

公司研究

农业/种植
评级：买入

信达证券股份有限公司

北京市西城区南闹市口大街
九号院一号楼六层信达证券
研发中心

康敬东

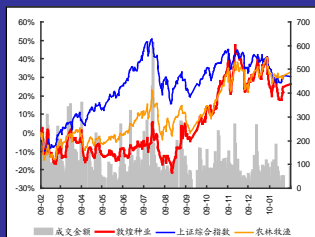
010-63081261

kangjingdong@cindasc.com

主要财务指标

盈利预测及市场重要数据	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	1,513	1,939	2,140	2,323
(+/-%)	36%	28%	10%	9%
归属母公司净利润(百万元)	30.02	108.28	131.78	148.47
(+/-%)	116%	261%	22%	13%
每股收益(元)	0.161	0.459	0.558	0.629
市盈率(P/E)	139.3	38.6	31.7	28.2
市净率(P/B)	6.9	6.1	5.4	4.8
EV/EBITDA	26.2	7.7	6.4	5.9
股息率(%)	1.7%	1.0%	1.2%	1.4%
归属母公司权益(百万元)	681	PEG	1.74	
总市值(百万元)	3,297.18	总股本(百万股)	236	
企业价值(百万元)	21,015	流通股(百万股)	186	
资产负债率(%)	33%	换手率(3个月)	141.23	
归属净资产收益率(%)	15.90%	52	刚价格波动	17.48
年复合增长率(10-13)	22%	上海综合指数	3,003	

近一年股价走势



相关报告

敦煌种业 (600354/30 元)

步入高速增长期——2009 年报点评

2010 年 2 月 22 日

摘要

- 2009 年公司实现销售收入 15.12 亿元，实现利润总额 1.38 亿元，实现归属母公司净利润 3002.45 万元，分别增长 36.2%、103.66%和 115.83%。每股收益 0.161 元，每股净资产 3.25 元、每股经营活动现金流 2.34 元，净资产收益率 4.96%。
- 2009 年公司业绩提升的主要贡献来自于种业和食品加工业。去年先锋种业制种基地面积由 2.5 万亩扩大至 4.4 万亩，同时先锋良种公司 3-4 期工程竣工投产，规模的扩大和先锋玉米种的市场影响和其高额盈利水平大大提高了公司种子业务的收益水平。生产脱水蔬菜的百佳食品公司面临非常好的发展机遇，同时也具备得天独厚的资源和加工条件优势，2009 年公司仅销售 3154 吨不及公司计划的一半水平，我们认为这可能与金融危机影响关系较大。棉花业务方面，收购棉花依然很不理想，无法充分发挥公司棉花下游棉籽油生产线的产能和技术优势，依靠皮棉购销。未来两三年随着公司宁夏制种基地的建成，先锋玉米种的制种面积仍可翻番，不仅如此，公司下属食品公司经过前几年稳固基础，未来几年有望迎来高速增长，因此 2010 年后公司将进入高速增长期。
- 尽管公司认为棉花业务将随着纺织业的恢复而改善，但若外贸形势难见起色，纺织业的恢复将旷日持久。外贸形势不仅影响棉花业务而且也影响下游的棉籽油等一系列子行业，同时由于公司脱水蔬菜和番茄酱主要外销，尽管产品品质出众，但仍不排除受到国际贸易战影响。在这种背景下继续通过募投项目扩大产能，其风险仍不可忽视。
- 考虑增发增发的情况下，我们预测公司 2010 年-2012 年 EPS 将分别为 0.46、0.56 和 0.63 元，对应当前股价 PE 分别为 38.6、31.7 和 28.2 倍，2010 年-2013 年复合增长 22.22%。合理估值应不低于 30 元。

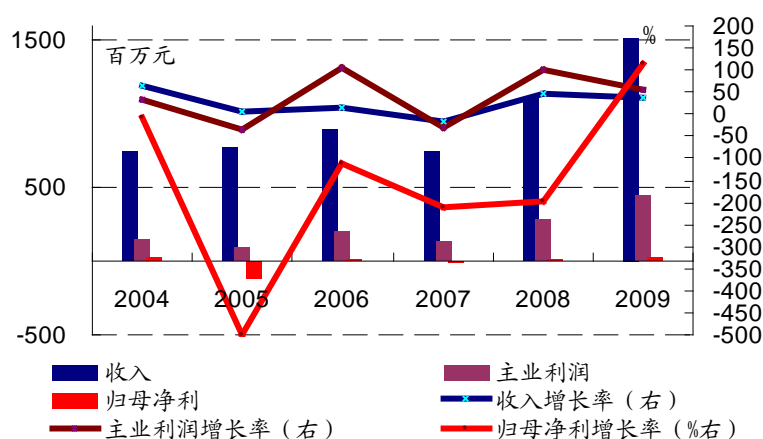
目录

1. 收入利润持续增长	2
2. 期间费用率下降 经营效率略有提高	3
3. 主业加速发展	4
4. 风险提示	4
5. 投资建议	5

1. 收入利润持续增长

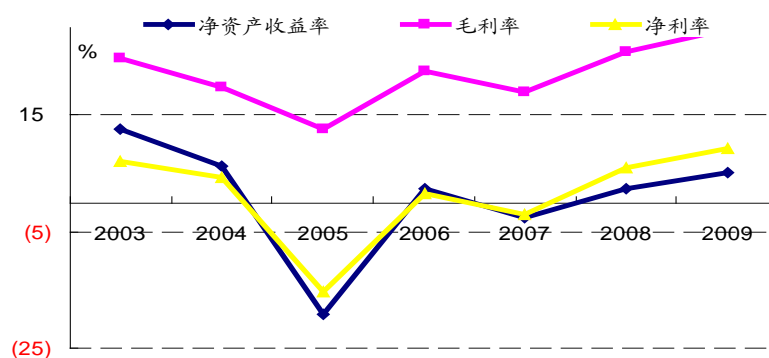
2010年1月10日，敦煌种业发布业绩报告。2009年公司实现销售收入15.12亿元，实现利润总额1.38亿元，实现归属母公司净利润3002.45万元，分别增长36.2%、103.66%和115.83%。每股收益0.161元，每股净资产3.25元、每股经营活动现金流2.34元，净资产收益率4.96%。

图 1: 公司收入、利润变动情况



资料来源: 信达证券

图 2: 公司盈利水平变动

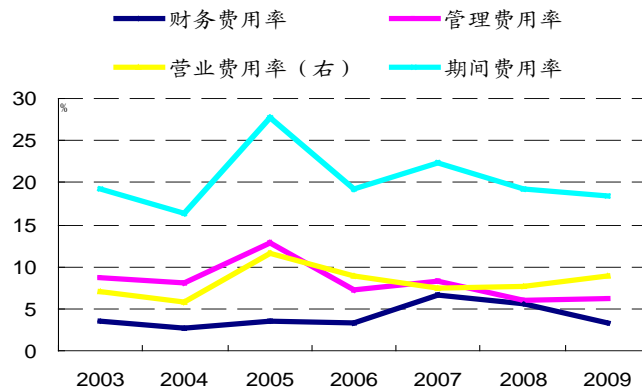


资料来源: 信达证券

2. 期间费用率下降 经营效率略有提高

2007-2009 年公司期间费用率分别为 22.4%、19.2%和 18.5%，呈逐年下降之势。期间费用中财务费用占收入的比重下降尤其明显，2007-2009 年分别为 6.6%、5.6%和 3.3%，三年中下降了一半。2009 年管理费用率为 6.2%虽然较 08 年的 6%略有上升，但仍较 2007 年的 8.3%大幅下降。营业费用率是三费中唯一上升的，从 07 年到 09 年分别为 7.5%、7.7%和 9%。

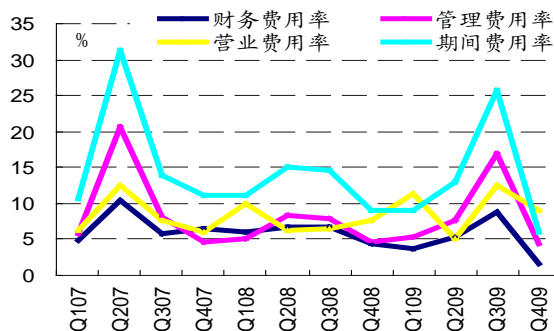
图 3: 近年期间费用变动情况



资料来源: 信达证券

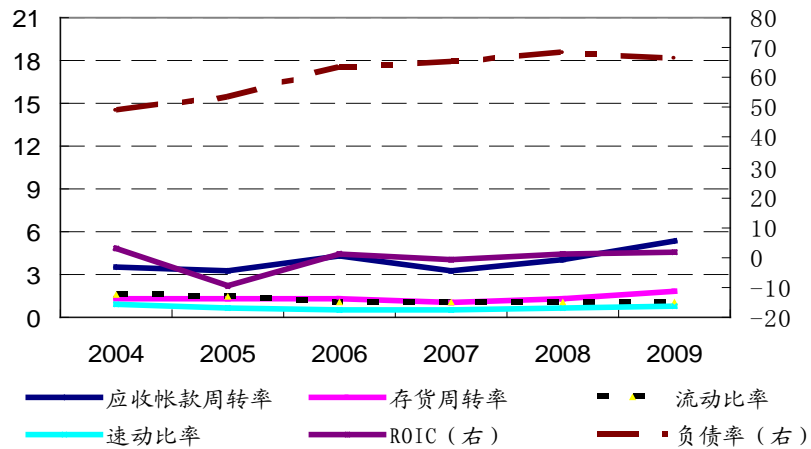
值得注意的是公司年内单季度期间费用率波动很大，四个季度期间费用率分别为 9.03%、12.91%、25.84%和 6.14%。通过单季度利润表我们可以看到这主要由于公司 2009 年四季度确认的收入比重远高于前几年，而且期间费用的增长也远不及收入增幅，因此造成四季度期间费用率大幅下降。

图 4: 近年单季度期间费用变动情况



资料来源: WIND

图 5: 近年经营效率比较



资料来源: WIND

3. 主业加速发展

2009 年公司业绩提升的主要贡献来自于种业和食品加工业。去年先锋种业制种基地面积由 2.5 万亩扩大至 4.4 万亩, 同时先锋良种公司 3-4 期工程竣工投产, 规模的扩大和先锋玉米种的市场影响和其高额盈利水平大大提高了公司种子业务的收益水平。生产脱水蔬菜的百佳食品公司面临非常好的发展机遇, 同时也具备得天独厚的资源和加工条件优势, 2009 年公司仅销售 3154 吨不及公司计划的一半水平, 我们认为这可能与金融危机影响关系较大。棉花业务方面, 收购棉花依然很不理想, 无法充分发挥公司棉花下游棉籽油生产线的产能和技术优势, 依靠皮棉购销。未来两三年随着公司宁夏制种基地的建成, 先锋玉米种的制种面积仍可翻番, 不仅如此, 公司下属食品公司经过前几年稳固基础, 未来几年也将迎来高速增长, 因此 2010 年后公司将进入高速增长期。

4. 风险提示

尽管公司认为棉花业务将随着纺织业的恢复而改善, 但我们对此持保守意见, 外贸形势如果恶劣的环境下纺织业的恢复将旷日持久。外贸形势不仅影响棉花业务而且也影响下游的棉籽油等一系列子行业, 同时由于公司脱水蔬菜和番茄酱主要外销, 尽管公司产品品质出众, 但仍不排除受到国际贸易战影响。在这种背景下继续通过募投项目扩大产能, 其风险可想而知。当然一旦贸易战偃旗息鼓, 公司募集项目投产后将有望极大提升公司实力和盈利水平。

表 1: 募集项目情况 (万元)

项目	投资	募集资金投入	建设期	说明
玉米种子烘干	6936.3	4000	2	2.5 万吨玉米种子含水达 13%下
购买玛纳斯油脂	5100	5100	1	可加工 25 万吨棉籽生产 4 万吨棉油和 11
玛纳斯 1000 吨/日棉籽生	5000	5000	1	
番茄深加工	13350	13000	2	四条生产线日处理 3500 吨番茄年产量 2 万
脱水蔬菜深加工	19779	13000	3	3 期日处理洋葱 90/340/590 吨, 脱水粉和
补充流动资金	9000	9000		
合计		49100		

资料来源: 信达证券

5. 投资建议

考虑增发的情况下, 我们预测公司 2010 年-2012 年 EPS 将分别为 0.46、0.56 和 0.63 元, 对应当前股价 PE 分别为 38.6、31.7 和 28.2 倍, 2010 年-2013 年复合增长 22.22%。合理估值应不低于 30 元。

表 2: 报表预测

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	1512.7	1938.9	2139.6	2322.5	经营活动产生的现金流量				
主营业务成本、税金	1065.5	1113.4	1197.7	1288.6	归属母公司所有者的净利润	141.3	108.3	131.8	148.5
主营业务利润	447.2	825.5	941.9	1033.9	少数股东权益	111.3	465.8	566.9	638.7
其他业务利润	(1.7)	0.0	0.0	0.0	折旧及摊销	34.3	38.6	44.5	47.4
销售费用	135.6	126.0	139.1	151.0	坏账准备	18.6	25.9	12.2	11.1
管理费用	93.4	106.6	117.7	127.7	应收账款的减少/(增加)	18.7	(99.8)	(47.0)	(42.8)
财务费用	50.4	24.1	(10.5)	(29.9)	存货的减少/(增加)	44.8	(25.1)	(44.1)	(47.6)
资产减值损失及其它	21.9	1.2	0.0	0.0	待摊费用和其他流动资产减少	0.0	(77.8)	(36.6)	(33.4)
营业利润	144.2	567.5	695.7	785.1	其他长期资产的减少/(增加)	0.1	0.0	0.0	0.0
营业外收支	(5.7)	10.0	10.0	10.0	应付账款的增加(减少)	111.2	6.4	11.2	12.1
利润总额	138.5	579.9	705.7	795.1	预提费用的增加(减少)	0.0	0.0	0.0	0.0
减: 所得税	(2.8)	5.8	7.1	8.0	其他流动负债的增加(减少)	58.3	11.8	24.7	25.7
净利润	141.3	574.1	698.7	787.1	其他长期负债的增加(减少)	0.0	0.0	0.0	0.0
减: 少数股东损益	111.3	465.8	566.9	638.7	其它	(103.5)	0.0	0.0	0.0
归属母公司所有者的净利润	30.0	108.3	131.8	148.5	经营活动产生的现金流量净额	434.9	454.0	663.5	759.6
资产负债率 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E	投资活动产生的现金流量				
现金及现金等价物	659.5	351.0	625.3	1297.1	收回投资与投资收益	54.6	0.0	0.0	0.0
应收账款	354.2	454.0	501.0	1554.8	资本投资	204.0	229.3	128.3	43.3
存货	557.1	582.2	626.3	673.8	其它	0.0	0.0	0.0	0.0
其他流动资产	276.2	354.0	390.6	424.0	投资活动产生的现金流量净额	(149.4)	(229.3)	(128.3)	(43.3)
流动资产合计	1772.9	1623.5	2013.4	2797.8	筹资活动产生的现金流量				
固定资产	500.7	701.2	794.7	800.3	吸收投资收到的现金	1.0	50000.0	0.0	0.0
无形资产	194.1	184.4	174.7	165.0	支付股利	57.2	32.5	39.5	44.5
其它非流动资产	57.0	57.0	57.0	57.0	取得借款收到的现金	21.8	(500.7)	(221.3)	0.0
资产总计	2524.6	2799.2	3839.7	5258.8	其它	143.1	50000.0	0.0	0.0
短期借款	1222.0	221.3	0.0	0.0	筹资活动产生的现金流量净额	(177.5)	(533.2)	(260.8)	(44.5)
应付账款	141.4	147.8	159.0	171.1	现金的净流入/(净流出)	108.0	(308.5)	274.3	671.8
其他流动负债	294.8	306.5	331.2	356.9	现金期初余额	376.3	658.5	349.9	624.3
流动负债合计	1658.2	675.6	490.2	528.0	现金期末余额	484.3	349.9	624.3	1296.0
长期借款	1.3	1.3	1.3	1.3					
其他非流动负债	10.4	10.4	10.4	10.4	主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
非流动负债合计	11.8	11.8	11.8	11.8	ROE	5.0%	15.9%	17.0%	16.9%
负债合计	1670.0	687.4	502.0	539.7	ROA	1.2%	4.2%	4.3%	3.9%
归属母公司所有者权益合计	605.0	880.8	773.1	877.0	已获利息倍数	3.7	16.75x	227.33x	10578.56x
少数股东权益	249.6	715.5	1282.3	1921.0	资产负债率	66.1%	26.8%	16.5%	14.1%
所有者权益合计	854.7	1396.3	2055.4	2798.0	流动比率	106.9%	240.3%	410.7%	529.9%
负债和股东权益总计	2524.6	2799.2	3839.7	5258.8	固定资产总资产	19.8%	27.3%	26.1%	21.0%

资料来源: 信达证券

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	强烈买入	相对沪深300指数涨幅20%以上
	买入	相对沪深300指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对沪深300指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对沪深300指数跌幅10%以上
行业投资评级	强于大市	相对沪深300指数涨幅10%以上
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间
	弱于大市	相对沪深300指数跌幅10%以上

免责声明

本报告是基于信达证券股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，也不保证分析师作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。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，本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，投资者据此投资，投资风险自我承担。未经本公司书面同意，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

信达证券股份有限公司

地址：北京市西城区闹市口大街9号院1号楼信达金融中心6层研究开发中心
邮编：100031
传真：0086 10 63081102