

寻找公司的安全边际

--先锋种子暴利背后的隐忧

报告关键点：

- 先锋种子在未来会给公司业绩带来很大的支持
- 但先锋的高毛利可能在两三年内回落
- 公司其他业务相对缺乏吸引力

报告摘要：

- 业绩爆发：**随着先锋种子的放量生产，在未来几年会给公司业绩带来很大的支撑。我们按目前的股本计算，先锋种子的销售能给母公司带来的权益EPS，从2008，2009和2010年分别为0.23元，0.43元和0.64元。
- 高毛利回落：**种子的均衡价格由投入产出比决定。我国杂交玉米技术处于世界先进水平，包括先玉335在内的国内优秀杂交玉米品种间的差距并不大。我们分析认为，先锋的高价主要来自于单粒播种的成本优势和营销服务溢价，而要达到以上两点的门槛并不是很高。随着国内企业的模仿和赶超，先锋的毛利可能在两三年内从70%以上，回落到50%左右。
- 自有种子业务缺乏竞争力：**虽然种子市场会在未来几年景气回升，但公司的自有种子业务以代繁为主，未来毛利难以有很大的提升。公司自主知识产权种子发展缓慢，从过往的实力和将来的战略倾向来看，公司自有知识产权种子盈利上的突破的可能性较小。
- 棉花业务前景黯淡：**棉花加工是低端的微利行业，公司近五年棉花加工业务的加权毛利润率为10.9%。随着宏观经济的恶化和海外需求的疲软，纺织用棉的下滑是不可避免的。从目前的情况来看，这种需求疲软持续的时间应该不长。从更长的周期来看，我国纺织业的衰落，是产业升级的必然过程，同时，也将伴随着棉花加工行业的回落。
- 食品业务处于初期：**公司近几年着力打造食品业务。在目前看来，对业绩的支撑会比较有限。我们计算，食品业务的毛利在2008，2009和2010年分别为5035万元，8889万元和1.355亿元。从竞争力来看，公司的食品业务目前相对缺乏上游资源控制和下游市场开发的优势。
- 投资建议：**由于先锋种子的放量生产，公司的业绩在未来两年会有爆发性的增长。但背后的隐忧是，先锋种子的高毛利有可能在两三年内回落，并且公司的其他业务相对缺乏吸引力。我们采用DCF模型进行估值，得出敦煌种业的合理股价为11.40元。目前的股价尚低于公司的价值，但考虑到未来盈利下降的风险，我们给予公司中性-A的投资评级。

评级：中性-A

上次评级：

目标价格：11.40 元

期限：6 个月 上次预测：

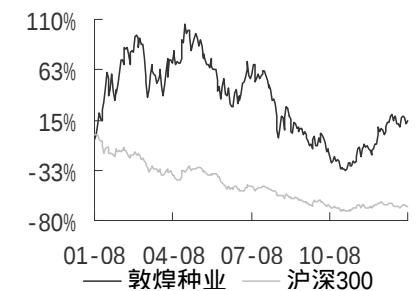
现价：10.63 元

报告日期：2009-01-10

市场数据

总市值(百万元)	1,976.82
流通市值(百万元)	1,716.62
总股本(百万股)	185.97
流通股本(百万股)	161.49
12 个月最高/最低	6.09/20.21 元
十大流通股股东(%)	35.22%
股东户数	56,856

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	14.14	32.70	79.82
绝对收益	5.65	33.30	13.64

研究员

尤宏业 助理行业分析师
021-68765361 youhy@essences.com.cn

财务和估值数据摘要

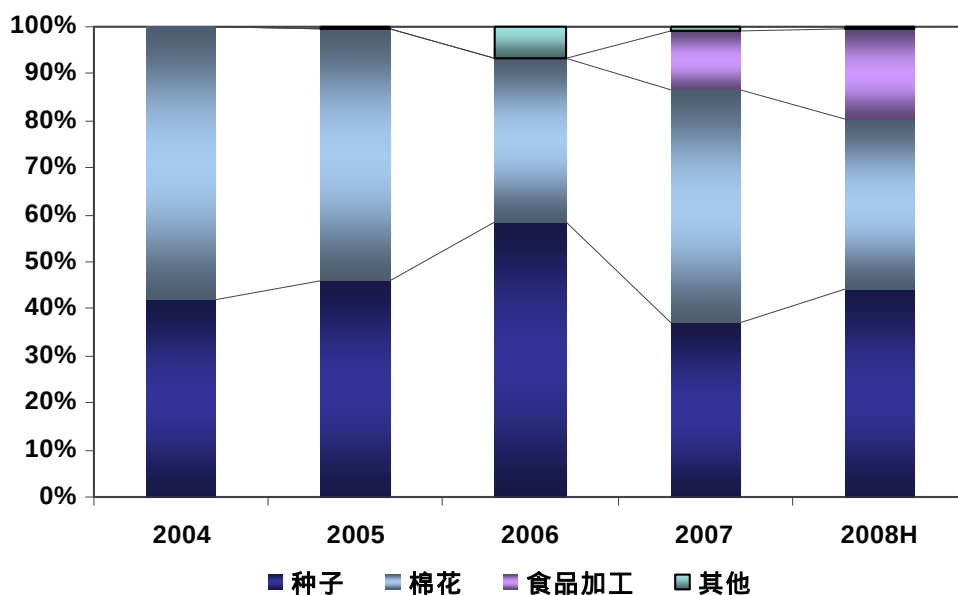
(百万元)	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	894.8	752.6	709.5	978.5	1,307.0
Growth(%)	15.5%	-15.9%	-5.7%	37.9%	33.6%
净利润	13.1	-14.6	14.8	82.0	131.8
Growth(%)	-110.9%	-211.2%	-201.5%	454.3%	60.8%
毛利率(%)	22.4%	18.9%	25.3%	28.9%	31.0%
净利润率(%)	1.5%	-1.9%	2.1%	8.4%	10.1%
每股收益(元)	0.07	-0.08	0.08	0.40	0.64
每股净资产(元)	3.37	3.40	3.66	4.09	5.22
市盈率	155.7	-140.0	137.9	27.4	17.0
市净率	3.3	3.2	3.0	2.7	2.1
净资产收益率(%)	2.1%	-2.6%	7.0%	16.6%	21.6%
ROIC(%)	3.7%	2.6%	5.9%	13.4%	19.4%
EV/EBITDA	44.6	95.9	23.7	14.3	10.6
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

1. 公司的业务结构

敦煌种业经营的业务较多，包括种子的生产、加工、销售和研发；棉花的收购和加工；棉籽和油料的收购和加工；番茄酱和果蔬的生产、加工、出口等。但是从（图 1）来看，种子和棉花业务还是营业收入的主要部分。在 2007 年度，种子业务占总收入的 49.4%，棉花业务占总收入的 66.4%（两者相加大于 100%，是因为其中有一定的内部重复计算）。虽然从 2007 年开始，食品业务开始增长，但从未来一两年来看，食品业务暂不会成为收入的主要部分。

图 1 敦煌种业营业收入结构

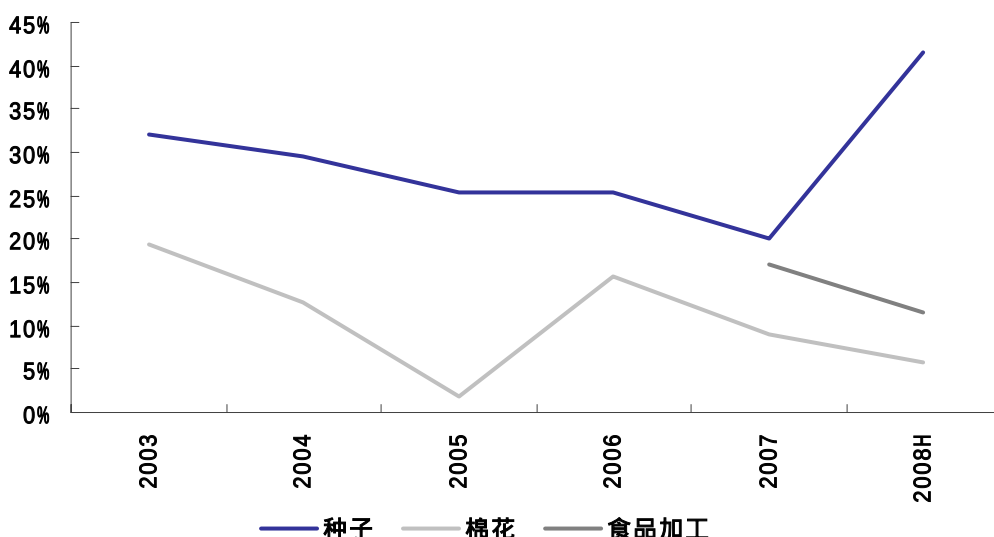
种子和棉花业务一直是公司营业收入的主要来源



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 2 敦煌种业各项业务的毛利率

今年上半年种子毛利的大幅上升是源于先锋种子的销售。而这部分将在近期成为公司利润的最主要来源



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

随着国内种子市场的供大于求竞争激烈，（图 2）可以看到公司 2008 年以前自有种子业务的毛利在不断的下降。而棉花加工市场的竞争激烈更造成了近两年棉花业务的盈利大幅萎缩。这两大因素造成了公司 2007 年度和今年前三季度的亏损。

2. 行业景气回升之路

2.1. 种子低价之惑—过剩并不是根本原因

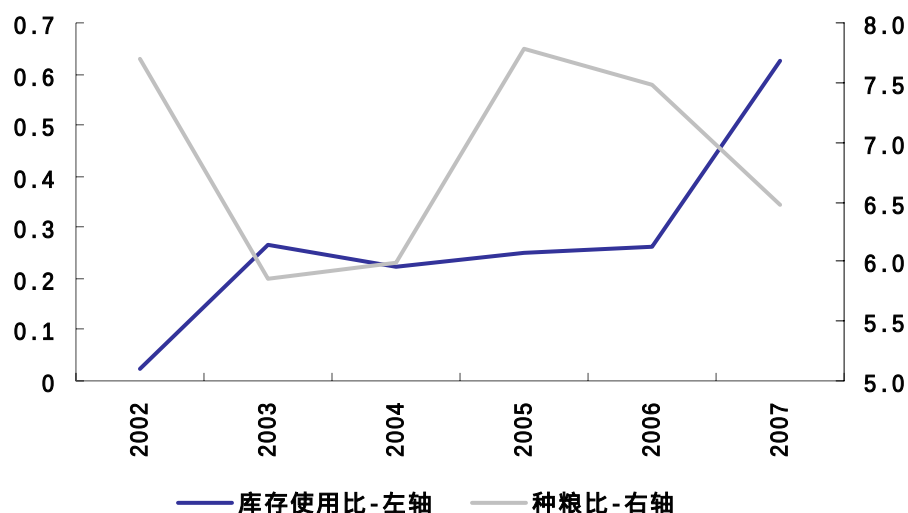
杂交玉米种子市场在 2006 年之后，经历了制种的大量过剩。而供应过剩，确实对价格造成了压力(图 3)，这一般被认为是行业在 2006 年以来盈利恶化的主要原因。但我们注意到种子这种商品的特殊性，种子价格下降并不能直接促使市场出清。

因为每年的播种面积一般不会发生较大的变化，种子的需求量比较稳定。(当然在长期，会由于种子出芽率等质量的提高，以及精量播种技术而减少总用量)。很难想象，农户会由于种子便宜而多购买，由于种子贵而少购买。

实际上，杂交玉米种子的可保存时间较长。一般保存 3 年的种子出芽率等指标和新种子区别不大。综合考虑这种需求的刚性和较长的保存时间，选择低价倾销并不是一种行业的理性行为。综合考虑种子需求的刚性和较长的保存时间，我们认为种子过剩和倾销来自于企业和经销商经营的不理性，这种经营不理性深层次的原因在于体制和市场运作的不成熟。

图 3 我国杂交玉米种子的库存使用比和种粮价格比

库存大幅增加
确实给种子的
相对价格造成
了较大的压力



数据来源：国家发改委，安信证券研究中心

表 1 中国、美国和其他发展中国家玉米种子价格比较

国家或地区	玉米种粮价格比
中国	6 : 1
美国	30 : 1
非洲南部	6 : 1
西亚和北非	16 : 1
其他亚洲国家	24 : 1
南美洲	23 : 1
其他发展中国家	19 : 1

数据来源：ISF，安信证券研究中心

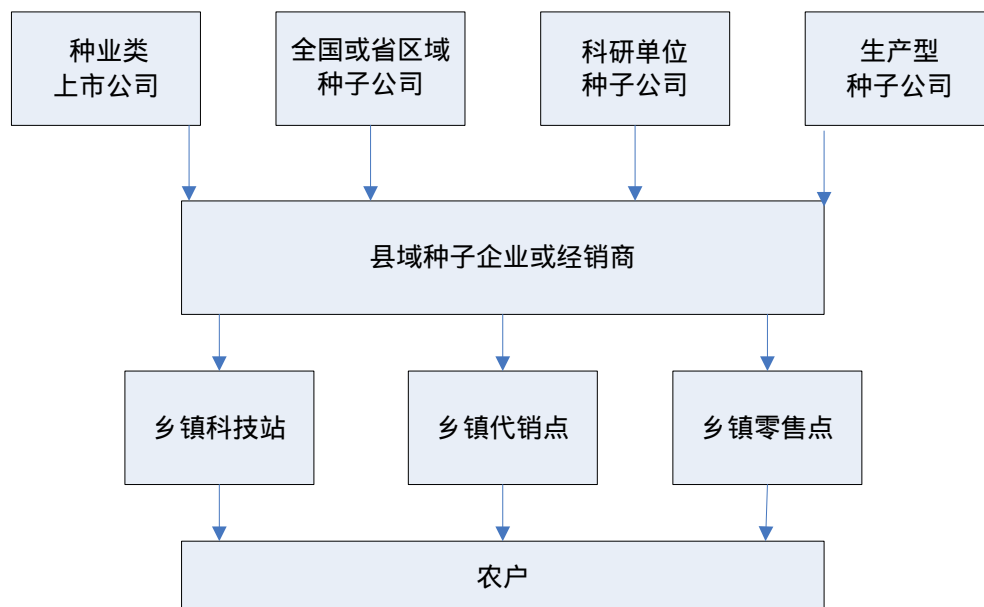
我国种子定价
远低于世界平
均水平

目前中国玉米的种粮价格比大概 5-7 倍，大大低于国际平均水平 20-30 倍。就技术含量而论，我国杂交玉米技术在上处于先进水平，每年有不少的种子出口。市场价格并没有能很好地反应其技术价值的原因，除了市场混乱和体制问题以外，我国种子生产加工技术低下，投入产出比例低也是一个主要原因（2.4 和 3.1 部分讨论种子均衡价格的决定和先锋种子价格的时候会着重说明）

2.2. 行业体制--混乱正在结束

由于计划经济下，以县为单位统一供种的体制沿袭，县域种子企业或经销商成为我国种子供应或销售主渠道的核心环节。各种跨地区经营的种子企业都很大程度上依赖县域种子企业或相关经销商的销售网络(这几年也有越来越多的企业，自建的营销网络，但基层的网络有其难以替代性)。长期以来，种子企业政企不分和市场操作混乱，是造成我国种子价格低下，市场缺乏效率的主要原因。

图 4 我国种子市场供给渠道



资料整理：安信证券研究中心

据农业部资料，在 2006 年 8 月，县（市）农业部门所属的种子公司 1950 家，已于农业行政部门脱钩的 301 家，占 16%，绝大部分仍然政企不分。针对这种情况，农业部在 2006 年推进种子管理体制改革的，指出今后农业行政主管部门不再从事和参与种子生产经营活动，也不再主管种子生产经营企业，只负责种子管理工作。到 2008 年 8 月，原隶属各级农业部门的 2339 个国有种子企业，已有 1986 个完成了政企脱钩任务，完成率 85%。未完成脱钩任务的企业，也按照要求停止了种子生产经营活动。虽然，我们从基层情况了解到，这次脱钩任务涉及人员 7 万人，安置改革难度其实很大。存在一些地区没有完成任务但仍盖章上报完成的情况。但从趋势上来看，可以说，我国的种子市场的混乱，有望在未来几年结束。

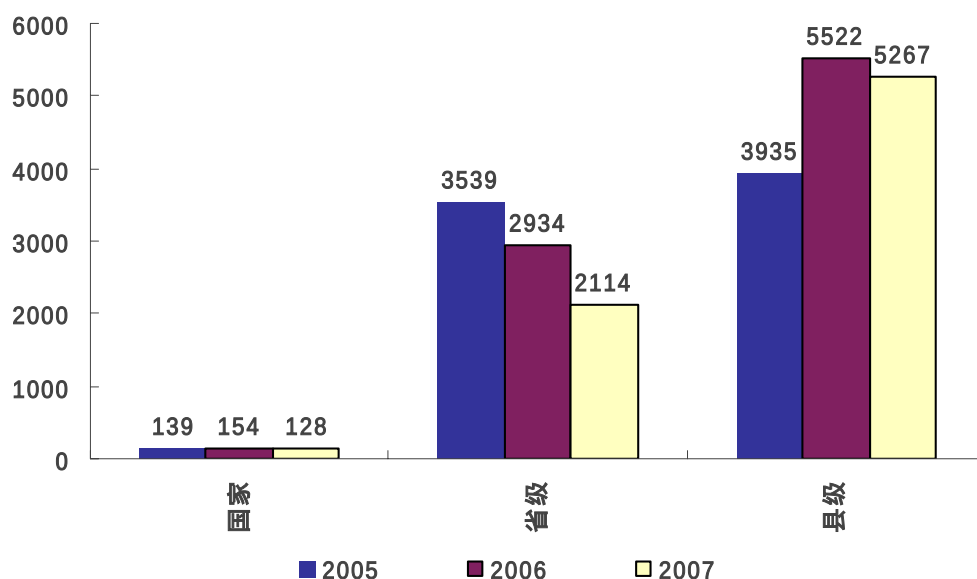
2.3. 行业集中度--正在提高

种子行业的规范努力起源于 2000 年颁布的《种子法》。自此之后，产业化和商业化的进程在不断地加快。种子市场的市值从 2000 年的 250 亿元，增加到目前的 500 亿元，今后还会继续增长。从中国种业 50 强企业的经营额来看，2000 年为 30 亿元左右，2004 年 70 亿元左右，2006 年接近 100 亿元。

作为对技术要求较高的行业，在国外种子企业有很高的行业集中度。而国内目前正处于发展的中低级阶段，但趋势是集中度不断地提高。从中国种业 50 强企业的市场占有率来看，2000 年超过 10%，2004 年 28%左右，2006 年占到水稻、玉米种子市场份额的 50%以上。目前，前 10 家大型种子企业的市场占有率接近全国市场份额的 20%。

(图 5)显示了我国近三年，不同类型种子企业的数量变化。可以看到大型的有研发生产能力的国家和省级的种子企业数量在减少，显示行业的集中度在提高的过程中。(县级企业一般都是终端销售)

图 5 我国近三年不同类型的种子企业数量



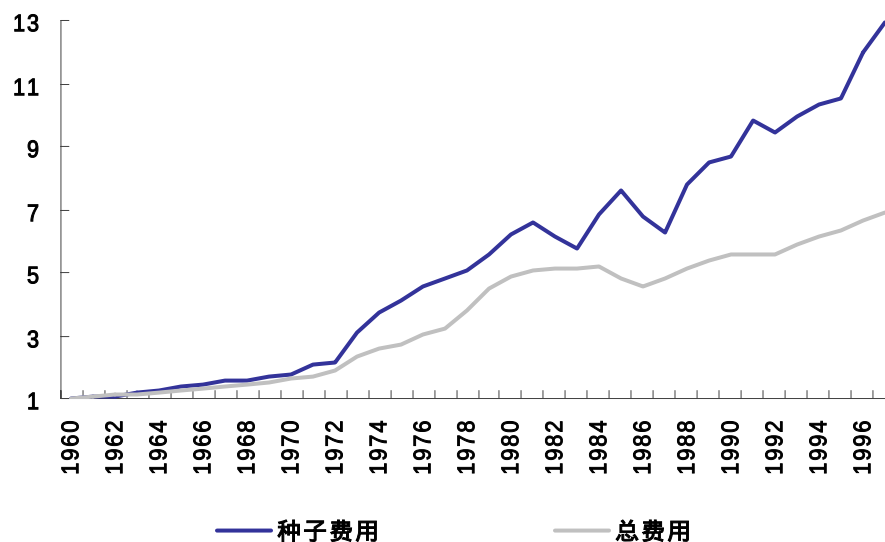
种子行业的集中度正在提高。未来整体的竞争环境有利于规模型的上市公司

数据来源：2008 年“两杂”种子供需会议，安信证券研究中心

2.4. 行业利润—可期待的上升通道

在近 60 年的世界农业发展中，种子相关技术的发展贡献了产量增长的大部分。因为种子边际产出效应最为显著，表现为种子的价格增长速度快于其他投入品。（图 6）就显示了在美国从 1960 年开始在相应的投入品价格中，种子的占比在增加，种子费用的增长要快于种植业生产的总投入。而且这种差距在越拉越大。

图 6 美国种植业的种子费用和总费用指数（1960=1）



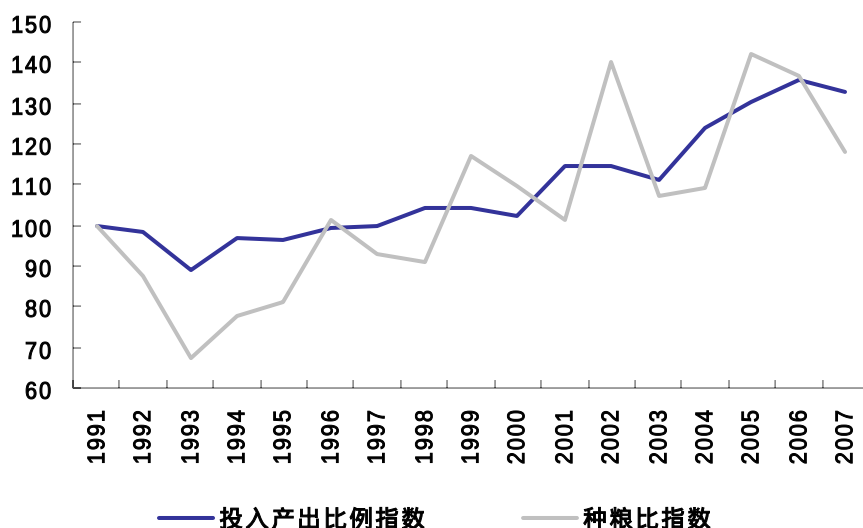
因为种子的投入产出效应最为显著，所以种子费用占比在不断的提升中

数据来源：USDA，安信证券研究中心

为了研究决定种子价格的主要因素。我们考察了我国玉米种子的种粮比和一些参数的关系。发现投入产出比（用单位面积的产出量除以对应的用种量）是种子相对价格（用种粮比来衡量）的决定因素。这从理论上也容易理解，单位投入品的价格取决于其边际产出。目前我国玉米的平均投入产出比 150 左右，但先锋种子大概可以达到 450 左右。其实这就大部分解释了为什么先锋种子的价格是普通玉米种子的 3 倍多。鉴于我国种子的投入产出比还有很大的增长空间，价格和行业的利润空间还有不少的余地。

图 7 我国玉米种子投入产出比和种粮比指数 (1991=100)

投入产出比例决定
了种子的长期
均衡种粮比



数据来源：国家发改委，安信证券研究中心

3. 敦煌先锋—暴利能保持多久？

敦煌先锋成立于 2006 年，敦煌种业占 51% 的股权，公司主要生产杜邦先锋的杂交玉米种子。目前一共规划了四期工程，每期约 7000 吨产能。2008 年前两期工程完工投产，2009 年四期工程全部完工投产（产能利用率不会马上到 100%）。

3.1. 先锋种子的高价从哪里来--单粒播种和营销服务是主要来源

我们在前面部分讨论过，种子的价格取决于投入产出比。由此可以理解先锋种子的高价是源于其较高的投入产出比。细致地考察先锋的高投入产出比来源，可以发现主要来自：单粒播种

单粒播种：因为普通的玉米种子为了保证发芽率，采取一穴多粒播种，大概每穴播种 3 粒。而先玉系列种子因为高发芽率，高纯度和净度，而采用单粒播种（每穴种一粒）。从等价成本的角度，先锋种子的价格就可以是普通玉米杂交种的三倍。根据国家发改委的数据，2007 年玉米全国平均每亩用种量在 2.8 公斤，种子平均价格 9.7 元/公斤。而先锋种子每亩用种量 1.2 公斤。先不考虑产出的差异，仅从等价成本的角度：

$$\text{先锋种子价格} = \text{普通种子均价} \times \frac{\text{普通每亩用种量}}{\text{先锋每亩用种量}} = 9.7 \text{元/公斤} \times \frac{2.8 \text{公斤}}{1.2 \text{公斤}} = 22.6 \text{元/公斤}$$

实际上，先锋种子目前的出厂价在 20 元/公斤，终端的零售价在 30 元/公斤左右，部分地区甚至达到 40 元/公斤。这些更多的溢价是单粒播种无法完全解释的，一般认为是来自先锋种子更加优良的特性，但我们认为溢价更多地来自于先锋的营销和服务。

在一些媒体和公开的资料上，有提到先玉 335 具有的高抗性以及更高的收购价等。比如有提到先玉 335 的亩产比其他品种高 50 公斤，出售的价格比普通品种的玉米每斤高约 3 分钱以上等等，而这些特性会给种子价格带来溢价。但我们综合了解到的情况是，先玉 335 确实是十分优秀的品种，但目前国内的优秀杂交玉米品种间的表现差异其实并不明显。国内的郑单 958，浚单 20 等也是十分优秀的品种。而且单个品种其实有一定的适应性和缺陷。比如先玉 335 在东北高温和多风地区容易出现大面积倒伏。

在实际中，我们观察到先锋的营销服务模式是很有效的。经销商的丰厚的让利、对农户的后期服务和单粒播种机的免费使用等等。特别是丰厚让利，一般杂交玉米种，经销商只能挣 1-2 元每公斤，而先锋种子经销商甚至可以挣到每公斤 10 元以上的利润。

综合考虑,我们认为先锋种子的高价主要来自于其单粒播种和营销服务。从量上估算,目前先锋种子的价格是普通玉米杂交种的3倍多,相当于有2倍多的溢价。溢价一半来自于单粒播种的优势(见单粒播种等价成本的计算),另一半来自于营销和服务。

3.2. 先锋种子的高价到哪里去—暴利可能在未来2年内回落

目前敦煌先锋的毛利率在70%以上,净利润率也有50%多。根据前面的分析,这种高价和暴利能否维持取决于其单粒播种和营销服务的优势是否容易丧失。

单粒播种所要求的技术壁垒并不高:单粒播种技术要求种子具有非常高的纯度、净度和发芽率。除了在田间制种过程的控制以外,要达到单粒播种的主要在于种子的加工过程的质量控制,以及种子的分级加工生产线。我们了解到其中的技术壁垒并不高。国内生产厂商之所以一直没有大规模做单粒播种,主要这几年行业一直不景气,大家更关注的是如何生存问题,而较多的投资单粒播种则面临着市场接受程度等其他风险。(按照先锋的生产线,年加工能力7000吨,投资约2000万)

国内杂交玉米种正在向可单粒播种方向发展:自从国外巨头进入中国市场,推出单粒播种种子以后。其高利润对国内厂商生产理念产生了较大的冲击。中国种子企业也子在向这个方向努力。可单粒播种的玉米种子生产工艺在国内也并不罕见,北京奥瑞金公司在两年前陆续推出了可单粒播种的鑫玉16、豫奥3、奥玉3202等精品玉米种子。郑单958也在做可单粒播种的精品种子。**未来这些可单粒播种的种子,将削弱先锋种子的相对高价的支撑力。**(参看前面我们关于相对高价来源的分析)

营销服务的壁垒和持续性:在先锋公司擅长的营销服务方面,我们可以看到一些新锐的种子企业在这方面也做的不错。随着多样化的资本介入行业,可以期待国内种子行业的商业运作水平和效率会逐步提升。而且,对于种子这类的作为生产投入品的农资商品,营销和品牌的效果是难以维持的(有不少研究和案例可以证明这个观点)。农户经过一定的实践比较后,会倾向于选择更实际更经济的投入品。

我国种子的科研能力不能低估:国外种子巨头,在科研商用一体化上的优势是明显的。但我国传统的各级农大以及农科院的科研实力也不可小视。我国杂交玉米种子技术在上世界上也是属于先进水平,每年有不少的出口。而且国内企业的优势还在于有本地地域性优势。种子对地域的适应性要求很高。虽然我国并不是玉米的原产地,基因丰富程度上有欠缺。外来的玉米品种要适应本地性,需要较长的选育时间。各种本地的企业和科研机构在这方面具有一定的优势。

案例:孟山都公司在上世纪末进入我国的转基因棉花种子市场,一度占市场份额60%以上。随着国内科研机构的攻关成功,国产转基因棉花种子以低价积压了其生存空间。在其他因素共同作用下,最终孟山都退出了中国的转基因棉花种子市场。

表2 敦煌先锋盈利预测

	2007	2008F	2009F	2010F	2011F
制种量(百万公斤)	5.4	8.4	24	28	28
销售量(百万公斤)	-	8.2	13.6	25.3	28.0
销售价格(元/公斤)	-	18.6	20.4	20.0	19.0
毛利率	-	74%	74%	64%	54%
净利润率	-	54%	56%	46%	36%
权益净利润(百万元)	-	41.97	79.41	118.86	97.68
权益EPS(元)	-	0.23	0.43	0.64	0.53

数据来源:安信证券研究中心

数据说明:EPS均按目前的股本计算

先锋种子的利润回落之路:先锋公司在科研,管理和营销方面的优势是相对显著的。但我们也要看到,国内种子生产方面未来的进步,包括可单粒播种种子的不断增加,

以及管理和营销方面的改进。这会削弱先锋种子由单粒播种和营销优势带来相对高利润。作为种子来讲,目前先锋高达 70%多的毛利是在我国种子市场商业操作不规范和种子生产技术低下的特殊情况下出现的,这种暴利是不可维持的。参考国内外的情况,我们认为,先锋公司的毛利向 50%左右回归,是未来两三年会发生的事情。从产量上考虑,2.8 万吨先锋种子产能释放后,占春玉米带约 15%的播种面积。从单一系列品种的占有率上看,已经达到比较高的水平,未来产量继续大幅增长很有难度。综合产量和毛利润率,我们认为总的利润贡献,两年后也是一条下降的通道(表 2)。

4. 自有种子业务—竞争力几何?

4.1. 种子积压库存减少

公司自有种子业务包括自主知识产权种子的生产销售和种子的代繁业务。其中,代繁业务目前要占 70-80%左右。公司代繁的种子以杂交玉米为主。整个杂交玉米市场,从 2005 年开始出现明显的供大于求。同时公司的种子库存也逐年增加,07 年底到达高峰,经过公司 08 年度狠抓库存种子的销售,目前种子库存的风险已经不大。从整个行业的角度(表 3),全国杂交玉米种子虽然在 09 年依然过剩,但程度稍有缓解。

因为种子可保存时间较长,库存成本并不是很大。在库存高峰的 07 年底,存货跌价准备不过是 620.6 万元。所以,公司库存的大幅减少,能减少今后存货减值的风险,但并不能带来盈利的明显恢复。

表 3 全国杂交玉米种供应情况

销售年度	2005	2006	2007	2008	2009
上年制种面积(万亩)	375	450	490	345	301
制种产量(亿公斤)	9.7	12.0	16.2	10.5	10.2
上年有效库存(亿公斤)	2.8	2.5	3.0	7.4	6.1
合计(亿公斤)	12.5	14.5	19.2	17.9	16.3

数据来源:历年“两杂”种子供需会议,安信证券研究中心

玉米杂交种过剩情况依旧存在,但程度稍有缓解

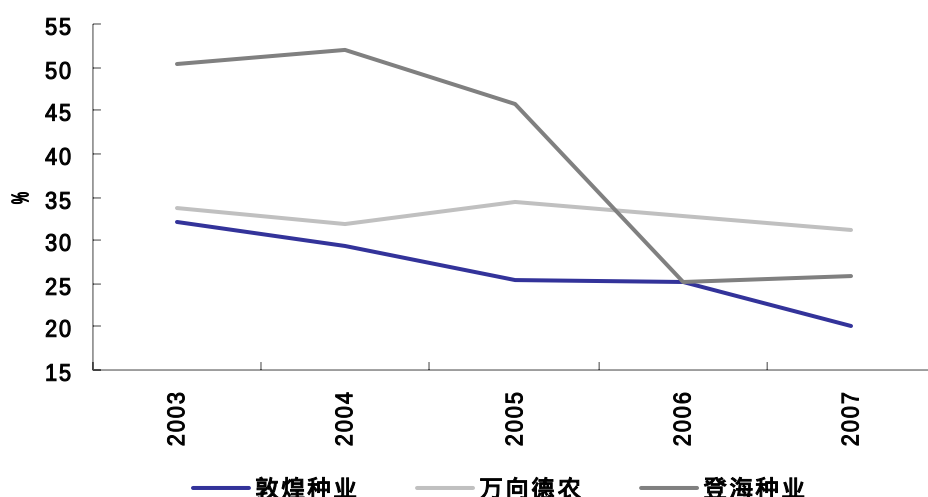
4.2. 种子业务的缺陷

代繁业务盈利能力较弱:公司占主导的代繁业务,在库存风险不大的背景下,盈利会相对比较稳定。种子代繁业务,根据市场的情况在过去,每公斤收取 1-1.5 元的代繁费,一般毛利在 20%左右。这项业务并没有多少壁垒,且容易受制于人。在敦煌种业所在的酒泉地区,就有大概 300 多万亩可供制种的土地。和敦煌种业签约的大概是 20 万亩。所以,我们认为代繁业务只能在将来一直维持 20%左右的薄利。而国内一些研发能力较强公司的自有种子业务,会获得 30%以上,甚至 50%以上的毛利。

种子研发能力相对欠缺:公司也有一些购买知识产权、联合开发的杂交玉米品种,但在市场上反应比较一般,量也不大。公司值得关注的是其子公司--河南敦煌新科种子有限公司。河南敦煌优质小麦新品种较为突出,最近列入国家发改委的产业化专项。母公司有河南敦煌公司 55%的股权。但考虑到小麦种是常规种,其经营和杂交种差别较大。小麦种子市场小,相对杂交玉米和杂交水稻,利润小而成本高。不能期望这部分业务能给公司业绩带来较大的支撑。其他的种子业务都没有形成一定的盈利能力。

公司目前的发展思路并不倾向于研发:从公司的发展战略来看,2007 年以前都是将摆脱代繁为主的业务模式,开发自有知识产权品种作为首要任务。但这种努力方向在 2007 年以后发生一定的转向。除了和先锋公司的合作以外,公司本身的意愿和资源更倾向于投入食品业务。和管理层的交流后也发现,公司认为目前种子市场的生存之道是市场操作的成功,自主研发相对来说次要。因为研发成本高,时间长,风险大。从(图 8)来看,自主研发为主的登海种业,在 2006 年开始的市场无序竞争之后毛利下降地很多。但从细项的品种来看,还是有不少产量较大的品种毛利很高。

图 8 各家公司杂交玉米种子业务的毛利率



数据来源：各公司公告，安信证券研究中心

数据说明：登海种业的毛利计算中扣除了登海先锋影响，为自有种子业务的毛利，

虽然像登海这样研发能力较强的公司，毛利润也出现大幅下降。但我们认为这种不景气是暂时的

我们认为，种子市场的规范性在未来会逐步增强。无论从国内外的的发展来看，品种还是大型种子企业的根本竞争力。公司不把研发作为主要方向，其根本的原因在于高效的研发是具有很高壁垒的，对体制、人才和经验积累的要求很高，公司目前并不具备在这方面有较大投资回报的可能。从另一个的角度讲，市场操作能力也不仅仅是意识问题，也受制于体制、人才和经验积累。跨国公司和国内新兴的民营种子企业能在这方面做得较好就是几方面综合实力的促成。

敦煌种业的自有种子业务以代繁为主，利润虽然稳定但很薄。自有研发能力相对不强，作为种子企业的根本竞争力相对国内其他龙头要弱一些。虽然公司和先锋有合作，但先锋分公司的生产经营销售基本上是独立进行。这种合作带来的技术和管理的外部效应值得商榷。

5. 棉花加工—黯淡的前景

公司的另一项主要业务是棉花加工，占公司的营业收入一直在三成以上(图 1)。业务的经营模式是公司从农户手中收购籽棉，然后加工成棉花产品进行销售。这项业务面临的问题：价格波动剧烈、行业竞争激烈和未来前景堪忧。

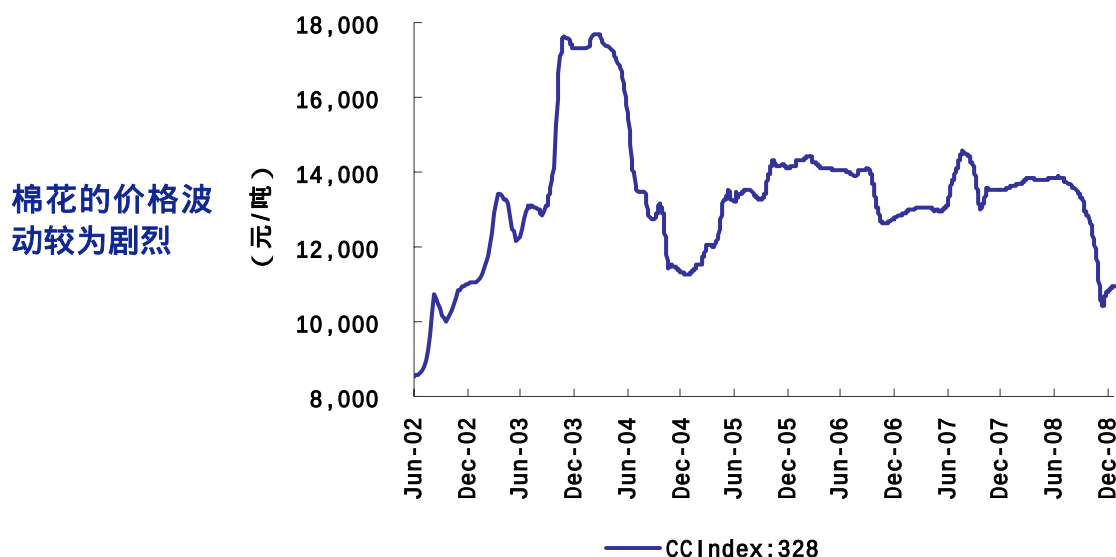
价格波动剧烈：棉花加工业是个高度竞争的行业，普通制造商基本是价格的接受者。虽然近五年来，棉花的年度均价稳定在 1.3 万元/吨以上（这部分是因为进口棉的滑准税对国内价格的保护）。但价格在年度的分布波动很大(图 9)。籽棉的收购时间集中，价格基本取决于第三季度的棉价。而销售集中在当年的四季度和来年的一季度。价格在季度间不同波动，造成了盈利的剧烈变化。虽然，公司可以对市场进行预测，而调整生产策略。从(图 10)显示的公司业务收入和毛利率略有反向关系来看（当然一部分是因为收购籽棉的竞争比较激烈），要正确地把握市场，有效地执行生产策略是件困难的事情。

行业竞争激烈：因为棉花加工业门槛低，竞争激烈。无论是原料的抢购还是成品的销售都面临着完全竞争。公司近五年棉花加工业务的加权毛利润率是 10.9%，长期来看基本只能保本，或略有微利。虽然，国家发改委出台了 2010 年淘汰 200 型小包装生产线的政策。但大包装生产线的技改门槛并不高，无法改变行业的竞争格局。而且公司棉花加工即没有新疆公司种植加工一体化的优势，也没有向高端的技术资本密集型加工发展的倾向。所以，这部分业务在未来来看，会拖累公司整体的盈利能力。

未来堪忧：随着宏观经济的恶化和海外需求的疲软，纺织用棉的下滑是不可避免的。从目前的情况来看，这种需求疲软持续的时间应该不短。从更长的周期来看，我国纺织业的衰退，是产业升级的必然过程，同时，也将伴随着棉花加工行业的回落。

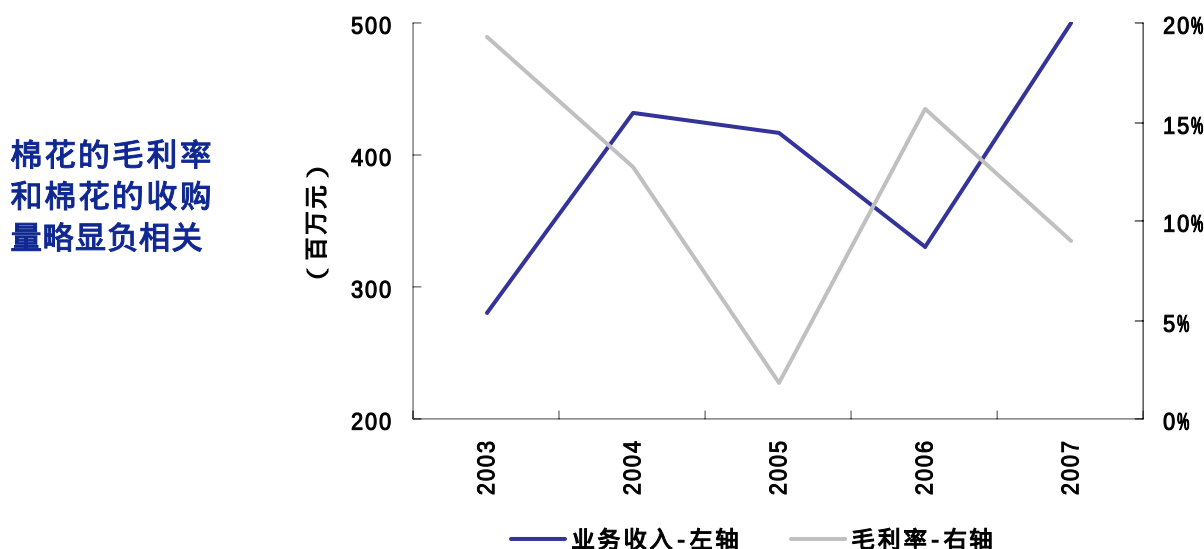
明年的前景：公司今年加工皮棉约为 2.2 万吨。因为棉花价格大幅回落至均价以下是在 10 月中旬以后，而且今年的棉花种植成本偏高，所以籽棉的收购价并不低，折合税后每吨皮棉的成本 1.22 万元/吨。国家针对棉市的疲软，采取收储政策。目前公司确认收储 5000 吨，加上未来可能继续收储的，总收储量可能占到生产量的 1/3 左右。考虑到公司每吨交储收益为 800 元左右。要想整体生产盈亏平衡，其他部分销售价格需要在 1.18 万元/吨以上。虽然需求低迷，考虑到我国棉花仍产不足需，进口依存度在 20%左右(图 11)。除了 10%不到的配额内 1%关税以外，其他的外棉如按目前价格征收滑准税，完税价格在 1.18 万左右。这将支持国产棉的价格。综合考虑我们认为，在整体销售时机选择正确的前提下，08-09 生产年度棉花业务保本的可能性还是大的。

图 9 中国棉花价格指数 CCIndex 328



数据来源：Wind，安信证券研究中心

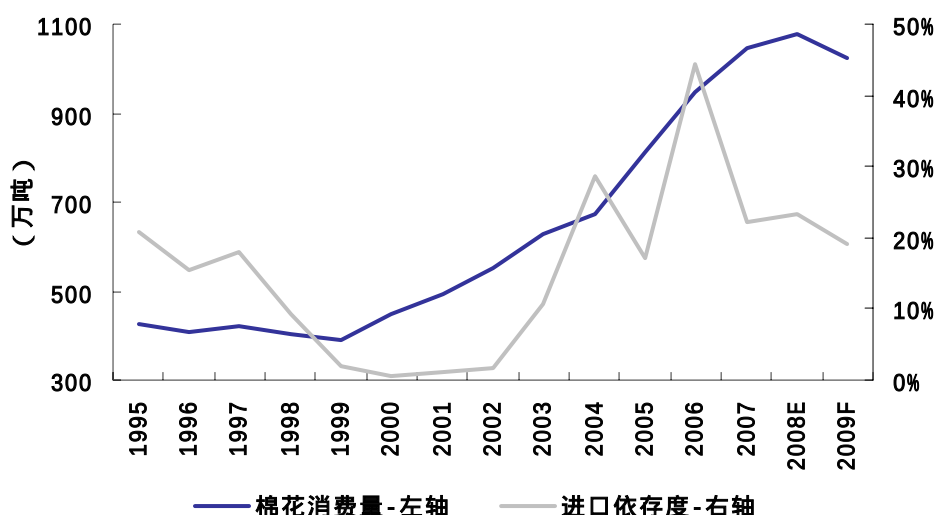
图 10 敦煌种业棉花业务收入和毛利润率



数据来源：公司公告，安信证券研究中心

图 11 我国棉花的消费量和对外依存度

我国棉花的对外依存度这两年在 20%左右



数据来源：USDA，安信证券研究中心

6. 食品业务—业绩的支撑有多大？

公司从 2006 年开始食品业务的相关经营，到目前已经形成棉籽油菜籽油，番茄酱番茄粉，脱水蔬菜等几个主要的业务结构。**食品加工业是公司近两年着力打造，以及未来要着重发展的支柱型产业。**2007 年，食品业务占公司年度收入的 17.28%；2008 年上半年，食品业务占半年度收入的 19.21%。

规模和扩张：公司发展食品业务，主要还是在现有业务的量上进行扩大，并不打算短期开发新的业务门类。量的扩张包括，未来的番茄酱从 1 万吨扩产到 2 万吨，番茄粉的从 1000 吨到 3000 吨。以及脱水蔬菜（主要洋葱），从 5000 吨扩到 3 万吨

表 4 食品业务的盈利预测

		2008F	2009F	2010F	2011F
植物油	数量 (万吨)	1.0	1.6	1.7	1.9
	收入 (百万元)	83	105	122	133
	毛利 (百万元)	12.5	13.7	15.9	17.3
	毛利率 (%)	15%	13%	13%	13%
番茄酱	数量 (万吨)	1.0	1.5	2.0	2.0
	收入 (百万元)	80	105	150	150
	毛利 (百万元)	16.0	18.9	27.0	27.0
	毛利率 (%)	20%	18%	18%	18%
番茄粉	数量 (万吨)	0.1	0.2	0.3	0.3
	收入 (百万元)	30	54	84	84
	毛利 (百万元)	6.9	11.3	17.6	17.6
	毛利率 (%)	23%	21%	21%	21%
脱水蔬菜	数量 (万吨)	0.5	1.5	2.5	3.0
	收入 (百万元)	75	225	375	450
	毛利 (百万元)	15.0	45.0	75.0	90.0
	毛利率 (%)	20%	20%	20%	20%
食品合计	收入 (百万元)	268	489	731	817
	毛利 (百万元)	50.4	88.9	135.5	151.9

数据来源：安信证券研究中心

竞争力和盈利前景：公司目前的植物油压榨、番茄酱番茄粉和脱水蔬菜，都属于以原料加工为主的初级食品加工业。行业的技术资本壁垒并不高，产品的同质化程度强，竞争容易较为激烈。像棉籽油加工，即使在景气度好的时候，最多只能有 5% 左右的净利润率。番茄酱近两年由于国际市场的景气，盈利不错，但随着国际市场的走软，价格开始下跌。番茄粉加工目前可能有一定的技术壁垒，但开发国外市场需要时日，并且相对市场容量较小。脱水蔬菜行业门槛不高，无法获得长期的较好地盈利。食品加工的根本竞争力来自于对上游原料的控制（易于成本和质量的保证，以及规模的扩张），或者做下游的品牌，提高毛利率。公司目前看来，缺乏这两方面比较明显的优势。我们认为，初级食品加工业能使得公司业务更加多元化，降低盈利的波动性。同时，仅靠食品业务在近几年无法给公司业绩带来强有力的支持（表 4）。

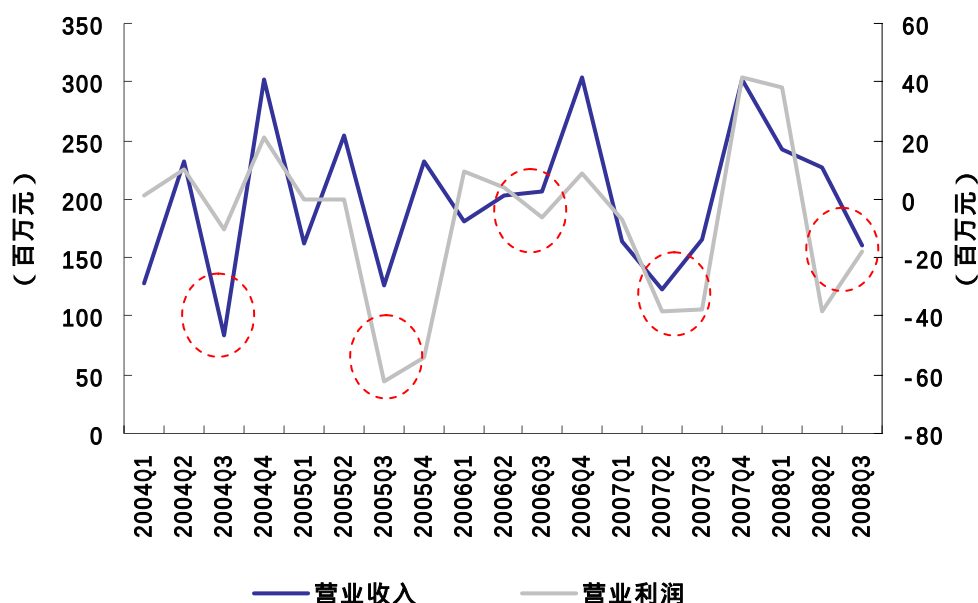
7. 公司业绩的季节性

公司从事农产品的业务。种子棉花等收购时间集中，销售存在明显的季节性。而且受市场价格波动的影响较大，造成季度间财务指标不具有持续可比性。

一般而言，公司的收购集中在 9，10 月份，销售主要集中在一季度和来年四季度。像棉花由于价格波动相对剧烈，销售主要是在当年的四季度还是在来年的一季度，会影响公司的年度利润。在过去，这种影响不仅仅由于价格，还受制于天气和交通情况。此外，因为棉花收购依靠农开行贷款，而农开行要求每年的 8 月份结清库存和贷款。而越往后销售的棉花，质量相对越次。三季度本来不是销售主要季节，而且还有质量较差的棉花的销售，这容易造成历史上三季度的业绩较差，而四季度则出现较大反转的情况。

图 12 敦煌种业业绩的季节性

三季度一般是公司单季度业绩的谷底，而四季度会有明显的盈利反弹



数据来源：Wind，安信证券研究中心

理解公司业绩的季节性，对于根据前几季度业绩，来预测全年有较大的作用。2008 年前三季度，公司累计净利润亏损 4187 万元，其中第三季度单季度亏损达到 2031 万元。考虑到下半年的先锋种子的销售，自有种子的销售以及棉花的收储，我们通过计算认为，全年可以做到略有盈利。

8. 总结和投资建议

由于敦煌先锋产量的释放，先锋种子的销售会给公司近几年的业绩带来很大的支撑。在业绩爆发性增长的同时，我们需要看到背后同样不小的隐忧。我们分析认为，先锋种子的相对高毛利主要来自单粒播种优势和营销服务溢价。而这两个优势的保持门槛并不高，随着国内企业的模仿和竞争，先锋的高毛利有可能在两三年内回落。敦煌先锋作为合资企业，其生产、销售基本独立进行。这种合作除了利润以外，能给母公司带来多大技术和管理上的提升是值得商榷的。更进一步，因为公司业绩过于依赖敦煌先锋，而从很长的时间来看，这种合作的稳定性和延续性也是具有不确定性的。

我们认为，种子行业的景气度会在未来几年内逐步回升。但公司自有种子业务以代繁为主，在未来也无法摆脱薄利的局面。从公司过去的发展来看，公司短期内不具备在自有知识产权种子上取得较大突破的能力。而从公司目前的战略选择来看，也不倾向于把很多资源精力放在自有种子业务上。公司的棉花业务前景比较黯淡，未来几年最多只能微利。而公司着力打造的食品业务，在目前看来对业绩的支撑会比较有限。从根本竞争力上看，也缺乏上游资源的控制和下游市场开发的优势。

公司还持有 5000 万的东海证券股权投资，从长期来看，可能会给公司带来一定的投资收益，但数额也会比较有限。

我们采用了 DCF 模型进行估值。WACC 为 8.25%， β 系数 0.89。2011 年以后，公司价值的永续增长率 1%，得出敦煌种业的合理股价为 11.40 元。目前的股价略低于公司的价值，但考虑到未来盈利下降的风险，我们给予公司中性-A 的投资评级。

表 5 敦煌种业（600354）盈利预测

	2007	2008E	2009F	2010F	2011F
每股盈利（元）	-0.08	0.08	0.40	0.64	0.57
P/E	-136	134	27	17	19

数据来源：安信证券研究中心

数据说明：P/E 的股价按照敦煌种业 2009-01-09 的收盘价 10.63 元计算

财务报表预测和估值数据汇总
单位 **百万元** **模型更新时间** **2009-1-5**

利润表	2006	2007	2008E	2009E	2010E	财务指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	894.8	752.6	709.5	978.5	1,307.0	成长性					
减: 营业成本	694.2	610.6	529.9	696.0	902.3	营业收入增长率	15.5%	-15.9%	-5.7%	37.9%	33.6%
营业税费	0.6	0.3	0.3	0.4	0.5	营业利润增长率	-113.5%	-361.8%	-213.9%	195.4%	66.9%
销售费用	79.3	56.7	46.1	53.8	65.4	净利润增长率	-110.9%	-211.2%	-201.5%	454.3%	60.8%
管理费用	64.4	62.4	42.6	53.8	71.9	EBITDA 增长率	-176.8%	-50.1%	276.6%	76.1%	46.1%
财务费用	29.2	49.7	39.0	33.8	33.7	EBIT 增长率	-147.8%	-80.5%	879.8%	100.5%	53.6%
资产减值损失	9.3	16.2	7.4	5.1	5.5	NOPLAT 增长率	-146.6%	-21.8%	159.9%	99.3%	53.3%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	12.2%	14.3%	-12.8%	6.0%	26.0%
投资和汇兑收益	-2.2	2.4	2.5	2.5	2.5	净资产增长率	2.9%	0.8%	7.5%	23.2%	27.6%
营业利润	15.7	-41.0	46.7	138.0	230.3	利润率					
加: 营业外净收支	-2.2	24.5	1.0	1.0	1.0	毛利率	22.4%	18.9%	25.3%	28.9%	31.0%
利润总额	13.4	-16.5	47.7	139.0	231.3	营业利润率	1.7%	-5.4%	6.6%	14.1%	17.6%
减: 所得税	-0.0	0.0	-	-	-	净利率	1.5%	-1.9%	2.1%	8.4%	10.1%
净利润	13.4	-16.5	47.7	139.0	231.3	EBITDA/营业收入	6.9%	4.1%	16.4%	20.9%	22.9%
资产负债表	2006	2007	2008E	2009E	2010E	EBIT/营业收入	5.0%	1.2%	12.1%	17.6%	20.2%
货币资金	187.2	148.9	378.0	473.0	371.4	运营效率					
交易性金融资产	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	固定资产周转天数	94	139	169	128	100
应收帐款	301.1	336.3	302.6	295.7	415.9	流动营业资本周转天数	318	393	404	268	257
应收票据	1.2	0.2	0.1	0.2	0.3	流动资产周转天数	426	563	627	490	418
预付帐款	110.1	114.9	119.2	124.7	132.0	应收帐款周转天数	96	132	149	102	86
存货	542.5	610.5	530.3	545.6	707.2	存货周转天数	218	279	293	200	174
其他流动资产	0.5	0.2	-71.9	-37.5	4.5	总资产周转天数	603	836	928	713	588
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	492	663	702	489	425
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	82.6	52.5	52.5	52.5	52.5	ROE	2.1%	-2.6%	7.0%	16.6%	21.6%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	0.8%	-0.9%	2.6%	6.9%	10.3%
固定资产	256.6	326.3	341.0	355.8	367.1	ROIC	3.7%	2.6%	5.9%	13.4%	19.4%
在建工程	20.7	17.0	9.8	5.9	3.8	费用率					
无形资产	192.0	188.6	188.7	188.8	188.9	销售费用率	8.9%	7.5%	6.5%	5.5%	5.0%
其他非流动资产	1.7	2.8	8.4	9.5	9.8	管理费用率	7.2%	8.3%	6.0%	5.5%	5.5%
资产总额	1,697.2	1,799.0	1,859.4	2,014.9	2,253.9	财务费用率	3.3%	6.6%	5.5%	3.5%	2.6%
短期债务	759.4	927.7	922.7	916.7	912.6	三费/营业收入	19.3%	22.4%	18.0%	14.5%	13.1%
应付帐款	250.3	193.0	208.4	188.3	169.9	偿债能力					
应付票据	-	4.0	3.5	4.6	5.9	资产负债率	63.0%	64.9%	63.4%	58.4%	52.6%
其他流动负债	30.6	27.1	29.8	53.1	82.4	负债权益比	170.6%	184.6%	173.5%	140.6%	110.9%
长期借款	23.8	9.0	9.0	9.0	9.0	流动比率	1.10	1.05	1.08	1.21	1.39
其他非流动负债	6.0	6.2	6.2	5.9	5.5	速动比率	0.57	0.52	0.62	0.73	0.79
负债总额	1,070.0	1,166.9	1,179.7	1,177.5	1,185.3	利息保障倍数	1.54	0.18	2.20	5.08	7.84
少数股东权益	50.5	70.7	103.6	160.6	260.1	分红指标					
股本	186.0	186.0	186.0	204.6	204.6	DPS(元)	-	-	-	-	-
留存收益	390.6	375.4	390.2	472.2	604.0	分红比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	627.1	632.1	679.8	837.4	1,068.7	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表	2006	2007	2008E	2009E	2010E	业绩和估值指标	2006	2007	2008E	2009E	2010E
净利润	13.4	-16.5	47.7	139.0	231.3	EPS(元)	0.07	-0.08	0.08	0.40	0.64
加: 折旧和摊销	23.0	29.9	30.5	32.7	34.8	BVPS(元)	3.37	3.40	3.66	4.09	5.22
资产减值准备	9.3	16.2	7.4	5.1	5.5	PE(X)	155.7	-140.0	137.9	27.4	17.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	3.3	3.2	3.0	2.7	2.1
财务费用	28.7	30.5	52.9	39.0	33.8	P/FCF	-	-43.9	10.2	-850.2	-9.9
投资收益	2.2	-2.4	-2.5	-2.5	-2.5	P/S	2.3	2.7	2.9	2.3	1.7
少数股东损益	0.3	-2.0	32.9	57.0	99.5	EV/EBITDA	44.6	95.9	23.7	14.3	10.6
营运资金的变动	84.2	-199.5	125.5	-50.0	-325.0	CAGR(%)	117.9%	-341.0%	65.3%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	144.0	-129.6	280.5	215.1	77.2	PEG	1.3	0.4	2.1	-0.3	-0.2
投资活动产生现金流量	-226.2	-71.9	-29.6	-29.6	-29.6	ROIC/WACC	0.4	0.3	0.7	1.6	2.4
融资活动产生现金流量	208.3	96.3	-43.9	-21.3	-37.8	REP	4.7	6.4	3.0	1.3	0.8

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写,研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则,以合法渠道获得这些信息,尽可能保证可靠、准确和完整,但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据,不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证,无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息,但不保证及时发布。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。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易,并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有,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,需注明出处为安信证券研究中心,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A — 正常风险,未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
 B — 较高风险,未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

张勤 021-68763879	上海联系人 zhangqin@essences.com.cn	南方 021-68765206	上海联系人 nanfang@essences.com.cn
李国瑞 021-68763872	上海联系人 ligr@essences.com.cn	李昕 010-66581689	北京联系人 lixin@essences.com.cn
马正南 010-66581668	北京联系人 mazn@essences.com.cn	潘琳 0755-82558268	深圳联系人 panlin@essences.com.cn
张茜萍 0755-82558089	深圳联系人 zhangqp@essences.com.cn	王远洋 0755-82558087	深圳联系人 wangyy3@essences.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
 邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
 邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
 邮编: 100034