

敦煌种业 (600354. SH)
敦煌先锋低于预期，母公司归核于种业

 评级: **增持**

 前次: **增持**

目标价(元):

分析师

分析师

谢刚

张俊宇

S0740510120005

S0740511120002

021-20315178

021-20315191

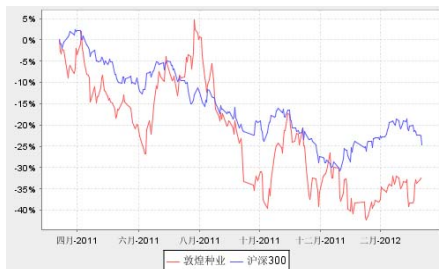
xiegang@r.qlzq.com.cn

zhangjy@r.qlzq.com.cn

2012年3月29日

基本状况

总股本(百万股)	203.55
流通股本(百万股)	198.55
市价(元)	19.03
市值(百万元)	4105.53
流通市值(百万元)	4004.68

股价与行业-市场走势对比

业绩预测

指标	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1,512.70	1,589.36	1,808.99	2,205.23	2,343.31
营业收入增速	36.28%	5.07%	13.82%	21.90%	6.26%
净利润增长率	118.45%	168.74%	-80.60%	630.53%	23.04%
摊薄每股收益(元)	0.16	0.43	0.08	0.56	0.69
前次预测每股收益(元)	0.16	0.43	0.16	0.62	0.82
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	247.50	33.88	27.54
PEG	0.95	0.50	—	0.05	1.20
每股净资产(元)	3.25	3.69	5.47	6.03	6.72
每股现金流量	2.34	1.22	0.84	1.47	2.03
净资产收益率	4.96%	11.76%	1.41%	9.32%	10.28%
市净率	5.58	9.84	3.48	3.16	2.83
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:** 敦煌种业公布 2011 年年报, 2011 年公司实现营业收入 18.09 亿元, 同比增长 14.51%, 实现归属于母公司股东净利润 1565.77 万元, 同比下降 80.59%, 折合 EPS0.077 元。同时公司公布 2011 年分红预案, 拟以 2011 年末总股本 2.04 亿股为基数, 向全体股东每 10 股转增 12 股, 转增完成后公司总股本将增加至 4.48 亿股。
- **2011 年业绩低于预期, 除棉花和棉油业务亏损外, 敦煌先锋业绩出现同比负增长也是主要原因。** 2011 年敦煌先锋实现收入 7.23 亿元, 同比增长 4.8%, 净利润 2.53 亿元, 同比下降 21%, 2011 年给敦煌种业贡献的 EPS 为 0.63 元, 比 2010 年下降 0.17 元。假如不考虑 12 月份赔付给农民的 3139.6 万元, 赔付前净利润 2.84 亿元, 同比下降 11.2%。2011 年敦煌先锋业绩下降的主要原因有: (1) 制种成本上涨, 终端涨价乏力, 种子毛利率由 2010 年的 71% 下滑至 61.2%; (2) 2011 年 Q4 种子销售量低于预期。
- **短期来看,** 由于去年秋收后玉米收购价下跌, 农民购种意愿不强, 导致 2011 年 Q4 玉米种子销售进度缓慢, 随着今年 3 月份玉米收购价反弹, 我们预计 4 月份-5 月份将迎来玉米种子销售的春季高峰期, 考虑到 2011 年 4 万吨的制种量, 敦煌先锋 2012 年上半年业绩增速值得期待, 下半年则面临持续增长压力。
- **中长期看,** 我们认为 2009 年以来国内单粒播品种推广面积提升对玉米种子行业整体价值提升的红利期即将结束, 这意味着未来玉米种子价格继续大幅涨价的可能性在降低, 而且未来玉米种子行业的品种集中度有下降趋势, 可以预期先玉 335 将进入推广成熟期, 推广面积增速下降, 价格涨幅受限。
- **下调敦煌先锋盈利预测:** 据最新制种情况, 我们将敦煌先锋 2012/13 年制种面积 12.5 万亩和 14.5 万亩下调至 9 万亩和 9.5 万亩, 据此将敦煌先锋 EPS 贡献由此前 1.02 元和 1.22 元下调至 0.89 元和 0.90 元。

- 母公司代繁种子业务好于预期，未来主业逐步向种子“育繁推”倾斜，战略归核有望实现，但母公司业务扭亏之路依然漫长遥远。2011年公司种子代繁业务及新乡、武汉等种业分子公司共实现营业收入4.87亿元，同比增长33%，毛利率27.05%，同比提升10.41个百分点。2011年底公司获得“吉祥一号”杂交玉米种子品种使用权，此外，公司将2011年再融资剩余资金全部投入种子相关业务（包括购买品种使用权以及种子生产加工线），且年报中提到将逐步剥离亏损的棉花加工业务，未来公司经营的主要精力放在种子“育繁推”业务上，有利于母公司业务归核种子主业，但我们认为母公司扭亏之路依然漫长而遥远。
- 考虑到先锋盈利增速下调之预期，我们也小幅下调敦煌种业2012年-2014年EPS分别至0.56元、0.69元和0.80元（摊薄后分别为0.26元、0.31元和0.36元），其中2012/13年较前次EPS预测下调了0.06、0.13元，当前股价对应PE分别33.8倍、27.5倍和23.8倍，维持“增持”评级，暂不给目标价。

图表1：敦煌种业销售预测表

项 目	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
敦煌先锋								
平均售价(元/公斤)	0.00	23.58	29.80	26.90	27.44	28.26	29.11	29.98
增长率(YOY)	—	—	26.38%	-9.73%	2.00%	3.00%	3.00%	3.00%
销售数量(万公斤)	0.00	753.05	1,531.71	2,565.06	2,636.47	3,425.04	3,468.75	3,656.25
增长率(YOY)	—	—	103.40%	67.46%	2.78%	29.91%	1.28%	5.41%
销售收入(百万元)	0.00	177.57	456.45	690.00	723.39	967.96	1,009.72	1,096.23
增长率(YOY)	—	—	157.05%	51.17%	4.84%	33.81%	4.31%	8.57%
毛利率	0.00%	72.00%	68.00%	71.00%	61.77%	61.03%	59.51%	58.73%
销售成本(百万元)	0.00	49.72	146.06	200.10	276.56	377.24	408.80	452.44
增长率(YOY)	—	—	193.78%	36.99%	38.21%	36.41%	8.37%	10.68%
毛利(百万元)	0.00	127.85	310.39	489.90	446.83	590.71	600.92	643.78
增长率(YOY)	—	—	142.77%	57.84%	-8.79%	32.20%	1.73%	7.13%
占总销售额比重	0.00%	16.00%	30.17%	43.41%	39.99%	43.89%	43.09%	43.55%
占主营业务利润比重	0.00%	44.50%	69.32%	76.34%	72.89%	72.71%	69.84%	67.37%
其他种子								
销售收入(百万元)	372.00	441.17	504.21	366.34	487.26	537.26	587.26	637.26
增长率(YOY)	—	18.59%	14.29%	-27.34%	33.01%	10.26%	9.31%	8.51%
毛利率	20.07%	20.39%	14.54%	16.64%	27.05%	28.00%	30.00%	35.00%
销售成本(百万元)	297.33	351.23	430.88	305.39	355.47	386.83	411.08	414.22
增长率(YOY)	—	18.13%	22.68%	-29.12%	16.40%	8.82%	6.27%	0.76%
毛利(百万元)	74.67	89.94	73.33	60.95	131.79	150.43	176.18	223.04
增长率(YOY)	—	20.45%	-18.46%	-16.89%	116.23%	14.15%	17.11%	26.60%
占总销售额比重	49.43%	39.75%	33.33%	23.05%	26.94%	24.36%	25.06%	25.32%
占主营业务利润比重	52.58%	31.30%	16.38%	9.50%	21.50%	18.52%	20.48%	23.34%
种子业务合计								
销售收入(百万元)	372.00	618.74	960.66	1,056.34	1,210.66	1,505.22	1,596.98	1,733.49
增长率(YOY)	—	66.33%	55.26%	9.96%	14.61%	24.33%	6.10%	8.55%
毛利率	20.07%	35.20%	39.94%	52.15%	47.79%	49.24%	48.66%	50.00%
销售成本(百万元)	297.33	400.95	576.94	505.49	632.03	764.07	819.89	866.67
增长率(YOY)	—	34.85%	43.89%	-12.38%	25.03%	20.89%	7.30%	5.71%
毛利(百万元)	74.67	217.79	383.72	550.85	578.62	741.14	777.09	866.82
增长率(YOY)	—	191.67%	76.19%	43.56%	5.04%	28.09%	4.85%	11.55%
占总销售额比重	49.43%	55.74%	63.51%	66.46%	66.92%	68.26%	68.15%	68.87%
占主营业务利润比重	52.58%	75.80%	85.70%	85.83%	94.39%	91.23%	90.32%	90.71%
棉花加工业务								
销售收入(百万元)	499.84	391.41	308.90	357.09	402.32	442.55	451.40	460.43
增长率(YOY)	—	-21.69%	-21.08%	15.60%	12.67%	10.00%	2.00%	2.00%
毛利率	9.01%	7.96%	6.89%	12.92%	4.08%	7.00%	7.00%	7.00%
销售成本(百万元)	454.82	360.27	287.63	310.95	385.90	411.57	419.80	428.20
增长率(YOY)	—	-20.79%	-20.16%	8.11%	24.11%	6.65%	2.00%	2.00%
毛利(百万元)	45.02	31.14	21.27	46.14	16.41	30.98	31.60	32.23
增长率(YOY)	—	-30.83%	-31.70%	116.93%	-64.43%	88.77%	2.00%	2.00%
占总销售额比重	66.42%	35.26%	20.42%	22.47%	22.24%	20.07%	19.26%	18.29%
占主营业务利润比重	31.70%	10.84%	4.75%	7.19%	2.68%	3.81%	3.67%	3.37%
食品加工业务								
销售收入(百万元)	130.03	175.84	238.26	163.93	189.59	246.46	283.43	311.78
增长率(YOY)	—	35.23%	35.50%	-31.20%	15.65%	30.00%	15.00%	10.00%
毛利率	17.18%	21.51%	17.22%	24.92%	8.97%	15.00%	17.00%	17.00%
销售成本(百万元)	107.69	138.01	197.23	123.08	172.57	209.49	235.25	258.77
增长率(YOY)	—	28.15%	42.91%	-37.60%	40.21%	21.39%	12.29%	10.00%
毛利(百万元)	22.34	37.83	41.03	40.85	17.01	36.97	48.18	53.00
增长率(YOY)	—	69.34%	8.46%	-0.44%	-58.35%	117.29%	30.33%	10.00%
占总销售额比重	17.28%	15.84%	15.75%	10.31%	10.48%	11.18%	12.10%	12.39%
占主营业务利润比重	15.73%	13.17%	9.16%	6.37%	2.78%	4.55%	5.60%	5.55%
销售收入小计	752.56	1109.98	1512.70	1589.36	1808.99	2205.23	2343.31	2517.19
销售成本小计	610.56	822.66	1064.93	947.60	1195.99	1392.84	1482.94	1561.64
毛利小计	142.00	287.32	447.77	641.76	613.00	812.39	860.38	955.55
平均毛利率	18.87%	25.89%	29.60%	40.38%	33.89%	36.84%	36.72%	37.96%

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。