

2012年8月31日

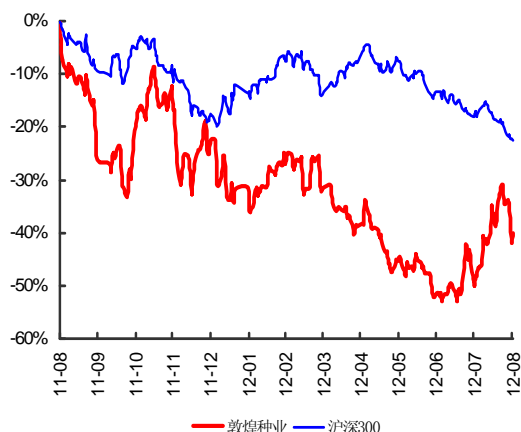
研究员：何筱微
 执业证书编号：S0910510120001
 电话：021-62448067
 Email: hexiaowei@casstock.com

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

敦煌种业 (600354):

主导品种下滑，短期业绩难改善

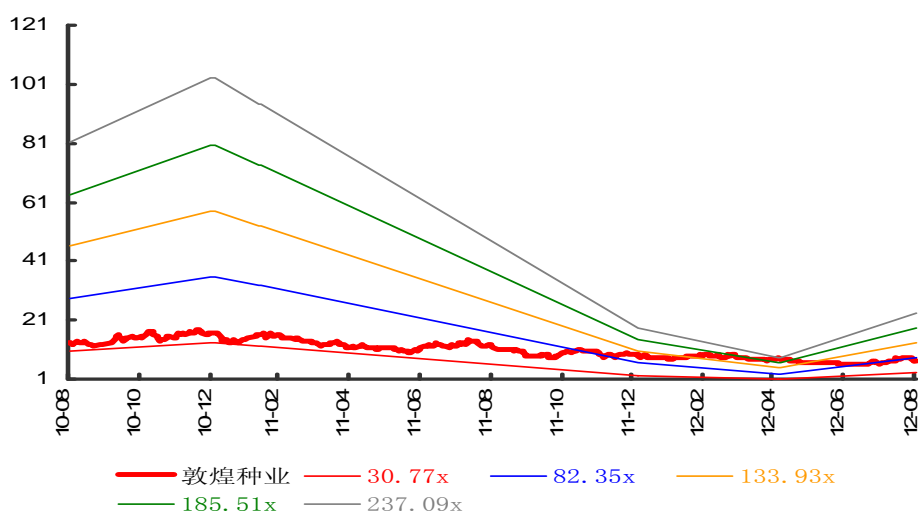
评级：中性



	近1月	近3月	近1年
敦煌种业	16.12%	4.55%	-41.89%
沪深300	-5.21%	-16.01%	-22.32%

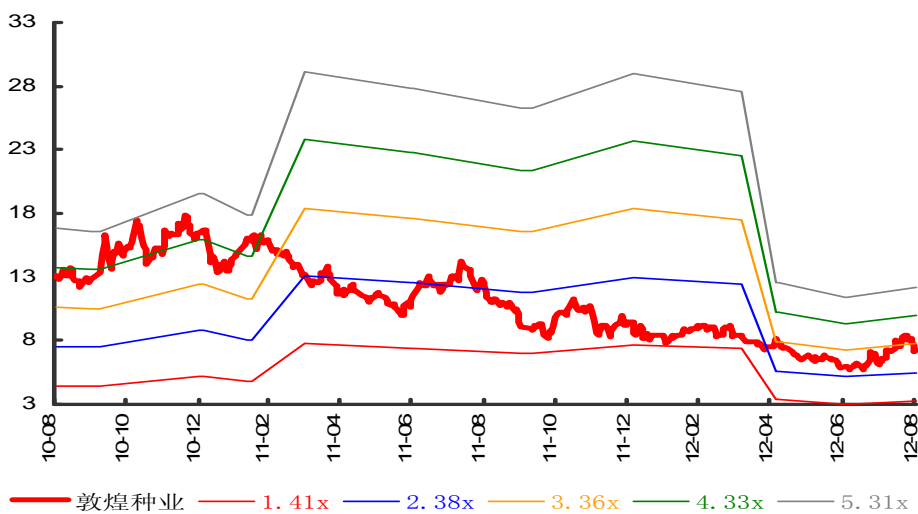
- **净利润大幅下滑。**敦煌种业2012年1~6月实现营业收入6.53亿元，同比增长14%；实现营业利润0.93亿元，同比下降38%；归属于母公司股东的净利润为-1.46亿元，同比出现亏损。业绩变化超出我们的预期。
- **先玉销量减少拖累业绩。**上半年，玉米市场依旧表现出供应过剩的局面，公司主导品种先玉335在2008-2010年经历快速增长（销量复合增速达85%）后，市场竞争地位逐步下降，价格较同类其他品种偏高加上套牌品种混入市场，销售表现出颓势。从我们的草根调研来看，今年的整个销售依然不乐观，降价销售将成为趋势。报告期内公司业绩大幅度下滑，我们认为主要有几个原因：1) 子公司敦煌先锋销量减少，利润同比出现大幅度下降，种子产业整体利润同比下降4433万元；2) 受纺织行业不景气影响，棉花销售市场低迷，无法实现棉花顺价销售，棉花产业同比下降4185万元；3) 受油脂、番茄酱市场低迷影响，食品业同比下降2370万元。
- **毛利率下滑，存货上升。**上半年，营业成本上升较快，加上销售费用上升，期间费用率同比上升5.53个百分点，导致综合毛利率同比下降1.7个百分点，分项来看，种子行业由于成本上升，毛利率下滑8.79%；棉花及食品行业受下游需求影响，毛利率分别下滑了13.02%和14.65%。从存货上来看，上半年存货比去年同期增长了36%，存货异于往年的主要原因是先玉335制种面积同比上升，而销量下降所致。
- **品种单一，未来重点拓展“吉祥一号”。**公司玉米业务下滑的主要原因是由于产品过于单一，对于先玉335过于依赖。管理层已认识到这一点，因此于去年购买了武威市农科院玉米杂交品种“吉祥1号”的独家生产经营权。从规划来看，未来将建设3.2万吨产能玉米种的生产线。我们预计12-14年吉祥1号产能将分别达到0.8万吨、1.6万吨和3.2万吨，预计未来三年将贡献eps分别为0.08元、0.16元和0.33元。
- **盈利预测与估值。**我们预测2012至2014年归属于母公司的净利润分别为0.18亿元、0.22亿元和0.31亿元，eps分别为0.04元、0.05元和0.07元，考虑到公司未来的业绩增速不及此前预期，我们将股票评级下调至“中性”。
- **股价催化剂：**行业整合政策利好出台；新品种市场表现良好
- **风险提示：**制种成本增长

图表 1: 敦煌种业PE band



资料来源: wind, 航天证券研发部

图表 2: 敦煌种业PB band



资料来源: wind, 航天证券研发部

财务报表预测

利润表 (百万元)

	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	1817	2053	2379	2862
营业成本	1199	1438	1637	1916
毛利	618	615	742	946
% 营业收入	34.0%	30.0%	31.2%	33.1%
营业税金及附加	0	0	1	1
% 营业收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售费用	184	207	240	289
% 营业收入	10.1%	10.1%	10.1%	10.1%
管理费用	117	131	152	183
% 营业收入	6.4%	6.4%	6.4%	6.4%
财务费用	66	82	95	114
% 营业收入	3.6%	4.0%	4.0%	4.0%
资产减值损失	18	15	21	31
公允价值变动收益	-1	0	0	0
投资收益	-51	0	0	0
营业利润	181	179	233	328
% 营业收入	9.9%	8.7%	9.8%	11.5%
营业外收支	-8	8	0	0
利润总额	172	187	233	328
% 营业收入	9.5%	9.1%	9.8%	11.5%
所得税费用	37	39	49	69
净利润	135	148	184	259
归属于母公司所有者的净利润	15.7	17.8	22.1	31.2
少数股东损益	120	130	162	228
EPS (元/股)	0.03	0.04	0.05	0.07

现金流量表 (百万元)

	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流净额	-195	103	358	171
取得投资收益收回现金	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
无形资产投资	0	-10	-10	-10
固定资产投资	-197	-218	-89	-57
其他	-67	0	0	0
投资活动现金流净额	-264	-228	-99	-67
债券融资	300	0	0	0
股权融资	410	0	0	0
银行贷款增加(减少)	-168	-155	-131	59

资产负债表 (百万元)

	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	1056	205	238	286
交易性金融资产	18	18	18	18
应收账款	479	543	629	757
存货	1176	1378	1345	1574
预付账款	207	249	283	331
其他流动资产	1	1	2	2
流动资产合计	2937	2395	2515	2969
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	75	75	75	75
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	768	922	940	921
无形资产	233	235	238	241
商誉	2	2	2	2
递延所得税资产	10	3	4	6
其他非流动资产	0	0	0	0
资产总计	4026	3634	3776	4215
短期贷款	1528	884	752	811
应付款项	243	292	333	389
预收账款	98	111	128	155
应付职工薪酬	15	17	20	23
应交税费	-34	-36	-44	-63
其他流动负债	225	266	304	358
流动负债合计	2074	1535	1493	1673
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	318	318	318	318
负债合计	2393	1853	1811	1992
归属于母公司所有者权益	1112	1130	1152	1183
少数股东权益	521	651	813	1041
股东权益	1633	1781	1964	2224
负债及股东权益	4026	3634	3776	4215
基本指标				
EPS	0.035	0.040	0.049	0.070
BVPS	5.46	5.55	2.57	2.64
PE	577.42	508.59	408.77	290.02

筹资成本	85	-82	-95	-114	PEG	22.38	19.71	15.84	11.24
其他	-55	0	0	0	PB	3.70	3.64	7.85	7.64
筹资活动现金流净额	572	-257	-227	-56	EV/EBITDA	30.13	29.34	23.53	18.18
现金净流量	113	29	33	48	ROE	1.4%	1.6%	1.9%	2.6%

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