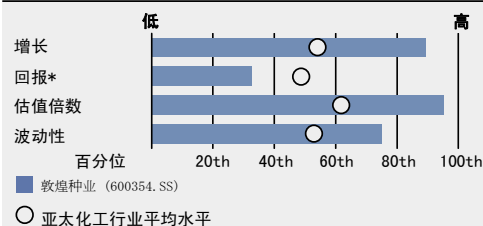


卖出: 棉花业务疲软, 种子销售放缓, 下调评级至卖出

建议理由

我们将敦煌种业评级由中性下调至卖出, 因该股较我们新的 12 个月目标价格人民币 8.90 元存在 51% 的潜在下行空间。敦煌种业 2011 年盈利大幅低于预期, 较我们处于同行低端的预测低 57%, 这主要由于公司各主要业务的利润率均有下滑, 加之期货交易损失加剧了亏损幅度。先锋良种合资公司生产的种子产品在部分区域单产下降, 并造成农户损失, 这可能导致下一个播种期农民对敦煌种业种子的需求放缓。我们认为, 鉴于行政程序和管理层换届需要时间, 公司不大可能及时纠正管理和风险控制问题, 并抑制成本上涨。

投资摘要



投资摘要指标的全面描述请参见本报告的信息披露部分。

推动因素

4 月底: 2012 年一季度盈利低于预期。我们预计 2012 年上半年先锋良种合资公司的销量和价格表现将令人失望, 因为 2011 年的减产可能导致农户不愿再次使用高价的先锋种子。我们还预计对 2011 年农户减产损失的补偿将部分延展至 2012 年一季度。尽管棉花价格已较 2010-11 年峰值回落, 但目前仍较 2003-09 年均值高 46%, 我们因此预计棉花毛利率缩减局面将继续。我们认为, 在风险管理和成本控制改善前, 公司可能难以在大宗商品市场的波动中避免进一步的交易损失。

估值

我们将 2012/13/14 年每股盈利预测分别下调 50%/55%/23%, 以计入销量下降和费用上升的影响。基于 1.6 倍的 2012 年预期市净率和 8% 的 2012-13 年预期平均净资产回报率, 我们将 12 个月目标价格下调至人民币 8.90 元 (原目标价格为人民币 18.40 元, 基于 2.9 倍的市净率和 15% 的净资产回报率), 市净率和净资产回报率的下调反映了我们预计回报下降。

主要风险

(1) 对玉米新品种“吉祥 1 号”上市的审批和进展情况快于预期; (2) 成本控制改善好于预期。

所属投资名单

亚太卖出名单

行业评级: 谨慎

赖平伦 (联系人) 执业证书编号: S1420110030008
+86(10)6627-3461 jessie.p.lai@ghsl.cn 北京高华证券有限责任公司
金俊 (分析师) 执业证书编号: S1420511100003
+86(10)6627-3467 carol.jin@ghsl.cn 北京高华证券有限责任公司

主要数据

当前
股价 (Rmb)
12 个月目标价格 (Rmb)
市值 (Rmb mn / US\$ mn)
外资持股比例 (%)

	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
每股盈利 (Rmb) 新	0.08	0.39	0.55	0.95
每股盈利调整幅度 (%)	(56.4)	(49.7)	(54.8)	(23.5)
每股盈利增长 (%)	(82.1)	408.0	40.6	71.7
每股摊薄盈利 (Rmb) 新	0.08	0.39	0.55	0.95
市盈率 (X)	NM	46.9	33.3	19.4
市净率 (X)	3.4	3.2	2.9	2.5
EV/EBITDA (X)	15.8	9.9	8.2	6.8
股息收益率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
净资产回报率 (%)	1.7	7.0	9.0	13.8
CROCI (%)	16.5	12.5	12.3	13.7

股价走势图



股价表现 (%)	3个月	6个月	12个月
绝对	(11.8)	(7.4)	(36.1)
相对于上证A股指数	(14.3)	(3.4)	(16.5)

资料来源: 公司数据、高盛研究预测、FactSet (股价为3/30/2012收盘价)

北京高华证券有限责任公司及其关联机构与其研究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可能影响本报告客观性的利益冲突, 不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。有关分析师的申明和其他重要信息, 见信息披露附录, 或请与您的投资代表联系。

敦煌种业： 财务数据概要

损益表(Rmb mn)					资产负债表(Rmb mn)				
	12/11	12/12E	12/13E	12/14E		12/11	12/12E	12/13E	12/14E
主营业务收入	1,816.8	2,728.9	3,556.6	4,520.4	现金及等价物	1,055.6	557.4	599.2	297.8
主营业务成本	(1,199.4)	(1,840.7)	(2,430.9)	(3,057.7)	应收账款	480.7	715.6	746.1	1,111.6
销售、一般及管理费用	(300.5)	(463.9)	(604.6)	(768.5)	存货	1,176.0	1,717.0	2,010.4	2,678.0
研发费用	--	--	--	--	其它流动资产	224.8	224.8	224.8	224.8
其它营业收入/（支出）	0.0	0.0	0.0	0.0	流动资产	2,937.0	3,214.7	3,580.4	4,312.2
EBITDA	385.9	507.7	606.2	781.0	固定资产净额	768.0	988.6	971.9	953.5
折旧和摊销	(69.1)	(83.5)	(85.1)	(86.7)	无形资产净额	234.9	226.5	218.1	209.8
EBIT	316.8	424.2	521.1	694.3	长期投资	75.0	141.5	208.0	274.6
利息收入	22.3	21.1	11.1	12.0	其它长期资产	10.6	10.6	10.6	10.6
财务费用	(88.6)	(91.3)	(91.3)	(91.3)	资产合计	4,025.5	4,581.9	4,989.1	5,760.7
联营公司	0.0	0.0	0.0	0.0					
其它	(78.3)	(30.0)	(30.0)	(30.0)	应付账款	456.2	753.4	844.1	1,165.2
税前利润	172.3	324.1	411.0	585.0	短期贷款	1,523.8	1,523.8	1,523.8	1,523.8
所得税	(36.8)	(64.8)	(94.5)	(134.5)	其它流动负债	94.5	94.5	94.5	94.5
少数股东损益	(119.8)	(179.1)	(203.8)	(257.0)	流动负债	2,074.5	2,371.6	2,462.4	2,783.5
					长期贷款	301.6	301.6	301.6	301.6
优先股股息前净利润	15.7	80.1	112.7	193.5	其它长期负债	16.7	16.7	16.7	16.7
优先股息	0.0	0.0	0.0	0.0	长期负债	318.3	318.3	318.3	318.3
非经常性项目前净利润	15.7	80.1	112.7	193.5	负债合计	2,392.8	2,689.9	2,780.7	3,101.8
税后非经常性损益	0.0	0.0	0.0	0.0					
净利润	15.7	80.1	112.7	193.5	优先股	0.0	0.0	0.0	0.0
					普通股权益	1,111.7	1,191.9	1,304.5	1,498.0
每股基本盈利（非经常性项目前）(Rmb)	0.08	0.39	0.55	0.95	少数股东权益	521.0	700.1	903.9	1,160.9
每股基本盈利（非经常性项目后）(Rmb)	0.08	0.39	0.55	0.95					
每股摊薄盈利（非经常性项目后）(Rmb)	0.08	0.39	0.55	0.95	负债及股东权益合计	4,025.5	4,581.9	4,989.1	5,760.7
每股股息 (Rmb)	0.00	0.00	0.00	0.00					
股息支付率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	每股净资产(Rmb)	5.46	5.86	6.41	7.36
自由现金流收益率 (%)	(6.7)	(9.7)	2.3	(4.8)					
增长率和利润率 (%)					比率				
	12/11	12/12E	12/13E	12/14E		12/11	12/12E	12/13E	12/14E
主营业务收入增长率	14.3	50.2	30.3	27.1	GROCI (%)	16.5	12.5	12.3	13.7
EBITDA增长率	(5.0)	31.6	19.4	28.8	净资产回报率 (%)	1.7	7.0	9.0	13.8
EBIT增长率	(10.0)	33.9	22.8	33.2	总资产回报率 (%)	0.4	1.9	2.4	3.6
净利润增长率	(80.6)	411.7	40.6	71.7	平均运用资本回报率 (%)	9.0	11.2	11.4	13.4
每股盈利增长	(82.1)	408.0	40.6	71.7	存货周转天数	295.9	286.8	279.8	279.8
毛利率	34.0	32.5	31.7	32.4	应收账款周转天数	84.5	80.0	75.0	75.0
EBITDA利润率	21.2	18.6	17.0	17.3	应付账款周转天数	125.0	119.9	119.9	119.9
EBIT利润率	17.4	15.5	14.7	15.4	净负债/股东权益 (%)	47.1	67.0	55.5	57.5
					EBIT利息保障倍数 (X)	4.8	6.0	6.5	8.8
现金流量表(Rmb mn)					估值				
	12/11	12/12E	12/13E	12/14E		12/11	12/12E	12/13E	12/14E
优先股股息前净利润	15.7	80.1	112.7	193.5	基本市盈率 (X)	NM	46.9	33.3	19.4
折旧及摊销	69.1	83.5	85.1	86.7	市净率 (X)	3.4	3.2	2.9	2.5
少数股东权益	119.8	179.1	203.8	257.0	EV/EBITDA (X)	15.8	9.9	8.2	6.8
运营资本增减	(537.7)	(478.8)	(233.2)	(712.0)	企业价值/总投资现金 (X)	2.2	1.4	1.3	1.1
其它	137.8	0.0	0.0	0.0	股息收益率 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
经营活动产生的现金流	(195.4)	(136.1)	168.3	(174.8)					
资本开支	(197.4)	(295.7)	(60.0)	(60.0)					
收购	0.0	0.0	0.0	0.0					
剥离	0.0	0.0	0.0	0.0					
其它	(66.5)	(66.5)	(66.5)	(66.5)					
投资活动产生的现金流	(264.0)	(362.2)	(126.5)	(126.5)					
支付股息的现金（普通股和优先股）	0.0	0.0	0.0	0.0					
借款增减	132.4	0.0	0.0	0.0					
普通股发行（回购）	0.0	0.0	0.0	0.0					
其它	326.8	0.0	0.0	0.0					
筹资活动产生的现金流	459.2	0.0	0.0	0.0					
总现金流	(0.2)	(498.2)	41.8	(301.3)					

注：最后一个实际年度数据可能包括已公布和预测数据。
资料来源：公司数据、高盛研究预测

对此报告有贡献的人员

赖平伦
jessie.p.lai@ghsl.cn

金俊
carol.jin@ghsl.cn

2011 年业绩回顾：因成本高于预期，业绩低于预期

敦煌种业 2011 年净利润人民币 1,600 万元（同比下滑 81%），远低于公司 2012 年 1 月 30 日发布的业绩预告（业绩预告称净利润将下滑 50% 以上），较我们处于同行低端的预测低 57%，较万得市场预测低 77%。业绩低于预期的主要原因是费用高于预期：

- 因原材料成本上涨高于预期，毛利率低于预期（同比下降 6.3 个百分点，较我们的预测低 1.2 个百分点）；
- 销售管理费用高于预期 (17%)
- 利息费用高于预期 (44%)
- 因来自敦煌种业先锋良种公司的盈利贡献低于预期（税率 15%），有效税率高于预期（6 个百分点）。

尽管生产规模和制种面积扩大，各主要业务领域的利润均出现下滑：

- **种子：敦煌先锋净利润同比下滑 21%**。由于公司的种子品种在部分区域造成减产，公司出资人民币 3,100 万元补偿农户损失（截至 2011 年底）。
- **棉花**：由于需求疲软，公司难以转嫁棉花成本上涨，**棉花业务从 2010 年净利润人民币 100 万元下滑至 2011 年净亏损人民币 7,100 万元**。公司还在棉花期货业务上亏损人民币 3,600 万元。
- **食品加工：食品加工业务净亏损扩大至人民币 460 万元（2010 年：人民币 140 万元）**，主要原因是欧洲/美国番茄酱销售疲软和中国临时的食用油限价。

敦煌种业还在财报中表示，公司在棉油业务上存在管理问题，并缺乏良好的风险防范措施，这导致了越权违规操作和棉油期货的巨大投资亏损，这也是公司正在努力解决的问题。

图表1: 敦煌种业 2011 年业绩概要

业绩概要(人民币百万元)	高华				万得	
	2011	2011预测	差异	同比%	市场预测	差异
收入	1,817	1,714	6%	14%	1,976	(8%)
生产成本	(1,199)	(1,110)	8%	27%		
销售管理费用	(301)	(257)	17%	4%		
税息折旧摊销前利润	386	413	(6%)	(5%)		
税前利润	172	240	(28%)	(39%)		
公布的净利润	16	36	(57%)	(81%)	67	(77%)
公布的每股盈利(人民币元)	0.08	0.18	(57%)	(82%)	0.33	(77%)
利润率分析						
毛利率	34%	35%	-1.2pp	-6.3pp		
税息前利润率	17%	20%	-2.8pp	-4.7pp	24%	-6.1pp
税前利润率	9%	14%	-4.5pp	-8.3pp	-	-
净利润率	1%	2%	-1.3pp	-4.2pp	3%	-2.5pp
主营业务						
收入(万元人民币)	1,817	1,714	6%	14%		
种子	1,211	1,051	15%	15%		
敦煌先锋	723	658	10%	25%		
其他种子	330	393	(16%)	(31%)		
棉花	402	450	(11%)	13%		
食品加工	190	211	(10%)	16%		
其他	6	1	543%	166%		
非主营业务	8	-		(19%)		
毛利率	34%	35%	-1.2pp	-6.4pp		
种子	48%	51%	-3.6pp	-4.4pp		
敦煌先锋	62%	76%	-14.3pp	-8.8pp		
其他种子	20%	10%	+10.0pp	-10.0pp		
棉花	4%	8%	-4.0pp	-8.8pp		
食品加工	9%	13%	-4.0pp	-15.9pp		
净利润(万元人民币)	2011	2010	同比%			
敦煌种业先锋良种有限公司	129	163	(21%)			
酒泉敦煌种业棉蛋白油脂有限公司	(71)	1	N/A			
甘肃敦煌种业西域番茄制品有限公司	(5)	(1)	223%			

资料来源: 公司数据、万得、高华证券研究预测

图表2: 我们预计尽管收入增长, 但因费用增加, 2012-14 年利润率将下滑

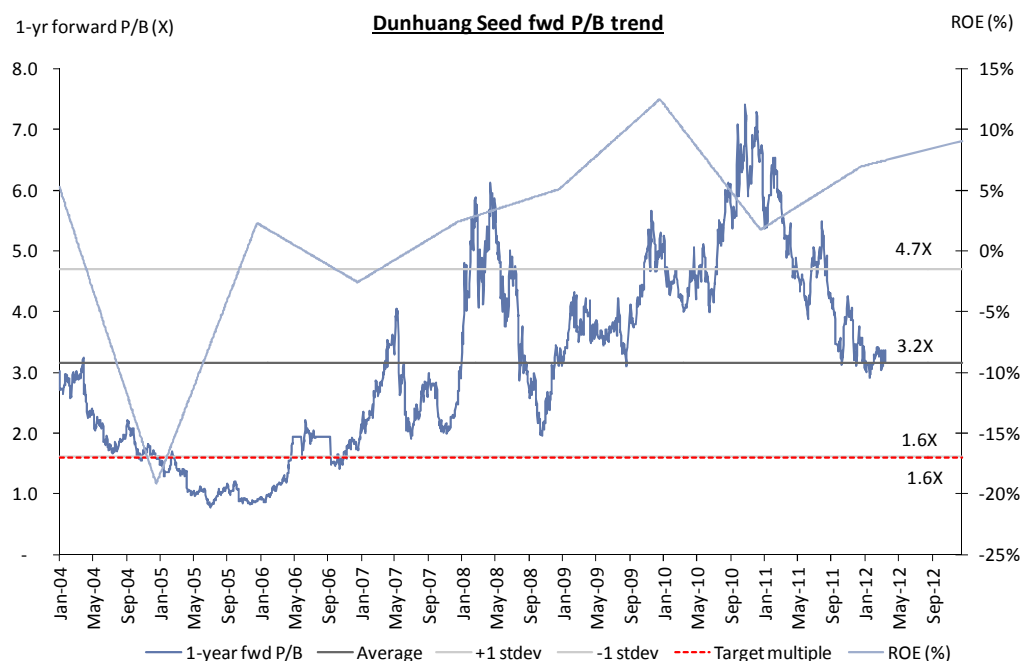
主营业务预测

主营业务	2010	2011	2012E	2013E	2014E	同比变化%	2011	2012E	2013E	2014E
收入(万元人民币)	1,589	1,817	2,729	3,557	4,520	收入	+14%	+50%	+30%	+27%
种子	1,056	1,211	1,959	2,521	3,326	种子	+15%	+62%	+29%	+32%
棉花	357	402	498	530	599	棉花	+13%	+24%	+6%	+13%
食品加工	164	190	258	492	581	食品加工	+16%	+36%	+91%	+18%
其他	2	6	6	6	6	其他	+166%	-	-	-
非主营业务	10	8	8	8	8	非主营业务	-19%	-	-	-
毛利率(%)	40%	34%	33%	32%	32%	毛利率	-6.4pp	-1.4pp	-0.9pp	+0.7pp
种子	52%	48%	43%	42%	42%	种子	-4.4pp	-4.5pp	-1.4pp	-0.2pp
棉花	13%	4%	3%	5%	5%	棉花	-8.8pp	-1.0pp	+2.0pp	-0.4pp
食品加工	25%	9%	8%	8%	8%	食品加工	-15.9pp	-1.0pp	-0.0pp	-0.0pp
其他	3%	15%	15%	15%	15%	其他	+11.6pp	-	-	-
非主营业务	40%	61%	61%	61%	61%	非主营业务	+21.0pp	-	-	-

资料来源: 公司数据、高华证券研究预测

估值

图表3: 敦煌种业市净率和净资产回报率变动区间



资料来源: Datastream、高华证券研究预测

我们将 2012/13/14 年每股盈利预测分别下调 50%/55%/23%至人民币 0.39/0.55/0.95 元, 以计入销量下降和费用上升的影响。基于 1.6 倍的 2012 年预期市净率和 8%的 2012-13 年预期平均净资产回报率, 我们将 12 个月目标价格下调至人民币 8.90 元 (原目标价格为人民币 18.40 元, 基于 2.9 倍的市净率和 15%的净资产回报率), 市净率和净资产回报率的下调反映了我们预计回报下降。因存在 51%的潜在下行空间, 我们将敦煌种业评级由中性下调至卖出。

主要风险

(1) 对玉米新品种“吉祥 1 号”上市的审批和进展快于预期。公司在 2011 年购买了玉米种子“吉祥 1 号”的生产经营权, 并另设子公司专门从事该产品的生产和销售。“吉祥 1 号”仍有待农业部的审批, 我们预计该产品上市后种子销量将快速增长。

(2) 成本控制改善好于预期, 即棉花成本转嫁好于预期, 及销售管理费用/收入比率低于预期。

信息披露附录

申明

我们，赖平伦、金俊，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了我们对上述公司或其证券的个人看法。此外，我们的薪金的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资摘要

投资摘要部分通过将一只股票的主要指标与其行业和市场相比较来评价该股的投资环境。所描述的四个主要指标包括增长、回报、估值倍数和波动性。增长、回报和估值倍数都是运用数种方法综合计算而成，以确定该股在地区研究行业内所处的百分位排名。

每项指标的准确计算方式可能随着财务年度、行业和所属地区的不同而有所变化，但标准方法如下：

增长是下一年预测与当前年度预测的综合比较，如每股盈利、EBITDA 和收入等。**回报**是各项资本回报指标一年预测的加总，如 CROCI、平均运用资本回报率和净资产回报率。**估值倍数**根据一年预期估值比率综合计算，如市盈率、股息收益率、EV/FCF、EV/EBITDA、EV/DACF、市净率。**波动性**根据 12 个月的历史波动性计算并经股息调整。

Quantum

Quantum 是提供具体财务报表数据历史、预测和比率的高盛专有数据库，它可以用于对单一公司的深入分析，或在不同行业和市场公司之间进行比较。

GS SUSTAIN

GS SUSTAIN 是侧重于长期做多建议的相对稳定的全球投资策略。GS SUSTAIN 关注名单涵盖了我们认为相对于全球同业具有持续竞争优势和出色的资本回报、因而有望在长期内表现出色的行业领军企业。我们对领军企业的筛选基于对以下三方面的量化分析：现金投资的现金回报、行业地位和管理水平（公司管理层对行业面临的环境、社会和企业治理方面管理的有效性）。

信息披露

相关的股票研究范围

赖平伦：亚洲化工行业、亚太消费品及零售行业

亚洲化工行业：江南化工、中海化学、敦煌种业、久联发展、丰乐种业、华鲁恒升、回天胶业、湖北宜化、南岭民爆、长青股份、扬农化工、金发科技、联化科技、利尔化学、隆平高科、红宝丽、盐湖股份、登海种业、诺普信、雅化集团、中化化肥、烟台万华、云天化、新安股份

亚太消费品及零售行业：Ajisen China Holdings、中国粮油控股、中国雨润、远东百货、Gourmet Master、纷美包装、恒安国际、蒙牛乳业、统一超商、Ruentex Industries、九兴控股、高鑫零售、康师傅控股、统一企业、统一企业、中国旺旺、裕元工业

与公司有关的法定披露

以下信息披露了高盛高华证券有限责任公司（“高盛高华”）与北京高华证券有限责任公司（“高华证券”）投资研究部所研究的并在本研究报告中提及的公司之间的关系。

没有对下述公司的具体信息披露：敦煌种业 (Rmb18.45)

公司评级、研究行业及评级和相关定义

买入、中性、卖出：分析师建议将评为买入或卖出的股票纳入地区投资名单。一只股票在投资名单中评为买入或卖出由其相对于所属研究行业的潜在回报决定。任何未获得买入或卖出评级的股票均被视为中性评级。每个地区投资评估委员会根据 25-35% 的股票评级为买入、10-15% 的股票评级为卖出的全球指导原则来管理该地区的投资名单；但是，在某一特定行业买入和卖出评级的分布可能根据地区投资评估委员会的决定而有所不同。地区强力买入或卖出名单是以潜在回报规模或实现回报的可能性为主要依据的投资建议。

潜在回报：代表当前股价与一定时间范围内预测目标价格之差。分析师被要求对研究范围内的所有股票给出目标价格。潜在回报、目标价格及相关时间范围在每份加入投资名单或重申维持在投资名单的研究报告中都有注明。

研究行业及评级：分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及 / 或估值对研究对象的投资前景的看法。**具吸引力(A)：**未来 12 个月内投资前景优于研究范围的历史基本面及 / 或估值。**中性(N)：**未来 12 个月内投资前景相对研究范围的历史基本面及 / 或估值持平。**谨慎(C)：**未来 12 个月内投资前景劣于研究范围的历史基本面及 / 或估值。

暂无评级(NR)：在高盛高华于涉及该公司的一项合并交易或战略性交易中担任咨询顾问时并在某些其他情况下，投资评级和目标价格已经根据高华证券的政策予以除去。**暂停评级(RS)：**由于缺乏足够的基础去确定投资评级或价格目标，或在发表报告方面存在法律、监管或政策的限制，我们已经暂停对这种股票给予投资评级和价格目标。此前对这种股票作出的投资评级和价格目标(如有的话)将不再有效，因此投资者不应依赖该等资料。**暂停研究(CS)：**我们已经暂停对该公司的研究。**没有研究(NC)：**我们没有对该公司进行研究。**不存在或不适用(NA)：**此资料不存在或不适用。**无意义(NM)：**此资料无意义，因此不包括在报告内。

一般披露

本报告在中国由高华证券分发。高华证券具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。

高盛高华为高华证券的关联机构，从事投资银行业务。高华证券、高盛高华及它们的关联机构与本报告中涉及的大部分公司保持着投资银行业务和其它业务关系。

我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的提议或表达的意见不一致的投资决策。

本报告中署名的分析师可能已经与包括高华证券销售人员和交易员在内的我们的客户讨论，或在本报告中讨论交易策略，其中提及可能会对本报告讨论的证券市场价格产生短期影响的推动因素或事件，该影响在方向上可能与分析师发布的股票目标价格相反。任何此类交易策略都区别于且不影响分析师对于该股的基本评级，此类评级反映了某只股票相对于报告中描述的研究范围内股票的回报潜力。

高华证券及其关联机构、高级职员、董事和雇员，不包括股票分析师和信贷分析师，将不时地对本研究报告所涉及的证券或衍生工具持有多头或空头头寸，担任上述证券或衍生工具的交易对手，或买卖上述证券或衍生工具。

在任何要约出售股票或征求购买股票要约的行为为非法的地区，本报告不构成该等出售要约或征求购买要约。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)寻求专家的意见，包括税务意见。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

某些交易，包括牵涉期货、期权和其它衍生工具的交易，有很大的风险，因此并不适合所有投资者。投资者可以向高华销售代表取得或通过 <http://www.theocc.com/about/publications/character-risks.jsp> 取得当前的期权披露文件。对于包含多重期权买卖的期权策略结构产品，例如，期权差价结构产品，其交易成本可能较高。与交易相关的文件将根据要求提供。

北京高华证券有限责任公司版权所有 ©2012 年

未经北京高华证券有限责任公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得(i)以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或(ii)再次分发。