

敦煌种业 (600354)

证券研究报告

2017年01月05日

聚焦种业发展机遇，并购打开成长空间

聚焦主业，做大做强种子产业，迎接种业发展景气周期。

14年以来，公司积极调整产业结构，停止了油脂等深度亏损产业，将主要精力集中在发展以种子为核心的农业产业上面，2015年种子业务收入占比达到67%。我们认为，经过2013-2015年的调整，目前种子行业已经开始复苏，有望开启新一轮新的景气周期，尤其是在新《种子法》落地、绿色通道政策实施以及行业整合加速推进的背景下，育繁推一体化种业强企面临着良好的发展机遇。

新品种加速推出有望带动种子业务业绩提升。

敦煌先锋是公司种业的核心资产，是公司利润的主要来源，其主打品种先玉335目前已处于成熟期，但仍具有明显优势。此外，敦煌先锋推出了先玉508和先玉402等区域性优势品种，拥有先玉1111、1225和1219等新审定的储备品种，新品种的不断推出有望使得敦煌先锋维持区域性强势地位，敦煌先锋业绩有望企稳回升。母公司方面，积极推进聚焦种业战略，加大种业研发，目前已初步建立起以公司研究院为主导的研发体系，开发出了吉祥1号、东方红1号、飞天358、敦玉328、敦玉12、敦玉13、敦玉15、龙213等具有发展潜力的主推玉米品种；而且，随着绿色通道的落地，公司新品种推出速度加快，2016年已有45个玉米杂交新品种进入试验审定程序。我们认为，种业竞争的核心在于优质新品种的不断推出，随着公司新产品的不断推出，公司种子业务利润有望重回增长。

定增助力公司发展，并购打开成长空间。

2015年公司完成非公开发行募资4.65亿元，定增价6元/股，用于推进种子研发和营销建设，有利于公司种子业务的发展，并降低公司的财务费用。2016年10月，公司拟与昂巨资产合作设立农业产业并购基金，基金规模暂定15.03亿元，公司作为劣后出资不超过2亿元。该农业基金将成为公司未来并购整合的主体。我们认为，在行业整合加速推进的背景下，并购是实现种业公司做大做强的必然之路。公司未来有望通过农业基金寻找优质的农业产业项目，并在成熟后注入上市公司体内，实现公司的跨越式发展。

食品加工推进产品结构升级，棉花产业实现效率优化，叠加棉花价格上涨，业绩有望改善。

食品加工方面，公司已经停止了深度亏损的油脂加工业务，目前聚焦于番茄制品和脱水蔬菜的生产和销售，并积极推动产品结构升级，开拓海外市场，以提升食品加工业务的利润水平，2016年上半年，公司食品加工业务的毛利率达到17.01%，较2015年提升3个百分点。棉花产业来看，受棉花价格下跌影响，公司2015年以来暂停了棉花的收购和加工业务，主要做国储棉的代储和管理。2016年，棉花价格触底回升，由上半年的不足12000元/吨涨到目前的近16000元/吨，2016棉价回升有望带动棉花收购加工业务盈利回升。整体来看，公司食品加工板块和棉花板块都在发生着积极的变化，未来业绩有望改善。

给予“增持”评级。公司做大做强种业的战略稳步推进，研发实力和品种开发能力都有大幅提升，有望分享种业景气周期红利，此外，公司市值较小，依托产业基金外延并购预期较强。不考虑东海证券股权出售的投资收益和并购，预期2016-2018年，公司每股收益为-0.22元、-0.02元和0.04元，给予“增持”评级。

风险提示：1.制种风险；2.产业基金落地不及预期

财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	1,255.86	1,304.03	1,060.51	1,210.80	1,396.30
增长率(%)	(33.01)	3.84	(18.67)	14.17	15.32
EBITDA(百万元)	(78.47)	244.92	(63.87)	101.78	179.34
净利润(百万元)	(333.01)	22.35	(116.62)	(8.92)	22.68
增长率(%)	(2,880.46)	(106.71)	(621.92)	(92.35)	(354.14)
EPS(元/股)	(0.63)	0.04	(0.22)	(0.02)	0.04
市盈率(P/E)	(14.82)	220.85	(42.32)	(552.98)	217.59
市净率(P/B)	7.47	4.30	4.78	4.83	4.72
市销率(P/S)	3.93	3.78	4.65	4.08	3.53
EV/EBITDA	(58.56)	22.36	(82.58)	51.61	30.36

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	农林牧渔/种植业
6个月评级	增持(首次评级)
当前价格	9.35元
目标价格	11元

基本数据

总股本(百万股)	527.80
流通股本(百万股)	447.80
总市值(百万元)	4,934.95
流通A股市值(百万元)	4,186.95
每股净资产(元)	1.84
资产负债率(%)	48.48
一年内最高/最低(元)	10.20/5.62

作者

丁一 分析师
SAC执业证书编号：S1110516120004
dingyi1@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	1,343.05	1,134.68	901.43	1,029.18	1,186.85
应收账款	347.37	337.82	253.01	390.69	351.63
预付账款	86.42	26.06	134.69	30.39	131.92
存货	813.24	556.38	418.78	598.41	534.95
其他	20.72	253.53	107.63	121.64	169.65
流动资产合计	2,610.80	2,308.47	1,815.54	2,170.31	2,375.01
长期股权投资	9.43	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	734.80	694.68	682.49	689.58	695.25
在建工程	3.43	4.61	38.76	71.26	72.76
无形资产	217.33	211.90	200.26	188.62	176.99
其他	125.03	307.71	172.90	195.48	224.35
非流动资产合计	1,090.02	1,218.89	1,094.41	1,144.95	1,169.34
资产总计	3,700.82	3,527.36	2,909.95	3,315.26	3,544.35
短期借款	1,718.05	842.80	770.26	827.51	1,061.52
应付账款	481.51	444.47	271.07	513.93	355.12
其他	246.76	214.38	182.71	223.68	210.34
流动负债合计	2,446.33	1,501.65	1,224.04	1,565.12	1,626.99
长期借款	0.26	0.26	0.00	12.81	70.17
应付债券	0.00	300.00	100.00	133.33	177.78
其他	11.11	15.07	12.73	12.97	13.59
非流动负债合计	11.37	315.33	112.73	159.11	261.54
负债合计	2,457.70	1,816.98	1,336.78	1,724.23	1,888.53
少数股东权益	582.67	562.30	541.72	568.49	610.61
股本	447.80	527.80	527.80	527.80	527.80
资本公积	516.95	902.24	902.24	902.24	902.24
留存收益	212.64	620.28	503.66	494.73	517.41
其他	(516.95)	(902.24)	(902.24)	(902.24)	(902.24)
股东权益合计	1,243.12	1,710.38	1,573.18	1,591.03	1,655.83
负债和股东权益总	3,700.82	3,527.36	2,909.95	3,315.26	3,544.35

现金流量表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	(255.65)	56.13	(116.62)	(8.92)	22.68
折旧摊销	92.42	89.61	49.67	52.05	54.47
财务费用	101.65	102.88	37.19	38.51	49.15
投资损失	6.70	(159.39)	(15.00)	(15.00)	(15.00)
营运资金变动	322.70	(185.64)	185.36	35.39	(247.46)
其它	204.35	403.82	(21.04)	26.86	42.22
经营活动现金流	472.17	307.42	119.55	128.88	(93.94)
资本支出	(91.68)	31.45	62.34	79.76	49.38
长期投资	(71.43)	(9.43)	0.00	0.00	0.00
其他	97.25	(415.72)	(106.42)	(144.93)	(84.58)
投资活动现金流	(65.87)	(393.71)	(44.08)	(65.17)	(35.20)
债权融资	1,718.31	1,143.06	871.53	974.07	1,310.03
股权融资	(69.76)	400.77	(33.99)	(35.31)	(45.95)
其他	(1,995.47)	(1,766.91)	(1,146.26)	(874.73)	(977.27)
筹资活动现金流	(346.92)	(223.07)	(308.72)	64.04	286.81
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	59.37	(309.37)	(233.25)	127.75	157.67

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,255.86	1,304.03	1,060.51	1,210.80	1,396.30
营业成本	819.96	914.40	702.12	747.32	850.02
营业税金及附加	2.74	0.86	1.20	1.37	1.58
营业费用	194.35	182.68	169.68	181.62	188.50
管理费用	179.71	180.97	185.59	205.84	216.43
财务费用	72.96	67.72	37.19	38.51	49.15
资产减值损失	223.16	28.99	130.00	40.00	30.00
公允价值变动收益	(0.00)	0.19	(0.46)	0.08	0.10
投资净收益	(6.70)	159.39	15.00	15.00	15.00
其他	13.39	(319.16)	(29.08)	(30.17)	(30.20)
营业利润	(243.72)	87.98	(150.73)	11.23	75.72
营业外收入	34.68	17.29	26.63	26.20	23.37
营业外支出	16.45	11.32	13.11	13.63	12.69
利润总额	(225.50)	93.95	(137.20)	23.80	86.40
所得税	47.71	37.81	0.00	5.95	21.60
净利润	(273.20)	56.13	(137.20)	17.85	64.80
少数股东损益	59.81	33.79	(20.58)	26.77	42.12
归属于母公司净利润	(333.01)	22.35	(116.62)	(8.92)	22.68
每股收益(元)	(0.63)	0.04	(0.22)	(0.02)	0.04

主要财务比率	2014	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入	-33.01%	3.84%	-18.67%	14.17%	15.32%
营业利润	-278.45%	-136.10%	-271.32%	-107.45%	574.34%
归属于母公司净利润	-2880.46%	-106.71%	-621.92%	-92.35%	-354.14%
获利能力					
毛利率	34.71%	29.88%	33.79%	38.28%	39.12%
净利率	-26.52%	1.71%	-11.00%	-0.74%	1.62%
ROE	-50.42%	1.95%	-11.31%	-0.87%	2.17%
ROIC	-9.60%	6.23%	-8.05%	2.72%	6.99%

偿债能力	2014	2015	2016E	2017E	2018E
资产负债率	66.41%	51.51%	45.94%	52.01%	53.28%
净负债率	-50.42%	-35.29%	-29.29%	-27.42%	-16.85%
流动比率	1.07	1.54	1.48	1.39	1.46
速动比率	0.73	1.17	1.14	1.00	1.13
营运能力					
应收账款周转率	2.95	3.81	3.59	3.76	3.76
存货周转率	1.43	1.90	2.18	2.38	2.46
总资产周转率	0.32	0.36	0.33	0.39	0.41
每股指标(元)					
每股收益	-0.63	0.04	-0.22	-0.02	0.04
每股经营现金流	0.89	0.58	0.23	0.24	-0.18
每股净资产	1.25	2.18	1.95	1.94	1.98
估值比率					
市盈率	-14.82	220.85	-42.32	-552.98	217.59
市净率	7.47	4.30	4.78	4.83	4.72
EV/EBITDA	-58.56	22.36	-82.58	51.61	30.36
EV/EBIT	-26.91	35.18	-46.45	105.62	43.60

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 3 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com