

敦煌种业(600354)

非公开增发预案点评

推荐

维持评级

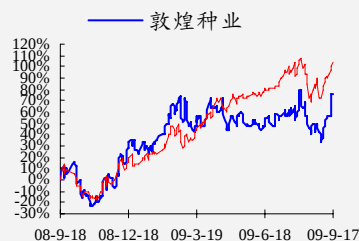
农业/种植业

2009 年 9 月 21 日

投资要点:

- 公司非公开增发 5000 万股，增发价 10.95 元，用于棉籽加工、脱水蔬菜和番茄酱 3 个项目。
- 不考虑增发，公司 2009 年、2010 年、2011 年的净利润为 3000 万，1.52 亿，2.24 亿，每股收益为 0.16 元，0.82 元，1.20 元。
- 增发后，公司 2009 年、2010 年、2011 年的净利润为 3000 万，16853 万元，25706 万元，摊薄每股收益为 0.13 元，0.71 元，1.09 元。
- 增发价 10.95 元对应的 2009 年、2010 年、2011 年的预期市盈率为 84 倍、15 倍、10 倍。
- 增发对公司每股收益有一定摊薄，考虑到公司属下敦种先锋强大的盈利能力，仍给予“推荐”评级。

走势图



市场数据 2009-9-18

收盘价:	13.61 元
52 周最高价:	15.85 元
52 周最低价:	6.09 元
平均持仓成本:	13.26 元

基本数据 2009Q2

总股本 (万股):	18,597
流通 A 股 (万股):	18,597
每股收益 (元):	(0.16)
每股净资产 (元):	2.93
每股经营现金流 (元):	1.98
市净率:	4.65

分析师: 钟大举

TEL: (8621)6336 7000-285

FAX: (8621)6337 3209

Email: zhongdj@nesc.cn

地 址: 上海市延安东路 45 号 20F

(邮编 200002)

一、公司增发方案

本次非公开发行对象范围为金塔县供销合作联社、公司前 20 名股东（不含控股股东、实际控制人及其控制或作为第一大股东的关联人）及机构在内的 10 名对象。

发行股份数量不超过 5,000 万股。公司的第四大股东金塔县供销合作联社已与本公司签订了附条件生效的《认股协议书》，认购本次非公开发行股份中的 500 万股。

定价基准日为本次非公开发行股票董事会决议公告日，即 2009 年 9 月 15 日。

发行价格为不低于定价基准日前二十个交易日公司股票交易均价的百分之九十，即发行价格不低于 10.95 元/股。

二、投资项目

1、玉米种子业务

拟投资 6,936.3 万元在敦煌种业玉米种子加工中心配套建设 4 条 700 吨/批果穗烘干线和 4 栋烘干车间；增建 4 套 200 吨/日种子干燥设备。通过机械烘干设施的配套建设，可使 2.5 万吨玉米种子含水量达到安全线（13%），避免自然冻害，提高玉米杂交种质量，增强盈利能力。

项目不直接体现利润。

2、棉籽加工

公司拟以 5,100 万元收购金塔供销社拥有的新疆玛纳斯油脂资产。公司拟投入资金 5,000 万元用于新疆玛纳斯油脂资产的改扩建工程，其中技术改造固定资产投资为 2,000 万元，流动资金 3,000 万元。项目建成投产后，可加工 250,000 吨棉籽，生产棉油 40,000 吨、棉粕 110,000 吨。

按可比公司投资类似项目的收益分析，公司 25 万吨的加工能力约形成收入 6 亿元，利润水平随棉粕棉油价格的波动变化较大，通应在 3000 万元。投资额相对较小。

3、番茄加工

本项目拟配置建设总规模为日处理番茄 3,500 吨，共四条生产线，其中在酒泉地区上坝镇建设一条日处理番茄 750 吨和两条日处理番茄 1,000 吨的生产线；在

酒泉地区玉门镇建设一条日处理番茄 750 吨生产线。预计年产量可达 20,000 吨。

按 900 美元/吨的国际大桶装价格，可形成 1800 万美元的销售收入，毛利率约 25%，净利润约 1500 万。

4、脱水蔬菜

本项目主要工艺设备一期引进 2 条日处理鲜洋葱 45 吨脱水洋葱生产线，二、三期每期拟引进 2 条美国日处理鲜洋葱 125 吨脱水洋葱生产线。；三期项目建成后，总计可日处理鲜洋葱 590 吨，脱水洋葱粉和脱水洋葱粒预计年产量分别达到 6,800 吨。本项目投入总资金 19,779 万元。

参照相关食品类上市公司脱水蔬菜的利润水平，毛利率约为 20%以上，净利率为 10%左右。预计项目达产后年销售收入为 1.7 亿，净利润约 1700 万。

5、增加敦煌先锋公司投入

敦种先锋是由敦煌种业和先锋海外公司于 2006 年合资成立的，敦煌种业持有敦种先锋 51%的股权，先锋海外公司持有 49%的股权。

根据设立时的合资协议和农业部批复，敦种先锋的投资总额为 2,000 万美元。目前公司与先锋海外公司实际已出资 800 万美元，公司尚需投资 612 万美元。自敦种先锋 2006 年设立以来，为满足市场需求已先后进行了 4 期扩产建设。2009 年 9 月，敦种先锋宁夏分公司种子加工项目又在银川贺兰县举行奠基仪式，项目总投资 2 亿元人民币，分三期建成，计划 2010 年 8 月正式投产。项目建成后，将可加工玉米种子 3 万吨。鉴于敦种先锋迅猛的业务发展，后续资金需求较大，公司拟在具备资金准备条件的情况下，与先锋海外公司在原有合资协议的框架下协商补足投资总额 2,000 万美元。

2008 年内共落实玉米制种面积 2.4 万亩，产种 840 万公斤，实现销售收入 17,757.11 万元，实现利润 9,408.67 万元。2009 年中期玉米制种 4.4 万亩，较上年增加 2 万亩，同时敦煌种业先锋良种有限公司 3-4 期工程进展，全年制种量约 1.5 万吨。

预计年终销售收入为 2.5-3 亿元，净利润为 1.3 亿至 1.6 亿，敦煌种业按 51%权益分成，上市公司股东获得 6600 万至 8200 的投资收益。

敦煌先锋的业务增长基本以每年 100%的速度增长，从 2009 年的 1.5 万吨到 2010 年以后若干年的 6 万吨，在国内的市场份额远未达到饱和，仍处于高速增长期。如果达到 6 万吨的销售额，公司收入接近 13.2 亿，净利润约 7 亿元，上市公司股东的投资收益为 3.57 亿元，空间巨大。

表 1、敦煌种业拟投资项目

项目名称	投资（万元）	拟投入募集资金（万元）	建设期（年）
玉米种子烘干生产线	6936.3	4000	2
购买新疆玛纳斯油脂资产	5100	5100	--
新疆玛纳斯 1000 吨/日棉籽生产线技改	5000	5000	1
番茄深加工项目	13350	13000	2
脱水蔬菜深加工	19779	13000	3
补充流动资金	9000	9000	--
合计	59165.3	50000	--

三、增发完成后的盈利变化

增发前，敦种先锋公司是公司的主要盈利来源。扣除敦种先锋公司，敦煌种业的 2008 年、2009 年中期分别亏损 5179 万，7242 万。公司亏损主要来自棉花加工业务，2009 年下半年，棉价格已经回升到盈到盈亏平衡点以上，预计 2009 年下半年亏损收窄，谨慎起见，我们确认 5000 万的亏损。2009 年后，农产品价格逐渐平稳，我们预计公司业务基本扭亏，可以仅确认敦种先锋种业的投资收益。按此原则，不考虑增发，公司 2009 年、2010 年、2011 年的净利润为 3000 万，1.52 亿，2.24 亿，每股收益为 0.16 元，0.82 元，1.20 元。

考虑增增发，三年内项目全部达到预期效益，公司 2009 年、2010 年、2011 年的净利润为 3000 万，16853 万元，25706 万元，摊薄每股收益为 0.13 元，0.71 元，1.09 元。

增发价 10.95 元对应的 2009 年、2010 年、2011 年的预期市盈率为 84 倍、15 倍、10 倍。

由于先锋种业强大的盈销推动力，如果种子法规和政策不发生变更，先锋在中国的合资公司必然成为国内最大的种子企业。基于这样的背景，敦煌种业的增发价格不高，长期投资风险较小。

四、投资建议

由于合资公司的推动，敦煌种业具有确定性的成长性，未来 3 年属于高速成长期，而未来 5 年将变成国内玉米种业巨头之一。尽管 2009 年业绩仍不理想，增发项目也不是很有吸引力，公司仍值得投资。给予公司“推荐”评级。

投资评级说明:

行业投资评级分为: 优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为: 推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明:

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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。本报告版权归我公司所有。

东北证券股份有限公司金融与产业研究所

地址: 上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层(邮编 200002)

电话: (8621) 6336 7000

传真: (8621) 6337 3209