
公司棉花业务以原棉和皮棉收购、加工、销售为主, 并辅以商品期货、储备交割予以套期保值, 业务范围除酒泉当地以外, 已扩展至新疆地区。从毛利率波动来看, 公司对业务的控制能力较弱, 主要受棉花价格涨跌影响, 但在转变经营模式后, 盈利能力较过去有望趋于平稳。2010 年棉花业务扭亏为盈, 2011 年棉价同比大幅下跌, 相关业绩弱于 2010 年。

图表 22: 棉花业务营业收入与毛利率 千万元 %



来源: 中原证券研究所 公司公告

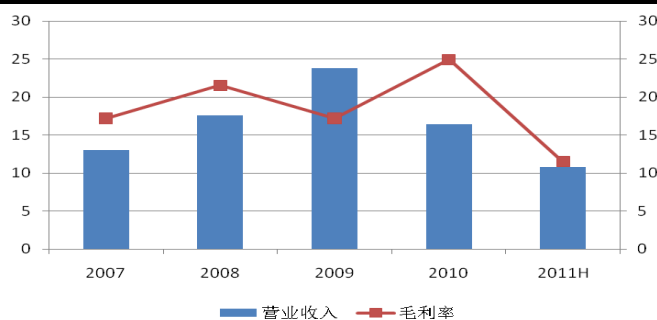
图表 23: 国内棉花价格走势 单位: 元/吨



来源: 中原证券研究所 全国棉花交易市场

公司食品加工业务以加工销售番茄酱、番茄粉、脱水蔬菜、油脂为主，是未来重点发展的方向。随着 2011 年增发项目陆续投产，未来食品加工业务的产能与收入有望增长。但由于 2011 年油脂业务亏损，导致业务毛利率出现恶化。

图表 24: 食品加工营业收入与毛利率 千万元 %



来源: 中原证券研究所 公司公告

图表 25: 国内出口番茄酱价格走势 单位: 美元/吨



来源: 中原证券研究所 海关总署

5、盈利预测与估值

5.1 盈利预测

敦煌种业种子业务稳定发展，2012 年营业收入占比有望达到 75%以上，同时盈利能力持续增长，提升公司综合毛利率水平。食品加工业务未来产能持续释放，营业收入年均增长有望达到 10%。棉花业务收入与利润的不确定性较大，2011 年皮棉及油脂业务大幅亏损，导致公司业绩下滑。

图表 26: 敦煌种业收入预测

单位: 千万元

	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 E	2012 年 E	2013 年 E
种子	61.87	96.07	105.63	137.32	164.79	205.99
棉花	39.14	30.89	35.71	30.35	34.91	34.91
食品加工	17.58	23.83	16.39	18.03	19.84	21.82
合计	118.59	150.79	157.73	185.71	219.53	262.71
收入增长率		27.15%	4.60%	17.74%	18.21%	19.67%

来源: 中原证券研究所

图表 27: 敦煌种业利润预测

单位: 千万元

	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 E	2012 年 E	2013 年 E
营业收入	118.59	150.79	157.73	186.89	220.71	263.89
毛利率	25.88%	29.60%	40.38%	40.64%	45.19%	48.25%
销售费用	8.5	13.56	16.95	20.56	24.28	29.03
管理费用	6.63	9.34	11.92	14.95	15.45	18.47
财务费用	6.2	5.04	5.42	6.75	5.40	4.09
营业利润	5.30	14.42	27.83	33.43	54.48	75.58
净利润	6.60	14.13	23.70	28.42	46.31	64.24
归属母公司净利润	1.39	3.00	8.07	4.26	15.28	24.41
EPS(元)	0.07	0.16	0.43	0.21	0.75	1.20

来源: 中原证券研究所

5.2 估值

预计公司 2011-2013 年营业收入 18.69 亿元、22.07 亿元、26.39 亿元, 实现归属母公司净利润 0.38 亿元、1.53 亿元、2.38 亿元, 对应每股收益(EPS) 0.21 元、0.75 元、1.20 元。

考虑公司种子主业处于转型期, 未来发展步伐较快, 参考其他种业公司估值, 给予 2012 年 25-30 倍 PE, 对应合理股价区间 18.75-22.5 元, 给予“增持”投资评级。

图表 28: 敦煌种业估值比较

证券简称	收盘价 (3.4)	EPS			每股 净资产	PE			PB
		2010 年	2011 年 E	2012 年 E		2010 年	2011 年	2012 年	
登海种业	28.84	1.19	0.72	1.00	2.80	24.31	40.06	28.93	10.30
隆平高科	28.08	0.27	0.51	0.78	3.44	104.35	54.91	35.97	8.16
荃银高科	18.68	0.69	0.23	0.51	5.09	27.07	82.25	36.54	3.67
神农大丰	18.09	0.51	0.56	0.76	7.89	35.26	32.26	23.72	2.29
敦煌种业	19.94	0.43	0.21	0.75	4.94	45.94	95.22	26.56	4.04

来源: 中原证券研究所

6、风险提示

极端天气影响或病虫害灾害; 先玉 335 推广效果不及预期; 棉花业务大幅亏损。

资产负债表					利润表				
(千万)					(千万)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	239.50	244.78	278.34	343.40	营业收入	158.94	186.89	220.71	263.89
现金	105.58	93.45	110.36	152.43	营业成本	94.76	110.93	120.97	136.57
交易性金融资产	0.20	0.00	0.00	0.00	营业税费	0.09	0.11	0.13	0.16
应收票据	0.54	0.56	0.55	0.53	销售费用	16.95	20.56	24.28	29.03
应收款项	35.33	52.17	61.80	73.89	管理费用	11.92	14.95	15.45	18.47
存货	76.90	77.65	84.68	95.60	财务费用	5.42	6.75	5.40	4.09
其他	20.95	20.95	20.95	20.95	资产减值损失	3.12	0.16	0.00	0.00
非流动资产	94.83	94.97	93.54	88.01	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	7.64	7.00	7.00	7.00	投资收益	1.16	0.00	0.00	0.00
固定资产	64.30	64.56	63.71	60.22	营业利润	27.83	33.43	54.48	75.58
无形资产	19.82	18.83	17.89	17.00	营业外收入	0.93	0.00	0.00	0.00
其他	3.07	4.58	4.94	3.79	营业外支出	0.45	0.00	0.00	0.00
资产总计	334.33	339.75	371.88	431.40	利润总额	28.32	33.43	54.48	75.58
流动负债	223.77	202.73	188.56	186.51	所得税	4.61	5.01	8.17	11.34
短期借款	169.14	140.60	116.14	100.00	净利润	23.70	28.42	46.31	64.24
应付帐款	14.99	16.64	18.15	20.48	少数股东权益	15.64	24.15	31.03	39.83
预收帐款	14.42	14.42	14.42	14.42	归属母公司净利润	8.07	4.26	15.28	24.41
其他	25.22	31.08	39.85	51.60	EPS (元)	0.43	0.21	0.75	1.20
长期负债	1.83	1.88	1.91	1.96	主要财务比率				
长期借款	0.03	0.03	0.03	0.03		2010A	2011E	2012E	2013E
其他	1.80	1.86	1.89	1.93	每股指标				
负债合计	225.60	204.62	190.47	188.47	每股收益	0.43	0.21	0.75	1.20
股本	18.60	18.60	18.60	18.60	每股经营现金	2.20	-0.61	0.66	2.01
资本公积金	37.00	37.00	37.00	37.00	每股净资产	3.69	3.85	4.42	5.34
未分配利润	9.93	12.49	21.66	36.30	增长率				
少数股东权益	40.12	64.27	95.30	135.13	营业收入增长率	5.07%	17.59%	18.10%	19.56%
母公司所有者权益	68.61	71.59	82.29	99.38	营业利润增长率	92.96%	20.11%	62.96%	38.73%
负债及权益合计	334.33	340.48	368.06	422.97	净利润增长率	168.74%	-47.17%	258.51%	59.75%
现金流量表					获利能力				
(千万)					毛利率	40.38%	40.64%	45.19%	48.25%
	2010A	2011E	2012E	2013E	净利率	5.08%	2.28%	6.92%	9.25%
经营活动现金流	22.74	30.73	50.80	65.02	ROE	11.76%	5.95%	18.57%	24.56%
净利润	23.70	28.42	46.31	64.24	ROIC	10.29%	12.67%	17.75%	22.05%
资产减值准备	3.12	0.16	0.00	0.00	偿债能力				
折旧摊销	5.41	5.22	5.43	5.53	资产负债率	66.26%	55.59%	45.03%	#DIV/0!
财务费用	5.42	6.75	5.40	4.09	流动比率	1.07	1.21	1.48	1.84
投资收益	1.16	0.00	0.00	0.00	速动比率	0.73	0.82	1.03	1.33
营运资金变动	0.00	-9.81	-6.34	-8.84	营运能力				
投资活动现金流	-25.13	-5.16	-4.00	0.00	资产周转率	0.54	0.55	0.62	0.67
资本支出	0.00	-6.00	-4.00	0.00	存货周转率	1.41	1.43	1.49	1.52
其他投资	-25.13	0.84	0.00	0.00	应收帐款周转率	5.60	5.08	4.52	4.54
筹资活动现金流	43.25	-36.96	-34.44	-27.55	估值比率				
借款变动	0.00	-0.38	0.00	0.00	PE	46.73	96.85	27.01	16.91
其他	43.25	-36.58	-34.44	-27.55	PB	5.50	5.27	4.58	3.80
现金净增加额	40.86	-11.39	12.36	37.47					

资料来源：公司报表、中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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征价。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。