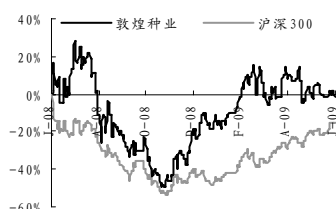


相对沪深 300 表现


表现	1m	3m	12m
敦煌先锋	1.3	3.8	-10.4
沪深 300	8.7	34.3	-5.7

市场数据 2009.06.11

当前价格 (元)	12.28
52 周价格区间 (元)	6.34 ~ 15.88
总市值 (百万)	2284
流通市值 (百万)	1983
总股本 (万股)	18596.64
流通股 (万股)	16148.8673
日均成交额 (百万)	13288
近一月换手 (%)	88.4

相关报告

《敦煌先锋业绩快速增长——08 年年报及一季报分析》，2009.4.30

分析师

孙霞

电话: 0755-83716347

邮件: sunx@ghzq.com.cn

分析师申明:

分析师在此申明,本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外,分析师薪酬的任何部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

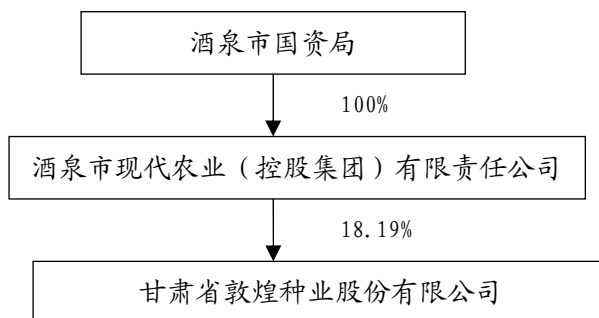
- 敦煌种业地处制种基地酒泉,是国家农业龙头企业之一,业务涉及种子、棉花、食品加工等。
- 敦煌先锋业绩将快速增长。公司与先锋的合作能互补优势,在短期内,两者相互合作的经营思路不会有变化。三四期于 09 年投产,在现有产能上将实现翻番,达到 2.8 万吨。宁夏基地将于 09 年 8 月投产,按照投资规模,预计产能规划仍为 2.8 万吨。先玉系列为优势产品,未来市场能消化所有产能的释放。公司拟每年提价 8%,高于成本的增长速度,公司高毛利得以维持。随着产能的释放,敦煌先锋的业绩将快速增长。
- 公司自有业务方面,自有种子业务盈利相对稳定;棉花加工随着棉价的回升,亏损程度将有所改善;公司将重点发展食品加工业,扩大棉脂油和番茄酱的产能规模。未来公司的自有业务有可能为公司贡献利润。
- 自 08 年敦煌先锋投产销售,公司的主营业务收入和归属母公司净利润同比增长率均出现快速的上升。预计随着敦煌先锋产能的进一步扩张,公司净利润将快速增长,成长性好。
- 我们预计公司 2009、2010、2011 年的每股收益分别为 0.29、0.72、1.18 元,对应的 PE 分别为 43.5、17.5、10.7, PB 分别为 3.73、3.08、2.38。盈利预测较上次有所调高,主要是因为棉花价格的回升,自有业务的亏损将有所下降。
- 给予“买入”评级。敦煌种业的估值水平是国内种业上市公司估值中最具优势的,略高于国际估值水平(国际种子行业长期市盈率均值为 41 倍、市净率均值为 3.01 倍)。随着敦煌先锋产能的逐步释放,公司业绩进入快速发展期,敦煌种业应享有高于平均估值的溢价,给予 5 倍的市净率(剔除敦煌种业后,三家种业公司 2010 年 PB 均值为 4.4;低于近两年来国际种业估值水平),09、10 年敦煌种业的估值分别为 16.9 和 20.5 元。

预测指标	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入 (百万元)	1109.98	1383.57	1724.44	2100.12
营业利润 (百万元)	52.98	124.64	314.73	506.62
净利润 (百万元)	65.99	135.50	283.58	451.78
摊薄每股收益 (元)	0.07	0.29	0.72	1.18
摊薄每股净资产 (元)	3.09	3.38	4.10	5.29
加权平均 ROE (%)	2.4%	8.5%	17.6%	22.4%

公司是国家农业龙头企业之一

甘肃省敦煌种业股份有限公司（以下简称“敦煌种业”或“公司”）于 1998 年底经甘肃省人民政府批准设立。公司于 2004 年 1 月 15 日在上海证券交易所挂牌上市，2006 年 9 月完成股权分置改革，现有总股本 1.86 亿股，流通股 1.61 亿股。

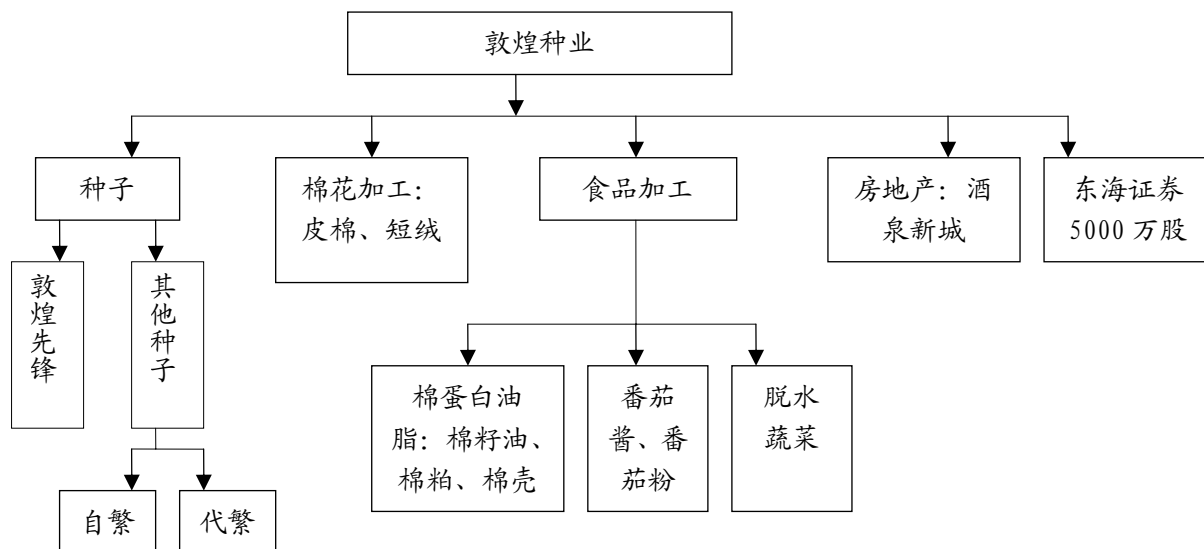
Figure 1 股权结构图



资料来源：公司公告

公司是国家农业龙头企业之一，内设 15 个部门，有分、子公司 26 家，业务涉及种子、棉花、食品等。

Figure 2 公司业务结构图



资料来源：国海证券研究所

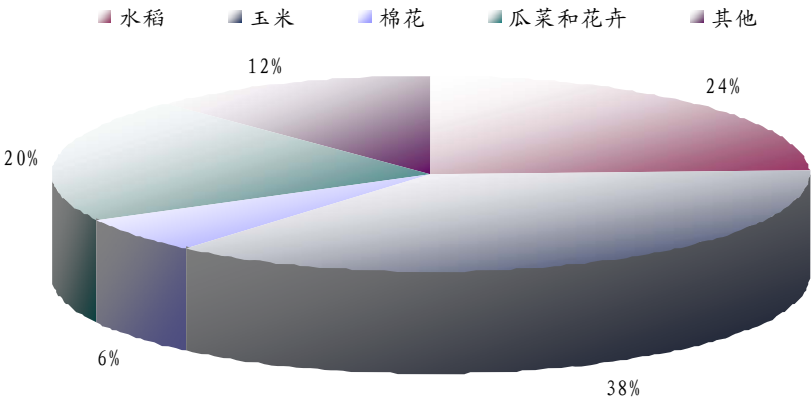
玉米种子行业处于景气周期

玉米种子是商品化率最高的种子

目前，我国种子行业市场规模约 250 亿元，年均增长速度在 5% 左右，其中玉米约 90 亿元，水稻约 60 亿元。专家预测到 2010 年我国市场规

模达到 300 亿，种业市场容量大。玉米种业是市场规模最大、商品化程度最高的品种。

Figure 3 种业市场规模品种组成



资料来源：中国种子信息网

良种补贴范围扩大，补贴方式转变形成实质利好

中央财政从 2002 年开始设立良种补贴专项资金起，补贴力度不断加大。农业部和财政部联合下发《2009 年中央财政农作物良种补贴项目实施指导意见》，09 年良种补贴资金和范围进一步扩大。09 年良种补贴预计为 149 亿元，比 2008 年增长 23.45%。玉米种子的补贴范围也由 46.3% 扩大到全覆盖，且为现金补贴，利于具备品种竞争力的中资企业。

09 年玉米种子行业过剩程度有所缓解

据全国农技中心预测，受制种面积的连续减少，09 年新制种量降为 10.2 亿公斤，少于 10.98 亿公斤的市场需求量，造成 7% 的市场缺口。为满足市场的需求，库存消耗明显增加，预计 09 年的库存将再次下降至 5.32 亿公斤。供需缓解下，部分玉米种子的涨价幅度达到 10~20%。

Figure 4 各年度玉米种子种植面积、产量及库存情况

销售年度	2005	2006	2007	2008	2009E
上年制种面积（万亩）	375	423	490	345	301
制种产量（亿公斤）	9.7	12.1	16.2	10.5	10.2
上年有效库存（亿公斤）	2.8	2.8	3	7.4	6.1
合计（亿公斤）	12.5	14.9	19.2	18	16.3
需种量（亿公斤）	9.2	9.5	10	10.7	10.98
计划种植（亿亩）	3.6	3.72	4	4.28	4.39
库存（亿公斤）	3.3	5.4	9.2	7.3	5.32

资料来源：国海证券研究所

公司处于制种基地

公司制种基地处于甘肃河西走廊，是全国制种条件最具优势的地区，自然条件适合种子生产。制种基地海拔 1000~1600 米之间，年日照 3033.4~3316.5 小时，年降水量 32.9~78.4mm， $\geq 10^{\circ}\text{C}$ 积温 1755~3611 $^{\circ}\text{C}$ ，无霜期 130—159 天，光照充足，热量丰富，大气干燥，昼夜温差大，生态类型多，病虫害少，并有绿洲戈壁相间形成的天然隔离屏障，生态条件十分独特，适于种植多类农作物和从事种子生产；另外，本公司制种所在地的农业基础扎实，生产设施齐全，灌溉条件优越，所生产的玉米、棉花、甜菜、油菜、瓜菜、花卉、牧草等种子籽粒饱满、色泽好、纯度高、发芽率高，综合质量优于国内其它地区。

公司在自主研发方面实力较弱，位于制种基地的优势使得公司自有种子业务以预约代繁为主。在产业链其他环节中具有优势的企业分别是自主研发实力强的登海种业、营销能力强的万向德农。公司与先锋合资的敦煌先锋的投产，同时提高了公司在研发及营销方面的能力，后文中将详细叙述。

Figure 5 国内种子公司在产业链上的优劣势分析

	研发	生产	销售
优势企业	登海种业	敦煌种业	万向德农
优势	研发起家	位于制种基地酒泉	位于玉米种植区，销售网络完善
弱势	离生产基地较远、营销能力较弱	代繁为主，几乎没有研发、自有品牌销售能力一般	研发能力一般、营销能力较强，离制种基地较远

资料来源：国海证券研究所

敦煌先锋投产改善了公司的营业状况

公司一直延续着制种和棉花加工两大主导业务，于 2007 年进入食品加工领域。2008 年公司主营业务收入为 1109 百万元，比去年同期增长 47.49%；营业利润 52.98 百万元，同比增长 229.22%。

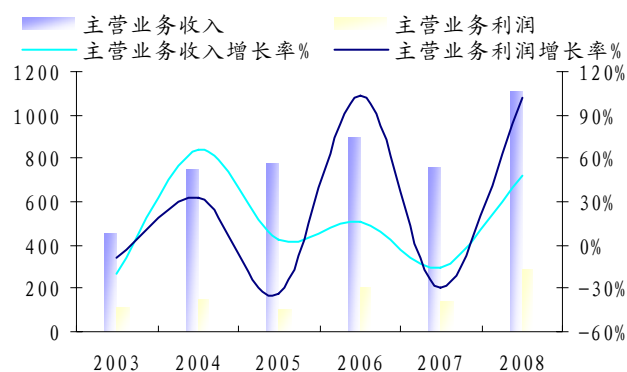
2008 年主营业务收入构成中，种子、棉花及食品加工所占的比重为 55.74%、35.26% 和 15.84%。由于先玉系列种子的销售，种子在主营业务利润中所占的比重上升至 74%。

公司与先锋公司合资的敦煌先锋于 08 年初取得销售证，敦煌先锋的高毛利带来公司种子业务的毛利率提升 15 个百分点。种子毛利的上升推动公司整体毛利率上升 7 个百分点。

除敦煌先锋外，公司自有业务因竞争激烈及规模较小，盈利处于微

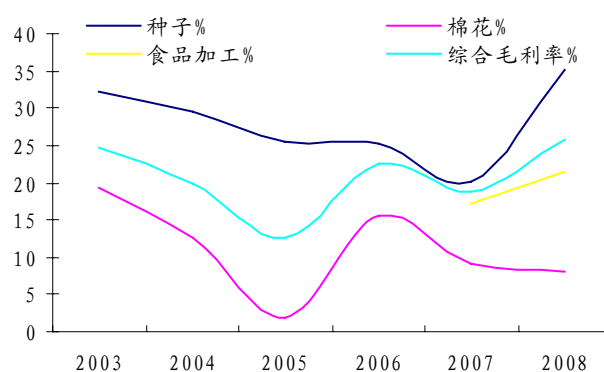
利或亏损状态。而敦煌先锋投产大大改善了公司的盈利能力。2008 年敦煌先锋为公司贡献的利润为 4798 万元,而公司自有业务亏损 3407 万元。敦煌先锋将是公司未来几年内最大的业绩贡献者。自有业务经营状况的改善来自食品加工能力的扩张。

Figure 6 主营业务收入、利润及增长率 单位: 百万元



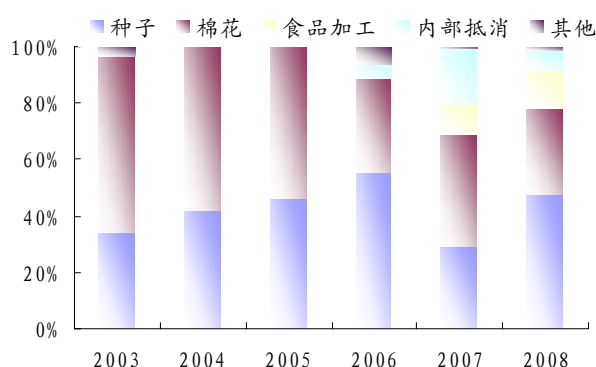
资料来源: WIND、国海证券研究所

Figure 7 公司综合毛利率及各业务毛利率情况



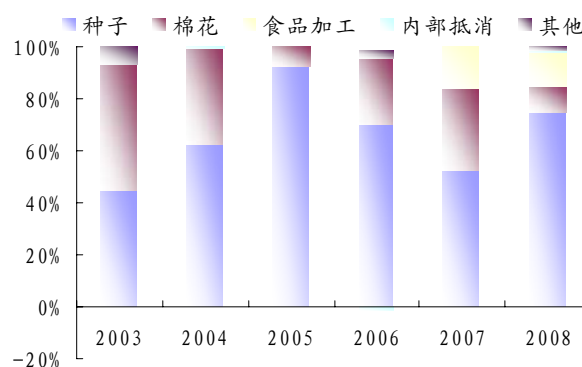
资料来源: WIND、国海证券研究所

Figure 8 主营业务收入构成



资料来源: WIND、国海证券研究所

Figure 9 主营业务利润构成



资料来源: WIND、国海证券研究所

敦煌先锋业绩将快速增长

先锋在研发、生产及营销上具明显的竞争优势

研发和营销能力是决定种子公司的长期核心竞争力。先锋良种国际有限公司(以下简称:先锋公司)是世界 500 强杜邦旗下的全资子公司,成立于 1926 年,致力于玉米杂交种为主的农作物种子研发、生产和营销。是世界上最大的玉米种业公司,在世界玉米种子市场占有率达 20%;美国玉米种子市场占有率约为 40%。于 1997 年,先锋公司进入中国,目前国内拥有一家研发育种机构——铁岭先锋,两家合资公司——登海先锋和敦煌先锋。

Figure 10 全球种业十强

名次	企业
1	杜邦 (Dupont)
2	孟山都 (Monsanto)
3	先正达 (Syngenta)
4	立马格兰 (Limagrain)
5	圣尼斯 (Seminis)
6	埃德瓦塔 (Advanta)
7	道化学 (Dow)
8	KWSAG 公司
9	Delta & PineLand 公司
10	Aventis 公司

资料来源：国海证券研究所

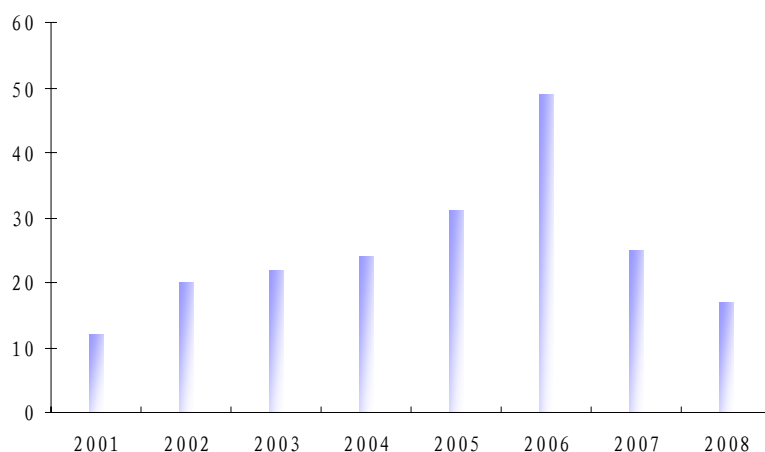
Figure 11 先锋国内两家合资公司情况

合资公司	股权结构	简介
山东登海先锋种业 有限公司	登海 51%; 先锋 49%	成立于 2002 年 12 月, 2004 年开始第一 次销售
敦煌种业先锋良种 有限公司	敦煌 51%; 先锋 49%	成立于 2006 年 12 月, 2007 年生产种子, 2008 年销售

资料来源：国海证券研究所

先锋公司在种子研发方面的投入大, 预计每年收入的 10% 用于研发, 科研人员超过 2000 个。这种研发投入的力度是国内任一机构都无法比拟的。根据《种子法》, 进口种子不能直接在国内销售, 只能作为育种。先锋在中国的经营模式是由先锋公司提供种子研发技术, 通过国内的铁岭先锋育种, 然后将使用权给予合资公司制种销售。先玉系列使国内玉米行业进入单粒播种时代, 且产量提高, 在市场上供不应求。而国内培育新品种的难度在加大, 国审通过普通玉米品种的数量也在不断下降。

Figure 12 2001~2008 年国审通过普通玉米种子的数量



资料来源：农业部

公司的营销方式优势明显。先锋种子质量优胜, 给予经销商利润空间大, 容易吸引各种植区域内具有较强推广能力的大经销商参与销售。

而最主要的是在种子销售后，经销商还免费提供播种机等生产资料及技术，并对农户进行田间示范和后续培训。国内种子企业给予经销商的利润空间相对来说较小，为农户提供后续服务也正是国内种子企业需改进的地方。

先锋在生产上也具有一定的优势。生产方面与国内传统种子加工最大的不同是烘干环节，先锋将整个玉米棒去头去尾放入烘干仓进行整穗烘干，保证发芽率最高，更重要的是可以保证种子的发芽势最强，发芽率达到 98%，远远高于国内 85% 普通种子的标准和单粒播种 95% 的标准，而且为了完全做到节能环保，烘干锅炉还能以玉米穗轴作为燃料，国内企业先拔粒再进行自然晾晒的过程温度湿度皆不可控，因而就不能保证种子的活性。

公司与先锋合作，更具优势

受限于种子行业的保护政策，外资企业只能通过合资企业实现国内的扩张。先锋分别与登海种业、敦煌种业组建合资公司。我们认为公司与先锋的合作更具优势，主要基于以下几点：

第一，从销售区域看，春玉米带市场更为广阔和竞争态势缓和。敦煌先锋负责的东北、内蒙、新疆、甘肃、宁夏的春玉米带约占全国产量的 53%，而登海先锋负责的黄淮海地区的夏玉米带，市场容量要小。目前市场销量前两名的郑单 958、浚单 20 都来自于黄淮海地区。

第二，其产品质量方面，先玉春玉米产量高于夏玉米。2004 年先玉夏玉米在黄淮海区域试验及各省的品种比较试验中供给获得 8 个产量第一，在莱州夏玉米播种试验区亩产约 600 公斤。于 2004 年开始在市場销售，市场对先玉系列已经有了一定的认同。而先玉春玉米在东北、华北春玉米区域试验平均产量居第一位，达到亩产 760 余公斤，较畅销品种郑单 958 增产 10~15%；07 年东北大旱中，在包括郑单 958 在内的不少品种受灾严重，而先锋种子影响非常有限，质量优势进一步体现。

Figure 13 先玉 335 主要质量指标情况

	纯度	净度	发芽率	水分
国家标准	≥ 96%	≥ 98%	≥ 85%	≥ 13% 或 ≤ 16% (长江以北)
先玉 335 (经验值)	97%	99%	95%~98%	12%

资料来源：国海证券研究所

第三，在研发上，登海有自己的研发能力，敦煌拟倾向于选择与先锋合作。在国内种业中，素有“南袁北李”的说法，登海在玉米种子方

面的研发实力在国内企业中是最强的，研制的超级玉米系列大部分已经通过审定。但是研发前期投入大，时间长，在较长时间内的成效小。新品种的试验周期有 6 年：预实验（3 年）-区试验（2 年）-生产试验（1 年）。而购买新品种、及与国外合资能使种业公司在短期内快速提升。登海在研发方面的实力，使登海先锋与自有品牌经营战略有一定的冲突。先锋在两合资公司中，也更倾向于与研发实力稍弱的敦煌合作。

第四，敦煌位于制种基地，在制种面积的扩张上，有一定的区域优势。

而事实上，敦煌先锋不论从产能规模、产能进度上都快于登海先锋。而且有进一步的合作。经过四年合作，登海先锋 09 年产能达到 2.3 万吨；敦煌先锋用三年时间使产能扩张到 2.8 万吨，且拟新建基地。

敦煌先锋业绩将快速增长

09 年敦煌先锋产能将实现翻番。敦煌先锋的总产能为 2.8 万吨，每期 7000 吨规模，第一、二期已经投产，三、四将于今年 8 月投产。据我们的实地调研，公司三、四期的设备装置已进入最后阶段。目前，敦煌先锋已与宁夏贺兰县人民政府签约，拟在宁夏银川市贺兰县设立敦煌种业先锋良种有限公司分公司，总投资 2 亿元，按照之前的投资规模预测，预计设计总产能为 2.8 万吨。

制种基地能保证产能的扩张。敦煌先锋母公司的制种基地在酒泉，按照亩产 400 公斤计算，2.8 万吨的产能需 7 万亩制种面积。而公司在酒泉历年的种植面积都在此之上，06 年种植面积更是高达 39.5 万亩。预计敦煌先锋的分公司产能将选择在银川，经与政府的协调，这一制种面积也是可以保证的。

公司有较强的推广能力，能满足全部产能的释放。主要有以下三个方面的因素：第一，敦煌先锋的春玉米为先玉系列，主要品种有先玉 335、先锋 32D22、先锋 33B75、先玉 420、先玉 508，其中先玉 335 约占 50% 以上。公司在东北先玉系列以袋装销售，一袋大概 8000 粒，约 2.2 公斤左右。敦煌先锋的种子在市场的销售价格约在 30~40 元/公斤，与 20 元/公斤的出厂价，有较大的利润空间，利于经销商的销售。经销商均为各区域的龙头，与政府、农户有较强的沟通能力。第二，最大推广面积能被市场所容纳。每亩需 1.1 公斤左右先玉种子计算，5.6 万吨的产能可以推广 5090 万亩种植面积，约占七省春玉米种植面积的 28%，玉米总种植面积的 11.5%。而郑单在销售高峰期时，占优势区域的 40%，全

国玉米种植面积的 18%。第三，从性价比看，农户接受先玉系列较容易。公司种子市场价格约为其他种子的三倍左右，但公司为单粒播种，其他种子是多粒播种（2~3 粒）；一坑一粒的新播种方式简化了农户播种的过程和省去了发芽后剪苗的环节；先玉产量能提高 10~15%；而为农户免费提供生产资料及技术的营销方式，也能吸引农户。

公司的高毛利将得以维持。在成本方面，土地约占成本的 80%以上。土地每亩租金从 2004 年的 1200 元到 2009 年 1550 元，年复合增长率为 4.4%。而产品出厂价，公司拟每年提高 8%。

Figure 14 敦煌先锋盈利预测

		2008	2009E	2010E	2011E
酒泉工厂	制种量（吨）	8400	20000	28000	28000
	销售量（吨）	7920	11880	22400	28000
宁夏工厂	制种量（吨）			5000	9600
	销售量（吨）			1500	6380
	总销售量（吨）	7920	11880	23900	34380
	出厂价（元/公斤）	22.40	24.19	26.13	28.22
	成本价（元/公斤）	6.58	7.01	7.50	8.02
	收入（百万元）	177.57	287.40	624.44	970.12
	成本（百万元）	52.12	83.26	179.22	275.85
	毛利率	70.65%	71.03%	71.30%	71.57%
	利润率	53.00%	53.50%	54.00%	54.30%
	税率	0.00%	0.00%	12.50%	12.50%
	净利润（百万元）	94.09	153.76	295.05	460.93
	权益	51%	51%	51%	51%
	贡献 EPS（元）	0.258	0.42	0.81	1.26

资料来源：国海证券研究所

注：1. 种子为跨年度销售，一般第四季度销售 30%，次年一季度销售 70%；

2. 暂不考虑引进更高品质种子的情况。

自有业务期待规模的扩张

自有种子业务盈利能力弱

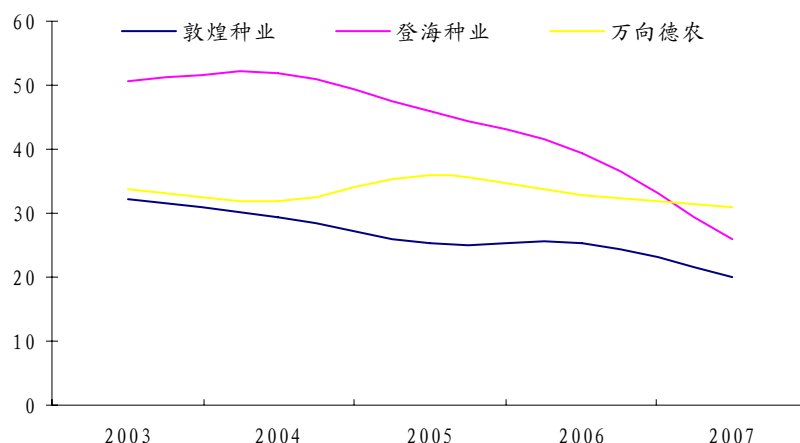
自有种子业务相对稳定。公司自有种子业务采取以代繁为主的预约生产模式，每公斤有将近 1 元的代繁利润，相对稳定。种子行业特征是提前制种、跨年销售。制种面积不易把握，从近几年种业公司的情况看，库存都较高。公司的代繁生产模式能相对降低这方面的风险，但在行业不景气或是种植受灾的情况下，公司也会承担来自下游客户和农户转嫁来的风险。

公司自有种子业务盈利能力弱，从近几年与同行业上市公司毛利率相比较，公司毛利率低于拥有自主研发的登海种业和销售网络完善的万向德农。

09 年公司自有种子业务有所改善，但在经营上不会有大的变化。因种植面积连续下降，种子过剩程度缓解，市场回暖，公司自有种子的库存从去年的 3 万 3 千多吨下降至目前的 1 万 2 千多吨。因公司自有种子业务以代繁为主，虽市场回暖，对自有种子业务影响不太大。

种子种植中面临的主要自然风险是霜冻和干旱。公司新建 2 条烘干生产线，降低霜冻风险。而酒泉地区的干旱较少。

Figure 15 同行业内玉米种子毛利率情况



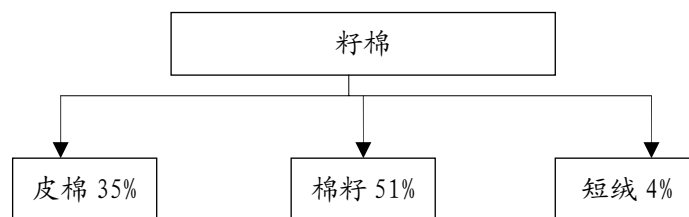
资料来源：WIND、国海证券研究所

注：登海种业毛利率剔除了先玉 335 的影响

棉花亏损比去年将略有改善

公司拥有 17 个棉花加工厂，年加工能力在 10 万吨以上。公司的棉花加工业主要是收购籽棉进行加工，按照大约 35: 4: 51 的比例，分离出皮棉、棉短绒和棉籽。经营模式是于每年 9~11 月份集中采购，当年 10 月份至来年 6 月份销售。因此，对于盈利的把握主要来自于对棉花价格走势的正确判断。

Figure 16 籽棉各产品结构图

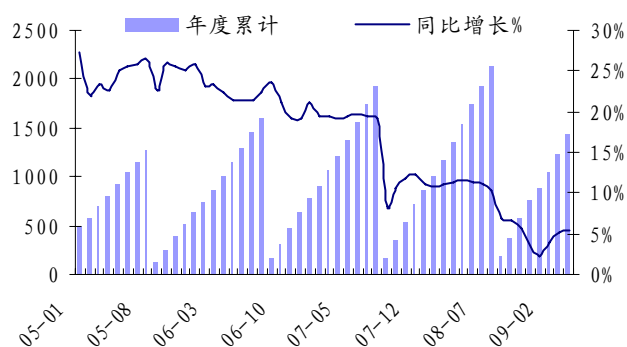


资料来源：国海证券研究所

公司的棉花主要来源于酒泉，地域未能实现有效突破。酒泉是西北内陆早熟棉花的重要产区，地区气候条件适宜棉花生长，加工质量好，皮棉亩产量在 100 公斤左右，比全国平均亩产量高近 1 倍。酒泉地区是甘肃省最大集中产棉区，占甘肃省总产量的 90% 以上。酒泉棉花收购期一般约为 25 天。但甘肃棉花产量仅占全国产量的 1.86%，公司自上市以来，对于棉花市场的收购就有进入新疆的打算，但未能实现有效突破。

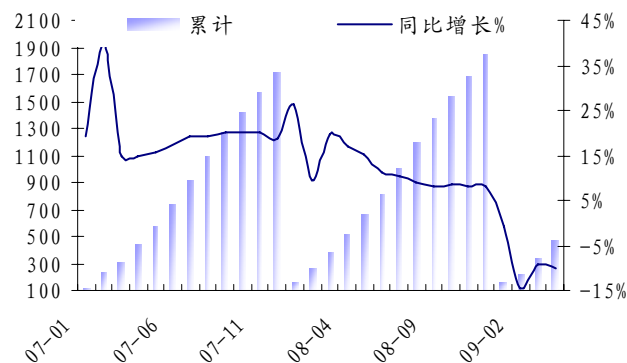
国家收储和下游需求回暖，棉花价格上升。2008 年我国棉花产量为 750 万吨，同比下降 1.6%，但受经济危机影响，下游有效需求不足，棉花价格持续低迷。为维稳棉价及解决农民卖棉难等问题，国家累计收储 272 万吨，收购价为 12600 元/吨。受出口退税影响，下游需求为暖，截止 4 月底，08/09 年度全国纱产量累计达到 1428.55 万吨，同比增长 5.4%；2009 年 1~4 月，纺织服装出口额累计达 465.52 亿美元，同比下降 -10%，下降幅度企稳。在两者的刺激下，棉花价格出现上升。在下游需求可能继续回暖下，棉花商业库存略显不足，国家启动抛储计划。根据储备棉出库预案原则，我们预计棉花市场价格整体将会较稳定，预计现货将维持在收储价之上。由于美国及国内 09 年种植面积均出现下降，预计下年度棉价将会上升。

Figure 17 全国纱产量（万吨）



资料来源：中国棉花网

Figure 18 纺织服装品出口额

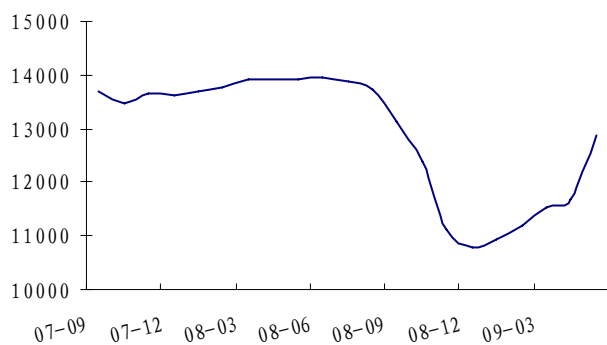


资料来源：中国棉花网

棉花加工亏损比去年略有改善。随着棉价的波动，公司毛利水平波动幅度较大。公司 08 年皮棉加工量 2.7 万吨左右，收购价格约在 12200 元~12400 元/吨。其中约 1 万 5 千吨入储国库，占总量的 56%。棉花加工生产成本中，籽棉成本约占 92.5%，棉副产品的价格随棉价而波动。去年棉价自下半年以来，一路下滑，由于对价格的判断失误，致使棉花加工业务亏损两三千万元。在我们假设棉价将维持在收储价之上及国家收储，预计棉花加工业务亏损程度将好于去年。

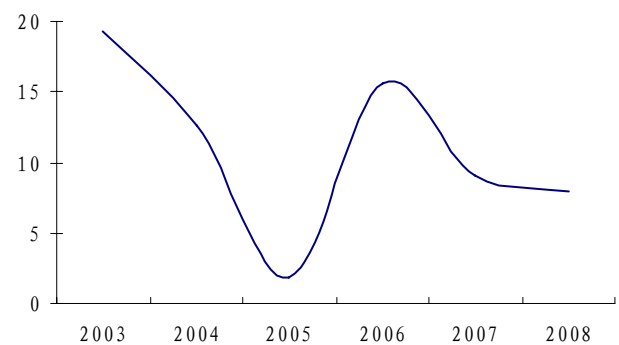
棉花加工业务对公司未来业绩贡献不大。毛利水平低，棉花加工业务完全竞争，价格波动大，介于盈亏平衡之间。且公司拟用来减少风险的棉花期货交易近几年也是出现亏损。但棉花加工业务涉及地方利益，不能剥离。未来对公司的贡献有限，甚至有可能拖累公司业绩。

Figure 19 棉花现货价格走势（元/吨）



资料来源：中国棉花网

Figure 20 公司棉花加工毛利率情况



资料来源：WIND

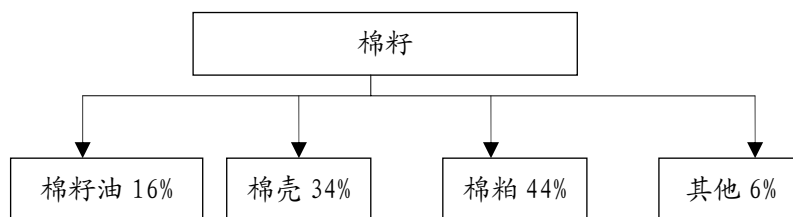
食品加工规模将扩张

公司的食品加工业务于 07 年陆续投产，是公司自有业务未来发展的重点。食品加工业务主要有棉蛋白、脱水蔬菜、番茄粉和番茄酱。

棉蛋白油脂业务将有可能亏损

棉蛋白油脂公司二期改扩建工程建成投产，达到 12 万吨年加工能力。加工中所用原料为棉籽，但公司棉花加工中的棉籽不能满足公司棉蛋白加工的需求，主要是从新疆外购。每吨棉籽的出油率约为 16%，压榨后，棉壳、棉粕分别占 34%、44%。

Figure 21 棉蛋白各产品结构图

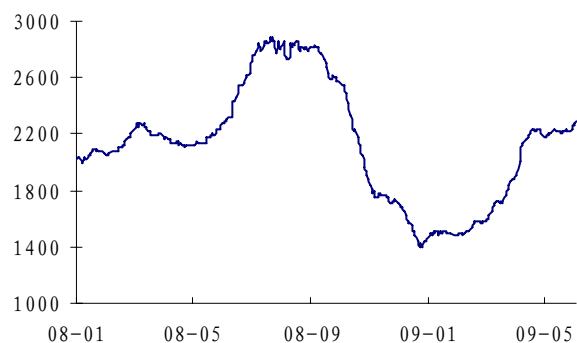


资料来源：国海证券研究所

棉蛋白油脂业务将有可能亏损。公司对棉粕也为一次性采购，收购期较棉花长，去年棉籽的收购价约为 1 万元/吨。公司棉蛋白产品与棉花价格走势关联性大，随着棉价的下降，自去年下半年出现了一波下跌行情；在棉价因国家收储及下游需求回暖下，年初出现上升行情后，棉蛋白产品也出现上涨。但以目前棉蛋白产品的价格，公司油脂业务仍处于亏损。而国内的植物油需求未来还是会持续增长，我们认为棉油价格可能会继续上升，棉蛋白业务会好转，但全年仍可能为亏损。

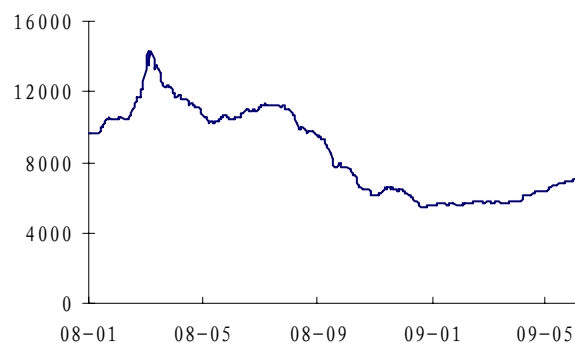
棉蛋白业务的大部分原料需外购，为增加竞争力，公司将有可能解决部分原料问题，并扩大棉蛋白业务规模，产生规模效应。

Figure 22 全国棉粕价格走势（元/吨）



资料来源：Bloomberg

Figure 23 全国棉油价格走势（元/吨）



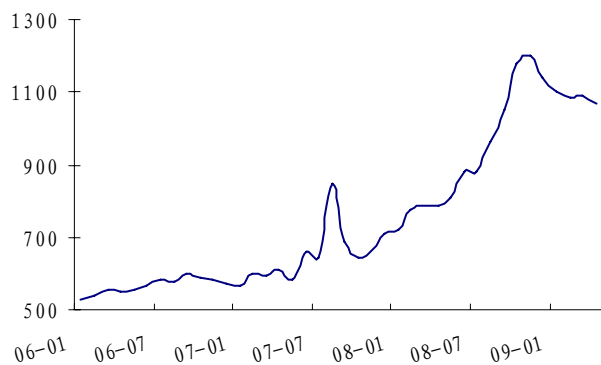
资料来源：Bloomberg

番茄酱业务仍处于景气周期

08 年因公司收购吉翔番茄制品有限公司 3400 吨产能，现有番茄酱产能达到 1 万吨。公司所处地理位置优越，所产番茄榨出的番茄酱酸度为 8%，符合美国的消费习惯。公司所产番茄酱全销往美国，而在西方国家，番茄酱消费呈刚性。番茄酱出口价格在年初略有下调后，目前已企稳，价格仍高于去年出口均价。在美元贬值预期下，大宗农产品价格出现上升，我们预计番茄酱出口价格也将出现一定的回升。公司今年番茄

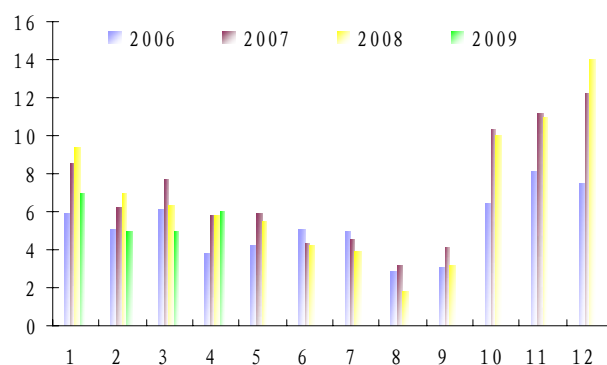
酱业务有可能出现量价齐升。在现有资源的利用上，番茄酱业务可能成为公司未来发展的重点。

Figure 24 番茄酱出口价格 (元/吨)



资料来源：海关统计资讯网

Figure 25 番茄酱出口量 (元/吨)



资料来源：海关统计资讯网

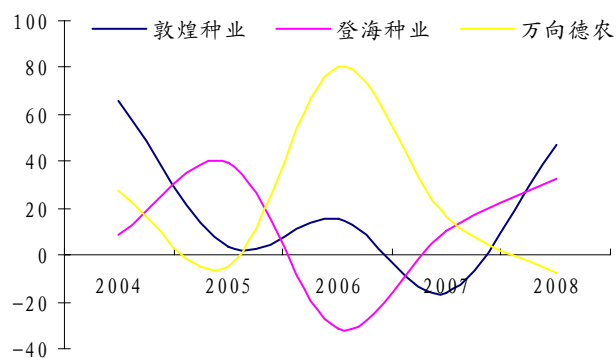
脱水蔬菜规模小，对公司整体盈利影响小

脱水蔬菜产能为 3000 吨，于去年 10 月份投产。08 年销量为 450 万吨，亏损约 100 万吨。脱水蔬菜价格较刚性，产量的增加，预计今年将略有盈余。

公司成长性提高

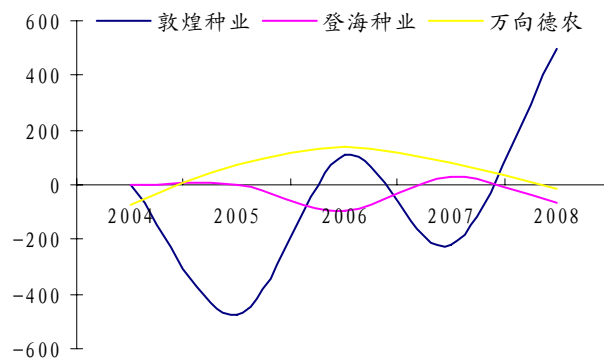
种业行业内上市公司的主营业务收入同比增长率的波动率都较大，且处于各环节的上市公司波动方向不太一致。敦煌种业由于涉及棉花加工业，净利润同比增长率的波动幅度要大。但我们可以看出，自 08 年敦煌先锋投产销售，公司的主营业务收入和归属母公司净利润同比增长率均出现快速的上升。预计随着敦煌先锋产能的进一步扩张，公司净利润将快速增长，成长性好。

Figure 26 同行业上市公司主营业务收入同比增长率



资料来源：WIND

Figure 27 同行业上市公司归属母公司净利润同比增长率

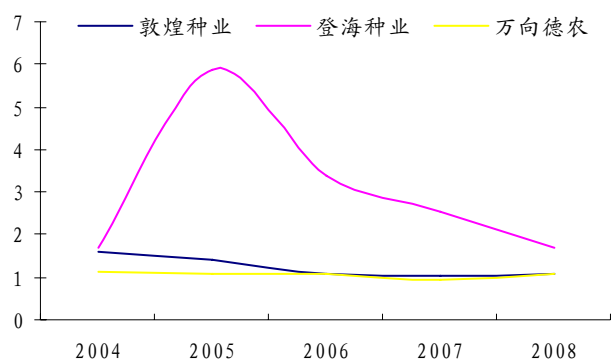


资料来源：WIND

有一定的融资需求

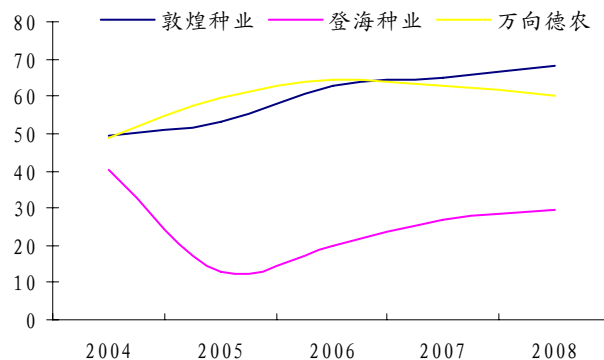
相对于具于研发实力的登海种业来说，敦煌种业和万向德农的流动比率都较低，资产负债率较高。敦煌种业近几年的资产负债率都维持在较高水平，面对扩大产能规模的战略，公司有一定的融资需求。

Figure 28 同行业上市公司流动比率



资料来源: WIND

Figure 29 同行业上市公司资产负债率

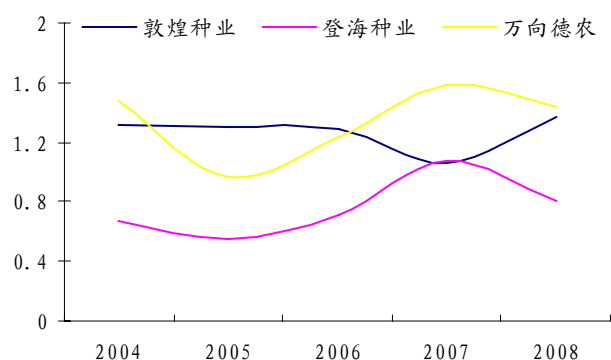


资料来源: WIND

公司的营运能力有所提升

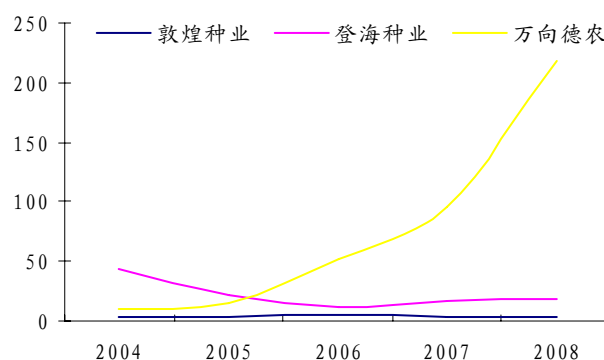
公司的存货周转率、应收账款周转率、固定资产周转率及总资产周转率，经过连续三年的下跌后，于 08 年开始回升。作为代繁及销售环节的敦煌种业、万向德农的存货周转率高于登海种业。万向德农的销售回款能力是最强的。

Figure 30 同行内上市公司存货周转率



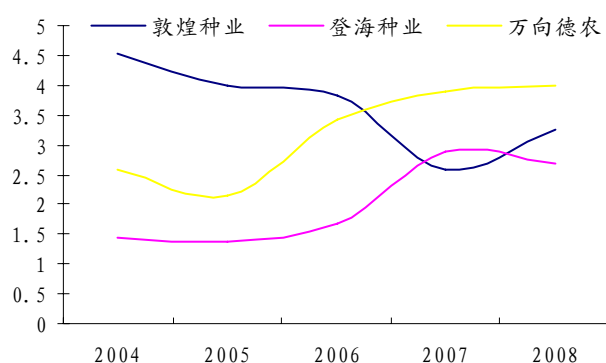
资料来源: WIND

Figure 31 同行业上市公司应收账款周转率



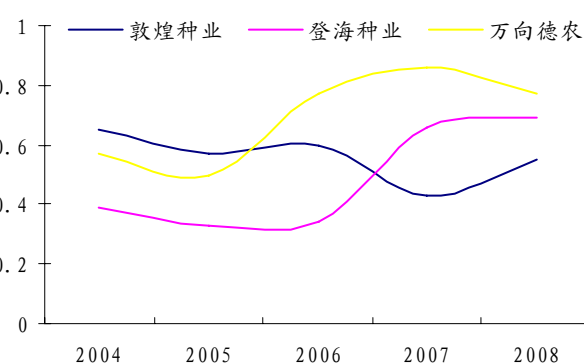
资料来源: WIND

Figure 32 同行业上市公司固定资产周转率



资料来源: WIND

Figure 33 同行业上市公司总资产周转率



资料来源: WIND

盈利预测

我们对公司未来三年盈利预测的假设条件如下:

1. 公司各业务的收入和成本预测请见下文;
2. 因规模效应及 08 年下半年的降息, 期间费用略有下降;
3. 母公司所得税率为 0;
4. 暂不考虑房地产业务及东海证券股权带来的收益。

综上假设, 我们对公司未来三年的盈利预测如下:

Figure 34 公司各业务收入、成本预测(百万元)

		2008	2009E	2010E	2011E
敦煌种业	营业收入	177.57	287.40	624.44	970.12
	营业成本	52.12	83.26	179.22	275.85
	毛利率	70.65%	71.03%	71.30%	71.57%
自有种子	营业收入	441.17	486.17	440	440
	营业成本	348.8381	382.5881	347.6	347.6
	毛利率	20.93%	21.30%	21.00%	21.00%
棉花加工	营业收入	391.41	350	350	350
	营业成本	360.27	321.3	318.5	318.5
	毛利率	7.96%	8.20%	9.00%	9.00%
食品加工	营业收入	175.84	260	310	340
	营业成本	138.01	208	249.55	273.7
	毛利率	21.52%	20.00%	19.50%	19.50%

资料来源: 国海证券研究所

Figure 35 盈利预测(百万元)

	2008	2009E	2010E	2011E
一、营业总收入	1109.98	1383.57	1724.44	2100.12
二、营业总成本	1058.79	1258.93	1409.71	1593.50
营业成本	822.66	995.14	1094.87	1215.65

营业税金及附加	0.33	0.41	0.51	0.62
销售费用	85.01	102.38	127.61	153.31
管理费用	66.25	77.48	96.57	117.61
财务费用	62.01	63.51	74.15	90.31
资产减值损失	22.51	20	16	16
三、其他经营收益				
投资净收益	5.29	0	0	0
四、营业利润	52.98	124.64	314.73	506.62
加：营业外收入	16.98	17	17	17
减：营业外支出	1.94	2	2	2
五、利润总额	68.01	139.64	329.73	521.62
减：所得税	2.02	4.15	46.15	69.85
六、净利润	65.99	135.50	283.58	451.78
减：少数股东损益	52.08	81.34	150.57	231.85
归属于母公司所有者的净利润	13.91	54.15	133.01	219.92
七、每股收益：（元）	0.07	0.29	0.72	1.18

资料来源：国海证券研究所

给予“买入”评级

我们预计公司 2009、2010、2011 年的每股收益分别为 0.29、0.72、1.18 元，对应的 PE 分别为 43.5、17.5、10.7，PB 分别为 3.73、3.08、2.38。盈利预测较上次有所调高，主要是因为棉花价格的回升，自有业务的亏损将有所下降。

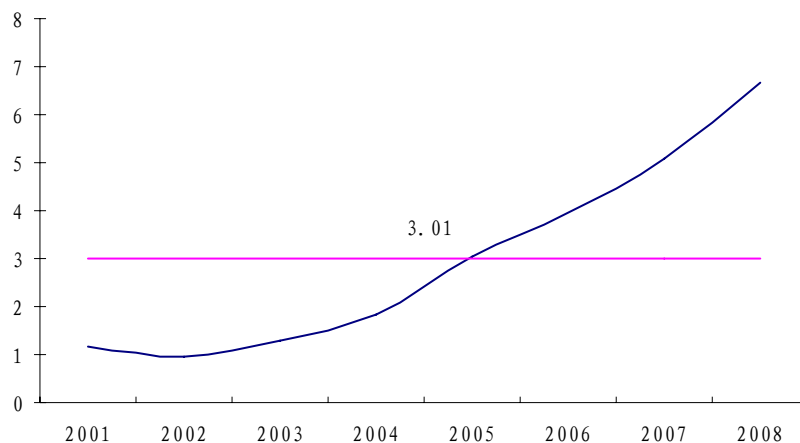
敦煌种业估值水平是国内种业上市公司估值中最具优势的，略高于国际估值水平（国际种子行业长期市盈率均值为 41 倍、市净率均值为 3.01 倍）。随着敦煌先锋产能的逐步释放，公司业绩进入快速发展期，敦煌种业应享有高于平均估值的溢价，给予 5 倍的市净率（剔除敦煌种业后，三家种业公司 2010 年 PB 均值为 4.4；近两年来国际种业估值水平平均高于 5），09、10 年敦煌种业的估值分别为 16.9 和 20.5 元，因此给予“买入”评级。

Figure 36 国内同行业上市公司估值比较

	股价		EPS			PE				PB			
	09.6.11	08	09E	10E	11E	08	09E	10E	11E	08	09E	10E	11E
登海种业	20.78	0.15	0.42	0.78	1.09	138.53	49.48	26.64	19.06	5.50	4.98	4.21	3.52
万向德农	12.50	0.2	0.23	0.25	0.28	62.50	54.35	50.00	44.64	5.92	5.48	4.65	3.98
丰乐种业	11.43	0.13	0.15	0.18	0.25	87.92	76.20	63.50	45.72	4.99	4.70	4.46	
敦煌种业	12.28	0.07	0.29	0.72	1.18	175.43	42.34	17.06	10.41	3.97	3.63	3.00	2.32
国内均值						116.10	55.59	39.30	29.96	5.10	4.70	4.08	3.27

资料来源：WIND、国海证券研究所

Figure 37 国际玉米种子行业估值情况



资料来源: Bloomberg、国海证券研究所

风险因素分析

1. 自然气候对玉米育种具有一定的影响。先玉玉米制种有可能达不到我们预计的亩产 400 公斤。
2. 敦煌先锋产能的释放进度慢于我们的预计。
3. 棉花价格若继续走低, 对公司的棉花加工业务和棉蛋白业务都能产生影响。
4. 跨年销售, 销售进度的改变, 影响我们的盈利预测。

Figure 38 财务预测表

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1591	1995	3156	4599	营业收入	1110	1384	1724	2100
现金	405	470	1390	2546	营业成本	823	995	1095	1216
应收账款	291	380	420	460	营业税金及附加	0	0	1	1
其它应收款	79	96	96	96	营业费用	85	102	128	155
预付账款	208	301	427	583	管理费用	66	77	97	118
存货	593	746	821	912	财务费用	62	65	71	87
其他	15	2	2	2	资产减值损失	23	20	16	16
非流动资产	635	611	585	558	公允价值变动收益	-4	0	0	0
长期投资	52	53	53	53	投资净收益	5	0	0	0
固定资产	357	363	353	333	营业利润	53	123	318	508
无形资产	162	162	162	162	营业外收入	17	17	17	17
其他	64	34	18	11	营业外支出	2	2	2	2
资产总计	2226	2606	3741	5157	利润总额	68	138	333	523
流动负债	1497	1743	2591	3555	所得税	2	4	47	70
短期借款	1193	1350	2000	2800	净利润	66	134	287	453
应付账款	109	145	137	135	少数股东损益	52	81	152	232
其他	195	248	455	620	归属母公司净利润	14	54	134	220
非流动负债	16	16	16	16	EBITDA	149	213	415	622
长期借款	6	6	6	6	EPS (元)	0.07	0.29	0.72	1.18
其他	11	11	11	11	主要财务比率				
负债合计	1513	1759	2607	3571	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	137	218	370	603	成长能力				
股本	186	186	186	186	营业收入	47.5%	24.6%	24.6%	21.8%
资本公积	370	370	370	370	营业利润	28.7%	132.8%	158.1%	59.5%
留存收益	20	73	208	428	归属于母公司净利润	-5.1%	285.6%	150.7%	63.9%
归属母公司股东	575	629	763	984	获利能力				
负债和股东权益	2226	2606	3741	5157	毛利率	25.9%	28.1%	36.5%	42.1%
现金流量表					净利率	1.3%	3.9%	7.8%	10.5%
单位: 百万元					ROE	2.4%	8.5%	17.6%	22.4%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROIC	7.7%	10.8%	19.6%	28.6%
经营活动现金流	130	-39	341	444	偿债能力				
净利润	66	134	287	453	资产负债率	68.0%	67.5%	69.7%	69.2%
折旧摊销	34	25	26	27	净负债比率	79.40%	77.22%	77.03%	78.65%
财务费用	62	65	71	87	流动比率	1.06	1.14	1.22	1.29
投资损失	-5	0	0	0	速动比率	0.66	0.72	0.90	1.04
营运资金变动	-52	-172	-43	-123	营运能力				
其它	26	-90	-0	0	总资产周转率	0.55	0.57	0.54	0.47
投资活动现金流	-92	11	0	0	应收账款周转率	3	4	4	5
资本支出	94	0	0	0	应付账款周转率	6.00	7.82	7.77	8.96
长期投资	-16	-0	0	0	每股指标 (元)				
其他	-15	11	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.07	0.29	0.72	1.18
筹资活动现金流	193	92	579	713	每股经营现金流(最新)	0.70	-0.21	1.83	2.39
短期借款	265	157	650	800	每股净资产(最新摊)	3.09	3.38	4.10	5.29
长期借款	-3	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	168.57	43.71	17.44	10.64
资本公积增加	0	0	0	0	P/B	4.08	3.73	3.07	2.38
其他	-68	-65	-71	-87	EV/EBITDA	22	15	8	5
现金净增加额	132	65	920	1156					

资料来源:国海证券研究所

国海证券投资评级标准

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。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归国海证券所有。