

布局领先，播种未来

公司是我国籼型两系超级稻种子的主要供应商之一，2007 年以来公司历年杂交水稻种子收入占比均超过 92%，利润占比超 93%。

顺势而为，快速扩张。公司上市后紧紧抓住国家大力推进农作物种子行业发展的良好时机，通过收购或设立方式，拥有控股 7 家子公司，积极整合市场资源，拓宽公司主营业务，公司主营业务及主导产品单一的局面得到初步改善。水稻品种增多，同时新增玉米、小麦业务。市场方面国内国外均有布局。

研发优势保持，营销能力提高。公司成立以来研发方面占据了更多精力，所以强在研发，营销是短板。随着公司品种的丰富，营销逐步成为影响公司综合实力的核心要素，营销能力在不断提高。

杂交水稻种子收入保持增长，结构逐步改善。主导品种新两优 6 号处于增长期，2010 年公司新增国审品种新两优 223、新两优 343、新两优 901，产量表现突出，未来都有成为主力品种的潜力。控股子公司拥有的皖稻 153、徽两优 6 号、两优 6326、新强 8 号均有很大潜力，已开始有所贡献。不过结构调整中毛利率有所下滑。

玉米种子明年贡献放大。公司通过收购方式先后获得陕西杨凌登峰种业和辽宁铁研种业，从而拥有成熟的玉米种子研发平台，通过加强营销，预计从明年开始对公司的贡献将不断加大。**小麦种子已开始放量，**不过毛利率过低，利润贡献不大。

投资建议：预计 2011-2013 年公司 EPS 为 0.22、0.53 和 0.66 元，对应 PE 为 80.05、33.23 和 26.68 倍，目前估值偏高，不过考虑到公司布局后良好的成长性，给予“增持”评级。

风险提示：自然灾害或天气因素导致公司制种或销售受影响；主力品种推广不达预期；新品种推广不力。

附表 公司业绩预测表

	2010	2011	2012	2013
营业收入（万元）	18025	27548	41565	56873
营业收入同比（%）	10.2%	52.8%	50.9%	36.8%
净利润（万元）	3277	2326	5551	6972
净利润同比（%）	-3.1%	-29.0%	138.6%	25.6%

荃银高科
300087

评级

增持

分析师：李臣燕

农林牧渔行业

投资咨询执业证书编号：

S0630511010002

010-59707102

lcy@longone.com.cn

联系人：李其东

021-50586660-8646

liqd@longone.com.cn

日期

发布时间：2011 年 12 月 29 日

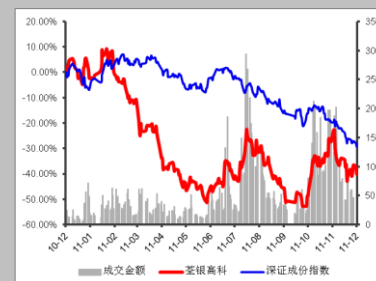
分析时间：2011 年 12 月 29 日

调研：有

价格

当前市价：17.61 元

股价表现



公司估值

	A-1	A	A+1	A+2
EPS	0.31	0.22	0.53	0.66
PE	56.7	80.05	33.2	26.7
PB	3.4	3.3	3.1	2.9

注：EPS为最新股本摊薄后数据

正文目录

1 两系超级稻种子的主要供应商.....	4
2 种子行业持续增长.....	4
2.1 中国种子行业空间大	4
2.2 种子市场未来增长来自商品化率和单价提升.....	5
2.3 大行业小公司	6
3 顺势而为，快速扩张.....	7
3.1 政策支持，公司快速扩张	7
3.2 品种布局相关多元	8
3.3 市场布局逐步全面	10
4 公司研发优势保持，营销能力提高.....	11
4.1 研发优势继续保持	11
4.2 营销能力有所提高	12
5 杂交水稻种子收入保持增长，品种结构逐步改善.....	12
5.1 新两优 6 号处于增长期	12
5.2 后续储备品种丰富	15
5.3 出口保持增长	16
5.4 收入增长较快，毛利率下滑	16
6 玉米种子明年贡献放大.....	18
7 小麦种子已开始放量.....	19
8 盈利预测与估值分析.....	20
9 风险提示	22

图表目录

图表 1 公司历年收入构成	4
图表 2 公司历年毛利润构成	4
图表 3 我国主要种子品种市场份额（2009 年）	5
图表 4 我国主要农作物商品化率	5
图表 5 三大粮食作物种植成本构成（2010 年）	6
图表 6 稻谷、种子价格及种粮比	6
图表 7 2010-12 年我国种子行业发展预测.....	6

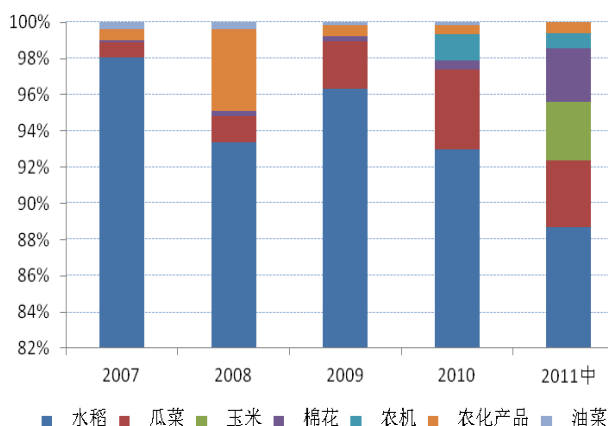
图表 8 种业上市公司 2010 年市场份额	6
图表 9 2011 年初至今的种业政策汇总	7
图表 10 公司上市后所做的外延扩张	8
图表 11 公司种子品种汇总	9
图表 12 公司研发投入情况	11
图表 13 主要籼型两系大面积杂交水稻品种的产量和适宜推广区域	13
图表 14 主要籼型两系大面积杂交水稻品种的特征特性比较	13
图表 15 新两优 6 号推广面积、销量及市场占有率	14
图表 16 新两优 6 号价格走势	14
图表 17 新两优 6 号推广面积及排名	14
图表 18 新两优 6 号与其他自产品种销量结构	15
图表 19 公司后备品种产量及特性	15
图表 20 公司杂交水稻制种面积	17
图表 21 公司与同行收入增速比较	17
图表 22 公司与同行毛利率比较	17
图表 23 种业上市公司玉米种子毛利率	19
图表 24 主要分项业务预测	21
图表 25 可比上市公司估值比较	21

1 两系超级稻种子的主要供应商

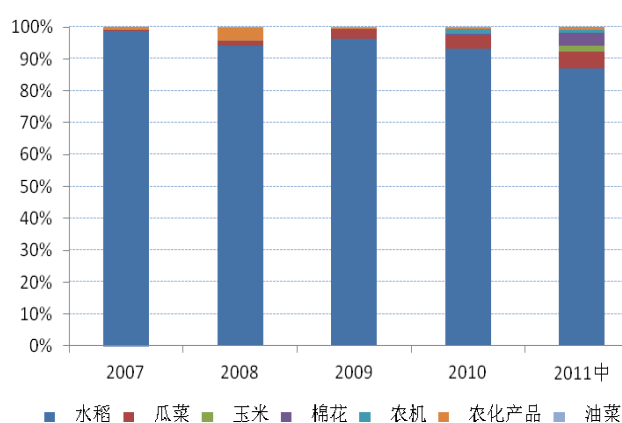
公司前身为成立于2002年7月24日的安徽荃银禾丰种业有限公司，2008年2月由张琴、贾桂兰、陈金节、高健、张筠等36名荃银有限原股东作为发起人，将荃银有限整体变更为股份有限公司，并于2010年5月在深圳证券交易所创业板挂牌上市。公司股权结构较为分散，无任何股东持股比例达到30%，第一大股东张琴持股比例为8.77%，前5名股东持股比例合计29.80%，公司不存在控股股东及实际控制人。

公司坚持两系杂交水稻种子为主导产品的市场定位，以做强杂交水稻为主，同时发展玉米、小麦等限制性相关多元化产业为战略思想，是我国籼型两系超级稻种子的主要供应商之一，是安徽省农业产业化龙头企业。公司主导产品“新两优6号”是农业部2006年认定的第一批超级稻推广品种，也是全国三大稻区之一——长江中下游地区两系杂交水稻主要推广品种之一。2007年以来公司历年杂交水稻种子收入占比均超过92%，利润占比超93%。

图表 1 公司历年收入构成



图表 2 公司历年毛利润构成



资料来源：公司公告，东海证券研究所、

2 种子行业持续增长

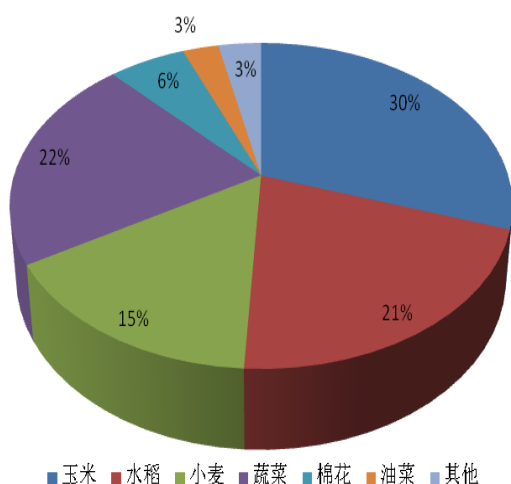
2.1 中国种子行业空间大

种子居于农业生产链条的最上端，是农业生产中最基本、最重要的生产资料。良种对农作物的增产和品质改善起着至关重要的作用。目前，我国良种**40%**左右的增产贡献率明显低于发达国家的**60%**，种子的增产

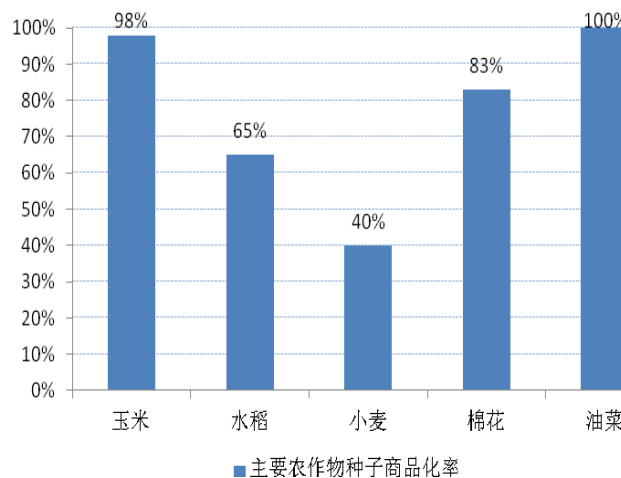
贡献度依然有**50%**的提升空间。中国作为农业大国和用种大国，常年用种量在**125亿公斤**以上，行业空间巨大。2000年开始，中国的种子市场进入扩张期，市场规模从2000年的**200亿**发展到2010年的**382亿**，近10年平均复合增长率达**6.69%**，中国种业市场潜在市场容量为**900亿元**。

种业市场中玉米、蔬菜、水稻种子份额最大，目前A股种业上市公司所经营的杂交种子品种主要为玉米和水稻杂交种子，原因是玉米和水稻种子是大田作物杂交种子的代表。

图表 3 我国主要种子品种市场份额（2009 年）



图表 4 我国主要农作物商品化率



资料来源：东方艾格，东海证券研究所

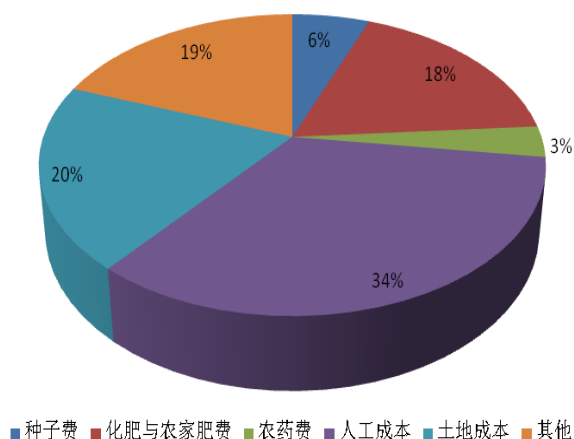
2.2 种子市场未来增长来自商品化率和单价提升

“十一五”期间我国种子商品化率提高明显，由“十五”期间的50%提高13个百分点至63%，不过种子商品化率的世界平均为70%，发达国家为90%，所以国内种业的商品化程度仍有一定提升空间。具体来看，油菜、玉米和棉花的种子商品化率已经分别达到近100%、98%和83%，向上提升难度较大。水稻品种分为常规稻和杂交稻，杂交水稻种植具有明显优势，从1976年开始推广以来得到快速的发展，杂交水稻的种植面积占全部水稻种植面积60%左右。杂交水稻不可留种，商品化率为100%，但常规稻可以留种，其商品化率不到50%，未来有一定提升空间。对于小麦，农民习惯采用自留种进行种植，杂交种子推广进展较慢，商品化率只有40%，不过随着小麦良种的推广，商品化率提升空间大。

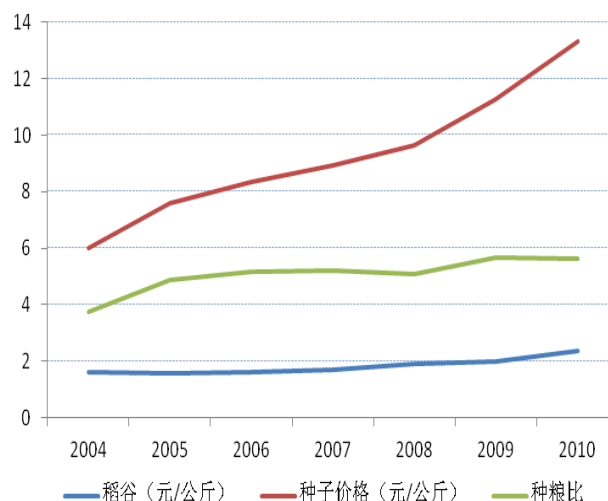
中短期商品化率将保持稳定，价格水平不断提升是引领行业规模扩张的最大动力。从三大粮食作物（水稻、玉米、小麦）种植成本构成来看，种子费只占6%，占比偏低，与良种**40%**的增产贡献度是不相匹配的，加之种子制种成本、运输及加工等费用的普遍上涨，在粮食收购价格上涨背景下，种子的市场价格将保持上涨。目前我国的种粮比（种粮比=种子价格/稻谷价格）为**6倍**左右，远低于美国**40倍**的种粮比，且低于世界平

均20倍的水平，种粮比的提升尚有空间。

图表 5 三大粮食作物种植成本构成（2010 年）



图表 6 稻谷、种子价格及种粮比



资料来源：全国农产品成本收益资料汇编，东海证券研究所

根据 BOABC（东方艾格）组织种子市场及技术专家全面系统的对整个市场的深入分析和预测，水稻种子、玉米种子、小麦种子的今明两年销售规模的年均增速为 15%、5%和 10%左右。

图表 7 2010-12 年我国种子行业发展预测

	需求量 增长率	销售规模 增长率
水稻种子	5%左右	15%左右
玉米种子	2%左右	5%左右
小麦种子	5%左右	10%左右
棉花种子	3%左右	10%左右
油菜种子	2%左右	5%左右

资料来源：东方艾格，东海证券研究所

图表 8 种业上市公司 2010 年市场份额

公司	代码	2010 年种子收入 (亿元)	市场份额	主营业务
隆平高科	000998	9.94	2.60%	杂交水稻及玉米种子
丰乐种业	000713	5.43	1.42%	杂交水稻种子
神农大丰	300189	3.9	1.02%	杂交水稻种子
大北农	002385	3.45	0.90%	饲料、杂交水稻种子
荃银高科	300087	1.76	0.46%	杂交水稻种子
敦煌种业	600354	10.56	2.76%	玉米种子
登海种业	002041	9.31	2.44%	玉米种子
万向德农	600371	5.02	1.31%	玉米种子
种子市场		382		

资料来源：各公司公告，东海证券研究所（注：隆平高科未包含辣椒种子收入；市场份额=各公司种子收入/种子市场总的销售收入）

2.3 大行业小公司

A 股共 7 家以种业为主营业务的上市公司，分别是隆平高科、丰乐种业、荃银高科、神农大丰、登海种业、敦煌种业、万向德农，另外 1 家大北农主营业务为饲料和种业。虽然种业上市公司在研发、销售等综合实力方面已较强，但从 2010 年各家的种子收入数据来看，市场占有率都不高，最高的敦煌种业市场份额为 2.76%，荃银高科仅有 0.46%，而国际种业前 5 强已占全球市场 50%左右的份额，可见中国综合实力强的种业公司的提升空间还很大。

3 顺势而为，快速扩张

3.1 政策支持，公司快速扩张

2011 年 4 月，国务院发布《关于加快推进现代农作物种业发展的意见》，5 月国务院在长沙召开全国种业工作会议，将“推动种子企业兼并重组”作为推进现代农作物种业发展一项重点任务，鼓励大型优势种子企业整合农作物种业资源，优化资源配置，从而打造一批实力强大的“育繁推一体化”的现代农作物种业集团。种子产业迎来了前所未有的重大发展机遇，新一轮的产业重组已拉开序幕。安徽省政府 9 月发布了《关于加快推进现代农作物种业发展的实施意见》，明确到 2015 年要把该省打造成长三角及华东地区最具影响力的农作物种业强省，打造 5 家以上产值超亿元的育繁推一体化种业企业，其中 2 家以上种子销售额超 8 亿元农作物种业集团。全省种子销售额达到 60 亿元以上。到 2020 年将打造成全国最具影响力的农作物种业强省。打造 10 家以上产值超亿元的育繁推一体化种业企业，其中培育 3 家以上种子销售额超 10 亿元、具有国际影响力的现代农作物种业集团。全省种子销售额在 2010 年基础上实现翻一番，达到 80 亿元以上。

图表 9 2011 年初至今的种业政策汇总

时间	相关政策
2011 年 4 月 18 日	国务院：《关于加快推进现代农作物种业发展的意见》
2011 年 9 月 1 日	农业部：《全国农业和农村经济发展第十二个五年规划》
2011 年 9 月 21 日	农业部：《全国种植业发展第十二个五年规划》
2011 年 9 月 25 日	农业部：《农作物种子生产经营许可管理办法》（新版）
2011 年 9 月-11 月	江西、贵州、陕西、辽宁、吉林、河南、上海、湖南、甘肃、青海、湖北、福建、江苏、四川、安徽等 15 个省市先后出台：《关于加快推进现代农作物种业发展实施意见》
后续	《全国现代农作物种业第十二个五年发展规划》、《新品种审定管理办法》、《种子法修正法案》、《2012 年一号文件》等

资料来源：东海证券研究所整理

图表 10 公司上市后所做的外延扩张

时间	项目	方式	投资金额 (万元)	交易对象情况	影响
2010. 8	四川竹丰种业 51%股权	收购	1, 006. 20	优势在于其制种能力及区位优势，且侧重于三系杂交水稻；拥有多个自主开发或与科研院所联合开发的品种，销售网络畅通，其良种畅销四川省内外市场，尤其是西南片区	拓展公司在长江上游及西南片区的杂交水稻制种面积和销售市场
2010. 11	安徽荃银欣隆种业 51%股权	出资设立	1, 530. 00	将主要经营两优 6326 及新强 8 号等两系杂交水稻品种	增强公司主营业务能力，做大做强杂交水稻种子业务
2010. 11	陕西荃银登峰种业(原杨凌登峰种业) 56%股权	增资控股	1, 120. 00	具有适宜各类生态区的优势玉米品种，如高试 129、高农 1 号、高农 901、登峰 1 号、登峰 8 号；数十年的研究积累，使得公司拥有比较丰富的玉米育种资源	作为培育玉米品种的研发中心平台，加大面向全国即适合东北、西南、黄淮海三大玉米带生产和销售的玉米品种的研发力度；重点加大对西北市场的开拓
2011. 3	安徽华安种业 52%股权	收购	2, 205. 00	现销售、推广的杂交水稻品种主要为水稻所选育的皖稻 153、徽两优 6 号、徽两优 3 号、皖稻 185、皖稻 199、II 优 52 号、双优 3404 等品种，均已通过省级或国家级审定，品种表现良好。杂交水稻品种已在湖南、湖北、浙江、江西、江苏、河南、福建、云南、广西等省份广泛销售，建立了稳定可靠的销售网络，主导品种皖稻 153 已出口东南亚地区	增强公司主营业务能力，做大做强杂交水稻种子业务
2011. 6	“潭两优 143”独占使用权	购买	80. 00	两系杂交早稻“潭两优 143”品种的独占生产、销售、使用、标记权和再实施许可权	可填补公司杂交早稻品种的空白，有助于公司尽快涉足早稻市场
2011. 7	安徽皖农种业 54%股权	收购增资	2, 397. 70	主营小麦、杂交水稻等农作物种子，销售区域覆盖安徽、江苏、浙江、江西、河南、湖北、湖南、福建、广西等省区；拥有一家控股子公司——安徽省新加农业机械科技有限公司，持股 90%	公司在小麦种子业务领域尚处于起步阶段，有利于公司加快开拓小麦种业市场
2011. 7	湖北荃银高科种业 66%股权	出资设立	1, 980. 00	以荆州为中心，辐射和带动荃银高科在湖北及周边区域杂交水稻种子市场的开拓，实现荃银高科在杂交水稻种植面积较大的华中地区长远战略布局	系荃银高科募集资金投资项目“高产、优质、广适型杂交水稻育繁推产业化项目”子项目之一——湖北荆州营销中心项目的实施主体
2011. 8	安徽荃银种业科技 60%股权	增资	420. 00	面向海外市场、注册资金不低于三千万元的育繁推一体化种子企业，适时进行海外投资置业，在南亚和东南亚国家建立种业(子)公司	有利于加大荃银高科海外种业市场的开拓力度，扩大国际贸易的规模 and 范围
2011. 10	辽宁铁研种业 54. 05%股权	收购增资	2, 800. 00	铁研种业将作为发展玉米种子业务的主要力量之一，借助铁岭农科院的科研实力和荃银高科的品牌和市场运作能力，做好“铁”牌玉米品种销售和推广	通过控股铁研种业并加强与玉米研发实力较强的铁岭农科院紧密合作，以东北地区玉米市场为中心向黄淮海地区、西南地区扩展，为荃银高科建立全国玉米种子产业体系提供科研支撑
2011. 10	“五山丝苗”独占使用权	购买	280. 00	感温型常规稻新品种“五山丝苗”2009 年已通过广东省审定，现正在参加国家华南稻区早籼稻区试	引进未来仍有较大市场空间的优质常规水稻品种“五山丝苗”，有助于公司扩展产品线，增加主营业务盈利能力

资料来源：公司公告，东海证券研究所

公司上市后顺势而为，紧紧抓住国家大力推进农作物种子行业发展的大好时机，通过收购兼并运作，积极整合市场资源，拓宽公司主营业务，公司主营业务及主导产品单一的局面得到初步改善。通过收购或设立方式，拥有控股四川竹丰种业有限公司、安徽荃银欣隆种业有限公司、陕西荃银登峰种业有限公司、安徽华安种业有限公司、安徽皖农种业有限公司、湖北荃银高科种业有限公司、辽宁铁研种业有限公司等。公司超募资金 3.3 亿元，已使用近 1.8 亿元，尚剩余 1.5 亿元多，预计公司会继续进行外延式的扩张。

3.2 品种布局相关多元

公司自设立以来一直以现代种业产业化为发展方向，利用现代生物技术，从事高产、优质杂交水稻种子研发、繁育、推广及服务，是我国籼型两系超级稻种子的主要供应商之一，公司上市后通过兼并重组及购买的方式一方面增强了公司两系杂交水稻的品种，另一方面在种子大类品种上作了全面布局：

(1) 水稻：a、四川竹丰种业具有很好的制种能力及区位优势，侧重于三系杂交水稻，如竹丰优 009、竹

丰优28等；b、购买的“潭两优143”属于两系杂交早稻，可填补公司杂交早稻品种的空白，有助于公司尽快涉足早稻市场；c、感温型常规稻新品种“五山丝苗”具有高抗稻瘟病、产量高、米质优、耐寒性及适应性强等特点，非常符合水稻产业发展对品种广适性、抗逆性、优质化、轻简化和机械化的要求，且目前中国市场上是杂交水稻种子和常规水稻种子“两分天下”的格局，常规稻品种未来仍有着较大的市场份额。适当引进品质优良的常规稻品种是对公司现有水稻品种的补充，有利于扩展公司的水稻品种线。

(2) 玉米：a、陕西荃银登峰种业具有适宜各类生态区的优势玉米品种如高试129、高农1号、高农901、登峰1号、登峰8号等。登峰种业是在陕西高效农业研究所（1992年成立）的基础上发展起来的科研型种业企业，数十年的研究积累，使得公司拥有比较丰富的玉米育种资源；b、公司控股辽宁铁研种业，并与玉米研发实力较强的铁岭农科院紧密合作，铁岭农科院从事玉米杂交种选育工作30余年，积累了丰富的种质资源，建立了完善的科研体系，拥有一支强干的玉米育种团队，是东北区域最具玉米科研实力的单位之一。公司可充分借助铁岭农科院的研发实力，将玉米育种研究从东北地区向黄淮海地区、西南地区扩展，从而为荃银高科建立全国玉米种子产业体系提供科研支撑，奠定发展基础。

(3) 小麦：a、安徽皖农种业具有良好的小麦种子经营基础，积累了丰富的小麦种子生产、加工经验和广阔的销售网络。皖农在江苏、安徽等地建立了稳定的小麦制种基地约3万亩，现生产和经营的小麦品种有皖麦47、皖麦54、安农0305、罗麦8号、罗麦10号，均已通过省级或国家级审定，品种表现良好。其中，皖麦47、皖麦54、安农0305等品种为皖农种业独占经营，均是安徽省农委重点推广的品种，皖麦54、安农0305产量高、抗性好、适应性广，已连续多年被列为良补品种，皖麦47是农业部推荐的高产优质红皮小麦品种，深受我国红麦区农民喜爱，具有良好的市场销售前景；b、陕西荃银登峰种业的新品种小麦“登峰168”在2006—2009年参加陕西省关中灌区小麦新品种预试、区试和生产试验中均比对照小偃22增产，位居试验第一名，平均亩产458.40kg，较对照增产6.4%，2010年4月获得陕西省品种审定委员会审定推广，是高产、稳产、优质、早熟抗倒新品种。

图表 11 公司种子品种汇总

种类	国审品种	省审品种	其他	来源
水稻	新两优6号、新优188、新两优106、农丰优909、新两优223、新两优343、新两优901	新两优821（桂）、两优4826（桂）、农丰优256（黔）、皖稻135（丰优909）、皖稻145号（新安S）、皖稻201号（丰优188）、新两优香4（皖）、两优华6（皖）、II优293（皖）、丰优293（鄂）、中优293（豫）、两优036（湘）	新安S、农丰A、Y恢909、YR293、03S、2148S、YR188、新华S、YR1671、荃紫S、YR602	原有
		竹丰优009（川、黔、陕、滇）、竹丰优28（陕、滇）	竹丰优219、授权开发品种：B优838、B优827、红优2009、冈优2009、C优2040、B优0801	四川竹丰
	两优6326	新强8号（皖）	强两优2号	安徽荃银欣隆
	皖稻153、II优52	协优58（皖）、皖稻185、皖稻199（皖）、徽两优3号、双优3404（皖）、徽两优6号		安徽华安种业
	明优98	籼杂优0401（皖）、天香58（皖）、明两优6号（皖）、皖稻90（皖、常规粳稻）	天香58	安徽皖农种业
			潭两优143	购买
玉米		常规水稻新品种“五山丝苗”（粤）		购买
		高农1号（陕）、登峰1号（陕）、高农901（冀、豫、陕）	高试129、登峰8号、登峰2008、DF402、DF208	陕西荃银登峰
		皖糯2号（皖）		安徽华安种业
	铁单20号、铁研26号		铁糯1号	辽宁铁研种业

小麦		皖麦 47 (皖)、皖麦 54 (皖)、安农 0305 (皖)、罗麦 8 号 (沪)、罗麦 10 号 (沪)		安徽皖农种业
		登峰 168 (陕)		陕西荃银登峰
油菜		杂油 719 (皖)、荃油 8203 (皖)		原有
			油菜品种使用权: 贵杂 5 号	四川竹丰
棉花		荃银棉 2 号 (皖)、荃银棉 3 号 (皖)		原有
大豆		皖豆 18 (皖)		安徽皖农种业
	铁豆 45 号	铁豆 36 号 (辽)、铁豆 37 号 (京)		辽宁铁研种业
西甜瓜			新研改良天龙、新丰五号、瑞麒麟一号、荃银欣冠、荃银甜仙贝、荃银瑞丽、荃银俏如玉、荃银美之冠、荃银凯美龙、荃银佳蜜、荃银佳玲、荃银佳丽、荃银大帝龙、荃银晨龙、荃银蜜一号、荃银蜜三号、荃银蜜二号、荃银绿霸、荃银九号、荃银佳龙、荃银花冠、荃银丽之冠、荃银佳乐、黑巨宝	原有
南瓜			早抗 958、早丰蜜南瓜、荃银黑晶、荃鑫南瓜、黑晶三号、黑金 2 号、白籽荃鑫	原有

资料来源: 公司公告, 东海证券研究所

3.3 市场布局逐步全面

公司是立足国内、国外“两个市场”协同发展。在国内市场, 公司计划健全和组建四个营销中心, 目前基本已落实三个:

(1) 巩固强化安徽合肥总部的中心枢纽地位, 作为企业市场指挥和管理总部, 规划统领全国市场, 重点占据安徽、江苏、浙江、河南及江西部分市场。该中心已发挥重要作用;

(2) 组建湖北荆州营销中心, 以湖北为重点市场, 辐射华中, 重点占据湖北、湖南、江西部分市场。实际的落实情况是公司于2011年12月成立了湖北荃银高科种业有限公司, 将以荆州为中心, 辐射和带动荃银高科在湖北及周边区域杂交水稻种子市场的开拓, 实现荃银高科在杂交水稻种植面积较大的华中地区长远战略布局;

(3) 待条件成熟时, 组建广西柳州营销中心, 以广西为中心, 辐射华南, 重点占据广西、广东、福建及贵州、湖南部分市场。该计划还未落实;

(4) 待条件成熟时, 在四川成立西南营销中心, 以四川为中心, 重点开拓长江上游的四川、重庆、贵州、云南及陕西汉中市场。该计划已通过收购四川竹丰种业有限公司来落实, 公司将利用竹丰种业的自然条件和在西南片区的发展基础, 扩大西南片区的育种基地, 研发适合西南片区的杂交水稻新品种, 抢占西南片区市场份额, 加快公司在长江上游品种推广的进程。同时拓展杂交玉米种子在西南片区的市场。

在国际市场开发方面, 公司于2011年8月对子公司荃银科技进行了增资, 荃银科技自2007年成立以来一直致力于国外杂交水稻种子业务的市场开拓。多年来, 荃银科技与孟加拉、印尼、巴基斯坦、马来西亚等东南亚国客户建立了良好的业务关系, 使荃银系列良种在东南亚享有一定声誉。良好的国际贸易基础为荃银科技

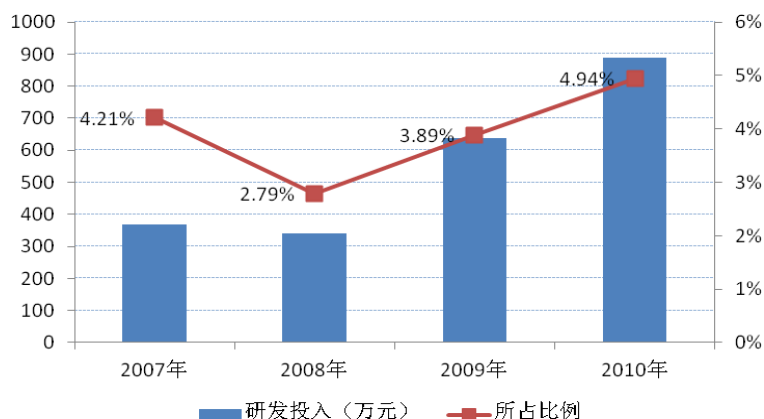
增资后进一步拓展海外市场提供了有利条件。

4 公司研发优势保持，营销能力提高

4.1 研发优势继续保持

目前公司设有“科研部”，科研部下设各课题组，拥有合肥义城、南岗和海南三亚等三个生态研发基地。因各子公司都有研发部，公司准备成立荃银农科院进行统筹，规划梳理体系下的科研资源，下设水稻、小麦、玉米等研究所。公司近几年的研发投入不断增加，从2008年的340.6万元增长到2010年的889.67万元，占比增加到4.94%，科研人员也相比上市前的30多人有了大幅增加。

图表 12 公司研发投入情况



资料来源：公司公告，东海证券研究所

除购并公司增加的品种，目前公司有13个植物新品种权的申请通过农业部植物新品种保护办公室审查，国家级和省级审定的种子品种25个（包括杂交水稻品种22个、杂交油菜品种1个、杂交棉花品种2个），并有1项国家发明专利——具有隐性标记杂交水稻亲本及品种的选育方法。

2006-2008年，公司共有11个新品种参加国家长江中下游杂交水稻联合区域试验，占安徽省参试品种总数的27%，占全国参试品种总数的1.7%。同期，公司共有4个杂交水稻品种通过国审，占安徽省国审品种总数的44.4%，占全国总数的2.3%。2010年公司有20个品种参加国家及湖北、安徽的区试，新增3个国审品种（新两优223、新两优343、新两优901）、3个省审品种（中优1671、农丰优1671、丰优512）。2011年，公司有4个品种参加南方稻区水稻品种区试、2个品种参加生产试验，4个品种参加长江流域中晚籼新品

种筛选试验。

公司已形成从中稻到晚稻、从三系到两系的杂交水稻品种线，其中“新两优6号”被农业部列为“第一批超级稻示范推广品种”，“超级稻新品种新两优6号高技术产业化示范工程”经国家发改委批准列入国家生物育种高技术产业化专项。此外，在杂交油菜、抗虫杂交棉育种领域，公司已育成并通过省级审定杂交油菜品种1个及抗虫杂交棉品种2个，其中“荃银2号”抗虫杂交棉获农业部基因安全委员会颁发的植物转基因安全释放证书。

公司在加强自身科研的同时，还与中国农科院作物所、华中农业大学、安徽农业大学、合肥工业大学、安徽省农科院等继续开展广泛合作，走产学研相结合的科研路线，与中科院上海植物生理生态研究所开展从事广谱抗稻瘟病的分子标记辅助育种研究；积极参与科技部、国家发改委以及比尔和梅琳达·盖茨基金会国际合作项目等科研项目等。2010年公司完成了“高产、优质、广适型两系杂交水稻育繁推产业化”募投项目的子项目之一——“海南省育种繁殖基地”项目，并已交付使用。2011年上半年公司与安徽省农业科学院水稻研究所签订了共同组建“分子育种联合实验室”的合作协议，积极探索现代种业创新合作模式，未来有望快速提升公司育种能力。

4.2 营销能力有所提高

公司成立以来研发占据了更多精力，所以强在研发，营销是短板。随着公司品种的丰富，营销逐步成为影响公司综合实力的核心要素，营销方面所做的工作有：（1）大幅度增加了市场营销人才的引进和招聘，公司上市时的营销人员为34人，2010年共有30多位优秀人才加入公司，其中大部分为科研和营销人才，2011年又有所增加；（2）全面的市场布局，加强了公司营销广度，具体可见前文分析；（3）继续推进“公司+经销商+农技推广部门”三方参与的营销服务模式；（4）创新营销模式，积极寻求与水稻种子产业链下端的稻米收购或加工企业的业务合作，拉动公司优质稻种销售，目前公司与相关稻米收购企业就收购由公司稻种生产的优质稻米事项达成口头同意意见。

5 杂交水稻种子收入保持增长，品种结构逐步改善

5.1 新两优6号处于增长期

我国主要农作物品种的生命周期一般分为区试审定期、示范推广期、增长期、成熟期和衰退期等五个阶段，目前公司主导品种新两优6号处于增长期。新两优6号与其他大面积推广的两系品种比较，产量更高，

同时米质、抗逆性、适应性方面都较好，适合在安徽、湖北、河南、江苏、湖南、江西、浙江、广西、福建等地做一季中稻种植，也适合在浙江、湖南及江西做迟熟晚稻种植，还适合在广西做早、晚稻种植。

图表 13 主要籼型两系大面积杂交水稻品种的产量和适宜推广区域

品种	审定年份	区试平均 产量（公 斤/亩）	对比增产	生产试验平 均产量（公 斤/亩）	对比增产	对照系	审定区域	推广公司
Y 两优 1 号	2008 国审 2006 湘审	562.8	3.95%	555.5	4.28%	II 优 838	适宜在江西、湖南、湖北、安徽、浙江、江苏的长江流域稻区（武陵山区除外）和福建北部、河南南部稻区的稻瘟病、白叶枯病轻发区作一季中稻种植	隆平种业
扬两优 6 号	2005 国审 苏黔豫鄂 审	555.98	6.34%	555.72	13.73%	汕优 63		大北农
Y 两优 1 号	2008 国审 2006 湘审	503.8	3.32%	486.1	2.97%	II 优 128	适宜在海南、广西南部、广东中南及西南部、福建南部的稻瘟病轻发的双季稻区作早稻种植	隆平种业
新两优 6 号	2005 皖审 2006 苏审 2007 国审	572.39	5.71%	549.71	3.30%	II 优 838	适宜在江西、湖南、湖北、安徽、浙江、江苏的长江流域稻区（武陵山区除外）以及福建北部、河南南部稻区的稻瘟病轻发区作一季中稻种植	荃银高科
两优 6326	2004 皖审 2007 国审	577.46	5.91%	549.21	3.73%	II 优 838		荃银欣隆 德农正成
丰两优香 1 号	2007 国审 赣湘皖审	568.7	6.17%	570.31	7.80%	II 优 838		丰乐种业
丰两优 1 号	2003 皖审 2004 豫审	493.27	2.48%	468.25	4.73%	汕优 46	适宜安徽省作一季中稻种植及豫南籼稻区推广种植	丰乐种业
两优培九	2001 国 审、闽鄂湘 桂苏审			551.35		汕优 63	适宜贵州、云南、四川、重庆、湖南、湖北、江西、安徽、江苏、浙江、上海以及河南信阳、南阳地区、陕西汉中地区等一季稻区种植，广西桂南和中造地区的高肥水平田块分别作早、中造种植	大北农

资料来源：全国农技推广中心，东海证券研究所

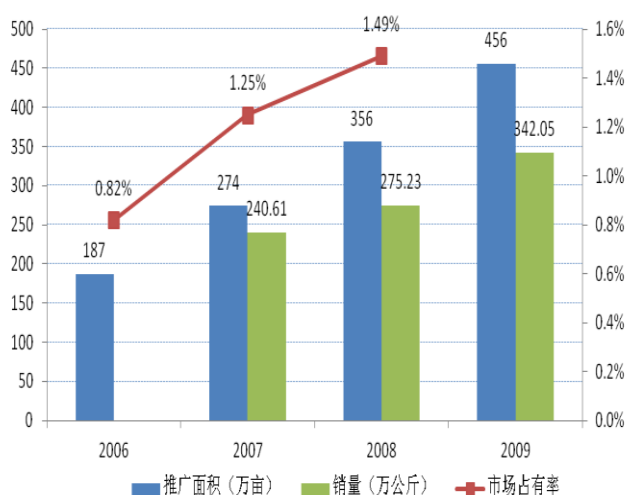
图表 14 主要籼型两系大面积杂交水稻品种的特征特性比较

品种	特性						米质主要指标						抗性						备注
	每亩有效 穗数（万 穗）	株高（厘 米）	穗长 （厘 米）	每穗 总粒 数	结实 率	千粒重 （克）	整精 米率	长 宽 比	垩 白 粒 率	垩 白 度	胶稠 度（毫 米）	直链淀 粉含量	稻瘟病 综合指 数（级）	穗瘟损 失率最 高（级）	抗性 频率	白叶枯 病（级）	褐飞虱 （级）	白背飞 虱（级）	
Y 两优 1 号	16.7	120.7	26.3	163.9	81.0%	26.6	66.9%	3.2	33%	4.7%	54	16.0%	5.0	9	90.0%	6			1
Y 两优 1 号	18.5	114.7	23.6	133.3	82.2%	26.0	64.0%	3.0	27%	3.9%	73	13.0%	5.1	9	56.7%	5	7	5	2
扬两优 6 号	16.6	120.6	24.6	167.5	78.3%	28.1	58.0%	3.0	14%	1.9%	65	14.7%	4.8			3	5		
新两优 6 号	16.1	118.7	23.2	169.5	81.2%	27.7	64.7%	3.0	38%	4.3%	54	16.2%	6.6	9		5			
两优 6326	15.4	120	24.3	178.7	82.9%	27.2	65.9%	3.0	27%	3.2%	50	14.8%	7.2	9		7			
丰两优 1 号		120	24.5	160.0	85.0%	29.0	64.4%	2.9	2%	0.1%	98	15.0%	6.0			5	9		
两优培九	17.4	120	22.8	166.0	81.0%	26.2	58.8%	3.0	22%	3.3%	65.5	19.2%	4.0	9					
丰两优香 1 号	16.2	116.9	23.8	168.6	82.0%	27.0	61.9%	3.0	36%	4.1%	58	16.4%	7.3	9		6			

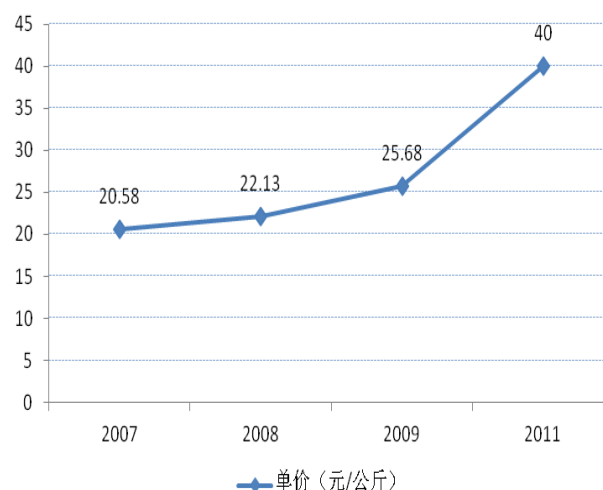
资料来源：全国农技推广中心，东海证券研究所（注 1：作长江中下游一季中稻种植，注 2：作华南双季早稻种植）

新两优 6 号自 2007 年通过国审以来, 凭借其优良农艺性状已进入相应种植区域, 推广面积逐年增加, 从 2006 年的 187 万亩增加至 2009 年的 456 万亩, 增长了 144%, 市场占有率随之增加, 在所有杂交水稻品种中的排名从 2006 年的 18 名跃居 2009 年的第 2 名, 成长迅速。08、09 年的销量增速分别为 14.39%、24.64%, 加之价格也不断上涨, 收入增速除 2010 年以外, 基本保持 22-45% 增长, 2010 年因制种花期出现高温导致两系水稻制种减产以及单位成本提高, 从而导致收入增速放缓。不过从绝对数据来看, 其 2008 年市场占有率仅为 1.49%, 其市场份额仍有较大提升空间, 市场开发力度、深度和广度仍需进一步加强。

图表 15 新两优 6 号推广面积、销量及市场占有率



图表 16 新两优 6 号价格走势



资料来源: 公司招股说明书, 全国农技推广中心, 东海证券研究所

图表 17 新两优 6 号推广面积及排名

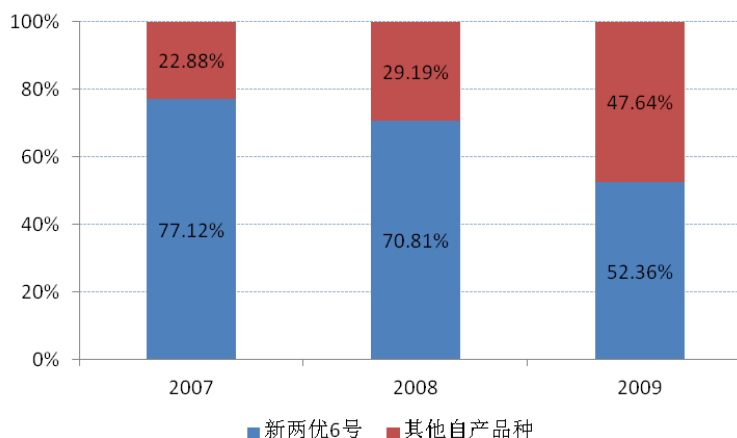
序号	2006		2007		2008		2009	
	品种	面积	品种	面积	品种	面积	品种	面积
1	两优培九	1157	两优培九	706	丰两优 1 号	551	扬两优 6 号	541
2	金优 402	802	金优 207	630	扬两优 6 号	549	新两优 6 号	456
3	金优 207	691	丰两优 1 号	597	金优 207	506	两优 6326	426
4	金优 463	625	扬两优 6 号	570	两优培九	497	丰两优 1 号	420
5	丰两优 1 号	600	金优 402	474	天优 998	393	岳优 9113	390
6	冈优 725	426	冈优 725	423	金优 402	391	天优 998	383
7	金优 974	360	II 优 838	336	岳优 9113	383	冈优 188	371
8	II 优 838	352	金优 463	324	冈优 725	360	两优培九	353
9	扬两优 6 号	308	天优 998	320	新两优 6 号	356	金优 207	329
10	II 优明 86	284	新两优 6 号	274	Q 优 6 号	298	金优 402	305
18	新两优 6 号	187						

资料来源: 全国农技推广中心, 东海证券研究所

5.2 后续储备品种丰富

新两优 6 号 07-09 年销售收入占当期营业收入的比例分别为 53.69%、49.82%和 56.44%，占比一直较高，不过从销量上来看，新两优 6 号的占比在逐渐下降。

图表 18 新两优 6 号与其他自产品种销量结构



资料来源：公司招股说明书，东海证券研究所

公司除新两优 6 号之外，新优 188、新两优香 4、农丰优 909、丰优 293 一直都有销售。另外 2010 年公司新增国审品种新两优 223、新两优 343、新两优 901，产量表现相比更为突出，未来都有成为主力品种的潜力，其中新两优 223 的品种权和全国市场独占开发权已转让给控股子公司湖北荃银，开始进入市场开发阶段。新两优 343 虽然今年被农业部公布其 2010 年纯度不合格，但主要是制种过程控制不严造成的，其本身特性优良，2010 年只是进行了示范种植，今年质量已不存在问题。

图表 19 公司后备品种产量及特性

品种	特点	类型	产量	抗性	适宜种植区域
新两优香 4	熟期适中，高产、优质，具香味	两系中籼稻	参加安徽两年区试，平均亩产为 585.05 公斤，比对照汕优 63 增产 11.08%	中抗白叶枯病，感稻瘟病	适宜在安徽省、河南作一季稻种植，适宜在广西桂中、桂北稻作区作早、晚稻种植，但不宜在山区和稻瘟病重发区种植
新两优 223	熟期适中，产量高，米质一般		参加国家两年区试，平均亩产 608.6 公斤，比对照 II 优 838 增产 6.78%	高感稻瘟病，感白叶枯病，高感褐飞虱	适宜在江西、湖南、湖北、安徽、浙江、江苏的长江流域稻区（武陵山区除外）以及福建北部、河南南部稻区的稻瘟病、白叶枯病轻发区作一季中稻种植
新两优 343	熟期适中，产量高，米质优		参加国家两年区试，平均亩产 607 公斤，比对照 II 优 838 增产 7.8%	高感稻瘟病，中感白叶枯病，高感褐飞虱	适宜在江西、湖南、湖北、安徽、浙江、江苏的长江流域稻区（武陵山区除外）以及福建北部、河南南部稻区的稻瘟病轻发区作一季中稻种植
新两优 901	熟期适中，产量高，米质一般	两系晚籼稻	参加国家两年区试，平均亩产 518.2 公斤，比对照汕优 46 增产 6.77%	高感稻瘟病，感白叶枯病，高感褐飞虱	适宜在广西桂中和桂北稻作区、福建中北部、江西中南部、湖南中南部、浙江南部的稻瘟病、白叶枯病轻发的双季稻区作晚稻种植
丰优 293	熟期适中，产量高，米质优	三系中籼稻	参加江苏省两年区试，平均亩产 526.6 公斤，较对照汕优 63 增产 3.6%	感白叶枯病和稻瘟病	适于安徽省一季稻白叶枯病和稻瘟病轻发区种植，江苏省中籼稻地区中上等肥力条件下种植，湖北省鄂西南山区以外的地区作中稻种植，河南省豫南稻区种植

农丰优 909	熟期较迟，产量较高，米质一般	三系晚籼稻	参加国家两年区试，平均亩产 523.48 公斤，比对照金优 207 增产 3.30%	感白叶枯病和稻瘟病	适宜在江西、湖南、浙江及湖北和安徽长江以南的稻瘟病、白叶枯病轻发区的双季稻区作晚稻种植，及在广西桂中、桂北稻作区作早、晚稻种植
新优 188	熟期适中，产量较高，米质优		参加国家两年区试，平均亩产 491.16 公斤，比对照金优 207 增产 4.34%	稻瘟病综合指数 5.9 级，穗瘟损失率最高 9 级；中抗白叶枯病	适宜在江西、湖南、浙江、湖北和安徽长江以南的稻瘟病、白叶枯病轻发的双季稻区作晚稻种植；适宜在广西的桂中、桂北稻作区作早、晚稻种植

资料来源：全国农技推广中心，东海证券研究所

另外，控股子公司也有一些优秀的品种，并已开始有所贡献。四川竹丰种业的三系杂交水稻种子具有优势，开始增加公司在西南片区的市场份额。华安种业的主力品种皖稻 153、徽两优 6 号品种特征优秀，近年来处于供不应求状态，有很大的市场开发潜力。欣隆种业主力品种两优 6326 在 2009 年的推广面积达到 426 万亩，位列全国第三，仅排在扬两优 6 号、新两优 6 号之后，公司已开始推广，不过目前还有德农正成种业公司可以生产销售两优 6326，2013 年 6 月后将由欣隆种业独家经营。新强 8 号也以其“高产、优质、多抗”的特性赢得了市场的青睐，成为市场畅销、畅销品种，市场需求量大，年年紧缺。

5.3 出口保持增长

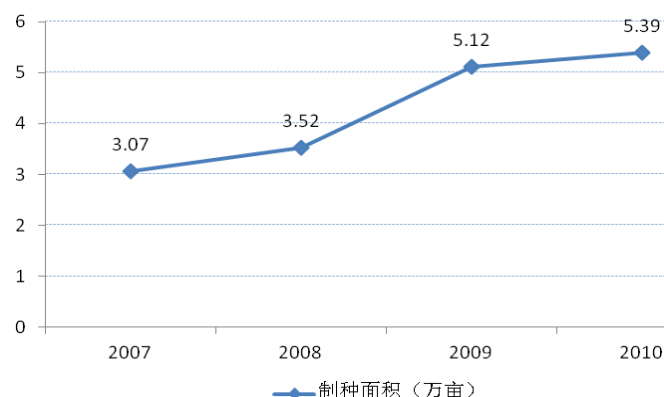
荃银高科上市后，把国际化作为公司发展的战略方向之一，使用超募资金 420 万元对控股子公司安徽荃银种业科技有限公司增资，增资后荃银科技的业务定位——“面向海外市场、注册资金不低于三千万元的育繁推一体化种子企业，适时进行海外投资置业，在南亚和东南亚国家建立种业分（子）公司”。荃银科技自 2007 年成立以来一直致力于国外杂交水稻种子业务的市场开拓，公司出口稻种全部为三系杂交稻种，出口的三系杂交稻主要品种包括“丰优 293”、“II 优 838”系列、“II 优 718”、“中优 293”、“中优 838”等，出口量也逐年增加，由 2007 年的 233.70 万公斤增加至 2009 年的 296.91 万公斤，收入占比维持在 30% 左右。

出口品种以前大部分外购，不过从长期发展趋势看，公司外贸业务将以自有品种为主，贸易种子为辅。公司从 2007 年起就开始出口自主知识产权品种，目前丰优 293 等自有品种已在巴基斯坦等国打开市场且发展前景广阔。2009 年，公司出口杂交水稻种子中自产种子所占比例已超过 60%。多年来，荃银科技与孟加拉、印尼、巴基斯坦、马来西亚等东南亚国客户建立了良好的业务关系，使荃银系列良种在东南亚享有一定声誉。

5.4 收入增长较快，毛利率下滑

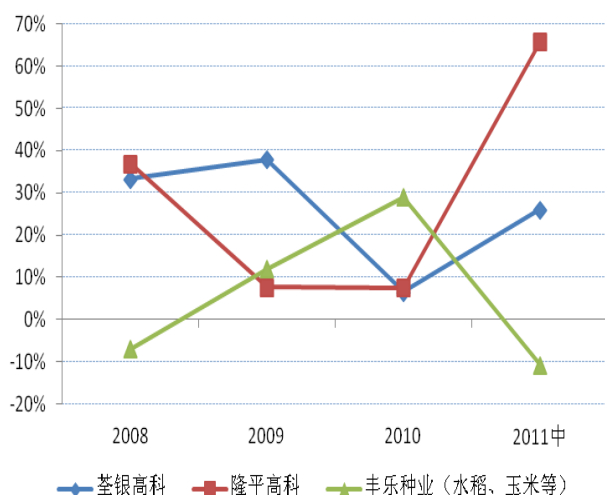
综合来看，公司杂交水稻种子的制种面积在不断增加，收入增速与同行比较处于中等偏上水平，毛利率 2010 年前均好于同行，今年下滑较多。

图表 20 公司杂交水稻制种面积

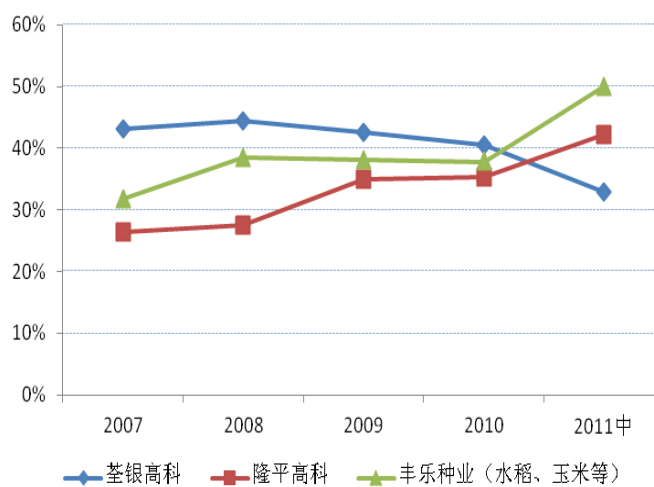


资料来源：公司公告，东海证券研究所

图表 21 公司与同行收入增速比较



图表 22 公司与同行毛利率比较



资料来源：各公司公告，东海证券研究所

究其原因，2010 年制种花期出现高温导致两系水稻制种减产导致收入增速降低，不过随着收购子公司四川竹丰、荃银欣隆、华安种业的陆续并表，2011 年上半年收入增速为 26%，加之今年制种良好，4 季度开始逐渐进入销售旺季，所以保守估计今年的收入增速为 35%，未来随着已有及收购子公司优势产品的推广，预计 12-13 年收入增速可达 40%。

同时，2010 年制种花期出现高温导致两系水稻制种减产以及单位成本提高，加之推广新品种导致毛利率高的主导品种新两优 6 号销量有所下降，综合导致 2011 年上半年杂交水稻种子毛利率为 32.89%，相比 2010

年下降 7.61 个百分点。不过今年制种情况良好，制种成本产量增加带来单位成本的下降，加之销售价格上涨，下半年毛利率有望上升，所以 2011 年全年毛利率下降幅度有限。

6 玉米种子明年贡献放大

玉米是我国主要粮食作物之一，近年来种植面积都在 4 亿亩以上，2009 年全国粮食播种面积为 17.16 亿亩，而玉米的种植面积达到 4.57 亿亩，超过水稻（种植面积 4.45 亿亩）和小麦（种植面积 3.63 亿亩）的种植面积。2010 年种植面积 4.75 亿亩，超过水稻成为我国第一大农作物。玉米种子的需种量远大于目前杂交水稻种子的预计需求量，玉米名副其实地成为“中国谷物之王”。由于玉米杂种的优势和玉米杂交种子本身不具备稳定的遗传性，农民无法通过自留的方式得到品质良好的玉米种子，而必须从市场上购买，加之玉米杂交种子易于生产，故其商品化率达到了较高的水平，2009 年玉米种子商品化率增长已达到 98.69%，接近于 100%。可以说，玉米杂交种子市场是我国种业最大的一块市场蛋糕，其市场容量是其他任何种子市场无法比拟的。

玉米不仅是粮食作物，更是饲料和工业原料作物。近年来的一系列惠农政策以及饲料、生物燃料等行业对玉米需求的增长。玉米播种面积和玉米种子市场规模也因之迅速扩大，未来我国玉米种子市场开发有着广阔的空间。

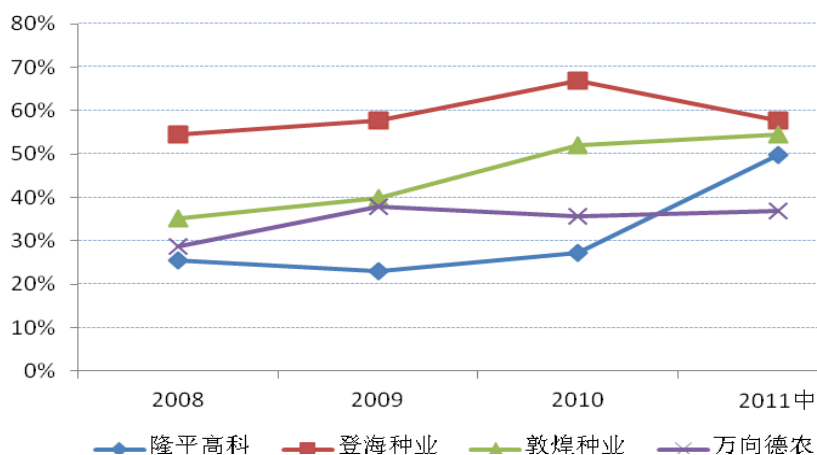
当前，我国玉米种子产业竞争尤为激烈，国内的北京德农、辽宁东亚、登海种业、敦煌种业、奥瑞金、金色农华、屯玉种业等多家企业已形成一定的产业规模和气候，国外种子企业杜邦（先锋）、孟山都、先正达、利马格兰也纷纷进入中国玉米种业市场。然而，国内的玉米科研机构并不多，能够出品种、有实力的省市级科研机构更是屈指可数，从发展形势看，有研发实力的科研院所成为行业稀缺资源，是广大种业企业寻求合作的对象，有限的育种资源和人才资源将会被逐步垄断。

荃银高科目前杂交水稻种子收入利润占比过高，这种业务上的单一性会导致公司经营业绩过分依赖少数品种，并且在很大程度上限制了公司的发展。为了保持经营业绩的稳步可持续增长，公司积极向主业外延扩展，在做强做大公司杂交水稻种子业务的同时，积极向主业外延扩展，发展玉米、小麦等种子产业，以降低主营业务的风险。由于公司的玉米、小麦种子产业起步晚，如果仅仅依靠自身积累式发展，难以在当前激烈的行业竞争中立足。玉米业务公司通过收购方式先后获得陕西杨凌登峰种业和辽宁铁研种业，具体品种已在上文品种布局中介绍。

公司对陕西杨凌登峰种业没有具体的业绩要求，主要看重其玉米研发能力，借助其获得适合西南地区的玉米种子品种供公司进行市场开发。铁研种业已有优势品种，只是营销能力不够，收购后公司已派团队过去

加强营销和宣传，如果运转顺利，预计业绩相比以前会有大幅增长。辽宁铁研种业 2012 年 12 月刚完成了增资事项的工商变更登记工作，今年对公司贡献不大，预计从明年开始其贡献将不断加大。铁研种业 2010 年度营业收入 3374 万元，2011 年 1-8 月份营业收入 3468 万元，保守估计铁研种业明年贡献玉米收入 3500 万元。2011 年上半年公司玉米种子毛利率为 19.05%，而市场上玉米种子毛利率在 20-60%不等，所以公司玉米种子毛利率未来有很大上升空间。

图表 23 种业上市公司玉米种子毛利率



资料来源：各公司公告，东海证券研究所（注：敦煌种业是以玉米为主所有种子的毛利率）

7 小麦种子已开始放量

我国是世界上小麦总产最高、消费量最大的国家。小麦种植面积占我国粮食作物总面积的22%左右，产量占粮食总产量的20%以上，是我国主要的粮食作物和重要的商品粮、战略储备粮品种，在粮食生产、流通和消费中都具有重要地位。2007-2008年度，中国小麦播种面积为3.58亿亩左右，2009-2010年度，我国小麦播种面积为3.6亿亩左右。根据《全国农产品区域规划：小麦优势区域布局规划（2008-2015）》，2011-2015年，我国小麦将会保持3.4亿亩以上的种植规模。

由于品种变化较慢，目前我国小麦仍以自留种为主。近年来，随着良种补贴政策的实施，我国小麦种子的商品化率逐步提高。2009年，我国共消费小麦种子约50.8亿公斤，实际商品化的小麦种子约20亿公斤，销售规模达到61亿元，商品化率达到40%左右。长期来看，随着小麦育种技术的突破及商业种高单产的优越性，农民倾向于持续使用商业种，小麦种子的商品化率将会进一步提升。小麦种子市场有着巨大的市场容量和较

大的增长潜力。

荃银高科2011年7月收购的皖农种业具有良好的小麦种子经营基础，成立以来一直以小麦种子业务为主营，积累了丰富的小麦种子生产、加工经验和广阔的销售网络。皖农在江苏、安徽等地建立了稳定的小麦制种基地约3万亩，建成了完备的检测、仓储、加工、包装等生产线，保证了公司小麦种子的供给、质量和品质。近两年，公司的小麦销量已达到1,000万公斤，在小麦种子经营方面形成了一定的规模和优势。

皖农种业现生产和经营的小麦品种有皖麦47、皖麦54、安农0305、罗麦8号、罗麦10号，均已通过省级或国家级审定，品种表现良好。其中，皖麦47、皖麦54、安农0305等品种为皖农种业独占经营，均是安徽省农委重点推广的品种，皖麦54、安农0305产量高、抗性好、适应性广，已连续多年被列为良补品种，皖麦47是农业部推荐的高产优质红皮小麦品种，深受我国红麦区农民喜爱，具有良好的市场销售前景。皖农品牌的小麦良种已被推广区的广大农户普遍认可。此外，皖农还有多个新品系正在参加预试、区试，有着较好的品种储备。为了保证公司品种的竞争力和持续的更新换代能力，皖农种业已与多个科研院所建立了长期稳定的协作关系。

另外，2010年11月收购的子公司陕西荃银登峰种业有限公司选育的小麦新品种“登峰168”具有高产、稳产、优质、早熟、抗倒的突出优势，2008年-2009年参加生产试验，平均亩产458.4公斤，与对照品种相比，增产6.4%，2010年通过陕西省审，品质达到国家中筋小麦标准，目前正在陕西片区进行市场推广。

从今年三季度公司经营数据来看，虽然杂交水稻种子处于生产期，但由于新增小麦种子使得营收增长230.66%，假定去除小麦收入后公司三季度收入增速和去年59.27%的增速相同，则小麦的收入为2490万元，主要来源于小麦专业公司及杨凌登峰种业登峰168的推广、皖农种业的并表，但小麦种子毛利率不高（约10%），利润贡献很少。

8 盈利预测与估值分析

基于对公司杂交水稻业务情况的分析，保守估计今年的收入增速为35%，未来随着已有及收购子公司优势产品的推广，预计12-13年收入增速40%。2011年上半年毛利率为32.89%，不过随着四季度开始销售今年的种子，制种产量增加带来单位成本的下降，以及产品价格上涨，保守估计2011年全年毛利率为35%，在种粮比不断上升的大背景下，预计2012-2013年杂交水稻种子毛利率有望保持在40%以上。

玉米种子今年上半年收入226万元，主要是杨凌登峰种业的贡献，由于铁研种业今年并表时间短估计贡

献不大，预计全年玉米业务收入 500 万元。2012 年随着铁研种业开始贡献，玉米业务收入有望达到 4000 万元，因玉米种子是公司的新业务，保守估计 2013 年收入增速与行业 5%的增速一致。因市场上玉米种子毛利率在 20-60%不等，2011 年上半年公司毛利率为 19.05%，2011 年估计全年毛利率 20%，12-13 年按 30%的毛利率计算。

小麦种子收入今年保守预计为 2500 万元，未来两年按行业 10%增速估计，毛利率维持在 10%。

图表 24 主要分项业务预测

年份	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
水稻(万元)	8545.87	11395.68	15714.49	16744.92	22605.64	31647.90	44307.06
增长率(YOY)		33.35%	37.90%	6.56%	35.00%	40.00%	40.00%
毛利率	43.83%	44.50%	42.64%	40.50%	35.00%	40.00%	40.00%
玉米(万元)					500	4000	4200
增长率(YOY)							5.00%
毛利率					20.00%	30.00%	30.00%
小麦(万元)					2500	2750	3025
增长率(YOY)						10.00%	10.00%
毛利率					10.00%	10.00%	10.00%

资料来源：公司公告，东海证券研究所

由于公司正处于产业多元化建设阶段，并购公司多，因此费用增长幅度较大。我们预计 2011-2013 年公司收入 2.75、4.16 和 5.69 亿元，净利润为 0.23、0.56 和 0.70 亿元，对应的 EPS 为 0.22、0.53 和 0.66 元，针对 12 月 29 日 17.61 元的收盘价，对应的 PE 为 80.05、33.23 和 26.68 倍。

选取以杂交水稻种子为主业的隆平高科、丰乐种业和神农大丰作为参考对象，可比公司 2011-2013 年平均市盈率分别为 44.02、30.94 和 23.96 倍，公司估值偏高，不过考虑到公司布局后良好的成长性，给予“增持”评级。

图表 25 可比上市公司估值比较

公司	代码	总股本	总市值	流通市值	12.27 收盘价	EPS				PE			
		(亿股)	(亿元)	(亿元)	(元)	10A	11E	12E	13E	10A	11E	12E	13E
隆平高科	000998	2.77	69.63	69.63	25.12	0.27	0.51	0.78	1.05	93.34	49.25	32.21	23.92
丰乐种业	000713	2.99	40.05	40.05	13.40	0.32	0.27	0.37	0.50	41.58	49.63	36.22	26.80
神农大丰	300189	1.60	29.76	7.44	18.60	0.38	0.56	0.76	0.88	48.35	33.17	24.39	21.15
平均										61.09	44.02	30.94	23.96
荃银高科	300087	1.06	18.60	8.43	17.61	0.31	0.22	0.53	0.66	56.74	80.05	33.23	26.68

资料来源：Wind，东海证券研究所（注：隆平高科、丰乐种业已调研，神农大丰还未调研，数据来源为 Wind 一致预期数据）

9 风险提示

- (1) 自然灾害或天气因素导致公司制种或销售受影响;
- (2) 主力品种推广不达预期;
- (3) 新品种推广不力。

资产负债表(万元)						利润表(万元)					
2009	2010	2011E	2012E	2013E		2009	2010	2011E	2012E	2013E	
现金及现金等价物	6923	41717	45228	41802	38869	营业收入	16362	18025	27548	41565	56873
应收款项	1781	1567	2211	3824	4914	营业成本	9348	10730	18448	26209	35505
存货净额	7344	12184	16350	24288	34727	营业税金及附加	14	0	145	286	247
其他流动资产	500	600	826	1300	1792	销售费用	2202	2295	3581	5430	7355
流动资产合计	16549	56068	64615	71215	80302	管理费用	1389	2344	4132	5056	7616
固定资产	1300	2670	3357	3863	4093	财务费用	66	(235)	(744)	(745)	(690)
无形资产及其他	1458	1924	1828	1732	1635	投资收益	0	0	0	0	0
投资性房地产	118	122	122	122	122	资产减值及公允价值变动	233	(8)	50	50	50
长期股权投资	0	1120	1493	1871	2494	其他收入	(466)	15	0	0	0
资产总计	19426	61903	71415	78802	88646	营业利润	3110	2897	2035	5379	6891
短期借款及交易性金融负债	3600	0	0	0	0	营业外净收支	380	660	600	600	600
应付款项	2237	1121	3665	4697	5696	利润总额	3490	3558	2635	5979	7491
其他流动负债	4763	4413	9740	12471	16781	所得税费用	75	67	53	120	150
流动负债合计	10600	5534	13405	17167	22476	少数股东损益	31	214	256	308	369
长期借款及应付债券	0	0	0	0	0	归属于母公司净利润	3383	3277	2326	5551	6972
其他长期负债	0	0	(0)	(1)	(1)	现金流量表(万元)					
长期负债合计	0	0	(0)	(1)	(1)	净利润	3383	3277	2326	5551	6972
负债合计	10600	5534	13404	17167	22476	资产减值准备	235	(241)	8	0	0
少数股东权益	76	1142	1386	1680	2033	折旧摊销	148	209	384	480	597
股东权益	8749	55228	56624	59955	64138	公允价值变动损失	(233)	8	(50)	(50)	(50)
负债和股东权益总计	19426	61903	71415	78802	88646	财务费用	66	(235)	(744)	(745)	(690)
关键财务与估值指标						营运资本变动	(2608)	(6435)	2842	(6263)	(6712)
每股收益	0.85	0.62	0.22	0.53	0.66	其它	(204)	454	237	294	352
每股红利	0.00	0.30	0.09	0.21	0.26	经营活动现金流	721	(2727)	5747	12	1160
每股净资产	2.21	10.46	5.36	5.68	6.07	资本开支	(593)	(1287)	(932)	(839)	(681)
ROS	21%	18%	8%	13%	12%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	39%	6%	4%	9%	11%	投资活动现金流	(232)	(2407)	(1305)	(1217)	(1304)
毛利率	43%	40%	33%	37%	38%	权益性融资	0	0	0	0	0
EBIT Margin	22%	15%	5%	11%	11%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	23%	16%	6%	12%	12%	支付股利、利息	0	(1584)	(931)	(2221)	(2789)
收入增长	34%	10%	53%	51%	37%	其它融资现金流	1885	43095	0	0	0
净利润增长	38%	--	-29%	139%	26%	融资活动现金流	1885	39927	(931)	(2221)	(2789)
资产负债率	55%	11%	21%	24%	28%	现金净变动	2375	34794	3511	(3426)	(2933)
息率		0.5%	0.5%	1.2%	1.5%	货币资金的期初余额	4548	6923	41717	45228	41802
P/E	0.0	56.7	80.0	33.2	26.7	货币资金的期末余额	6923	41717	45228	41802	38869
P/B	0.0	3.4	3.3	3.1	2.9	企业自由现金流	537	(4867)	3559	(2081)	(719)
EV/EBITDA	1.0	122.4	122.1	40.7	31.4	权益自由现金流	0	38228	4288	(1352)	(42)

数据来源：公司年报，东海证券研究所预测

作者简介

李臣燕：农林牧渔行业分析师，中国人民大学经济学硕士，2010年2月加盟东海证券。

评级定义

市场指数评级	看多——未来6个月内上证综指上升幅度达到或超过20%
	看平——未来6个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
	看空——未来6个月内上证综指下跌幅度达到或超过20%
行业指数评级	超配——未来6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	标配——未来6个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	低配——未来6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%
公司股票评级	买入——未来6个月内股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持——未来6个月内股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性——未来6个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持——未来6个月内股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出——未来6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过15%

风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

分析师承诺“本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在利益关系”。本报告仅供“东海证券有限责任公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读。

资格说明

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

联系方式

北京 东海证券研究所	上海 东海证券研究所
中国 北京 100089	中国 上海 200122
西三环北路87号国际财经中心D座15F	世纪大道1589号长泰国际金融大厦11F
电话：(8610) 66216231	电话：(8621) 50586660
传真：(8610) 59707100	传真：(8621) 50819897