

杨澍

执业证书编号: S0730511080001

021-50588666-8013

yangshu@ccnew.com

涉棉业务拖累，业绩到达谷底

——敦煌种业（600354）2011 年年报点评

研究报告-公司点评

增持（维持）

发布日期: 2012 年 3 月 29 日

报告关键要素:

2011 年公司业绩大幅下滑，主要受棉花及棉籽油脂业务拖累，这一因素在 2012 年将得到缓解；种子业务继续增长，但毛利率出现拐点，回落趋势将延续。未来公司主动调整战略，全力做大种子业务，收缩棉花及食品加工业务，基于先玉 335、吉祥一号的增长确定性，我们判断公司 2012 年业绩有望实现大幅增长，因而维持“增持”投资评级。

事件:

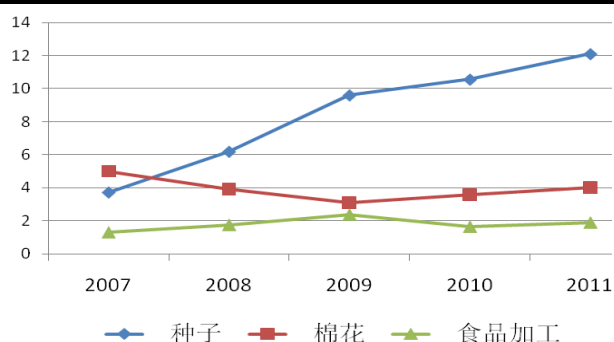
- 敦煌种业发布 2011 年年报。报告期内，公司实现营业收入 18.17 亿元，同比增长 14.31%；实现利润总额 1.72 亿元，同比减少 39.16%；实现净利润 1339.11 万元，同比减少 82.69%；每股收益 0.077 元，同比减少 82.26%。公司拟每 10 股转增 12 股。

点评:

- **各项业务收入平稳，但毛利率大幅下滑。**公司三项主营业务种子、棉花、食品加工营业收入均表现平稳，同比分别增长 14.6%、12.7%、15.7%，说明市场需求并未出现大幅波动。但业务毛利率大幅下滑，分别下降 4.4、8.8、15.9 个百分点，说明公司受到上下游挤压，风险难以转嫁。

图 1: 三项业务收入均保持平稳

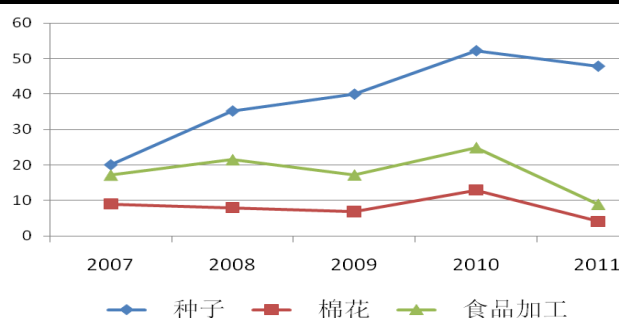
单位: 万元



来源: 中原证券研究所 公司公告

图 2: 三项业务毛利率大幅下滑

单位: %



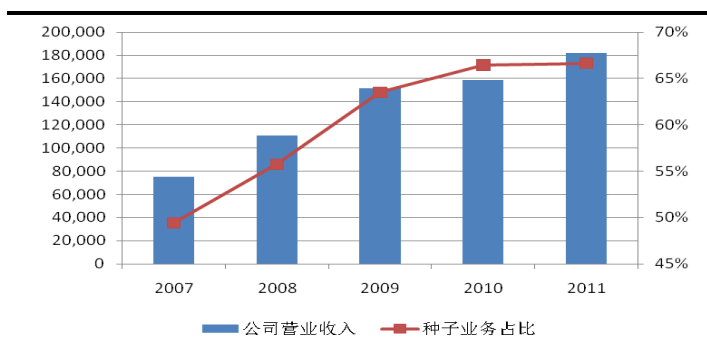
来源: 中原证券研究所 公司公告

- **种子业务继续扩张，毛利率拐点出现。**种子业务是公司的核心，收入占比持续提升，2011 年达到 66.6%。2011 年敦煌先锋制种面积进一步增长，达到 11.23 万亩。毛利率出现回落，原因在于种子价格涨幅跑输制种成本。2010 年制种成本 4.6 元/公斤，2011 年涨至 5.7 元/公斤，涨幅 24%，而种子出厂价格涨幅仅在 5% 左右，因而导致毛利率下滑。

图 3: 种子业务占比持续提升

单位: 万元

表 1: 敦煌先锋产能扩张进度



来源: 中原证券研究所 公司公告

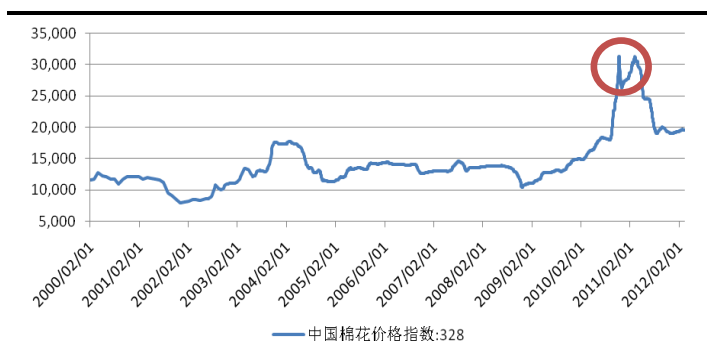
年份	扩张项目	制种面积 (万亩)
2007 年	酒泉一期	1.17
2008 年	酒泉二期	2.4
2009 年	酒泉三、四期	4.45
2010 年	宁夏一期	7.6
2011 年	宁夏二、三期, 酒泉五期	11.23

来源: 中原证券研究所 公司公告

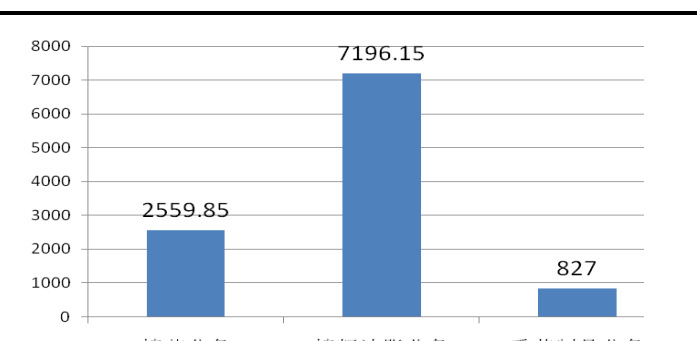
- **棉花及棉籽油脂业务是亏损来源。**棉花大宗价格超常规波动导致公司涉棉业务大幅亏损，2010年四季度棉花（328）价格达到30000元/吨，处于历史高位，公司2011年所用籽棉多于该阶段采购。但进入2011年，棉价一路下挫至20000元/吨，导致公司棉花业务亏损2559.85万元，棉籽油脂业务亏损7196.15万元，及涉棉业务导致的亏损约为0.5元/股。

图 4: 公司费用率情况

图 5: 棉花、棉籽、番茄业务亏损金额 单位: 万元



来源: 中原证券研究所 全国棉花交易市场



来源: 中原证券研究所 公司公告

- **2012年调整战略，收缩棉花及食品加工业务。**对于未来发展规划，公司明确提出“多元化经营战略已难以适应和确保公司快速、健康发展”，战略调整的方向是“向种子产业集中和转移，食品产业以稳定规模、提高效益为主旨，棉花产业以嫁接整合缩减亏损为目标”。一旦公司主动收缩亏损业务，业绩将得到大幅改善。
- **种子业务保持增长。**公司种子业务两大看点，一是先玉335的继续扩张，二是吉祥一号启动经营。预计2012年先玉335销量增长15%，出厂价提升10%，因而敦煌先锋营业收入有望增长27%，但由于制种费用有望提升15%，因而产品毛利率继续下降。吉祥一号合法推广面积400万亩，实际推广面积3000万亩，正牌品种的市场空间巨大。公司成为该品种的第三家授权经营商，且经营能力明显强于另外两家，可参照郑单958与德农种业，吉祥一号有望打上敦煌种业的烙印。预计2012-2013年品种推广面积为200万亩、500万亩。

表 2: 敦煌先锋业务预测

	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 E	2013 年 E
制种面积 (万亩)	2.4	4.45	7.6	11.23	13	15
单产 (公斤/亩)	350.0	373.7	342.1	370	370	370
制种量 (万公斤)	840	1663	2600	4155.1	4810	5550
销量 (万公斤)	798	1579.85	2340	3739.59	4329	4995
售价 (元/公斤)	23.58	28.5	28	29.1	32.01	33.6
销售收入 (千万元)	18.82	45.03	65.52	108.82	138.57	167.88

来源: 中原证券研究所

- **棉花及食品加工业务减亏。**棉花 (328) 价格在20000元/吨附近构筑平台, 公司2011年4季度收购籽棉也基本对应这一价位。根据我们的判断, 2012年棉花价格波动区间为20000-25000元, 如这一判断成立, 则2012年公司棉花业务以及棉籽油脂业务有望大幅减亏。
- **盈利预测与投资建议。**由于公司明确启动经营战略调整, 收缩亏损业务, 且种子业务的增长确定性较高, 因而预计2012、2013年实现营业收入22.07亿元、26.39亿元, 实现净利润4.63亿元、6.42亿元, 对应摊薄前每股收益 (EPS) 0.75元、1.20元。以当日收盘价18.31元计算, 2012年PE为24倍, 维持“增持”投资评级。
- **风险提示。**极端天气影响或病虫害灾害; 先玉335推广效果不及预期。

盈利预测

	2010	2011	2012E	2013E
营业收入 (千万元)	158.94	181.68	220.71	263.89
增长比率 (%)		14.31%	21.48%	19.56%
净利润 (千万元)	23.7	13.54	46.31	64.24
增长比率 (%)		-43.50%	245.86%	38.72%
每股收益 (元)	0.43	0.08	0.75	1.2
市盈率 (倍)	42.58	228.88	24.41	15.26

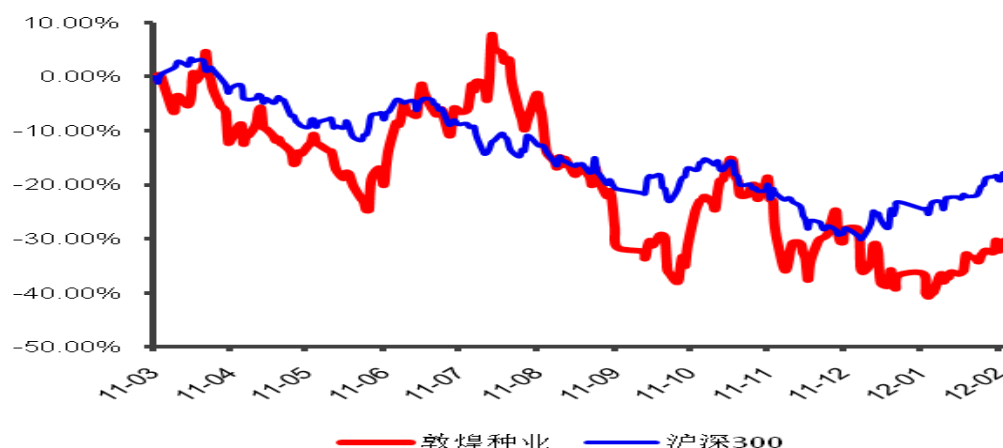
市场数据 (2012年3月29日)

收盘价 (元)	18.31
一年内最高/最低 (元)	31.69/16.75
沪深300指数	2443.12
市净率 (倍)	3.35
流通市值 (亿元)	36.35

基础数据 (2011年12月数据)

每股净资产 (元)	5.46
每股经营现金流 (元)	-0.96
毛利率 (%)	34.00
净资产收益率 (%)	12.50
资产负债率 (%)	67.48
总股本/流通股 (亿股)	2.04/1.99
B股/H股 (万股)	/

个股相对沪深300指数走势



行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。
负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。