

敦煌种业(600354.SH)

回归正道

 评级: **增持**

 前次: **增持**

 目标价(元): **24.9-**

分析师

分析师

谢刚

张俊宇

S0740510120005

S0740511120002

021-20315178

021-20315191

xiegang@r.qlzq.com.cn

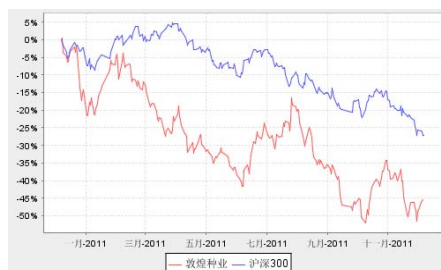
zhangjy@r.qlzq.com.cn

2011年12月23日

基本状况

总股本(百万股)	203.55
流通股本(百万股)	185.97
市价(元)	20.44
市值(百万元)	4160.49
流通市值(百万元)	3801.15

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1,512.70	1,589.36	1,998.99	2,417.70	2,772.55
营业收入增速	36.28%	5.07%	25.77%	20.95%	14.68%
净利润增长率	118.45%	168.74%	34.92%	54.65%	33.75%
摊薄每股收益(元)	0.16	0.43	0.53	0.83	1.11
前次预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
市场预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
偏差率(本次-市场/市场)	—	—	—	—	—
市盈率(倍)	112.42	83.66	38.37	24.81	18.55
PEG	0.95	0.50	1.10	0.45	0.55
每股净资产(元)	3.25	3.69	5.93	6.75	7.86
每股现金流量	2.34	1.22	1.32	1.77	2.35
净资产收益率	4.96%	11.76%	9.03%	12.25%	14.08%
市净率	5.58	9.84	3.46	3.04	2.61
总股本(百万股)	185.97	185.97	203.55	203.55	203.55

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- **事件:** 公司公告变更非公开增发募资资金投向事宜, 拟将原用于番茄深加工项目的 7680 万元募集资金, 投向品种权购买和种子加工生产线建设, 其中 2680 万元用于购买武威市农科院玉米杂交种“吉祥 1 号”生产经营权, 5000 万元用于在武威设立全资子公司并建设玉米杂交种烘干生产线项目。
- **吉祥 1 号**分别于 2009 年和 2011 年通过河南省审定和甘肃省审定。该品种在河南和甘肃两省的区域试验中表现出较为卓越的抗病性特征, 高抗瘤黑粉病、矮花叶病、中抗小斑病、大斑病、弯孢菌叶斑病、茎腐病、感玉米螟, 我们认为该品种可能会成为类似于隆平 206 这样的区域竞争性品种。目前河南省玉米种植面积约 5300 万亩, 甘肃省 650 万亩左右, 该品种面对将近 6000 万亩左右的市场空间。此前, 该品种分别授权给甘肃省内两家小型玉米种业企业生产经营, 该品种在河南部分地区口碑尚佳, 2010 年推广面积约 100 万亩左右。
- 我们乐观假设该品种在成熟期可达到 1000 万亩推广面积, 按单粒播推广方式 10 元/亩的净利润水平计算, 可为公司贡献近 1 亿元净利润, 折合 EPS0.5 元左右。此次, 敦煌种业获得吉祥 1 号独占经营权, 但品种采取何种运营模式尚不得而知, 后续的盈利状况可能与我们假设有所出入。公司今年获得经营权, 预计 2012 年才能制种推广销售, 因此对本年度业绩不产生影响, 但由于该品种具体的运营情况尚需公司后续披露才能得知, 我们暂不调整 2012 年和 2013 年盈利预测, 待事件明朗后再做进一步调整。
- 无论如何, 敦煌种业拿到吉祥 1 号的独占经营权向市场传递了积极的信号: 公司主业正在向种子育繁推经营业务靠拢, 尽管短期内我们难以看到母公司在玉米种子育种研发上的产出, 但我们认为在种业政策推动下, 公司通过科研院所的合作, 可以获得一些好品种, 且身处甘肃制种基地, 制种加工环节具有优势, 通过与先锋的合作在营销推广方面有榜样可以参照, 因此公司在玉米种子业务上具备一定后发优势。

- **敦煌先锋销售进度符合预期：**今年东北地区玉米丰产，玉米价格有所下跌，导致今年东北地区玉米种子整体销售情况较去年迟缓，但得益于先玉 335 在东北地区的良好口碑，今年敦煌先锋的销售情况符合我们此前预期，继续维持我们 11 月 4 日《敦煌种业研究简报：四季度表现值得期待》的判断，假设今年四季度销售确认本年制种量的 60%，再加上推广季余种，我们预计敦煌先锋四季度销售量将达到 3 万吨左右，按 12 元/公斤单位净利润测算，将为敦煌种业贡献 1.83 亿元净利润，折合 EPS0.90 元。同时，由于今年东北地区整体销售放缓，这意味着明年一季度东北市场的空间大于往年，因此敦煌先锋明年一季度的种子销售量极有可能达到 1 万吨以上，超过历年 4000 吨的平均水平，公司明年一季度业绩同样值得期待。
- **预计 2011-2013 年 EPS 分别为 0.53 元、0.83 元和 1.11 元，目前股价对应 38X2011PE, 25X2012PE, 18X2013PE，维持“增持”评级，目标价 24.9 元。**
- **积极关注种业的下半场行情：**“根据我们先前的分析逻辑和研究体系，种业股若要启动下半场行情必须符合三个条件：（1）经营要素增长强劲。根据重点种业公司 2011/12 年度销量、价格、预收款等增长情况来看，这一条件目前已经具备；（2）政策暖风频吹。我们预计准确的时点应在春节后的第一个工作周出台中央一号文件，农业科技中生物育种为题中应有之意；因此，最晚可在春节前一周提前蛰伏，当前时点也可逢低增持，备战下半场行情；（3）种业公司估值回归合理水平。考虑到研究水稻种和玉米种细分行业的逻辑起点不同，我们认为登海种业和敦煌种业在 2012 年 25 倍 PE、隆平高科在 30 倍 PE 处，投资安全边际开始显现。
- **种业股投资策略：**短期来看，种业股可能会率先满足条件（1）和条件（3），条件（2）预计在春节前达成的概率越来越高，因此，当前阶段，我们认为种业股启动下半场行情的条件正在越来越成熟，故对包括敦煌种业在内的种子股看法渐趋乐观，建议增持。

图表 1：敦煌先锋经营业务预测表

敦煌先锋	2007/2008	2008/2009	2009/2010	2010/2011	2011/2012	2012/2013	2013/2014
加工能力（万公斤）	650	1300	2600	4000	6400	6400	6400
制种面积（万亩）	1.17	2.4	4.45	7.6	11	13	15
单产水平（公斤/亩）	462	350	374	342	393	375	375
制种量（万公斤）	540	840	1663	2599.2	4323	4875	5625
财政年度	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售量（万公斤）		753.05	1531.71	2565.06	3667.29	4538.78	5203.13
销售单价（元/公斤）		23.58	29.80	26.90	28.25	29.09	29.97
销售收入（百万元）		177.57	456.45	690.00	1035.83	1320.44	1559.12
单位成本（元/公斤）		6.60	9.54	7.80	9.80	10.98	11.85
销售成本（百万元）		49.72	146.06	200.10	359.39	498.18	616.78
毛利率		72.0%	68.0%	71.0%	65.3%	62.3%	60.4%
净利润（百万元）		94.09	218	319.83	410.61	499.96	565.34
归属于母公司净利润（百万元）		47.99	111.18	163.11	209.41	254.98	288.33
折合EPS（元）		0.24	0.55	0.80	1.03	1.25	1.42

来源：齐鲁证券研究所

图表 2：敦煌种业三张报表

损益表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入	1,110	1,513	1,589	1,999	2,418	2,773
增长率	47.49%	36.3%	5.1%	25.8%	20.9%	14.7%
营业成本	-823	-1,065	-948	-1,204	-1,457	-1,655
% 销售收入	74.1%	70.4%	59.6%	60.2%	60.3%	59.7%
毛利	287	448	642	795	961	1,117
% 销售收入	25.9%	29.6%	40.4%	39.8%	39.7%	40.3%
营业税金及附加	0	-1	-1	-1	-1	-2
% 销售收入	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
营业费用	-85	-136	-169	-204	-247	-283
% 销售收入	7.7%	9.0%	10.7%	10.2%	10.2%	10.2%
管理费用	-66	-93	-119	-136	-176	-200
% 销售收入	6.0%	6.2%	7.5%	6.8%	7.3%	7.2%
息税前利润 (EBIT)	136	218	352	454	536	633
% 销售收入	12.2%	14.4%	22.2%	22.7%	22.2%	22.8%
财务费用	-62	-50	-54	-43	-52	-55
% 销售收入	5.6%	3.3%	3.4%	2.2%	2.1%	2.0%
资产减值损失	-23	-22	-31	-22	0	0
公允价值变动收益	-4	4	0	0	0	0
投资收益	5	-5	12	-20	0	5
% 税前利润	7.8%	—	4.1%	—	0.0%	0.9%
营业利润	53	144	278	369	485	583
营业利润率	4.8%	9.5%	17.5%	18.4%	20.1%	21.0%
营业外收支	15	-6	5	5	5	5
税前利润	68	139	283	374	490	588
利润率	6.1%	9.2%	17.8%	18.7%	20.3%	21.2%
所得税	-2	3	-46	-59	-71	-81
所得税率	3.2%	-2.0%	16.3%	15.7%	14.6%	13.7%
净利润	66	141	237	315	418	507
少数股东损益	52	111	156	206	250	282
归属于母公司的净利润	14	30	81	109	168	225
净利率	1.2%	2.0%	5.1%	5.4%	7.0%	8.1%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	66	141	237	315	418	507
少数股东损益	0	0	0	206	250	282
非现金支出	56	63	85	88	79	93
非经营收益	60	56	46	70	58	55
营运资金变动	-52	175	-141	-204	-195	-176
经营活动现金流	130	435	227	476	610	761
资本开支	72	160	235	154	209	140
投资	-28	10	-29	0	0	0
其他	8	1	12	-20	0	5
投资活动现金流	-92	-149	-251	-174	-209	-135
股权募资	15	1	2	411	0	0
债权募资	264	22	472	-281	-390	-189
其他	-86	-200	-41	-62	-63	-65
筹资活动现金流	193	-178	432	69	-452	-254
现金净流量	232	108	409	370	-51	372

资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	405	658	1,056	1,220	918	1,008
应收账款	374	354	359	461	555	636
存货	593	557	769	855	1,033	1,173
其他流动资产	219	203	212	268	324	368
流动资产	1,591	1,773	2,395	2,803	2,830	3,184
% 总资产	71.5%	70.2%	71.6%	73.3%	71.0%	72.5%
长期投资	53	50	76	76	76	76
固定资产	417	501	663	735	874	924
% 总资产	18.7%	19.8%	19.8%	19.2%	21.9%	21.1%
无形资产	164	197	201	200	196	198
非流动资产	635	752	948	1,020	1,155	1,207
% 总资产	28.5%	29.8%	28.4%	26.7%	29.0%	27.5%
资产总计	2,226	2,525	3,343	3,823	3,985	4,391
短期借款	1,196	1,222	1,695	1,415	1,025	836
应付款项	317	450	510	588	712	802
其他流动负债	-16	-14	33	-11	-2	-4
流动负债	1,497	1,658	2,238	1,991	1,735	1,634
长期贷款	6	1	0	0	0	0
其他长期负债	11	10	18	18	18	18
负债	1,513	1,670	2,256	2,009	1,753	1,652
普通股股东权益	575	605	686	1,206	1,374	1,600
少数股东权益	137	250	401	607	857	1,139
负债股东权益合计	2,226	2,525	3,343	3,823	3,985	4,391

比率分析						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益 (元)	0.074	0.161	0.434	0.535	0.827	1.106
每股净资产 (元)	3.092	3.254	3.689	5.925	6.753	7.859
每股经营现金流 (元)	0.701	2.339	1.223	1.324	1.769	2.352
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	2.39%	4.96%	11.76%	9.03%	12.25%	14.08%
总资产收益率	0.62%	1.19%	2.41%	2.85%	4.22%	5.13%
投入资本收益率	9.09%	16.27%	17.88%	19.83%	20.27%	21.95%
增长率						
营业总收入增长率	47.49%	36.28%	5.07%	25.77%	20.95%	14.68%
EBIT增长率	505.78%	60.82%	61.35%	28.95%	18.12%	18.03%
净利润增长率	193.78%	118.45%	168.74%	34.92%	54.65%	33.75%
总资产增长率	23.73%	13.42%	32.43%	14.34%	4.24%	10.19%
资产管理能力						
应收账款周转天数	89.8	68.9	65.2	65.0	65.0	65.0
存货周转天数	267.0	197.1	255.4	255.0	255.0	255.0
应付账款周转天数	60.8	42.7	55.9	55.0	55.0	55.0
固定资本周转天数	112.3	102.2	130.1	123.1	116.2	113.5
偿债能力						
净负债/股东权益	110.33%	65.96%	58.65%	10.66%	4.69%	-6.36%
EBIT利息保障倍数	2.2	4.3	6.5	10.5	10.4	11.5
资产负债率	67.99%	66.15%	67.48%	52.56%	43.99%	37.62%

来源：齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海
联系人:王莉本
电话: 021-20315181
手机: 18616512309
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

深圳
联系人:李霖
电话:0755-23819303
手机:15816898448
传真:0755-82717806
邮编:518048
地址:深圳市福田区深南大道
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京
联系人:张哲
电话: 021-20315112
手机:18621368050
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

济南
联系人:韩丽萍
电话:0531-68889516
手机:15806668226
传真:0531-68889536
邮编:250001
地址:山东济南经七路 86 号
证券大厦 2308