

2012年3月2日

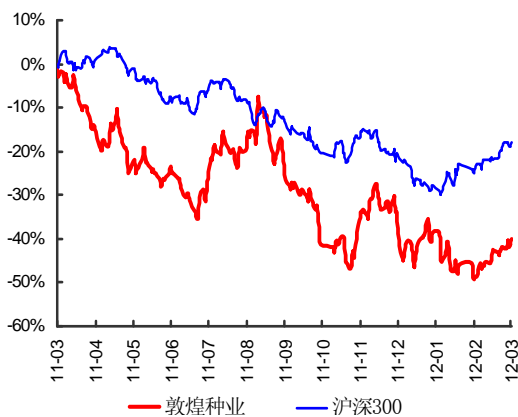
研究员：姚凯
 执业证书编号：S0910511010001
 电话：021-62448087
 Email: yaokai@casstock.com

研究支持：程一胜
 电话：021-62446912
 Email: chengyisheng@casstock.com

当前价格：19.94
 目标价格：-
 目标期限：6个月

总股本：20354.6万
 总市值：40.58亿
 流通市值：39.77亿
 流通比例：100%

股价表现



敦煌种业 (600354)：变更募集资金用途点评

评级：增持

- 2011年2月份，公司通过非公开增发募集资金净额为40997万元，募集资金拟投入玉米种子烘干生产线4900万元、购买新疆玛纳斯油脂资产5100万元、新疆玛纳斯1000吨/日棉籽生产线技术改造项目5000万元、番茄深加工项目13000万元、脱水蔬菜深加工生产线13000万元。此前，12月22日公司已经公告变更募集资金用途，拟变更番茄深加工项目13000万元中的7680万元，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，5000万元用于在武威市设立全资子公司并建设玉米杂交种烘干生产线项目，变更完成后该项目剩余5320万元仍用于番茄深加工项目建设。
- 本次拟变更番茄项目剩余资金5320万元中的5000万元，将武威设立全资子公司的注册资本由原拟定的5000万元增至1亿元人民币。项目计划在14年8月前完成后总共4条种子烘干生产线的建设。本次变更后，年加工玉米杂交种子规模由原先规划的3万吨提高到3.2万吨。规划中，项目共分3期进行，12年8月底建成第一期共1条种子烘干生产线、13年8月底完成第二期共1条种子烘干线、14年8月底建成第三期共2条种子烘干线。我们预计12、13、14年加工种子将分别达到8000吨、16000吨和32000吨，预计未来三年将贡献eps分别为0.08元、0.16元和0.33元。
- 公司的经营思路虽有所变化，但是整体仍然围绕之前确定的“稳棉花、调种子、扩食品、强投资”的发展思路，11年由于棉花市场下跌幅度较大，公司在棉花及其副产品油脂品上造成较大亏损，12年棉花价格有望企稳，公司在该项业务上的亏损将会缩小。
- 目前公司的亮点仍然是在敦煌先锋。据我们之前从公司及销售人员了解得知，目前先玉335市场销售情况依然良好，11年制种面积仍保持在60%的快速增长水平上，但我们预计全年产销率会下降到70%，12至14年我们预计制种面积将会回落到比较稳定的增速水平，保守预计在15%。未来随着“吉祥一号”的推广，公司形成了在春播区（先玉335）、夏播区（吉祥一号）的强势格局。

- 目前，市场比较担忧的是公司棉花业务12年是否会继续恶化，但通过我们最悲观的预测结果表明，未来几年棉花业务对公司业绩的拖累都十分有限。公司目前脱水蔬菜项目仍未开工，不排除未来会给我们带来新的惊喜。11、12、13年预计eps分别为0.19元、0.38元和0.71元，对应的市盈率分别为107、53和29倍。未来业绩不排除有爆发性增长的可能性。我们给予“增持”评级。

附件：“吉祥1号”品种简介

- 1、审定：河南（豫审玉2009015）、甘肃（甘审玉2011002）
- 2、适宜区域：黄淮海夏播区及甘肃部分地区
- 3、生育期：96天
- 4、特性：株型紧凑，株高250厘米，穗位高100厘米，全株叶片20片左右。穗长18厘米，穗粗5.1厘米，行粒数36粒，百粒重达39克，出籽率90%以上。
- 5、品质：含粗蛋白10.76%，粗脂肪3.76%，粗淀粉75.30%，赖氨酸0.308%，容量750g/L。
- 6、抗性：高抗瘤黑粉病、矮花叶病、大斑病、茎基腐病，中抗小斑病、弯孢菌叶斑病。

财务报表预测

利润表 (百万元)

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1589	1756	2322	2759
营业成本	948	1069	1338	1588
毛利	642	688	983	1171
% 营业收入	40.4%	39.2%	42.4%	42.4%
营业税金及附加	1	1	1	2
% 营业收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
销售费用	169	176	232	276
% 营业收入	10.7%	10.0%	10.0%	10.0%
管理费用	119	132	174	207
% 营业收入	7.5%	7.5%	7.5%	7.5%
财务费用	54	62	24	10
% 营业收入	3.4%	3.5%	1.1%	0.4%
资产减值损失	31	-4	31	24
公允价值变动收益	0	-15	0	0
投资收益	12	-18	0	0
营业利润	278	288	520	653
% 营业收入	17.5%	16.4%	22.4%	23.7%
营业外收支	5	7	0	0
利润总额	283	296	520	653
% 营业收入	17.8%	16.8%	22.4%	23.7%
所得税费用	46	50	78	183
净利润	237	245	442	470
归属于母公司所有者的净利润	80.7	38.4	78.1	143.7
少数股东损益	156	207	364	326
EPS (元/股)	0.40	0.19	0.38	0.71

现金流量表 (百万元)

	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流净额	227	404	318	364
取得投资收益收回现金				
金	13	-18	0	0
长期股权投资	-18	1	0	0
无形资产投资	0	-11	-10	-10
固定资产投资	-235	-139	-220	-93
其他	1	0	0	0
投资活动现金流净额	-251	-167	-230	-103
债券融资	0	0	0	0
股权融资	2	137	137	137
银行贷款增加(减少)	472	-1192	-143	-344
筹资成本	62	-62	-24	-10

资产负债表 (百万元)

	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	1056	176	232	276
交易性金融资产	2	-13	-13	-13
应收账款	353	360	475	565
存货	769	731	916	1087
预付账款	208	235	294	349
其他流动资产	2	2	2	2
流动资产合计	2395	1493	1911	2271
可供出售金融资产	0	0	0	0
持有至到期投资	0	0	0	0
长期股权投资	76	76	76	76
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	663	749	908	931
无形资产	198	203	207	211
商誉	2	2	2	2
递延所得税资产	8	0	5	7
其他非流动资产	0	0	0	0
资产总计	3343	2524	3110	3499
短期贷款	1695	503	360	16
应付款项	151	155	194	230
预收账款	144	188	248	295
应付职工薪酬	23	21	27	32
应交税费	-1	-1	-2	-4
其他流动负债	226	170	216	257
流动负债合计	2238	1036	1043	825
长期借款	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	0	0	0	0
其他非流动负债	18	18	18	18
负债合计	2256	1054	1062	843
归属于母公司所有者权益	686	1164	1242	1386
少数股东权益	401	608	972	1299
股东权益	1087	1772	2214	2685
负债及股东权益	3343	2827	3276	3528
基本指标				
EPS	0.396	0.189	0.384	0.706
BVPS	3.69	6.26	6.16	6.81
PE	50.93	106.97	52.64	28.61
PEG	2.40	5.05	2.48	1.35

其他	-103	0	0	0	PB	5.47	3.23	3.28	2.97
筹资活动现金流净额	432	-1117	-31	-217	EV/EBITDA	12.29	10.86	6.93	5.21
现金净流量	409	-880	57	44	ROE	11.8%	3.3%	6.3%	10.4%

具备证券投资咨询业务资格的说明:

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，航天证券有限责任公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

投资评级说明:

—报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准

—股票投资评级标准:

买入: 相对强于基准表现 20%以上

增持: 相对强于基准表现 10~20%

中性: 相对基准表现在-10%~+10%之间波动

减持: 相对弱于基准表现 10%以下

—行业投资评级标准:

看好: 行业超越基准整体表现

中性: 行业与基准整体表现持平

看淡: 行业弱于基准整体表现

免责声明:

本报告版权归“航天证券”所有，未经事先书面授权，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“航天证券”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及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。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何形式的担保。

风险提示:

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

航天证券有限责任公司

地址: 上海市曹杨路 430 号

电话: 021-62446688

网址: www.casstock.com