东兴证券
DONGXING SECURITIES

玉米种子力挺公司增长

——敦煌种业（600354）年报点评

2010 年 2 月 10 日

推荐/维持

敦煌种业 | 财报点评

王昕 农林牧渔行业分析师

wangxin@dxzq.net.cn 010-66507312

事件：

报告期内实现销售收入 15.12 亿元，较上年增长 36.2%；实现利润总额 1.38 亿元，比上年增长 103.66%；归属母公司股东净利润 3002.45 万元，较上年增长 118.45%。基本每股收益 0.16 元。

公司分季度财务指标

指标	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4
营业收入（百万元）	227.79	160.65	478.63	340.43	296.33	106.63	769.30
增长率（%）	86.42	-3.03	58.74	40.15	30.09	-33.63	60.73
毛利率（%）	7.19	9.82	34.68	36.11	5.69	11.97	38.37
期间费用率（%）	21.34	20.96	16.63	20.36	17.98	38.25	15.08
营业利润率（%）	-16.88	-11.29	14.94	15.26	-14.15	-26.58	21.13
净利润（百万元）	-36.68	-19.12	83.86	51.65	-42.51	-28.46	160.62
增长率（%）	56.47	-49.06	65.66	36.13	15.88	48.89	91.54
每股盈利（季度，元）	-0.19	-0.11	0.30	0.06	-0.22	-0.14	0.46
资产负债率（%）	58.50	66.80	67.99	63.54	61.23	65.12	66.15
存货周转率（%）	0.70	1.00	1.37	0.40	1.04	0.00	0.00
应收帐款周转率（%）	2.11	2.96	4.06	1.28	2.62	0.00	0.00

评论：

经营回顾

- **种业独撑增长大局。**09年公司种子收入96066.47万元，同比增长55.26%，种子营业利润44600万元，同比增长76.19%，毛利率提高了4.74个百分点至39.94%，种业是公司今年业绩增长的决定因素。

表 1：公司 08、09 年利润构成和毛利率变化

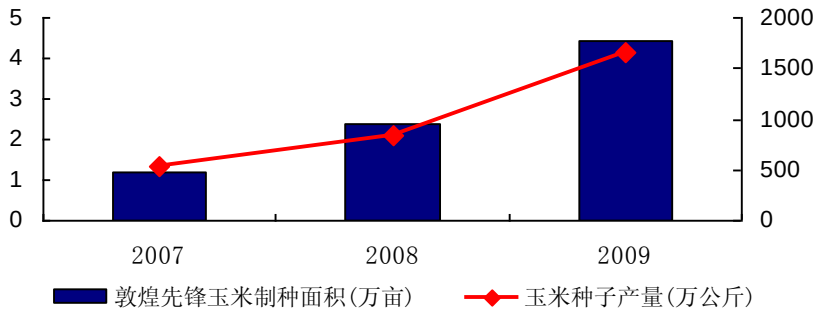
利润构成	2008	2009	同比增长	毛利率对比	2008	2009	同比增长
种子	74.31%	88.22%	15.78%	种子	35.2%	39.94%	13.47%
棉花	10.62%	-3.51%	-55.13%	棉花	7.96%	6.88%	-13.57%
食品加工	12.91%	15.34%	-28.73%	食品加工	21.52%	17.22%	-19.98%

资料来源：东兴证券

其中敦煌先锋良种有限公司 3-4 期工程竣工并正式投入生产，随着生产规模的进一步扩大，公司业绩快速上

升，2009年敦煌种业先锋良种有限公司玉米制种面积扩大到4.45万亩，产种166万公斤，实现净利润2.18亿元，比上年增长132%，对公司业绩贡献巨大。

图 1：敦煌先锋玉米制种面积与种子产量



资料来源：公司年报

- **食品加工收入增长。**09年食品加工收入23826.14万元，同比增长35.5%，营业利润4103.5万元，同比增长8.46%，利润额占全部利润的9.2%，食品加工将是公司今后全力推进重点发展的一个产业。
- **皮棉业务利润下降。**09年受棉花价格下跌影响，棉花产业实现营业收入30899.52万元，同比下降21.08%。由于植棉成本的上升，导致09年棉花业务营业利润下降31.17%至2126.3万元。报告期内公司棉花收购区域棉农植棉积极性下降，棉花种植面积同比减少，加之收购主体较多、竞争激励，导致公司新棉收购数量较往年大幅下降。报告期内共收购加工皮棉6224吨，仅占去年收购量的30%左右。面对收购市场出现的不利因素，公司积极加大棉花购销等业务，购销经营皮棉量占到当年经营量的65%，最大限度的发挥了公司棉花产业的经营优势和抗风险能力。

业务展望

- **种业增长明确，贡献仍将最大。**公司业绩的增长主要是靠种业带动，特别是敦煌先锋自达产一直是公司利润的主要来源。先玉335以其单粒播和高产的优势，毛利率保持在70%左右，我们估计未来公司以先锋为主的种业增长模式不会改变，而且敦煌先锋种子的价格会随粮价上涨有上浮，销量则会因公司扩大市场规模及对郑单958的替代而有所增加。今年敦煌先锋种子产量1663万公斤，利润21800万元，我们预计10年将达到2245万公斤，实现利润24695万元。
- **食品加工增长，棉花业务减亏。**公司食品加工种类虽然较多，但主要都是利用当地区位特色发展比较优势产品，多样化不影响业务发展。随着棉籽和菜籽新旧生产线同时具备独立生产能力，番茄收购、加工、经营量较上年增加，公司食品加工产业将步入快速发展轨道。考虑到皮棉业务亏损的情况，我们认为公司调整战略布局棉花购销可能会改善棉花经营不佳的局面，未来棉花部分减亏可期。

投资建议与盈利预测

近年种业供大于求局面有所改善，政策面倾向种业发展特别是鼓励龙头企业做大做强，优化整个行业多而散的格局。先玉335优良的品质将带来公司种子业务持续发展，利润贡献比例逐步加大。我们预计皮棉业务会逐步减亏，但步伐还要受棉花价格和成本因素制约。食品加工业务趋势向好，随着增发项目达产将成为公司另一增长点。09年公司EPS为0.16元，预计10年、11年分别为0.45元和0.73元，维持公司“推荐”评级。

表 1：投资组合盈利预测和估值

万元	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	110998.03	151269.66	190723.05	241302.87
(+/-)%	47.49%	36.28%	26.08%	26.52%
经营利润（EBIT）	5297.83	14423.84	20338.05	25567.98
(+/-)%	-229.22%	172.26%	41.00%	25.72%
净利润	1391.12	3002.45	8437.10	13667.03
(+/-)%	-195.48%	115.83%	181.01%	61.99%
每股净收益（元）	0.07	0.16	0.45	0.73

资料来源：东兴证券

分析师简介

王昕

英国伯明翰大学经济学硕士，2009 年加盟东兴证券研究所，从事农林牧渔行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级:

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15%以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级:

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5%以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。