

荃银高科(300087.SZ)

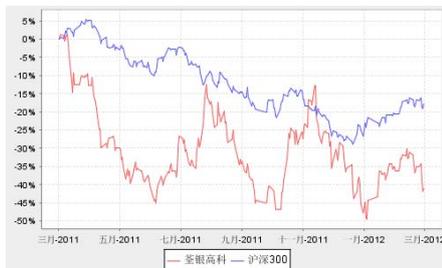
短期增长可期，长看营销和组织构架改善

评级：**持有** 前次：
 目标价(元)：
 分析师： 分析师
 谢刚 张俊宇
 S0740510120005 S0740511120002
 021-20315178 021-20315191
 xiegang@r.qlzq.com.cn zhangjy@r.qlzq.com.cn
 2012年3月18日

基本状况

总股本(百万股)	105.60
流通股本(百万股)	47.88
市价(元)	16.34
市值(百万元)	1725.50
流通市值(百万元)	782.32

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	163.62	180.25	279.09	390.72	493.00
营业收入增速	33.83%	10.16%	54.83%	40.00%	26.18%
净利润增长率	38.04%	-3.13%	-33.86%	89.16%	38.98%
摊薄每股收益(元)	0.85	0.62	0.21	0.39	0.54
前次预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
市场预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
偏差率(本次-市场/市场)	—	—	—	—	—
市盈率(倍)	0.00	106.33	79.60	42.08	30.28
PEG	0.00	—	—	0.47	0.78
每股净资产(元)	2.21	10.46	5.64	6.02	6.56
每股现金流量	0.26	-0.46	0.33	0.27	0.52
净资产收益率	38.67%	5.93%	3.64%	6.45%	8.22%
市净率	0.00	6.31	2.90	2.71	2.49
总股本(百万股)	39.60	52.80	105.60	105.60	105.60

备注：市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 荃银高科是从事两系杂交稻种业务的区域性龙头企业。自 2010 年上市后，公司先后并购了四川竹丰、安徽欣隆种业、华安种业、皖农种业、陕西登峰种业和辽宁铁研种业，合资设立湖北荃银种业，迈开跨作物品种的全国性扩张步伐。
- 经过并购整合后，公司目前业务涵盖了水稻、玉米和小麦等三大作物品种，尤其是在杂交稻种方面。通过并购安徽欣隆种业和华安种业，获得了两优 6326、皖稻 153 和徽两优 6 号等优质品种，并与安徽农科院水稻研究所建立密切的股权合作关系，公司在杂交稻种的研发和品种储备上实力大增。
- 短期来看，公司 2012 年和 2013 年业绩将实现较快增长，主要得益于：(1) 铁研种业、华安种业和皖农种业在 2012 年全部并表；(2) 2011 年两系杂交稻种制种恢复正常，单位制种成本下降；(3) 2012 年奥瑞金对两优 6326 品种使用权到期，公司有望成为欣隆种业独家品种。但长期而言，荃银高科在制种和推广环节较国内其他龙头企业仍有差距，且与子公司组织构架的整合规划尚未明晰，可能制约公司业绩的长期稳定增长。我们认为未来营销能力改善、及母公司与子公司在研发和营销体系的协同，将成为考察公司业绩增长能否持续的关键因素。
- 预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.21 元、0.39 元和 0.54 元，对应目前股价的 PE 分别为 79.6 倍、42.1 倍和 30.3 倍。公司 2012 年和 2013 年短期业绩增长可期，但保障公司业绩长期稳定成长的经营模式并未成型，目前估值相对偏高，暂不给予目标价，首次给予“持有”评级。
- 风险提示：(1) 两系杂交稻种制种减产风险；(2) 杂交玉米业务由于推广经验和渠道建设不足，可能导致推广不达预期；(3) 所收购的子公司与母公司在经营管理上出现磨合问题。

内容目录

种子业务多元化格局雏形显现	- 3 -
作物品类实现多元化储备结构	- 3 -
水稻种子储备更具竞争力	- 4 -
通过股权合作，加强与相关科研机构和育种家的合作关系	- 5 -
短期增长可期，长期则依赖于营销和组织架构改善	- 5 -
2012 年和 2013 年业绩有望保持较快增长	- 5 -
公司在制种和推广环节的管理亟需改善	- 6 -
子公司组织架构的整合规划尚不明晰	- 7 -
盈利预测与投资建议	- 8 -
盈利假设前提	- 8 -
盈利预测结果	- 8 -
投资建议	- 8 -
风险提示	- 8 -

图表目录

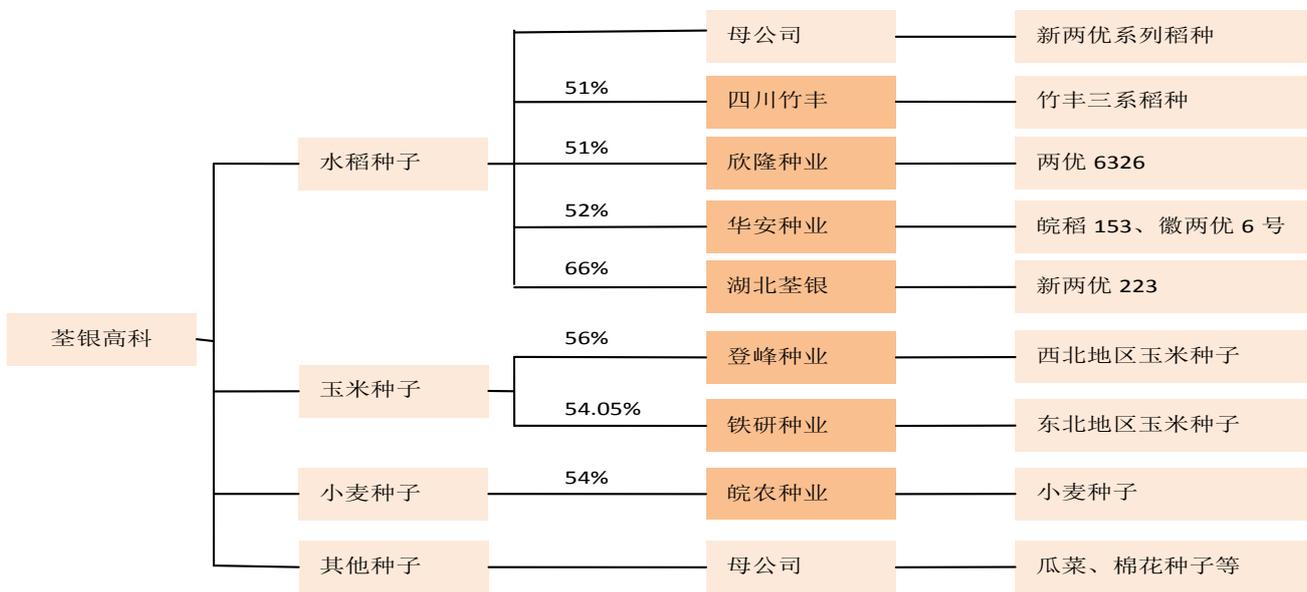
图表 1: 荃银高科业务分布图	- 3 -
图表 2: 荃银高科主营业务收入构成 (百万元)	- 3 -
图表 3: 荃银高科毛利额构成 (百万元)	- 3 -
图表 4: 自产自销水稻种子品种结构 (百万元)	- 4 -
图表 5: 自产自销稻种毛利结构 (百万元)	- 4 -
图表 6: 荃银高科主要水稻品种的高产性和区域适应性指标	- 4 -
图表 7: 荃银高科主要水稻品种的商品性和抗逆性指标	- 5 -
图表 8: 荃银高科 2010 年以来并购公司一览	- 5 -
图表 9: 新两优 6 号推广情况预测	- 6 -
图表 10: 两优 6326 推广情况预测	- 6 -
图表 11: 皖稻 153 推广情况预测	- 6 -
图表 12: 其他稻种推广情况预测	- 6 -
图表 13: 水稻上市公司稻种业务毛利率走势	- 7 -
图表 14: 稻种公司销售人员数量	- 7 -
图表 15: 新两优 6 号销量连续两年下降	- 7 -
图表 16: 公司存货提升，周转下降	- 7 -
图表 17: 荃银高科三项期间费用假设	- 8 -
图表 18: 荃银高科主营业务销售预测表	- 9 -
图表 19: 荃银高科三张报表	- 10 -

种子业务多元化格局雏形显现

作物品类实现多元化储备结构

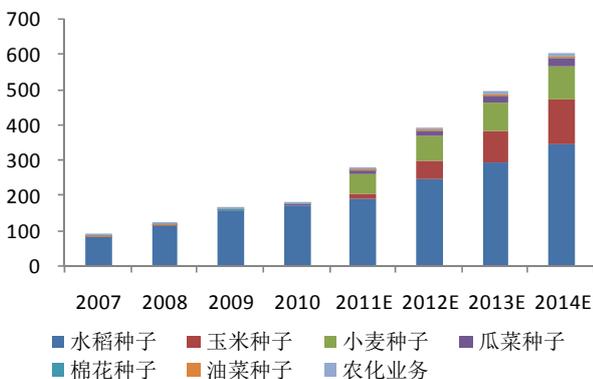
- 荃银高科 2010 年上市以来先后并购整合了 7 家区域种子公司，其中四川竹丰、欣隆种业、华安种业和湖北荃银主要从事杂交稻种业务，陕西登峰种业和辽宁铁研种业从事杂交玉米业务，皖农种业从事小麦业务，经过一系列并购整合，公司初步具备了作物品类的多元化储备格局。
- 我们预计 2013 年公司水稻业务收入占比将由 2011 年的 67.9% 下降至 58.8%，毛利贡献由 81.5% 下降至 68.8%，玉米和小麦种子业务贡献占比逐步提升。

图表 1: 荃银高科业务分布图



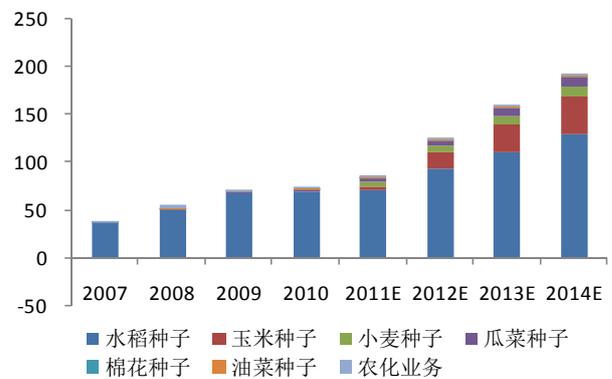
来源：齐鲁证券研究所

图表 2: 荃银高科主营业务收入构成 (百万元)



来源：公司公告、齐鲁证券研究所

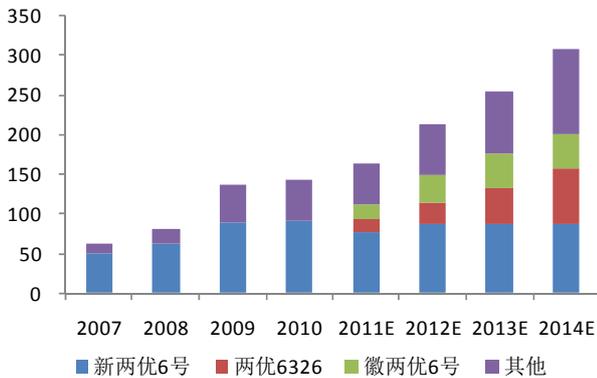
图表 3: 荃银高科毛利额构成 (百万元)



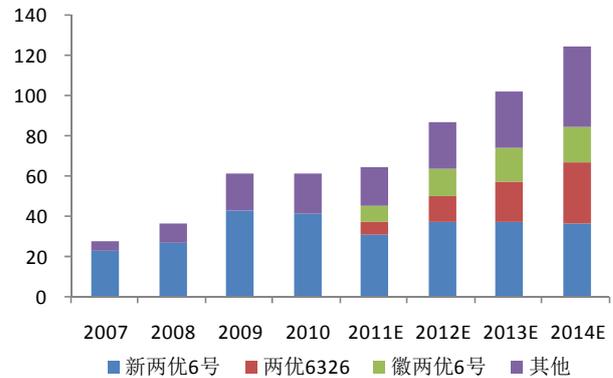
来源：公司公告、齐鲁证券研究所

水稻种子储备更具竞争力

- 上市前（2009年财务年度），公司主力品种是新两优6号，年推广量达到340万亩，销售量占比53%，占公司自产自销水稻种子业务收入的64%，毛利润贡献69%。
- 上市后，公司先后并购四川竹丰、安徽欣隆种业和华安种业，获得两优6326、皖稻153和徽两优6号等品种的使用权，从而丰富了公司杂交稻种的产品储备。
 - （1）皖稻153、徽两优6号等品种母本与公司新两优系列来源不同，因此在制种环节和产品性状上形成有效互补，有利于公司走出安徽市场，进一步提升在长江中下游流域一季稻的市场份额。
 - （2）收购四川竹丰完善公司三系稻种的储备缺失，并在四川地区获得将近1万亩的制种基地，有利于公司在华南地区两季稻市场的扩张。

图表4：自产自销水稻种子品种结构（百万元）


来源：公司公告、齐鲁证券研究所

图表5：自产自销稻种毛利结构（百万元）


来源：公司公告、齐鲁证券研究所

图表6：荃银高科主要水稻品种的高产性和区域适应性指标

品种名称	审定号	品种来源	推广公司	对照组	对照品种增产	平均亩产(公)	适宜种植区域
新两优6号	国审稻2007016	新安S×安选6号	荃银高科	II优838	增产5.71%	572.39	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、河南南部稻区一季中稻
两优6326	国审稻2007013	宣69S×WH26	荃银欣隆/奥瑞金	II优838	增产5.91%	577.46	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、河南南部稻区一季中稻
新两优香4	皖审稻200701	新安S×CX-24	荃银高科	汕优63	增产6.92%	554.85	安徽做一季稻种植
新两优343	国审稻2010021	新安S×YR343	荃银高科	II优838	增产9.2%	594.8	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。
皖稻153	国审稻2008013	1892S×RH003	华安种业	II优838	增产5.27%	560.7	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。
徽两优6号	皖稻2008003	1892S（培矮64S变异单株选）×扬稻6号选	华安种业	汕优63	增产10%	606	安徽全省

来源：齐鲁证券研究所

图表 7: 荃银高科主要水稻品种的商品性和抗逆性指标

品种名称	米质指标				抗性			每亩有效穗数(万穗)
	整精米率	垩白粒率	垩白度	直链淀粉含量	稻瘟病	白叶枯病	褐飞虱	
新两优6号	64.7%	38.0%	4.3%	16.2%	6.6	5		16.1
两优6326	65.9%	27.0%	3.2%	14.8%	7.2	7	0	15.4
新两优香4					感	中抗		
新两优343	61.6%	22.0%	2.8%	15.70%	6	5	9	15.5
皖稻153	62.9%	34.0%	4.7%	23.10%	5.9	5	9	16.6
徽两优6号					中抗	中抗		15

来源: 齐鲁证券研究所

通过股权合作, 加强与相关科研机构 and 育种家的合作关系

- 公司并购公司的其他少数股东方均具备一定的育种研发能力, 四川竹丰、荃银欣隆、华安种业和皖农种业等水稻和小麦公司, 登峰种业和铁研种业等玉米公司, 品种均来源于少数股东方的育种研发支持。
- 尤其是华安种业, 公司股权占比 52%, 安徽省农科院水稻所占比 31.21%, 水稻所育种专家和经营管理人员占比 16.79%。目前公司潜力的品种皖稻 153 和徽两优 6 号均来自于安徽农科院水稻所的自有研发品种。
- 通过与科研机构和育种家的股权合作关系, 荃银高科未来的品种研发储备上, 较先前或有较大进步。

图表 8: 荃银高科 2010 年以来并购公司一览

时间	公司	业务	股权占比	收购价(万元)
2010年8月	四川竹丰	三系杂交水稻	51%	979.2
2010年11月	登峰种业	杂交玉米	56%	1120
2010年11月	荃银欣隆种业	两系杂交水稻	51%	1530
2011年3月	华安种业	两系杂交水稻	52%	2184
2011年7月	皖农种业	小麦、水稻	54%	2378.7
2011年7月	湖北荃银	杂交水稻	66%	1980
2011年8月	荃银科技	国际贸易	60%	420
2011年9月	铁研种业	杂交玉米	54.05%	2768

来源: 齐鲁证券研究所

短期增长可期, 长期则依赖于营销和组织架构改善

2012 年和 2013 年业绩有望保持较快增长

- 我们认为 2012 年和 2013 年公司业绩增长主要来源于以下几方面:
- (1) 并购子公司并表一次性增厚业绩: 2011 年四川竹丰、登峰种业、荃银欣隆、湖北荃银等四家子公司全年实现并表, 华安种业和皖农种业下半年并表, 2012 年包括华安种业、皖农种业和铁研种业实现全年并表, 一次性增厚公司业绩。
- (2) 2011 年荃银高科母公司两系稻种制种恢复正常水平, 单位制种成

本下降，带来新两优系列毛利率提升。

- (3) 公司逐步将经营重心将外延式并购向内部管理和营销管理倾斜，预计新两优 6 号、新两优香 4、新两优 343、皖稻 153 和徽两优 6 号等主力品种，短期内会有一定放量。
- (4) 奥瑞金对两优 6326 的品种使用权将于 2012 年到期，此后将成为荃银欣隆种业独家品种，此前两优 6326 推广面积曾达到 300 万亩，是 2009 年的 TOP5 品种，预计奥瑞金退出后，将为荃银欣隆留下较好的推广基础。

图表 9：新两优 6 号推广情况预测

新两优6号	2011E	2012E	2013E	2014E
销量(万公斤)	230	250	240	230
销售单价(元/公斤)	32.78	34.28	36.28	37.78
销售收入(百万元)	75.4	85.7	87.1	86.9
销售成本(百万元)	44.45	48.31	49.63	49.94
毛利(百万元)	30.95	37.39	37.45	36.96
毛利率	41.0%	43.6%	43.0%	42.5%

来源：齐鲁证券研究所

图表 10：两优 6326 推广情况预测

两优6326	2011E	2012E	2013E	2014E
销量(万公斤)	50	80	120	180
销售单价(元/公斤)	33	35.5	37	38.5
销售收入(百万元)	16.5	28.4	44.4	69.3
销售成本(百万元)	10.08	15.81	24.90	39.22
毛利(百万元)	6.42	12.59	19.50	30.08
毛利率	38.9%	44.3%	43.9%	43.4%

来源：齐鲁证券研究所

图表 11：皖稻 153 推广情况预测

皖稻153	2011E	2012E	2013E	2014E
销量(万公斤)	60	100	120	120
销售单价(元/公斤)	32	34	35.5	37
销售收入(百万元)	19.2	34	42.6	44.4
单位成本(元/公斤)	19.33	20.30	21.32	22.38
销售成本(百万元)	11.60	20.30	25.58	26.86
毛利(百万元)	7.60	13.70	17.02	17.54

来源：齐鲁证券研究所

图表 12：其他稻种推广情况预测

其他稻种	2011E	2012E	2013E	2014E
销量(万公斤)	250.0	280.0	320.0	380.0
销售单价(元/公斤)	20.99	23.09	24.94	28.18
销售收入(百万元)	52.48	64.65	79.80	107.08
销售成本(百万元)	33.26	41.72	51.97	67.89
毛利(百万元)	19.22	22.93	27.82	39.19
毛利率	36.6%	35.5%	34.9%	36.6%

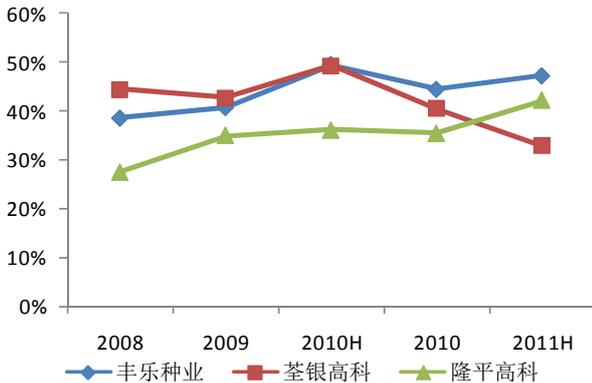
来源：齐鲁证券研究所

公司在制种和推广环节的管理亟需改善

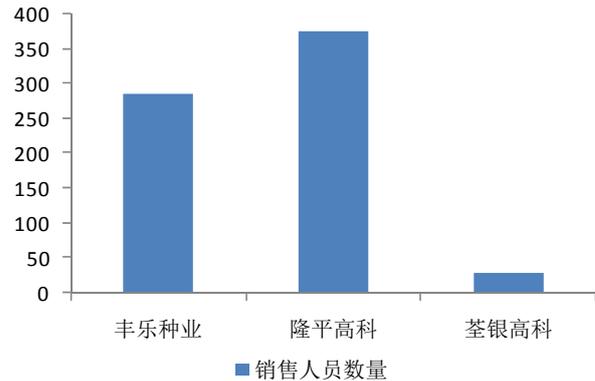
- 经过 2010 年以来的一系列并购，荃银高科的产品线储备已得到极大提升，短期内得益于并购子公司并表等因素可以实现增长，但长期来看如果公司在制种及销售推广环节的短板不能有效补足，未来难以成长为一个全国性的种子企业。
- 2010 年下半年以来，公司业绩下滑主要的原因在于：(1) 两系制种减产，导致单位成本上升；(2) 公司将主要精力放在对外并购上，导致公司主打产品新两优系列稻种销售出现下滑，存货及存货周转率明显上升。
- 与国内其他水稻龙头相比，我们认为公司在制种及销售推广环节的管理能力亟需提高。
- (1) 2010 年公司落实的制种区域达到 5.39 万亩，但制种区域的管理能力较隆平高科和丰乐种业仍有差距，2010 年两系稻种制种全行业减产，荃银高科亦受牵连，但上述两家企业受波及程度较小，反而得益于行业性的减产机会，稻种业务收入和盈利水平实现快速增长。
- (2) 销售能力和渠道建设需要提升，目前公司销售人员数量与国内龙头

公司相比相对较少，渠道主要集中于安徽省内，长江流域和华南地区渠道布局较弱。收购登峰种业和铁研种业后，公司将进入全新的玉米种子领域，玉米种子渠道覆盖与水稻种子完全不同，这将对公司营销推广能力提出极大的挑战。

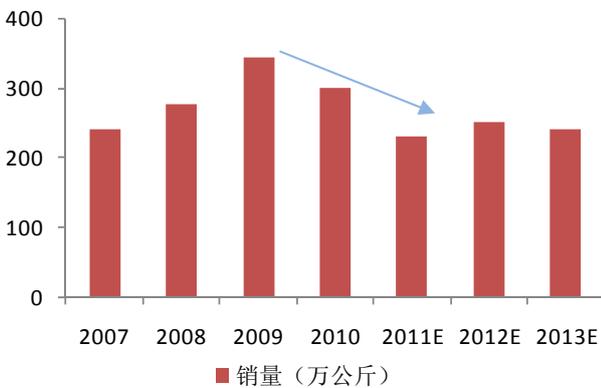
- 长期来看，公司业绩若要实现稳定增长，制种和渠道管理能力是亟需弥补的短板之一。

图表 13: 水稻上市公司稻种业务毛利率走势


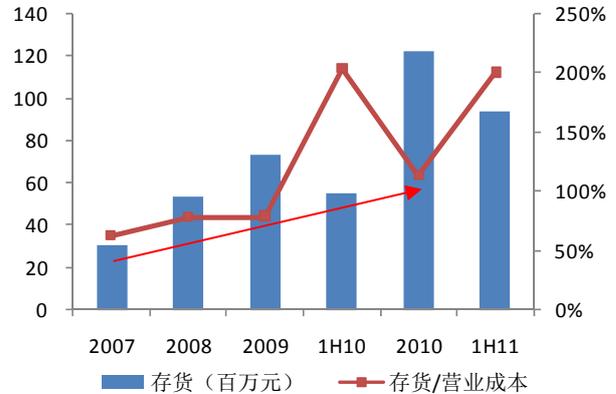
来源：公司公告、齐鲁证券研究所

图表 14: 稻种公司销售人员数量


来源：公司公告、齐鲁证券研究所

图表 15: 新两优 6 号销量连续两年下降


来源：公司公告、齐鲁证券研究所

图表 16: 公司存货提升，周转下降


来源：公司公告、齐鲁证券研究所

子公司组织架构的整合规划尚不明晰

- 目前公司除在销售能力极弱的登峰种业和铁研种业派出管理团队，拥有绝对经营管理权外，其他水稻子公司经营管理权均掌握在少数股东手中，研发体系和营销渠道完全独立。
- 公司与各个子公司管理团队签署的利益保障机制可以促发短期内各个子公司的业绩释放，但长期来看，公司需充分整合各个子公司的研发体系和营销渠道，才能保障研发效率的提升，避免各个子公司品种的内部竞争，实现公司整体业绩的稳定增长。

盈利预测与投资建议

盈利假设前提

- 公司种子业务假设前提和分析逻辑详见上文，具体销售预测表详见本文图表 18。
- 期间费用假设见下表。

图表 17: 荃银高科三项期间费用假设

十年度截止日: 12/31	2007	2008	2009	2010	2011	2011E	2012E	2013E
售费用	14.38	17.61	22.02	22.95	0.00	34.63	43.76	51.76
占营业收入比重	16.39%	14.40%	13.46%	12.73%	—	12.41%	11.20%	10.50%
理费用	7.31	9.68	13.89	23.44	0.00	32.09	33.21	36.97
占营业收入比重	8.33%	7.91%	8.49%	13.01%	—	11.50%	8.50%	7.50%
务费用	0.42	0.54	0.66	-2.35	0.00	-5.53	-3.47	-3.28
占营业收入比重	0.48%	0.45%	0.41%	-1.30%	—	-1.98%	-0.89%	-0.66%

来源: 齐鲁证券研究所

盈利预测结果

- 预计公司 2011-2013 年实现营业收入 2.79 亿元、3.91 亿元和 4.93 亿元，同比增长 54.8%、40.0%和 26.2%；实现归属于母公司净利润 0.22 亿元、0.41 亿元和 0.57 亿元，同比增长-33.9%、89.2%和 39.0%，**对应 2011-2013 年 EPS 分别为 0.21 元、0.39 元和 0.54 元，对应目前股价的 PE 分别为 79.6 倍、42.1 倍和 30.3 倍。**

投资建议

- 目前行业龙头公司的估值水平约在 30-35 倍 2012PE 左右，我们认为今年种业股估值的波动区间约在 25 倍-35 倍之间。
- 公司 2012 年和 2013 年短期业绩增长可期，尤其是 2012 年得益于并表和单位制种成本下降因素可实现业绩快速增长，但保障公司业绩长期稳定成长的经营模式并未成型，目前估值相对偏高，暂不给予目标价，首次给予“持有”评级。

风险提示

- 两系杂交稻种制种减产风险，可能导致来年可供种量不足，毛利率下滑，业绩不达预期。
- 2012 年是公司第一年从事杂交玉米业务，由于推广经验和渠道建设不足，可能导致推广不达预期。
- 所收购的子公司与母公司在经营管理上出现磨合问题。

图表 18: 荃银高科主营业务销售预测表

单位: 人民币百万元

项 目	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
水稻种子								
销售收入 (百万元)	85.46	113.96	157.14	167.45	189.57	242.99	289.87	343.67
增长率 (YOY)	—	33.35%	37.90%	6.56%	13.21%	28.18%	19.29%	18.56%
毛利率	43.83%	44.50%	42.64%	40.50%	36.71%	38.05%	37.62%	37.29%
销售成本 (百万元)	48.00	63.25	90.14	99.63	119.98	150.54	180.83	215.53
增长率 (YOY)	—	31.76%	42.52%	10.53%	20.43%	25.47%	20.12%	19.19%
毛利 (百万元)	37.46	50.71	67.01	67.82	69.59	92.45	109.04	128.14
增长率 (YOY)	—	35.38%	32.14%	1.22%	2.60%	32.86%	17.94%	17.52%
占总销售额比重	98.04%	93.38%	96.35%	92.98%	67.92%	62.19%	58.80%	57.15%
占主营业务利润比重	98.93%	94.24%	96.20%	93.16%	81.46%	74.23%	68.79%	66.72%
玉米种子								
销售收入 (百万元)	0.00	0.00	0.00	0.00	11.00	52.00	90.00	124.00
增长率 (YOY)	—	—	—	—	—	372.73%	73.08%	37.78%
毛利率	—	—	—	—	29.55%	31.44%	33.45%	32.38%
销售成本 (百万元)	0.00	0.00	0.00	0.00	7.75	35.65	59.89	83.85
增长率 (YOY)	—	—	—	—	—	360.00%	68.00%	40.00%
毛利 (百万元)	0.00	0.00	0.00	0.00	3.25	16.35	30.11	40.15
增长率 (YOY)	—	—	—	—	—	403.08%	84.15%	33.36%
占总销售额比重	—	—	—	—	3.94%	13.31%	18.26%	20.62%
占主营业务利润比重	—	—	—	—	3.80%	13.13%	18.99%	20.90%
小麦种子								
销售收入 (百万元)	—	—	—	—	60.00	72.00	82.80	95.22
增长率 (YOY)	—	—	—	—	—	20.00%	15.00%	15.00%
毛利率	—	—	—	—	10.00%	10.00%	10.00%	10.00%
销售成本 (百万元)	0.00	0.00	0.00	0.00	54.00	64.80	74.52	85.70
增长率 (YOY)	—	—	—	—	—	20.00%	15.00%	15.00%
毛利 (百万元)	0.00	0.00	0.00	0.00	6.00	7.20	8.28	9.52
增长率 (YOY)	—	—	—	—	—	20.00%	15.00%	15.00%
占总销售额比重	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	21.50%	18.43%	16.80%	15.83%
占主营业务利润比重	—	—	—	—	7.02%	5.78%	5.22%	4.96%
瓜菜种子								
销售收入 (百万元)	0.72	1.78	4.21	7.99	11.98	15.57	20.25	26.32
增长率 (YOY)	—	148.09%	136.20%	89.66%	50.00%	30.00%	30.00%	30.00%
毛利率	12.83%	32.75%	48.58%	38.62%	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%
销售成本 (百万元)	0.63	1.20	2.17	4.90	7.19	9.34	12.15	15.79
增长率 (YOY)	—	91.40%	80.59%	126.40%	46.64%	30.00%	30.00%	30.00%
毛利 (百万元)	0.09	0.58	2.05	3.08	4.79	6.23	8.10	10.53
增长率 (YOY)	—	533.30%	250.37%	50.78%	55.35%	30.00%	30.00%	30.00%
占总销售额比重	0.82%	1.46%	2.58%	4.43%	4.29%	3.99%	4.11%	4.38%
占主营业务利润比重	0.24%	1.09%	2.94%	4.24%	5.61%	5.00%	5.11%	5.48%
棉花种子								
销售收入 (百万元)	0.13	0.33	0.46	0.83	1.24	1.86	2.78	3.62
增长率 (YOY)	—	149.08%	40.61%	80.11%	50.00%	50.00%	50.00%	30.00%
毛利率	10.55%	43.74%	47.28%	51.80%	51.00%	51.00%	51.00%	51.00%
销售成本 (百万元)	0.12	0.18	0.24	0.40	0.61	0.91	1.36	1.77
增长率 (YOY)	—	56.67%	31.75%	64.69%	52.48%	50.00%	50.00%	30.00%
毛利 (百万元)	0.01	0.14	0.22	0.43	0.63	0.95	1.42	1.85
增长率 (YOY)	—	932.61%	52.00%	97.30%	47.70%	50.00%	50.00%	30.00%
占总销售额比重	0.15%	0.27%	0.28%	0.46%	0.44%	0.48%	0.56%	0.60%
占主营业务利润比重	0.04%	0.26%	0.31%	0.59%	0.74%	0.76%	0.90%	0.96%
油菜种子								
销售收入 (百万元)	0.31	0.48	0.30	0.26	0.30	0.30	0.30	0.50
增长率 (YOY)	—	54.92%	-38.84%	-10.47%	13.31%	0.00%	0.00%	66.67%
毛利率	-7.79%	33.24%	74.97%	55.31%	55.00%	55.00%	55.00%	55.00%
销售成本 (百万元)	0.34	0.32	0.07	0.12	0.14	0.14	0.14	0.23
增长率 (YOY)	—	-4.04%	-77.08%	59.89%	14.10%	0.00%	0.00%	66.67%
毛利 (百万元)	-0.02	0.16	0.22	0.15	0.17	0.17	0.17	0.28
增长率 (YOY)	—	-761.32%	37.96%	-33.95%	12.68%	0.00%	0.00%	66.67%
占总销售额比重	0.36%	0.40%	0.18%	0.15%	0.11%	0.08%	0.06%	0.08%
占主营业务利润比重	-0.06%	0.30%	0.32%	0.20%	0.19%	0.13%	0.10%	0.14%
农化产品								
销售收入 (百万元)	0.55	5.49	0.99	3.57	5.00	6.00	7.00	8.00
增长率 (YOY)	—	903.49%	-81.92%	260.29%	39.87%	20.00%	16.67%	14.29%
毛利率	58.85%	40.31%	16.08%	37.01%	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
销售成本 (百万元)	0.23	3.28	0.83	2.25	4.00	4.80	5.60	6.40
增长率 (YOY)	—	1355.60%	-74.57%	170.40%	77.65%	20.00%	16.67%	14.29%
毛利 (百万元)	0.32	2.21	0.16	1.32	1.00	1.20	1.40	1.60
增长率 (YOY)	—	587.38%	-92.79%	729.54%	-24.42%	20.00%	16.67%	14.29%
占总销售额比重	0.63%	4.50%	0.61%	1.98%	1.79%	1.54%	1.42%	1.33%
占主营业务利润比重	0.85%	4.11%	0.23%	1.82%	1.17%	0.96%	0.88%	0.83%
销售收入小计	87.17	122.04	163.10	180.10	279.09	390.72	493.00	601.33
销售成本小计	49.31	68.23	93.45	107.30	193.66	266.18	334.49	409.26
毛利	37.86	53.81	69.65	72.80	85.43	124.54	158.51	192.07
平均毛利率	43.43%	44.09%	42.70%	40.42%	30.61%	31.88%	32.15%	31.94%

来源: 齐鲁证券研究所

图表 19: 荃银高科三张报表

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售净收入	122	164	180	279	391	493	货币资金	45	69	417	301	224	257
增长率	39.33%	33.8%	10.2%	54.8%	40.0%	26.2%	应收账款	5	18	16	25	36	45
销售成本	-68	-92	-105	-189	-257	-322	存货	53	73	122	159	219	275
% 收入	55.8%	56.2%	58.4%	67.7%	65.7%	65.3%	其他流动资产	3	5	6	10	13	17
毛利	54	72	75	90	134	171	流动资产合计	107	165	561	495	492	593
% 收入	44.2%	43.8%	41.6%	32.3%	34.3%	34.7%	% 总资产	84.0%	85.2%	90.6%	70.2%	64.0%	67.3%
销售及行政费用	-29	-36	-46	-67	-77	-89	长期投资	4	0	11	11	11	11
% 收入	23.8%	22.0%	25.7%	23.9%	19.7%	18.0%	固定资产	13	13	27	172	233	240
EBITDA	25	36	29	24	57	82	无形资产	3	15	19	25	31	36
% 收入	20.4%	21.7%	15.9%	8.4%	14.6%	16.7%	非流动资产合计	20	29	58	210	277	289
折旧与摊销	0	-1	-2	-5	-10	-13	% 总资产	16.0%	14.8%	9.4%	29.8%	36.0%	32.7%
% 收入	0.0%	0.9%	1.2%	1.7%	2.5%	2.6%	资产总计	128	194	619	705	768	882
EBIT	25	34	27	19	48	70	短期借款	8	36	0	0	0	0
% 收入	20.4%	20.8%	14.7%	6.7%	12.2%	14.1%	应付款项	56	64	50	103	142	179
利息费用	-1	-1	2	6	3	3	其他流动负债	8	6	6	42	14	17
投资收益	0	0	0	2	0	0	流动负债	72	106	55	145	156	196
税前经营收益	24	33	29	26	51	73	长期贷款	0	0	0	0	0	0
% 收入	19.9%	20.4%	16.0%	9.2%	13.1%	14.8%	其他长期负债	0	0	0	0	0	0
其他非经营收益	1	1	7	3	3	3	负债	72	106	55	145	156	196
税前利润	26	35	36	29	54	76	普通股股东权益	56	87	552	542	583	640
% 收入	21.0%	21.3%	19.7%	10.4%	13.8%	15.4%	少数股东权益	0	1	11	18	29	46
所得税	-1	-1	-1	-1	-2	-2	负债股东权益合计	128	194	619	705	768	882
所得税率	4.2%	2.2%	1.9%	4.0%	3.0%	3.0%	比率分析						
少数股东损益	0	0	2	6	11	17							
归属于普通股股东净利润	25	34	33	22	41	57	每股指标						
净利率	20.0%	20.7%	18.2%	7.8%	10.5%	11.6%	每股收益(元)	0.817	0.854	0.621	0.205	0.388	0.540
							每股净资产(元)	1.859	2.209	10.460	5.635	6.023	6.563
							每股经营现金净流(元)	0.000	0.259	-0.464	0.330	0.271	0.516
							每股股利(元)	0.000	0.300	0.300	0.300	0.000	0.000
							回报率						
							净资产收益率	43.96%	38.67%	5.93%	3.64%	6.45%	8.22%
							总资产收益率	19.19%	17.42%	5.29%	2.86%	4.99%	6.10%
							投入资本收益率	158.26%	60.62%	19.25%	5.96%	10.73%	14.36%
							增长率						
							主营业务收入增长率	39.33%	33.83%	10.16%	54.83%	40.00%	26.18%
							EBIT增长率	49.35%	36.49%	-22.12%	-29.69%	154.62%	46.68%
							净利润增长率	71.01%	38.04%	-3.13%	-33.86%	89.16%	38.98%
							总资产增长率	75.32%	52.07%	218.66%	13.83%	9.04%	14.80%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	10.1	22.6	30.6	30.0	30.0	30.0
							存货周转天数	225.0	247.2	332.1	300.0	300.0	300.0
							应付账款周转天数	58.5	78.5	57.1	60.0	60.0	60.0
							固定资产周转天数	34.5	28.7	39.9	64.5	91.2	90.1
							偿债能力						
							净负债/股东权益	-66.68%	-37.65%	-74.01%	-49.07%	-33.69%	-34.74%
							EBIT利息保障倍数	45.9	53.5	-12.2	—	—	—

现金流量表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	0	34	35	28	52	74
少数股东损益	0	0	0	6	11	17
非现金支出	0	4	2	5	10	13
非经营收益	0	0	1	-5	-3	-3
营运资金变动	0	-28	-62	7	-30	-29
经营活动现金净流	0	10	-25	41	40	71
资本开支	5	15	9	153	74	22
投资	-2	3	-14	0	0	0
其他	0	0	0	2	0	0
投资活动现金净流	-7	-12	-23	-151	-74	-22
股权募资	0	5	470	0	0	0
债权募资	2	28	-36	0	0	0
其他	-1	-8	-38	0	-32	0
筹资活动现金净流	1	25	395	0	-32	0
现金净流量	-5	24	348	-110	-65	49

来源: 齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持: 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有: 预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持: 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其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。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，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“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。