

评级：中性（首次评级）
农林牧渔
公司半年报点评
证券研究报告

分析师 吕丽华 S1080510120003
 研究助理 赵吉龙 S1080111010046
 电话：0755-82481533
 邮件：zhaojilong@fcsc.cn

敦煌种业(600354):由多元化向专业化转型

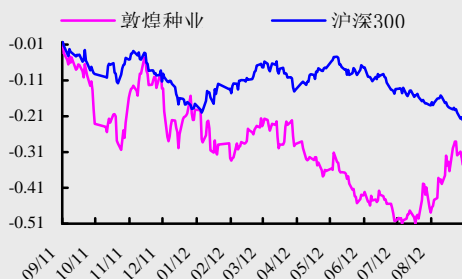
预测价格区间(元) 7.3 ~ 7.5

交易数据

上一日交易日股价(元) 7.71
 总市值(百万元) 3,453
 流通股本(百万股) 437
 流通股比率(%) 97.54

资产负债表摘要(06/12)

股东权益(百万元) 965
 每股净资产(元) 2.15
 市净率(倍) 3.58
 资产负债率(%) 57.43

公司与沪深300指数比较

相关报告

事件：公司于2012年8月29日晚间公布2012年半年报，报告期内营业收入为6.53亿元，较上年同期增14.21%；归属于母公司所有者的净利润为-1.47亿元，上年同期亏0.28亿元；基本每股亏损为0.32元；

点评：我们看到敦煌种业的半年度报告，悲痛的是巨额的亏损，欣喜的是思路的转变，经营管理层认识到了问题所在，由多元化向专业化转型。

● **亏损来自哪里：种子、多元和三费多样化 主营业务种子** 2012年上半年营业收入2.09亿元，同比降-23.97%，毛利率45.68%，同比下降-8.79个点，毛利润较上年同期减0.54亿元，该下降情况同登海种业。**多元化经营** 2012年上半年棉花毛利润较上年同期减0.25亿元，食品（油脂产品、番茄酱）毛利润较上年同期减0.19亿元。**三费及减值** 2012年上半年毛利润较上年同期减0.61亿元。所以敦煌种业的亏损来源多样化，既有种业先玉335造成的下滑，也有多元化扩张的过度，还有内部管理的失调。

● **公司关注点之一：吉祥1号** 吉祥1号是公司手上的重要王牌，但目前仅通过了河南省审定，国家审定预计要在2013年的1季度公布。吉祥1号侵权现象严重，公司专门成立机构，在田间生产期协助有关部门集中时间、集中人员做好维权打假工作。

● **公司关注点之二：先玉335** 敦煌种业先玉335是销往东华北地区的，这一区域受到来自良玉系列（如良玉88、农华101）、京科968等的威胁，如果合资公司敦种先锋营销举措不能持续提升，优势地位恐不保。公司表示，将集中力量做好先玉335反套牌和反窜货事项。

● **公司关注点之三：多元化瘦身** 公司表示，“种子产业要集中优势资源；食品产业要稳规模促效益；棉花产业要嫁接整合减亏”，多元化瘦身将成为敦煌种业的**核心战略**。**市场也密切关注可能的相关举措，但我们提醒投资者其亏损来源多样化，多元化瘦身并不能一劳永逸。还是要兼顾种子产业的稳中有升，公司管理能效的提高。**

● **盈利预测：**预测敦煌种业2012-2014年营业收入分别为19.98亿元、22.98亿元和26.43亿元，增速为10%、15%和15%；归属于母公司净利润分别为-1.17亿元、0.23亿元和0.31亿元；对应EPS分别为-0.26元、0.05元和0.07元。

● **风险提示：**制种风险；主推品种的推广风险



盈利预测

资产负债表						利润表					
单位:百万元						单位:百万元					
会计年度	2010	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2010	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	2395	2937	3642	3783	4191	营业收入	1589	1817	1998	2298	2643
现金	1056	1056	1200	1300	1400	营业成本	948	1199	1639	1609	1797
应收账款	288	381	402	469	537	营业税金及附加	1	0	0	0	1
其他应收款	65	98	102	119	136	营业费用	169	184	220	241	278
预付账款	208	207	309	295	332	管理费用	119	117	140	149	172
存货	769	1176	1607	1578	1763	财务费用	54	66	126	165	172
其他流动资产	9	19	22	22	22	资产减值损失	31	18	25	25	25
非流动资产	948	1089	1076	1066	1053	公允价值变动收益	0	-1	0	0	0
长期投资	76	75	80	90	100	投资净收益	12	-51	-20	-30	-40
固定资产	643	751	746	736	721	营业利润	278	181	-171	79	159
无形资产	198	233	224	216	208	营业外收入	9	26	30	40	50
其他非流动资产	31	30	25	24	24	营业外支出	4	34	35	40	45
资产总计	3343	4026	4717	4849	5244	利润总额	283	172	-176	79	164
流动负债	2238	2074	3223	3293	3558	所得税	46	37	-38	17	35
短期借款	1691	1524	2588	2646	2853	净利润	237	135	-138	62	129
应付账款	150	242	307	309	342	少数股东损益	156	120	-21	39	98
其他流动负债	396	309	328	338	364	归属母公司净利润	81	16	-117	23	31
非流动负债	18	318	0	0	0	EBITDA	387	316	20	313	404
长期借款	0	0	0	0	0	EPS (元)	0.43	0.08	-0.26	0.05	0.07
其他非流动负债	18	318	0	0	0						
负债合计	2256	2393	3223	3293	3559	主要财务比率					
少数股东权益	401	521	500	539	638	会计年度	2009	2011	2012E	2013E	2014E
股本	186	204	448	448	448	成长能力					
资本公积	370	762	518	518	518	营业收入	5.1%	14.3%	10.0%	15.0%	15.0%
留存收益	130	146	28	51	82	营业利润	93.0%	-35.1%	-194.8%	-54.0%	101.9%
归属母公司股东权益	686	1112	994	1017	1047	归属于母公司净利润	168.7%	-80.6%	-849.3%	-80.8%	35.5%
负债和股东权益	3343	4026	4717	4849	5244	获利能力					
						毛利率(%)	40.4%	34.0%	18.0%	30.0%	32.0%
						净利率(%)	5.1%	0.9%	-5.9%	1.0%	1.2%
						ROE(%)	11.8%	1.4%	-11.8%	2.2%	2.9%
						ROIC(%)	16.7%	8.3%	-1.3%	6.9%	8.7%
						偿债能力					
						资产负债率(%)	67.5%	59.4%	68.3%	67.9%	67.9%
						净负债比率(%)	75.2%	63.9%	80.3%	80.3%	80.2%
						流动比率	1.07	1.42	1.13	1.15	1.18
						速动比率	0.72	0.85	0.63	0.67	0.68
						营运能力					
						总资产周转率	0.54	0.49	0.46	0.48	0.52
						应收账款周转率	4.57	4.47	4.23	4.37	4.36
						应付账款周转率	6.54	6.12	5.98	5.23	5.52
						每股指标(元)					
						每股收益(最新摊薄)	0.18	0.03	-0.26	0.05	0.07
						每股经营现金流(最新摊薄)	0.51	-0.44	-0.90	0.66	0.37
						每股净资产(最新摊薄)	1.53	2.48	2.22	2.27	2.34
						估值比率					
						P/E	39.6	203.9	-27.2	141.7	104.6
						P/B	4.7	2.9	3.2	3.1	3.0
						EV/EBITDA	11.4	13.9	217.8	14.1	10.9

数据来源: 第一创业研究所、公司公告

免责声明:

本报告仅供第一创业证券股份有限公司(以下简称“本公司”)研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户,应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后一段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

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,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。

本报告版权归本公司所有,未经本公司授权,不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅,任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用,否则本公司保留追究法律责任的权利;任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改,并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任,因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告,未经授权的任何使用行为都是不当的,都构成对本公司权利的损害,由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险,投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内,股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内,股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内,股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好,行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定,行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡,行业指数将跑输基准指数

第一创业证券股份有限公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL:010-63197788 FAX:010-63197777

P.R.China:100140

上海市浦东新区巨野路53号

TEL:021-68551658 FAX:021-68551281

P.R.China:200135