

敦煌种业 (002086): 受益价格上涨, 毛利水平大幅提升 增持 (维持)

农业/种子

当前股价: 29.29 元

报告日期: 2011 年 4 月 15 日

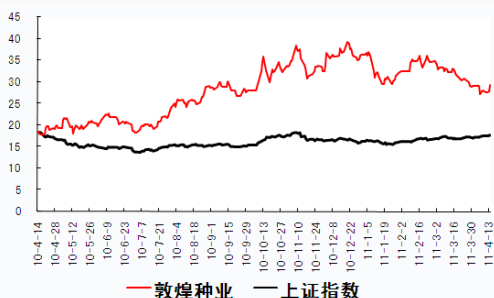
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,589	2,014	2,404	2,841
(+/-)	5.07%	26.71%	19.39%	18.13%
营业利润	278	385	505	642
(+/-)	92.96%	38.47%	30.99%	27.13%
归属于母公司				
的净利润	81	146	192	244
(+/-)	168.74%	81.49%	30.93%	27.08%
每股收益 (元)	0.40	0.72	0.94	1.20
市盈率 (倍)	74	41	31	24

公司基本情况 (2010 年 12 月 31 日止)

总股本/已流通股 (万股)	20,355/18,597
流通市值 (亿元)	54.47
每股净资产 (元)	3.69
资产负债率 (%)	67.48

股价表现 (最近一年)



证券分析师: 仇彦英

执业证书编号: A0140511010003

联系人: 杨青

021-58824282-828 yangq@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 2010 年 1-12 月, 公司实现营业收入 15.89 亿元, 同比增长 5.07%; 实现营业利润 2.78 亿元, 同比增长 92.96%; 实现归属于母公司所有者净利润 8,069 万元, 同比增长 168.74%; 摊薄每股收益 0.40 元; 不分配不转增。
- 公司主业包括种子的生产与销售、棉花的加工和销售以及棉油和番茄酱等食品的加工与销售。2010 年, 公司收入虽仅增 5% 但综合毛利率仍然同比提高 10.78 个百分点至 40.38%, 主要还是由于收入占比 66% 的种子业务的毛利水平大幅上升。
- 种子价格提升, 盈利水平提高。**2010 年公司通过调整内部品种结构、区域市场和适度扩大制种规模, 共落实各类农作物制种面积 30.5 万亩, 生产种子 1.15 亿公斤, 收入同比增加 9.96% 达 10.56 亿元。其中, 母公司玉米制种面积 8.04 万亩, 同比减少 10.6%; 敦种先锋玉米制种面积 7.6 万亩, 同比增加 70.8%。虽然由于天气原因导致制种出现减产, 但制种面积显著增加, 同时敦种先锋宁夏分公司一期建设顺利完工投产, 玉米种生产规模进一步扩大。同时种子价格有所上升, 导致种子毛利率同比提高 12.2 个百分点至 52.15%。
- 棉花业务受益于价格上涨。**由于 2009 年收购区域棉花种植面积减少、棉花减产同时区内原棉收购主体竞争激烈, 公司原棉收购量大幅缩减, 2010 年公司共收购加工皮棉 4,598 吨, 采购经营皮棉 9,026 吨。由于棉花市场价格大幅上涨, 公司棉花产业共实现销售收入 3.57 亿元, 同比增加 15.6%, 毛利率同比提高 6.04 个百分点至 12.92%。公司通过“西出”战略、加大皮棉购销和开展棉花套期保值等业务, 扭转了棉花业务亏损的局面。
- 食品加工业务有望触底回升。**2010 年公司食品加工销售收入同比减少 31.2% 达 1.64 亿元, 主要是由于番茄酱出口需求下降、出口价格回落导致销售收入与利润双降, 同时食用油市场持续低迷影响导致棉油产品销售进度放缓。公司继续以扩规模、拓市场为主线, 已完成的定向增发募投项目将主要提高农产品深加工产能。
- 盈利预测和评级。**未来公司盈利增长主要还是依靠玉米种子的规模扩张, 特别是合资子公司的盈利贡献, 我们预计公司

2011-2013年的EPS分别为0.72元、0.94元和1.20元，以4月14日收盘价29.29元计算，对应的动态市盈率分别为41X、31X和24X，考虑到子公司敦种先锋的成长性以及定增项目扩大种子加工产能和农产品深加工产能，我们维持公司“增持”的投资评级。

- 风险提示。因天气或病虫害影响制种产量的风险；产品售价大幅下跌的风险。

附表1 公司2010年利润表主要科目异常变动原因分析

单位：万元	2010A	2009A	同比变动	变动原因
营业收入	158,936	151,270	5.07%	种子、棉花收入分别增加9.96%和15.6%，食品加工收入减少31.2%
减：营业成本	94,760	106,493	-11.02%	
综合毛利率	40.38%	29.60%	提高10.78个百分点	种子、棉花和食品加工毛利率分别提高12.2、6.04和7.7个百分点
营业税金及附加	89	54	65.45%	
销售费用	16,947	13,557	25.01%	敦种先锋的特许权使用费增加，运输费、劳动力成本、物价上涨
管理费用	11,923	9,340	27.66%	子公司扩张
财务费用	5,419	5,042	7.47%	加息、借款增加
期间费用率	21.57%	18.47%	降低3.1个百分点	
资产减值损失	3,120	2,194	42.20%	分公司敦煌棉花停业待处置
加：公允价值变动收益	-3	350	-100.96%	
投资收益	1,158	-517	324.08%	棉花期货业务收益大幅增加
营业利润	27,832	14,424	92.96%	
加：营业外收入	930	558	66.64%	
减：营业外支出	447	1,130	-60.48%	种子非正常赔款损失减少
利润总额	28,316	13,852	104.42%	
减：所得税费用	4,611	-277	1762.30%	子公司敦种先锋2008年开始享受“两免三减半”的税收优惠，2010年开始三年所得税减半
净利润	23,704	14,129	67.77%	
归属母公司所有者的净利润	8,069	3,002	168.74%	

资料来源：公司年报，天相投资顾问有限公司



附表 2 敦煌种业（600354）盈利预测

单位：万元	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	110,998	151,270	158,936	201,390	240,447	284,052
增长率	47.49%	36.28%	5.07%	26.71%	19.39%	18.13%
毛利率(%)	25.88%	29.60%	40.38%	39.77%	40.95%	41.98%
减：营业税金及附加	33	54	89	81	96	114
销售费用	8,501	13,557	16,947	20,139	23,323	26,985
管理费用	6,625	9,340	11,923	13,896	16,110	18,463
财务费用	6,201	5,042	5,419	6,444	7,454	8,522
期间费用率	19.21%	18.47%	21.57%	20.10%	19.50%	19.00%
资产减值损失	2,251	2,194	3,120	1,000	1,000	1,000
加：公允价值变动净收益	-351	350	-3	0	0	0
投资净收益	529	-517	1,158	0	0	0
营业利润	5,298	14,424	27,832	38,539	50,480	64,174
增长率(%)	-228.69%	172.26%	92.96%	38.47%	30.99%	27.13%
加：营业外收入	1,698	558	930	1,007	1,202	1,420
减：营业外支出	194	1,130	447	806	962	1,136
利润总额	6,801	13,852	28,316	38,740	50,721	64,458
增长率(%)	-	103.66%	104.42%	36.82%	30.93%	27.08%
利润率(%)	6.13%	9.16%	17.82%	19.24%	21.09%	22.69%
减：所得税费用	221	-277	4,611	6,198	8,115	10,313
实际税负比率(%)	3.24%	-2.00%	16.29%	16.00%	16.00%	16.00%
净利润	6,581	14,129	23,704	32,542	42,605	54,144
归属母公司所有者的净利润	1,374	3,002	8,069	14,644	19,172	24,365
增长率	-193.78%	118.45%	168.74%	81.49%	30.93%	27.08%
净利润率(%)	5.93%	9.34%	14.91%	16.16%	17.72%	19.06%
少数股东损益	5,206	11,127	15,636	17,898	23,433	29,779
总股本(万股)	20,355	20,355	20,355	20,355	20,355	20,355
每股收益(元)	0.07	0.15	0.40	0.72	0.94	1.20

资料来源：公司年报，天相投资顾问有限公司

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

天相投资顾问有限公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格(业务许可证编号:ZX0157)。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料和合法渠道,天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正,但不对所引用资料和数据本身的真实性、准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议,仅供阅读者参考,不构成对证券买卖的出价或询价,也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果,概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有,为非公开资料,仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权,任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾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。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址:北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话:010-66045566 传真:010-66573918 邮编:100140
北京新盛	地址:北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话:010-66045566; 66045577 传真:010-66045500 邮编:100140
北京德胜园	地址:北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话:010-66045566 传真:010-66045700 邮编:100088
上海天相	地址:上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话:021-58824282 传真:021-58824283 邮编:200120
深圳天相	地址:深圳市福田区深南大道6033号金运世纪大厦22A 电话:0755-83234800 传真:0755-82709089 邮编:518041