

2011-04-15

农林牧渔

敦煌种业 600354-SH

敦煌先锋进入释放期，盈利能力大幅提升

◇ 事件：公司公布 2010 年年报

◆ 营业收入小幅增长，盈利水平大幅提升：

公司 2010 年实现营业收入 15.89 亿元，同比增长 5.1%；归属于公司的净利润为 0.81 亿元，同比增长 168.7%；期间费用率为 21.57%，同比小幅上升；实现 EPS（按 11 年增发后摊薄）0.40 元。公司盈利大幅提高的主要原因是：敦煌先锋进入产能释放期，先玉 335 持续热销，拉动公司整体毛利率水平大幅提升，由 09 年的 29.4% 上升到 10 年的 40.4%；棉花业务实现扭亏。10 年食品加工业务收入同比出现 31% 的下滑。

◆ 种子业务保证未来两年业绩增长，棉花业务受益高棉价：

10 年敦煌先锋玉米制种面积达到 7.6 万亩，同比增长 71%，主导产品先玉 335 销售情况良好，宁夏一期项目开始投产，玉米种子业务进入业绩爆发期。我们预计未来随着产能的进一步释放，先玉系列产品有望继续保持价升量增的态势，新增产能可以被市场完全消化，可以保证公司未来两年的业绩成长。

棉花业务受益 10 年高棉价行情，扭转前两年连续下滑的局面，实现同比增长 15.6%，毛利率同比显著上升，达到 12.9%。我们判断，由于去年高棉价效应显著，今年棉花种植面积预计会大幅增加，今年下半年棉价可能出现回调，因此估计公司的棉花业务毛利率将有所降低，基本保持盈亏平衡。

◆ 依托地域优势，定增实现多元化拓展：

公司于 11 年 2 月成功进行定向增发，募集资金净额 4.1 亿元，主要投向种子加工、新疆玛纳斯油脂资产（主要从事棉籽加工）、脱水蔬菜加工、番茄深加工等项目。我们认为，依托新疆、甘肃的原料产地优势，定增项目能够实现盈利来源的多样化，保证公司业绩的长期发展。

◆ 风盈利预测与评级：

我们看好敦煌先锋未来两年的业绩增长，食品加工业务有望成为未来的盈利增长点，预计公司 11-13 年 EPS 为 0.86 元、1.07 元、1.31 元，我们给予公司 29.96 元-35.31 元目标价格，对应 2012 年 28-33 倍 PE，给予买入评级。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	1,513	1,589	1,983	2,361	2,696
营业收入增长率	36.28%	5.07%	24.77%	19.06%	14.17%
净利润（百万元）	30	81	176	219	267
净利润增长率	115.83%	168.74%	117.77%	24.49%	22.15%
EPS（元）	0.15	0.40	0.86	1.07	1.31
ROE（归属母公司） （摊薄）	4.96%	11.76%	13.50%	15.63%	17.57%
P/E	199	74	34	27	22
P/B	10	9	5	4	4
EV/EBITDA	28	19	13	12	11

首次

买入

当前价格	29.29 元
目标价格	35.31 元
目标期限	6 个月

分析师：

李婕

（执业证书编号：S0930511010001）

联系人

刘晓波

021-2216 9177

liuxb@ebsecn.com

王碧玉

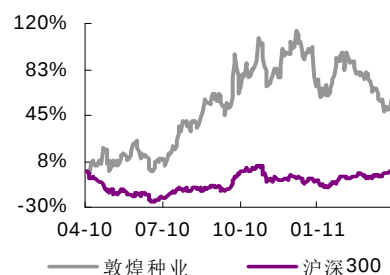
021-2216 9316

wangbiyu@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	204
总市值(百万元)	5,962
流通比例(%)	91.36%
12 个月最高/最低(元)	39.65/17.02
近 3 月日均成交量(百万股)	4.21
主要股东	酒泉地区现代农业(控股集团)有限责任公司

股价表现(12 个月)



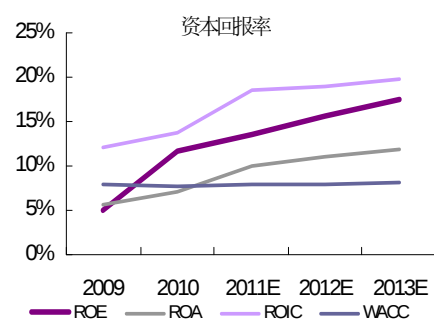
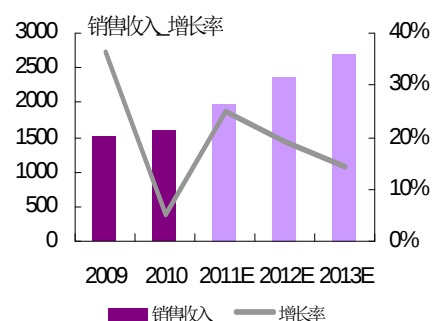
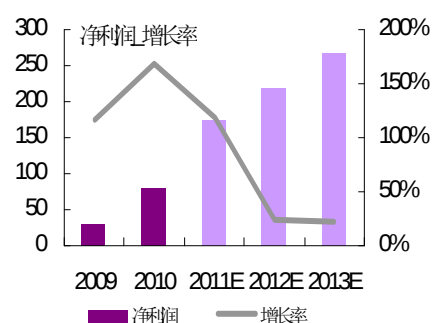
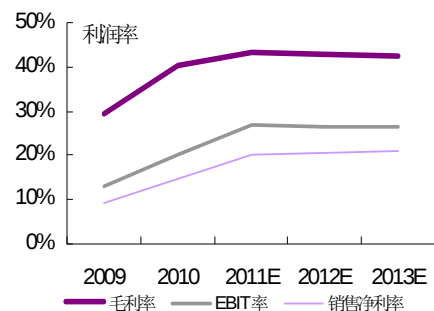
%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-11.80	-15.38	60.61
绝对收益	-9.02	-6.91	59.13

相关报告：

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,513	1,589	1,983	2,361	2,696
营业成本	1,065	948	1,128	1,350	1,551
折旧和摊销	41	54	62	70	76
营业税费	1	1	1	1	1
销售费用	136	169	188	220	248
管理费用	93	119	135	158	178
财务费用	50	54	74	63	57
公允价值变动损益	4	0	0	0	0
投资收益	-5	12	13	14	15
营业利润	144	278	474	579	673
利润总额	139	283	480	585	679
少数股东损益	111	156	225	270	300
归属母公司净利润	30.02	80.69	175.72	218.75	267.20

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	2,525	3,343	4,034	4,393	4,775
流动资产	1,773	2,395	2,956	3,235	3,644
货币资金	658	1,056	1,424	1,395	1,524
交易型金融资产	1	2	2	2	2
应收帐款	280	288	367	442	510
应收票据	0	5	6	7	8
其他应收款	74	65	92	114	133
存货	557	769	839	1,005	1,156
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	50	76	76	76	76
固定资产	490	643	756	826	813
无形资产	194	198	188	179	170
总负债	1,670	2,256	2,106	2,097	2,059
无息负债	447	561	525	618	690
有息负债	1,223	1,695	1,581	1,479	1,369
股东权益	855	1,087	1,927	2,296	2,717
股本	186	186	204	204	204
公积金	400	401	840	862	889
未分配利润	19	99	257	334	428
少数股东权益	250	401	626	896	1,196

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	435	227	305	393	477
净利润	30	81	176	219	267
折旧摊销	41	54	62	70	76
净营运资金增加	-117	133	307	292	275
其他	480	-40	-239	-188	-140
投资活动产生现金流	-149	-251	-188	-137	-36
净资本支出	160	235	200	150	50
长期投资变化	50	76	0	0	0
其他资产变化	-360	-563	-388	-287	-86
融资活动现金流	-178	432	251	-286	-313
股本变化	0	0	18	0	0
债务净变化	22	472	-114	-103	-109
无息负债变化	135	114	-35	93	72
净现金流	108	409	369	-29	129

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	36.28%	5.07%	24.77%	19.06%	14.17%
净利润增长率	115.83%	168.74%	117.77%	24.49%	22.15%
EBITDA 增长率	61.62%	57.87%	59.29%	17.06%	13.13%
EBIT 增长率	73.47%	63.44%	66.82%	17.47%	13.79%
估值指标					
PE	199	74	34	27	22
PB	10	9	5	4	4
EV/EBITDA	28	19	13	12	11
EV/EBIT	34	22	14	13	12
EV/NOPLAT	34	27	17	16	14
EV/Sales	4	4	4	3	3
EV/IC	4	4	3	3	3
盈利能力 (%)					
毛利率	29.60%	40.38%	43.10%	42.84%	42.46%
EBITDA 率	15.71%	23.60%	30.13%	29.62%	29.35%
EBIT 率	12.98%	20.19%	27.00%	26.64%	26.55%
税前净利润率	9.16%	17.82%	24.20%	24.79%	25.20%
税后净利润率 (归属母公司)	1.98%	5.08%	8.86%	9.27%	9.91%
ROA	5.60%	7.09%	9.93%	11.13%	11.88%
ROE (归属母公司) (摊薄)	4.96%	11.76%	13.50%	15.63%	17.57%
经营性 ROIC	11.98%	13.67%	18.61%	18.93%	19.77%
偿债能力					
流动比率	1.07	1.07	1.42	1.56	1.79
速动比率	73.32%	72.67%	101.37%	107.30%	121.89%
归属母公司权益/有息债务	0.49	0.40	0.82	0.95	1.11
有形资产/有息债务	1.90	1.85	2.43	2.85	3.36
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.15	0.40	0.86	1.07	1.31
每股红利	0.00	0.00	0.59	0.72	0.84
每股经营现金流	2.14	1.12	1.50	1.93	2.35
每股自由现金流(FCFF)	1.08	-0.07	-0.01	0.77	1.72
每股净资产	2.97	3.37	6.39	6.88	7.47
每股销售收入	7.43	7.81	9.74	11.60	13.24

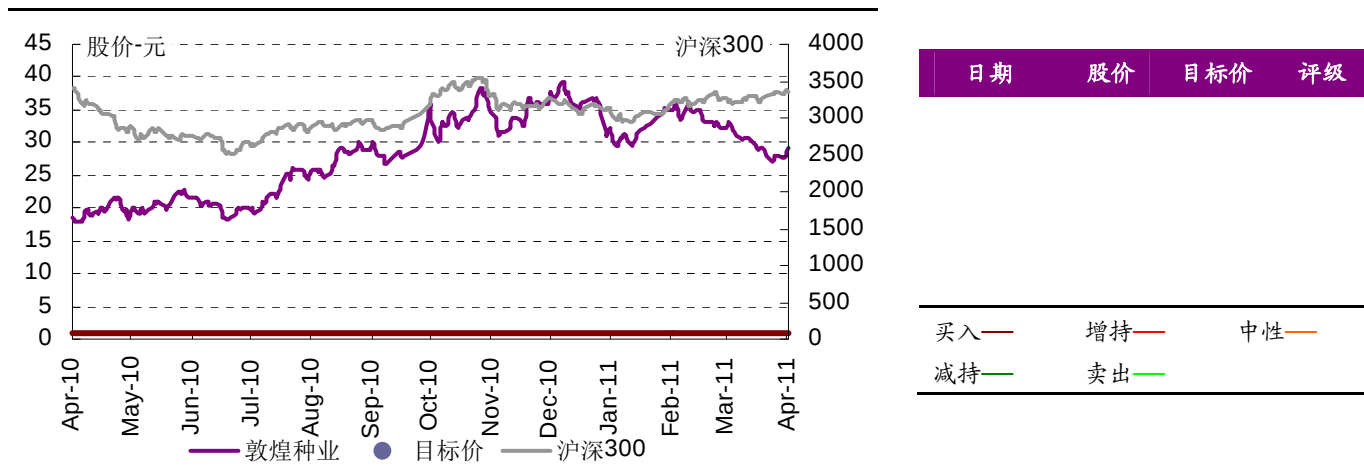
资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实地反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

敦煌种业（600354）



资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编: 200040
总机: 021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编: 200040
总机: 021-22169999 传真: 021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	李大志(主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
深圳	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lxy1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
QFII	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

本公司经营业务许可证编号：z22831000

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。