

农业/必需消费

敦煌种业 (600354)

先玉高增，加工减亏，盈利可期

秦军
021-38676768
qinjun@gtjas.com
编号 S0880511010013

本报告导读：

基于先玉高增、加工业务减亏，对其 11-12 年业绩预测 0.74/1.20 元，从行业策略选择、业绩高增长、股价安全边际三要素出发，重点推荐敦煌种业，增持，目标价 35 元。

投资要点：

- **敦煌种业业绩两大特征。**先玉 335 拉动下公司收入快速增长、盈利显著改善；棉花、食品等收入规模大、盈利能力不强。中报预亏源于棉籽油减值，年报负担减轻。
- **种子行业趋势：种业龙头将迎来黄金发展期。**种子对于提高单产、保障粮食安全意义重大，在总量增长，供需结构改善的行业背景下，行业准入、扶持政策都将向大企业倾斜，种业龙头将迎来黄金发展期。
- **先玉系列市场空间可观，价格上涨可期。**先玉 335 市场目标占春播玉米区 25%，仍可保未来 5 年 20%以上复合增长；种子在粮食生产成本中仅占较低，在粮价持续上涨背景下，优质种子价格上涨可期。
- **推荐敦煌种业三大逻辑**
行业逻辑：“后猪周期”行业策略的合理选择；
基本面逻辑：先玉高增长，母公司减亏，盈利将加速；
股价逻辑：定增价格提供安全边际。
- **主要业绩假设。**
未来三个销售年度每年增加制种面积 3 万亩、1 万吨产量；
种子价格保持与粮价同步上涨趋势，毛利率稳中略降；
母公司其他业务保持稳定，逐步减亏。
- **增持，重点推荐，目标价 35 元。**我们对敦煌种业 11-13 业绩预测 0.74/1.20/1.73 元，在种业股中估值偏低。未来先玉盈利确定，母公司减亏，业绩将呈现加速。重点推荐，增持，目标价 35 元。

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,513	1,589	2,060	2,560	3,043
(+/-)%	36%	5%	30%	24%	19%
经营利润 (EBIT)	195	333	573	804	1,060
(+/-)%	69%	71%	72%	40%	32%
净利润	30	81	150	244	352
(+/-)%	116%	169%	86%	63%	44%
每股净收益 (元)	0.15	0.40	0.74	1.20	1.73
每股股利 (元)	-	-	-	-	-

利润率和估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营利润率(%)	15.6%	24.3%	31.0%	34.5%	37.8%
净资产收益率(%)	5.0%	11.8%	12.0%	16.4%	19.1%
投入资本回报率(%)	14.7%	17.1%	27.9%	34.0%	40.7%
EV/EBITDA	32.4	19.8	12.0	8.7	6.6
市盈率	187.1	69.6	37.4	23.0	16.0
股息率 (%)	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：增持

上次评级：

目标价格：35.00

上次预测：

当前价格：27.79

2011.08.04

交易数据

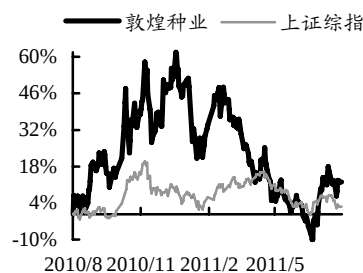
52 周内股价区间 (元)	21.81-39.65
总市值 (百万元)	5,549
总股本/流通 A 股 (百万股)	204/186
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	91%
日均成交量 (百万股)	3
日均成交值 (百万元)	83

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	1,116
每股净资产	5.49
市净率	5.0
净负债率	128%

EPS (元)	2010A	2011E
Q1	0.106	0.100
Q2	-0.101	-0.243
Q3	-0.118	-0.059
Q4	0.508	0.939
全年	0.396	0.737

52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	8%	6%	8%
相对指数	10%	13%	7%

模型更新时间: 2011.08.04

股票研究

必需消费

农业

敦煌种业 (600354)

评级: 增持

上次评级:

目标价格: 35.00

上次预测:

当前价格: 27.26

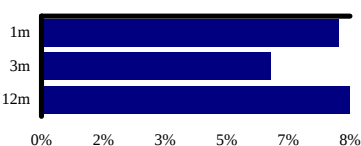
公司网址

www.dhseed.com

公司简介

公司主营农作物种子和棉花两大产业,是从事农产品生产、加工及相关业务的农业产业化国家重点龙头企业。公司下属 13 家种子分公司、子公司、4 家棉花分公司、1 家种子研发中心以及 3 家与主营业务相关企业。目前公司两大产业已拥有 5 大专业基地:瓜菜制种基地面积为 2 万亩,玉米制种基地为 13 万亩,棉种繁育基地稳定在 5 万亩,强筋小麦种子繁育面积达 8 万亩;而以敦煌、安西、金塔为主的棉花基地控制面积达到 40 万亩,占甘肃本地棉花总面积的 50%以上。公司所生产的粮食、棉花、瓜类等 7 大系列、“敦煌飞天”等知名品牌、1000 多个品种的种子、棉花产品畅销国内和美国、韩国、日本等 10 多个国家,深受国内外客商欢迎。

绝对价格回报 (%)

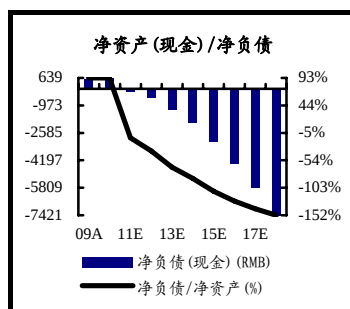
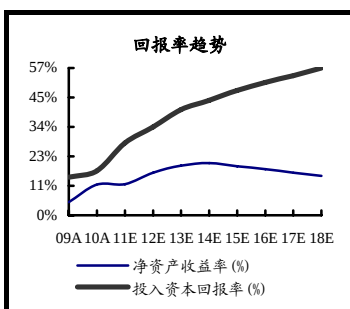
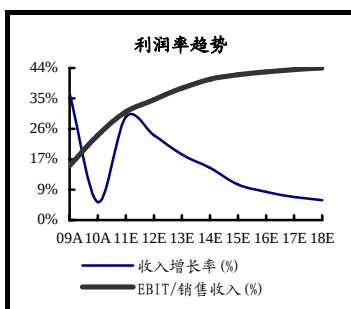
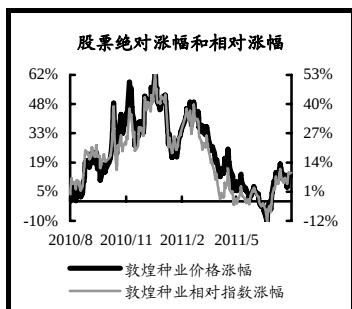


52 周价格范围 21.81-39.65

市值 (百万) 5,549

财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,513	1,589	2,060	2,560	3,043	3,500	3,856	4,170	4,444	4,700
营业成本	1,065	948	1,080	1,269	1,407	1,548	1,666	1,768	1,859	1,946
营业税费	1	1	1	1	2	2	2	2	2	3
销售费用	136	169	216	274	326	375	413	446	476	503
管理费用	93	119	150	192	228	263	289	313	333	352
财务费用	50	54	69	49	44	35	24	7	-12	-34
公允价值变动	4	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资净收益	-5	12	0	0	0	0	0	0	0	0
营业利润	144	278	504	755	1,016	1,278	1,462	1,634	1,786	1,930
利润总额	139	283	504	755	1,016	1,278	1,462	1,634	1,786	1,930
所得税	-3	46	76	113	152	192	219	245	268	289
少数股东损益	111	156	278	398	511	622	704	775	839	896
净利润	30	81	150	244	352	464	539	613	680	744
资产负债表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
货币资金、交易性金融资产	658	1,056	1,648	2,054	2,743	3,516	4,638	5,927	7,353	8,954
其他流动资产	1,113	1,337	1,414	1,693	1,925	2,153	2,337	2,498	2,640	2,774
长期投资	50	76	0	0	0	0	0	0	0	0
固定资产	490	643	786	901	984	1,187	1,215	1,234	1,254	1,227
无形资产及其他资产	201	209	203	204	205	206	207	207	206	206
资产合计	2,524	3,341	4,072	4,871	5,871	7,071	8,405	9,874	11,463	13,170
流动负债	1,658	2,238	2,128	2,285	2,422	2,536	2,627	2,707	2,778	2,844
非流动负债	12	18	18	18	18	18	18	18	18	18
股东权益	605	686	1,246	1,490	1,842	2,306	2,845	3,458	4,138	4,882
投入资本(IC)	1,626	1,949	1,981	2,240	2,438	2,754	2,877	2,978	3,071	3,111
现金流量表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
NOPLAT	240	332	552	762	992	1,218	1,385	1,526	1,649	1,763
折旧与摊销	41	54	65	78	91	102	122	131	141	151
营运流动资金增量	166	(139)	38	(143)	(115)	(114)	(93)	(81)	(72)	(68)
资本支出	(154)	(219)	(211)	(191)	(171)	(301)	(149)	(150)	(161)	(123)
自由现金流	293	29	443	506	796	904	1,263	1,426	1,556	1,723
营运现金流	418	223	649	647	904	1,109	1,295	1,446	1,575	1,690
投资现金流	(234)	(135)	(191)	(171)	(301)	(149)	(150)	(161)	0	(127)
融资现金流	(178)	0	592	406	688	773	1,122	1,289	1,427	1,601
现金流净额	7	88	1,050	882	1,291	1,732	2,267	2,574	3,001	3,164
财务指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
成长性										
收入增长率	36.3%	5.1%	29.6%	24.3%	18.8%	15.0%	10.2%	8.1%	6.6%	5.7%
EBIT 增长率	69.3%	70.8%	72.2%	40.5%	31.8%	23.8%	13.2%	10.4%	8.1%	6.9%
净利润增长率	115.8%	168.7%	86.0%	62.7%	44.2%	31.9%	16.0%	13.9%	10.8%	9.5%
利润率										
毛利率	29.6%	40.4%	47.6%	50.5%	53.8%	55.8%	56.8%	57.6%	58.2%	58.6%
EBIT 率	15.6%	24.3%	31.0%	34.5%	37.8%	40.4%	41.7%	42.5%	43.1%	43.6%
净利率	2.0%	5.1%	7.3%	9.5%	11.6%	13.3%	14.0%	14.7%	15.3%	15.8%
收益率										
净资产收益率(ROE)	5.0%	11.8%	12.0%	16.4%	19.1%	20.1%	18.9%	17.7%	16.4%	15.2%
总资产收益率(ROA)	1.2%	2.4%	3.7%	5.0%	6.0%	6.6%	6.4%	6.2%	5.9%	5.6%
投入资本回报率(ROIC)	14.7%	17.1%	27.9%	34.0%	40.7%	44.2%	48.1%	51.2%	53.7%	56.7%
运营能力										
存货周转天数	197	255	252	225	232	232	235	237	238	238
应收账款周转天数	134	129	122	119	117	116	115	114	114	113
总资产周转天数	609	767	721	694	704	737	796	864	941	1,023
净利润现金含量	13.92	2.76	4.32	2.65	2.57	2.39	2.41	2.36	2.32	2.27
资本支出/收入	10.2%	13.8%	10.3%	7.5%	5.6%	8.6%	3.9%	3.6%	3.6%	2.6%
偿债能力										
资产负债率	66.1%	67.5%	52.7%	47.3%	41.6%	36.1%	31.5%	27.6%	24.4%	21.7%
净负债率	93.4%	93.2%	-13.3%	-36.9%	-66.0%	-86.1%	-109.2%	-127.1%	-140.7%	-152.0%
估值比率										
PE	187.1	69.6	37.4	23.0	16.0	12.1	10.4	9.2	8.3	7.6
PB	9.3	8.2	4.5	3.8	3.0	2.4	2.0	1.6	1.4	1.2
P/S	3.39	3.23	2.73	2.19	1.85	1.61	1.46	1.35	1.26	1.20
EV/EBITDA	32.4	19.8	12.0	8.7	6.6	5.4	4.8	4.3	4.0	3.7
股息率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%



目录

1. 投资要点.....	4
2. 简要回顾.....	5
3. 种子行业现状与未来趋势.....	6
3.1. 战略地位: 提高总产量主要依靠单产.....	6
3.2. 行业容量: 逐年增长.....	7
3.3. 行业格局: 供需关系好转,	8
3.4. 未来趋势: 种业龙头迎来黄金发展期.....	8
4. 公司三大主业分析.....	10
4.1. 调种子: 品种、客户结构调整.....	10
4.2. 稳棉花: 稳定收购量.....	10
4.3. 扩食品: 募投项目提升加工规模.....	11
5. 先玉系列种子: 未来主要增长点.....	11
5.1. 先玉 335 市场空间测算.....	11
5.2. 先玉系列 11/12 年度展望.....	13
5.3. 构建自主研发能力.....	14
6. 盈利预测与投资评级.....	14
6.1. 推荐逻辑.....	14
6.2. 盈利预测与投资评级.....	15
6.3. 风险因素.....	15
7. 附录: 先玉 335 资料.....	17
图 1: 敦煌种业少数股东损益左右利润格局	5
图 2: 先玉系列种子销量 (吨)	5
图 3: 敦煌种业营业收入构成 (百万)	5
图 4: 敦煌种业种子业务、综合毛利率	5
图 5: 我国粮食作物产量与播种面积	6
图 6: 总产量增长源自单产: 全球谷物与油料作物.....	6
图 7: 总产量增长源自单产: 中国粮食作物	6
图 8: 部分国家 2010 年种子行业市场容量 (百万美元)	7
图 9: 主要国家种子行业市场容量增长较快 (百万美元)	7
图 10: 杂交玉米种子供需关系 (亿公斤)	8
图 11: 杂交水稻种子供需关系 (亿公斤)	8
图 12: 棉花价格今年以来连续下跌	10
图 13: 我国三种主粮 (水稻小麦玉米) 成本构成 (2009)	13
表 1: 部分国际种业巨头收入规模 (亿美元)	8
表 2: 孟山都收购兼并大事纪	9
表 3: 上市种子企业 2010 年种业相关收入 (百万)	9
表 4: 敦煌种业 2011 年定向增发募投项目概况.....	11
表 5: 春播玉米区播种面积及产量情况 (2009 年)	12
表 6: 先玉系列产销量、收入测算	16
表 7: 敦煌种业营业收入测算	16
表 8: 敦煌种业利润表预测	16

1. 投资要点

近几年敦煌种业业绩的呈现两大特点：在先玉 335 的拉动下公司收入快速增长、盈利显著改善；棉花、食品加工等业务收入规模较大、盈利能力不强，形成对公司盈利的主要减项。

过去 30 年以来国际、国内的经验表明，粮食总产出增长的 90%以上贡献来源于单产提高，而稳产高产的新品种是提高单产的重要手段之一。种子行业对于保障粮食安全意义不言而喻，这也是 A 股市场投资者钟爱种业股并愿意给予高估值的主要原因之一。

农业部日前确定，将以种子为重点，加快研究和推进农业科技进步，推动种子企业兼并重组，坚持扶优扶强，培育具有核心竞争力和较强国际竞争力的“育繁推一体化”种子企业。未来无论是行业准入还是政策支持，种子行业的政策都将向大企业倾斜，在行业供需结构好转、行业容量持续扩大的背景下，种业龙头将迎来黄金发展期。

对于目前依赖先玉系列种子的敦煌种业而言，先玉 335 的未来市场空间、价格空间是评估其未来业绩增长的核心要素。我们的判断是：

市场空间仍可观：以占春播玉米区 25%市场份额为目标，先玉 335 的天花板是 6.77 万吨，今年产量 2.4 万吨，5 年可保 20%以上复合增长；

价格有上涨预期：种子在粮食生产成本中仅占比 5.6%（2009），占收入比例更低，在粮价持续上涨的大背景下，优质种子价格有上涨预期。

在解决上述疑问的基础上，我们基于三大逻辑推荐敦煌种业

- 1、**“后猪周期”的策略选择。**在猪价、养殖见顶回落预期下，种子行业是“后猪周期”策略的合理选择，我们在中期策略报告中首先提示了种业股在“后猪周期”行业策略中所占的重要地位；
- 2、**业绩加速的逻辑：先玉高增长、母公司减亏。**随着合资公司业绩基数增大，加之减值、计提力度加大，种子、食品、棉花等业务减亏，敦煌种业未来的业绩将呈现加速态势；
- 3、**定增价格提供安全边际。**敦煌种业股价从最高点 39.65 元，最大跌幅 45%。目前股价距离最高点跌幅超过 30%，比非公开发行价格高 10%左右。

我们对敦煌种业的业绩预测基于如下重要假设：未来三个销售年度每年增加 3 万亩制种面积、1 万吨产量；种子价格保持与粮价同步上涨的趋势，毛利率稳中略降；母公司其他业务保持稳定，逐步减亏。

我们对敦煌种业 11-13 业绩预测为 0.74、1.20、1.73 元，目前估值 37.7X、23.2X，在种子股中属于较低水平，由于敦煌先锋业绩增长具有较强确定性，其他业务对总体业绩影响趋于下降，未来业绩增长将呈现加速态势。我们给予敦煌种业增持评级，目标价 35 元。

2. 简要回顾

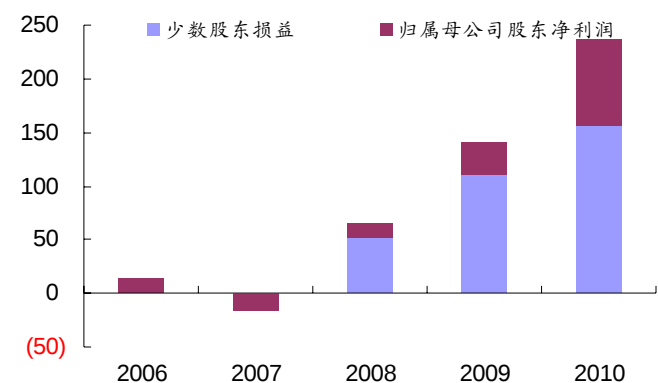
敦煌种业 2011 年 8 月 1 日发布公告称,由于公司控股子公司敦煌种业棉蛋白油脂有限公司棉油等产品销售价格大幅度下降,2011 年中期预计亏损 2900 万元左右。

这次预亏公告很典型的反映了敦煌种业近几年业绩的两大特点:

- 1、随着先玉系列种子销量快速增长,敦煌先锋合资公司收入、盈利快速增长,母公司盈利规模、质量也随之改善;
- 2、母公司棉花、食品加工业务收入规模较大、盈利能力不强,形成对公司盈利的主要减项。

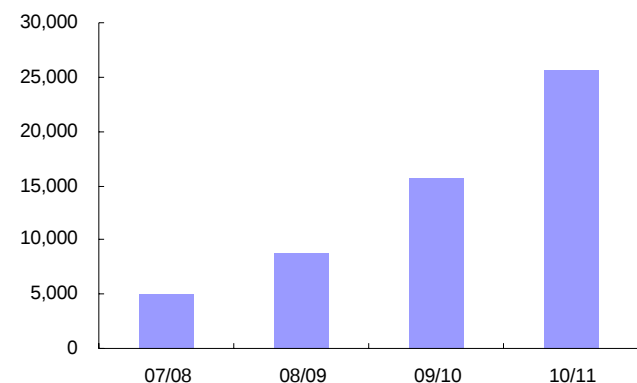
敦煌先锋 2010 年净利润 3.2 亿元,权益净利润 1.6 亿元。敦煌种业合并净利润 8069 万元,这表明总部及其他子公司亏损仅八千万元,主要包含母公司费用、资产减值、其他业务亏损等。

图 1: 敦煌种业少数股东损益左右利润格局



数据来源: 公司定期报告, 国泰君安证券研究所

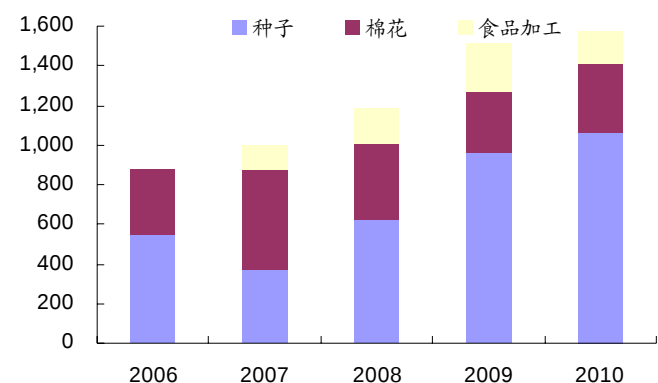
图 2: 先玉系列种子销量 (吨)



数据来源: 公司定期报告, 国泰君安证券研究所

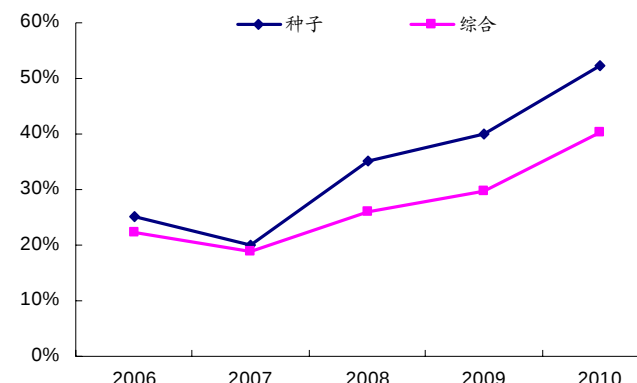
棉花、食品业务 2010 年收入 4.34 亿元, 占营业收入 32.8%, 其亏损仍将对合并报表产生一定的影响。近几年随着敦煌先锋收入、利润规模不断增大, 拉动公司种子业务毛利率、综合毛利率连续提高的同时, 其他业务亏损对总体利润的影响程度也趋于下降。

图 3: 敦煌种业营业收入构成 (百万)



数据来源: 公司定期报告, 国泰君安证券研究所

图 4: 敦煌种业种子业务、综合毛利率



数据来源: 公司定期报告, 国泰君安证券研究所

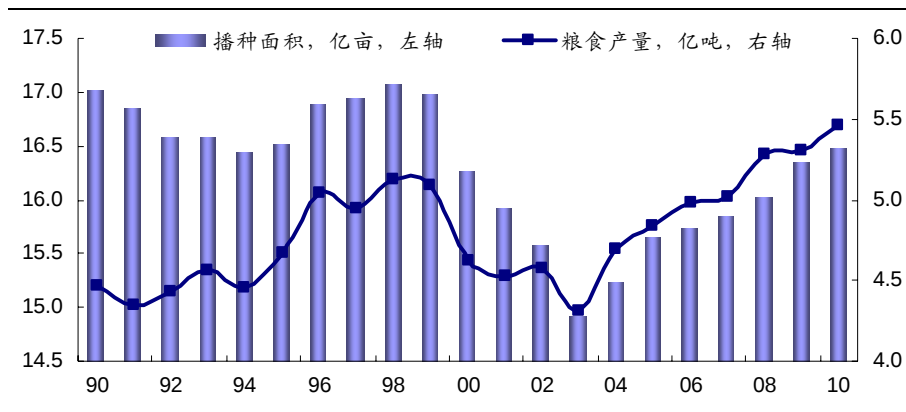
3. 种子行业现状与未来趋势

3.1. 战略地位：提高总产量主要依靠单产

国务院 2010 年 10 月 10 日发布了《国务院关于加强培育和发展战略性新兴产业的决定》，生物产业位列七大战略新兴产业，其中包含了生物育种行业。从我国粮食安全角度出发，生物育种行业的重要性不言而喻。

“人多地少”一直是我国的基本国情之一，保持一定规模的耕地数量是保障粮食供应的一个基本条件。2003 年粮食产量的低点（4.3 亿吨），一个很重要的原因是由于粮价低迷导致种植效益下降，使农村耕地大面积抛荒。这一事件是导致后续一系列重大政策调整（取消农业税、加大补贴力度等）的重要催化剂。

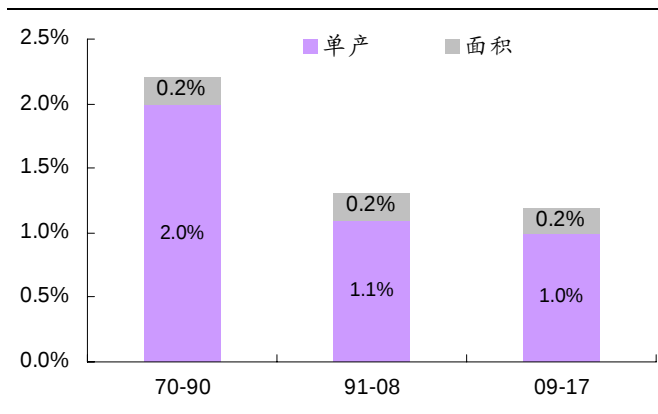
图 5：我国粮食作物产量与播种面积



数据来源：统计年鉴，国泰君安证券研究所

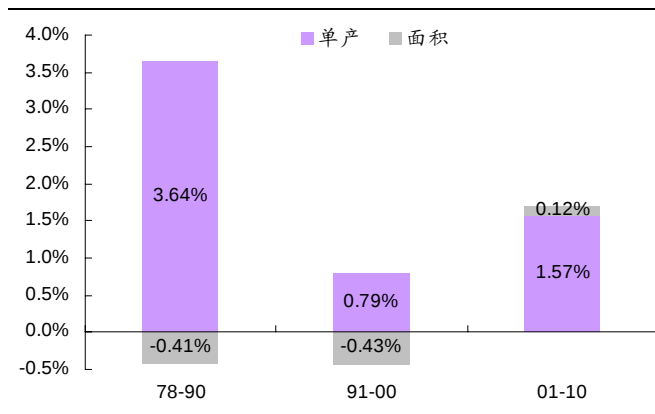
历史上，人类主要依靠扩大耕地面积来满足日益增长的粮食需求。但随着人口持续增长，人地矛盾日益突出。过去 30 年的经验告诉我们，粮食总产出增长的 90%+ 贡献来源于单产提高，播种面积增加对总产出贡献有限。在中国，1980-2000 年间，我们还看到由于劳动力迁移、土地抛荒等原因导致播种面积下降，单产水平的提高不仅弥补了播种面积的下降，还在这一时期推动总产出增长。单产提高来源于：优质的种子、现代化的耕作技术、科学的田间管理等因素。

图 6：总产量增长源自单产：全球谷物与油料作物



数据来源：公司定期报告，国泰君安证券研究所

图 7：总产量增长源自单产：中国粮食作物

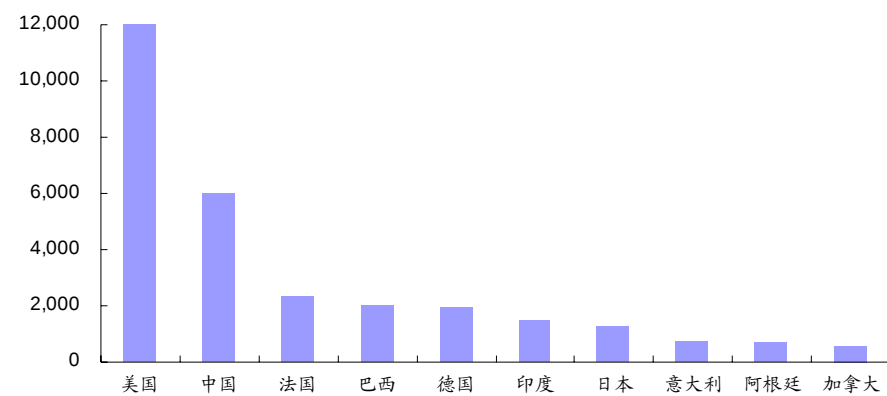


数据来源：公司定期报告，国泰君安证券研究所

3.2. 行业容量：逐年增长

全球范围来看，种子行业是一个 420 亿美元（2010 年）容量的行业，比 2008 年增长 15%。种子行业容量较大的国家通常具有人口多、耕地面积大、耕作技术发达等特征，但种子行业容量与这些因素似乎并不成正比，前五大国家合计占比 57.9%。

图 8：部分国家 2010 年种子行业市场容量（百万美元）



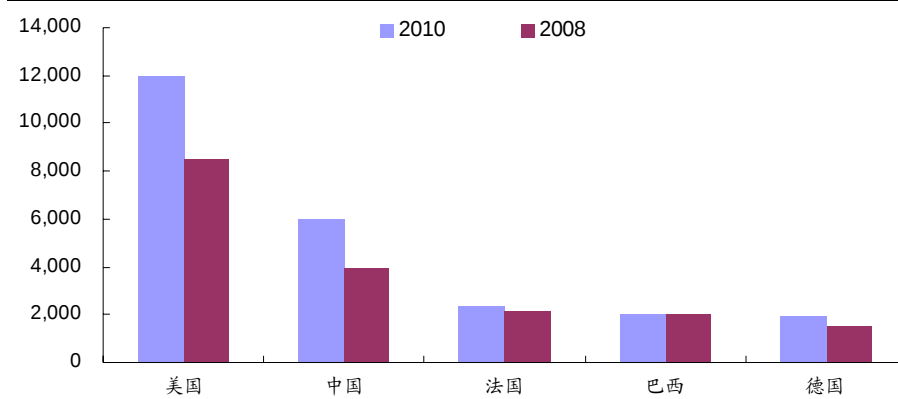
数据来源：ISF，国泰君安证券研究所

我国是世界上最大的种子消费国之一，最近两年，随着行业供需结构的好转，以及先进耕作技术的推广，我国种子行业容量不断扩大，2010 年种子行业容量 60 亿美元，比 2008 年增长 50%，占世界总量的 14.3%。

由于耕地面积限制，大幅度扩大耕种面积来扩大种子需求并不现实，未来我国种子市场容量扩大的动力将来自两个方面：

一是商品化率提升。目前我国种子商品化大约 50% 左右，远低于发达国家 80-90% 的水平，据测算，商品化率每提高 1 个百分点，市场容量增加 3-5 亿元。二是种粮比的提高。目前我国种子价格与粮价之比平均约为 5-8 倍，远低于发达国家 20-25 倍的水平。近几年随着以先玉 335 为代表的一批新品种大量推广，在“优质品种+优质服务”的新模式下，种植户经济效益得到提高，数倍于传统种子价格的新品种仍然供不应求。新品种的不断推广将有助于提高平均种粮比。

图 9：主要国家种子行业市场容量增长较快（百万美元）



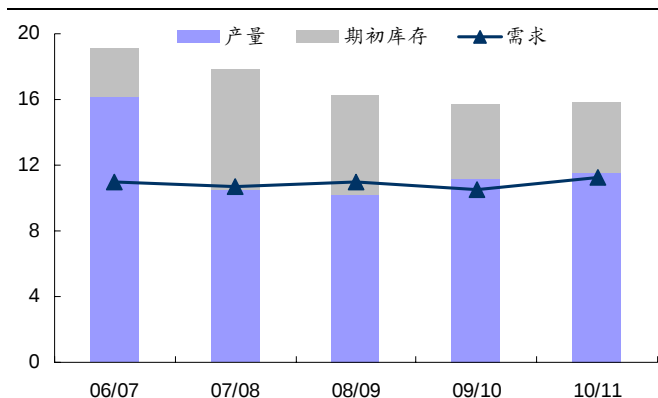
数据来源：ISF，国泰君安证券研究所

3.3. 行业格局：供需关系好转，

由于具有抗病、抗倒伏、稳产高产等优点，杂交水稻/玉米种子的推广面积逐年增大。同时，由于制种企业数量众多，育种、制种、推广等环节分离，导致 2005-06 年行业遭遇严重过剩。大量库存种子对种子价格形成了巨大压力，种子企业缺乏服务的同质化竞争模式使价格战愈打愈烈，使种子行业遭遇了前所未有的行业危机。

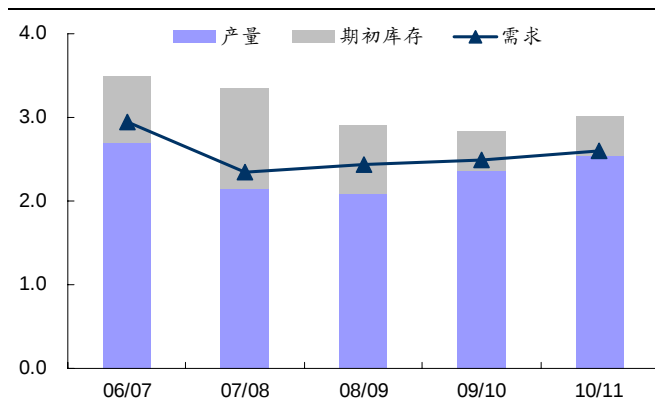
2006-07 年之后，随着一批小企业因亏损退出行业，加之大量长期库存种子转商（作为普通粮食销售），行业的供求关系出现了明显改善，供大于求的矛盾得到缓解。同时，由于部分性能优势突出、服务优质的新品种进入市场，使得供应发生了结构性变化，加速了不具竞争力的老种子退出市场的速度。

图 10: 杂交玉米种子供需关系 (亿公斤)



数据来源：公司定期报告，国泰君安证券研究所

图 11: 杂交水稻种子供需关系 (亿公斤)



数据来源：公司定期报告，国泰君安证券研究所

3.4. 未来趋势：种业龙头迎来黄金发展期

2010 年孟山都、杜邦-先锋等种业巨头的收入规模都超过了 50 亿美元，与我国全国的种子行业容量相当。近几年各大国际种业巨头的收入规模还在不断增长，孟山都 2010 年收入 76 亿美元，比 2006 年增长 89%，年均复合增长 17.2%。同期杜邦-先锋复合增长率为 18.4%。

表1: 部分国际种业巨头收入规模 (亿美元)

公司名称	国家	2006 年收入	2010 年收入
孟山都	美国	40.28	76.00
杜邦-先锋	美国	27.28	53.60
先正达	瑞士	17.43	25.64
利马格兰	法国	14.75	NA
KWS AG	德国	6.15	10.49

数据来源：国泰君安证券研究整理

美国种业巨头孟山都的成长历史显示，兼并收购是主要扩张手段。目前孟山都的业务包含玉米、大豆、蔬菜种子等领域，业务遍布 66 个国家，2010 年总收入 105 亿美元，其中种子及相关产品收入达 76 亿美元。

表2: 孟山都收购兼并大事纪

年份	事件
1982	收购大豆种子企业 Jacob Hartz Seed Co.。
1996	收购 Agracetus 的生物科技资产, 收购 Calgene 股权。
1997	收购 Asgrow Agronomics 的种子业务; 收购玉米种子企业 Holden's Foundation Seeds 和 Corn States Hybrid Service。
1998	收购 DeKalb Genetics。
2004	成立控股公司 American Seeds Inc. (ASI), 掌握大部分大豆、玉米种子生产; ASI 收购 Channel Bio Corp。
2005	收购 Seminis, 全球蔬菜瓜果种子领先的公司; 收购 Stoneville 棉花公司; ASI 收购 NC+ Hybrids; ASI 收购四家公司股权, 皆为 CORE Group 的股东; ASI 收购东部玉米种植带的领先企业 Specialty Hybrids。
2006	ASI 收购一系列地区性种子企业。
2007	收购 Delta and Pine Land 公司
2008	收购三家公司, 进入甘蔗产业; 收购位于危地马拉, 业务覆盖中美洲的棉花种子企业 SCB; 收购位于荷兰的蔬菜瓜果种子企业 De Ruiter。

数据来源: 国泰君安证券研究所整理

相比而言, 国内种业龙头的规模与国际巨头相去甚远。2010 年年报显示, 上市种子企业收入规模均值 6.15 亿元, 最大刚刚超过 10 亿。

表3: 上市种子企业 2010 年种业相关收入 (百万)

代码	简称	种业收入 (百万)
000998	隆平高科	946
002041	登海种业	931
600354	敦煌种业	1,056
000713	丰乐种业	543
300087	荃银高科	177
300189	神农大丰	390
002385	大北农	345
600371	万向德农	532
均值		615

2010 年发布的《农作物种子生产经营许可管理办法 (征求意见稿)》中将玉米、水稻种子企业注册资本门槛大幅提高到 3000 万元。对于目前行业中的 7-8 千家企业而言, 这意味着未来几年行业将经历一次洗牌, 很可能呈现小企业加速退出、大企业快速成长的格局。

国务院 2011 年 4 月 18 日发布的《关于加快推进现代农作物种业发展的意见》中提出, “到 2020 年... 打造一批育种能力强、生产加工技术先进、市场营销网络健全、技术服务到位的“育繁推一体化”现代农作物种业集团”, 《意见》同时还提出“鼓励种子企业间的兼并重组... 培育具有核心竞争力和较强国际竞争力的“育繁推一体化”种子企业。”

这意味着, 无论是行业准入还是政策扶持, 未来的种业政策都将向大企业倾斜, 在行业供需结构好转、行业容量持续扩大的背景下, 种业龙头将迎来黄金发展期。

4. 公司三大主业分析

敦煌种业共有三大主业：种子（包含代繁、自繁、合资公司三块）、棉花（棉籽油、棉粕、棉花调销等）、食品（脱水蔬菜），另外还有少量产业投资。目前公司对三大主业的基本策略是调种子、稳棉花、扩食品。目标是：种子做大、食品做强、棉花稳定发展

4.1. 调种子：品种、客户结构调整

在与先锋的合资公司成立之前，敦煌种业的种子业务主要是代繁，自繁占比较低，2010 年母公司种子业务收入中 80% 是代繁。2006-2007 年行业低谷期，由于大量种子滞销，一些客户的代繁种子长期积压在公司仓库里，由于种子销售许可证制度，公司也无法处理这些存货，因而形成了大量的存货与应收账款。

调种子主要是指调整母公司种子业务，包含：1、调整品种结构，挑选制种产量高、适应市场广泛的品种；2、调整客户结构，代繁客户选择优质客户，减少应收账款风险。

4.2. 稳棉花：稳定收购量

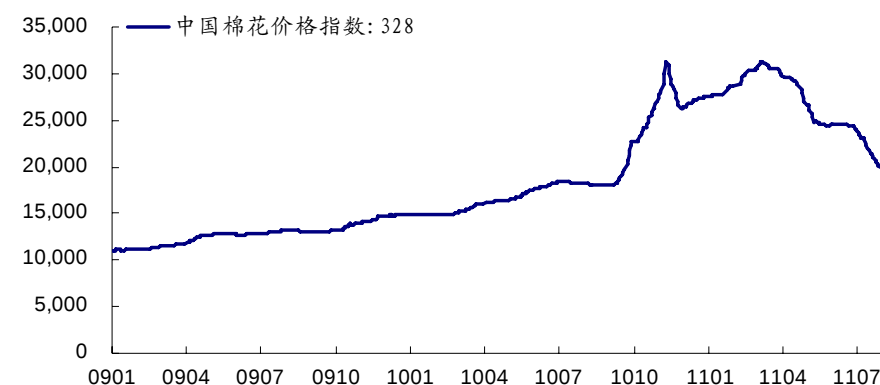
稳棉花包含三个方面：

- 1、稳定收购量：预计 2011 年收购皮棉 3 万吨；
- 2、稳定收购策略：除甘肃本地外，进入新疆采购；
- 3、稳定经营方式，皮棉加工，棉花采购调销，期货电子交易等。

2010 年去年敦煌种业的棉花业务实现 2004 年以来的首次盈利，共盈利 567 万，主要是靠期货盈利 2000 多万，棉花加工业务仍然亏损。2011 年棉花收购从资金保障上好于往年，短期融资券一定程度上补充了银行信贷不足的问题。

由于去年棉价暴涨，今年暴跌，包括敦煌种业在内的棉花经营企业都积压了较多的高价存货。例如，敦煌种业目前库存的棉籽油，成本价高于目前市场价，中期预亏主要原因是计提了棉籽油的存货减值。

图 12：棉花价格今年以来连续下跌



数据来源：Wind，国泰君安证券研究所

4.3. 扩食品：募投项目提升加工规模

敦煌种业 2011 年 2 月完成非公开增发，增发融资 4.1 亿元，除 4900 万新建 4 条玉米种子烘干线外，其余资金都投在食品加工项目上。

国家自年初以来一直限制食用油价格上涨，加之下游豆粕需求不旺，导致豆油压榨行业开工率不到 20%，上半年全行业亏损。豆油价格受限也影响了棉籽油，我们预计下半年食用油价格在 CPI 逐步回落的前提下将有所松动，缓解压榨企业的压力。

敦煌种业食品加工业务主要包含：棉籽蛋白加工、脱水蔬菜加工、番茄制品深加工。其中玛纳斯油脂已于去年 12 月投产，处理 25 万吨棉籽，为全国最大的生产线。脱水蔬菜加工、番茄深加工项目都是立足甘肃本地原料资源进行的项目，产品主要销往国外。

表4：敦煌种业 2011 年定向增发募投项目概况

	项目	投资额 (百万)	募集资金 (百万)	项目概况
1	玉米种子烘干生产线建设项目	69.36	49.00	新上四条烘干线，可烘干 2.5 万吨玉米种子
2	购买新疆玛纳斯油脂资产	51.00	51.00	达产后可加工棉籽 25 万吨，棉油 4 万吨，棉粕 11 万吨。
3	玛纳斯 1000 吨棉籽生产线技改	50.00	50.00	
4	番茄深加工项目	133.50	130.00	主要产品为可溶性固形物番茄酱，预计年产量可达 20000 吨。
5	脱水蔬菜深加工生产线项目	197.79	130.00	分三期引进 6 条脱水洋葱生产线，达产后日处理鲜洋葱 590 吨，生产脱水洋葱粉和脱水洋葱粒 6800 吨/年。
	合计	501.65	410.00	

5. 先玉系列种子：未来主要增长点

5.1. 先玉 335 市场空间测算

根据合资协议，敦煌、登海与先锋公司的合资企业销售区域明确划分，互不重叠，其中北方春播玉米区（东三省+内蒙+宁夏）及西南丘陵春玉米区归敦煌种业，其余（以黄淮海夏玉米区为主）归登海种业。

中国的玉米分为六大种植区，2009 年种植面积达到 4.67 亿亩。其中北方春播玉米区在播种面积、产量都占有举足轻重的地位。以东北 3 省、内蒙古和宁夏为主，种植面积 2009 年达到 1.84 亿亩。占全国 39.3%，产量 6500 万吨，占全国 39.7%。如果加上西南丘陵玉米播种区（四川、云南、贵州：2009 年播种面积 5160 万亩，占比 11%；产量 1590 万吨，占比 9.7%），敦煌种业的合资公司销售推广面积，占据全国玉米播种面积的半壁江山。

尽管先玉 335 具有稳产、高产、多抗、适应性强等优势，但近几年其产量、推广面积近几年快速增长，投资者普遍开始担忧先玉 335 何时触摸天花板。我们认为应该从两方面理解这个问题。

（一）先玉 335 市场空间仍为可观

历史上，单品种推广面积最大的郑单 958 顶峰时期推广面积曾达到全国玉米播种面积的 25%，而这一比例也是敦煌先锋对先玉 335 在春播玉米区推广面积的心理目标。

北方春播玉米区与西南丘陵玉米区播种面积共计 2.35（2009 年）亿亩，按照每亩用种量 1.15Kg（单粒播种，4000 粒/亩）计算，春播玉米区全部实行单粒播种的用种量为 27 万吨，25%的市场份额即先玉 335 的销量目标为 6.77 万吨。敦煌先锋 2011/12 销售年度产量约 4 万吨，其中先玉 335 占 60%，约 2.4 万吨，距离上限仍有较大的市场空间。如果 5 年后达到这一目标，年均复合增速仍然可达 23%。

（二）对先锋公司综合实力的再认识

先锋公司在合资公司推广先玉系列种子，不仅引进了“单粒播种”模式，更为重要的是采取了“价值营销”手段，即为客户提供全方位的技术咨询、生产支持，此外先锋的销售人员帮助种植户与玉米产区销区的粮库、玉米加工厂、饲料厂等企业联系，推销先玉 335 的商品玉米，目的是使客户的经济效益最大化。这一模式在近几年对国内种子行业产生了深远的影响，不少国内种子企业纷纷开始仿效单粒播种，并组建销售服务网络，对客户进行全方位服务。

我们认为，在先玉系列种子上，先锋体现的是“优质种子+优质服务”的综合优势，打破了国内种子企业“重研发、轻推广、价格战”的同质化竞争模式。

用种子产业发展的眼光看，先锋公司通过丰富的品种储备和动态的产品调整，可以规避单个种子品种生命周期波动对公司销售带来的影响。即通过工程化的育种流程，系统化的推广程序，适时推出符合市场需求，且能实现种植户、经销商、企业多方共赢的新品种。

表5：春播玉米区播种面积及产量情况（2009 年）

省份	面积（万亩）	面积占比（%）	产量（万吨）	产量占比（%）
辽宁	2946	6.3%	963.1	5.9%
吉林	4436	9.5%	1810.0	11.0%
黑龙江	6015	12.9%	1920.2	11.7%
内蒙古	3677	7.9%	1341.3	8.2%
宁夏	323	0.7%	156.4	1.0%
甘肃	987	2.1%	312.6	1.9%
四川	2002	4.3%	643.0	3.9%
云南	2031	4.3%	542.7	3.3%
贵州	1127	2.4%	405.2	2.5%
合计	23544	50.3%	8094	49.4%

5.2. 先玉系列 11/12 年度展望

（一）产能无瓶颈，运输存变数

敦煌先锋近几年一直在扩大加工规模，2011 年新上 3 条烘干线，银川 1 条，酒泉 2 条，今年可用生产线共 8 条线（酒泉 5 条，宁夏 3 条）。按照每条烘干线 200 吨/日的烘干产能，每年 40 天的生产时间，8 条线满产共可烘干 6.4 万吨种子，可以消化今年的 4 万吨产量。

近几年，由于降雨、早霜冻等异常天气增多，烘干设备在缩短生产周期、保证出芽率方面发挥了非常大的左右。由于大型种子加工厂近几年烘干设备投入力度很大，私自繁育的种子在上市时间、产品品质上完全无法与正规种子相比，2010 年以来遭受了较大打击。

玉米种子的集中销售季节为每年 4 季度与来年 1 季度，正好是铁路运力比较紧张的时段。尤其是张掖是各公司制种基地集中的区域，每年到发运季节车皮计划特别紧张。另外，每年的棉花运输与种子运输时间也重叠，存在争运力的情况。

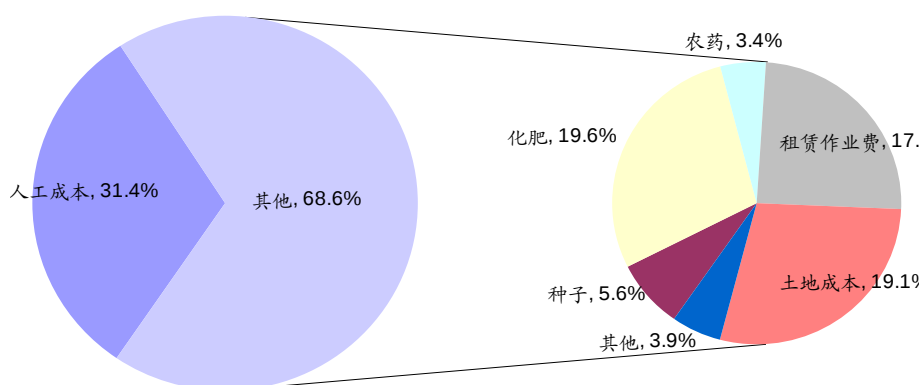
先玉系列的销售地（东北）远离产地（甘肃），需要经过远距离、跨区域运输。因此，种子销量在日历年度里的分布比例主要取决于与年底前铺货的速度（历史上通常是 60:40），而这与车皮计划密切相关，每年 10-12 月是发运的密集时期。

（二）价格仍有上涨预期

先玉 335 的价格明显高于国内其他种子，2010 年单价超过 28 元/公斤，两年累计涨幅超过 20%。由于近几年人工、能源等成本上涨较快，每亩制种费用从 06 年 1500 元已经涨到目前 2500 元，年均涨幅 13%。

种子在粮食生产成本中仅占比 5.6%（2009），占收入比例低于 5%，静态来看，5%的粮价上涨即可覆盖 100%的种子涨价。在先玉 335 表现出由于其他种子的经济效益的前提下，在粮价持续上涨的大背景下，种子价格仍有上涨预期。

图 13：我国三种主粮（水稻小麦玉米）成本构成（2009）



数据来源：Wind，国泰君安证券研究所

5.3. 构建自主研发能力

在成立合资公司之前，敦煌种业原有的种子业务特点是：“代繁为主，自主繁育为辅”，2010年母公司种子业务收入里，80%的收入来自代繁，仅仅20%来自自主繁育。先玉335近几年给公司带来了巨大的利润，但其品种归属权仍然不属于合资公司，是由铁岭先锋种子研究有限公司授权给合资公司生产、销售，并且按照营业收入10%的比例缴纳使用费。因此，一直以来，敦煌种业在资本市场中的形象是缺乏自主研发能力，在敦煌先锋的盈利快速增长之前尤其如此。

国务院2011年4月18日发布的《关于加快推进现代农作物种业发展的意见》中提出，“到2020年……打造一批育种能力强、生产加工技术先进、市场营销网络健全、技术服务到位的“育繁推一体化”现代农作物种业集团”，《意见》同时还提出“鼓励种子企业间的兼并重组……培育具有核心竞争力和较强国际竞争力的“育繁推一体化”种子企业。”

近期新华社消息，农业部确定，将以种子为重点，加快研究和推进农业科技进步，推动种子企业兼并重组，坚持扶优扶强，培育具有核心竞争力和较强国际竞争力的“育繁推一体化”种子企业。

上述政策对种子行业内7千多家企业而言，是挑战与机遇并存。敦煌种业表示，目前正在计划设立自有的研究机构，未来新审定的品种，以敦煌种业或者合资公司为申报主体，新品种由敦煌、先锋共同使用。在未来行业准入、政策扶持向龙头企业倾斜的政策导向基础上，敦煌种业构建自主研发能力的努力值得肯定。

6. 盈利预测与投资评级

6.1. 推荐逻辑

（一）行业逻辑：“后猪周期”的策略选择

今年以来由于猪价迭创新高，生猪养殖类个股成为市场热点。基于存栏、生长周期等因素，我们判断在年底之前，生猪供需缺口无法的缩小，猪价难以大幅回落，养殖利润很可能4Q11见顶。

历次猪周期的经验表明，“饲料-养殖-屠宰”产业链中养殖环节盈利波动最为剧烈，因此，养殖盈利见顶的预期下，需要回避养殖类个股，寻找独立于猪周期的细分子行业。

我们在6月份的中期策略报告中首先提出了“后猪周期”的策略选择，种子是我们重点推荐的细分子行业之一。种子行业市值在农业板块占比8%，在经历了大半年的调整后，行业估值水平明显下降。在行业总量增长、供需结构好转、政策大力扶持的背景下，种子行业完全有可能成为“后猪周期”背景下表现较好的细分子行业。

(二) 个股逻辑：先玉增长确定、加工业务减亏

根据郑单 958 顶峰时期占有率推算，先玉 335 达到春播玉米区 25%份额的目标销量为 6.77 万吨，先玉 335 预计 2011/12 销售年度产量 2.4 万吨（占先玉系列 60%），如果 5 年后达到 6.77 万吨，年均复合增速仍然可以达到 23%的水平。

随着近两年母公司对存货减值、应收账款的大力度计提，敦煌种业母公司资产质量不断好转，随着敦煌先锋业绩基数逐年增大，母公司业绩波动对合并报表的影响程度趋于减弱，母公司种子、食品、棉花业务的减亏将使敦煌种业未来的业绩呈现加速态势。

(三) 股价逻辑：定增价格提供安全边际

敦煌种业 2011 年 2 月 15 日完成非公开发行，以 25 元/股的价格发行 1758 万股，扣除发行费用后融资净额 4.1 亿元。随着农业整体估值回落、诸多公司业绩低于预期，种子股整体遭遇“估值+业绩”的双杀。敦煌种业股价从最高点 39.65 元，最大跌幅 45%。目前股价距离最高点跌幅超过 30%，比非公开发行价格高 10%左右。

6.2. 盈利预测与投资评级

主要假设：

- 1、未来三个销售年度每年增加 3 万亩制种面积，增加约 1 万吨产量；
- 2、每个销售年度销量按 60:40 分布；
- 3、种子价格保持与粮价同步上涨的趋势，毛利率稳中略降；
- 4、母公司业务保持稳定，逐步减亏。

我们对敦煌种业 11-13 业绩预测为 0.74、1.20、1.73 元，目前估值 37.7X、23.2X，在种子股中属于较低水平，由于敦煌先锋业绩增长具有较强确定性，其他业务对总体业绩影响趋于下降，未来敦煌种业业绩增长将呈现加速态势。我们给予敦煌种业增持评级，目标价 35 元。

6.3. 风险因素

- 1、异常气候可能导致制种亩产水平低于预期，导致毛利率下降；
- 2、因铁路运力紧张等因素导致销售进度低于预期；
- 3、母公司其他业务亏损幅度超预期（中报已有体现）。

表6: 先玉系列产销量、收入测算

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
制种 (万亩)	2.42	4.49	7.66	11.50	14.50	17.50
YOY		85.5%	70.6%	50.1%	26.1%	20.7%
产量 (吨)	8,783	15,700	25,628	40,250	50,750	61,250
当年销售	4,831	9,420	15,377	24,150	30,450	36,750
占比	55%	60%	60%	60%	60%	60%
销量 (吨)	9,876	13,372	21,657	34,401	46,550	57,050
YOY		35.4%	62.0%	58.8%	35.3%	22.6%
单价 (元/公斤)	23.58	28.00	28.76	31.06	32.61	34.24
YOY		18.7%	2.7%	8.0%	5.0%	5.0%
单产 (公斤/亩)	363	350	334	350	350	350
收入 (百万)	178	407	677	1,136	1,623	2,088
YOY		129.2%	66.3%	67.8%	42.9%	28.6%

表7: 敦煌种业营业收入测算

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
种子	619	961	1,056	1,500	1,971	2,422
棉花	391	309	357	368	379	390
食品加工	176	238	164	180	198	218
其它	(76)	5	12	12	12	12
合计	1,110	1,513	1,589	2,060	2,560	3,043

表8: 敦煌种业利润表预测

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,110	1,513	1,589	2,060	2,560	3,043
YoY	47.5%	36.3%	5.1%	29.6%	24.3%	18.8%
营业成本	823	1,065	948	1,080	1,269	1,407
毛利率	25.9%	29.6%	40.4%	47.6%	50.5%	53.8%
销售费用	85.0	135.6	169.5	216.3	274.0	325.6
管理费用	66.3	93.4	119.2	150.4	192.0	228.2
财务费用	62.0	50.4	54.2	68.6	49.3	44.3
三项费用率	19.2%	18.5%	21.6%	21.1%	20.1%	19.7%
净利润	14	30	81	150	244	352
YoY	-195%	116%	169%	86%	63%	44%
净利润率	1.3%	2.0%	5.1%	7.3%	9.5%	11.6%

7. 附录：先玉 335 资料

先玉 335，是美国先锋公司选育的玉米杂交品种。按照美国先锋公司的质量标准和专有技术独家生产加工销售。具有高产、稳产、抗倒伏、适应性广、熟期适中、株型合理等优点。于 2004 年、2006 年分别通过了国家审定。

基本信息

审定编号：国审玉 2004017 号（夏播）、国审玉 2006026 号（春播）

品种名称：先玉 335

选育单位：铁岭先锋种子研究有限公司

品种来源：母本为 PH6WC，父本为 PH4CV，来源为先锋公司自育

特征特性

田间表现丰产性好，稳产性突出，适应性好，早熟抗倒。在黄淮海地区生育期 98 天，比对照农大 108 早熟 5-7 天。成株株型紧凑，株高 286 厘米，穗位高 103 厘米，全株叶片数 19 片左右，果穗筒形，穗长 18.5 厘米，穗行数 15.8 行，百粒重 34.3 克。

经农业部谷物品质监督检验测试中心（北京）测定，籽粒粗蛋白含量 9.55%，粗脂肪含量 4.08%，粗淀粉含量 74.16%，赖氨酸含量 0.30%。经农业部谷物及制品质量监督检验测试中心（哈尔滨）测定，籽粒粗蛋白含量 9.58%，粗脂肪含量 3.41%，粗淀粉含量 74.36%，赖氨酸含量 0.28%。

产量表现

2002-2003 年参加黄淮海夏玉米品种区域试验，38 点次增产，7 点次减产，两年平均亩产 579.5 公斤，比对照农大 108 增产 11.3%；2003 年参加同组生产试验，15 点增产，6 点减产，平均亩产 509.2 公斤，比当地对照增产 4.7%。

适宜区域

春播，国审玉 2006026 号：适宜在北京、天津、辽宁、吉林、河北北部、山西、内蒙赤峰/通辽地区、陕西延安地区春播种植，注意防治丝黑穗病。

夏播，国审玉 2004017 号：适宜在河南、河北、山东、陕西、安徽、山西运城夏播种植，大斑病、小斑病、矮花叶病、玉米螟高发区慎用。

本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		