

# 荃银高科 (300087)

## —行业处于去库存阶段

投资评级 推荐 评级调整 首次推荐 收盘价 16.47 元

### 投资要点:

- 行业去库存导致大型企业业绩大幅下滑。随着新的《农作物种子生产经营许可管理办法》如期颁布以及原有种子企业生产许可证、经营许可证的即将到期 (2012 年 9 月 25 日到期), 许多中小型企业即将面临不准从事生产或经营种子业务, 又加上近几年中国种子行业一直处于供大于求格局, 企业的种子库存较高。在产业政策和行业市场环境双重压力的背景下, 中小型种子企业大量抛售库存种子在所难免, 行业进入一个恶性的价格竞争状态, 而种子行业市场监管体系不健全、监管力度不够又进一步加剧了行业的恶性竞争。在这个过程中, 为了维护品牌地位以及价格体系, 大型企业采取稳定价格策略, 这也就造成了大型企业业绩出现大幅下滑。
- 行业基本面决定公司短期业绩增长乏力。我们认为, 公司目前面临的经营困境如下: 1、种子行业目前处于倾销去库存阶段, 这是所有种子企业面临都最大经营困境; 2、核心品种生命周期有缩短趋势, 营销推广作用越来越大。众所周知, 由于农作物品种育种相对粗放, 品种审定后推广过程中面临中种植资源都流失、其他盗版品种冲击以及地方政府保护当地企业等一系列风险, 从而造成新品种生命周期缩短。由于品种同质化严重, 对于农业企业来说, 品种固然重要, 但营销对销量的拉动作用越来越大。目前, 公司都投资亮点主要有: 1、国内种子市场低迷, 公司有望加大出口业务力度, 因此出口业务增速有望加大; 2、近期美国干旱导致国际农产品价格一路走高, 受此影响, 国内农产品有望持续上升, 种子行业受益显著; 3、新产品 (新品种新两优 223、新两优 343、新两优 901) 有望放量增长, 弥补新两优 6 号市场下滑。
- 盈利预测与投资建议: 预计 12/13/14 年公司实现 EPS 为 0.23/0.30/0.43 元。结合当前股价 (2012-07-24 日收盘价 16.47 元), 估值合理。考虑到种子行业未来前景广阔、行业去库存后龙头企业受益以及公司整合效应都逐步显现, 我们给予公司中长期“推荐”投资评级。

发布时间: 2012 年 7 月 26 日

### 主要数据

52 周最高/最低价(元)	24.25/13.05
上证指数/深圳成指	2136.15/9155.34
50 日均成交额(百万元)	53.85
市净率(倍)	3.12
股息率	0.61%

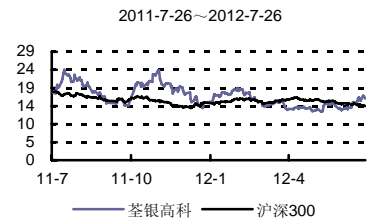
### 基础数据

流通股(百万股)	47.88
总股本(百万股)	105.60
流通市值(百万元)	788.54
总市值(百万元)	1739.23
每股净资产(元)	5.29
净资产负债率	43.65%

### 股东信息

大股东名称	张琴
持股比例	8.77%
国元持仓情况	

### 52 周行情图



### 相关研究报告

### 联系方式

研究员: 周家杏  
 执业证书编号: S0020511030015  
 电话: 021-51097188-1920  
 电邮: zhoujiaxing@gyzq.com.cn

联系人: 程维  
 电话: (0551) 2207936  
 电邮: chengwei@gyzq.com.cn  
 地址: 中国安徽省合肥市寿春路 179 号  
 (230001)

近日，我们就荃银高科 2011 年的股东大会之际，与公司基本面与公司领导进行交流。对行业、公司基本面判断如下：

#### 1、行业供大于求格局没有改变

据全国农机推广中心初步统计，今年全国各企业杂交水稻计划制种面积约 169 万亩，与去年实际制种面积基本持平；杂交玉米计划制种面积 434 万亩左右，比去年实际制种面积多 24 万亩。若按计划落实，且不出现大的异常气候，预计生产水稻种子 3 亿公斤、玉米种子 13 亿公斤，加上今年播种结束后的有效库存，预计 2013 年杂交水稻和杂交玉米生产、种子贮备、出口用种需求可以满足，且“两杂”种子有效库存增大。

从种子供求情况看，当前杂交水稻、杂交玉米种子的有效供给量分别为 3.4 亿公斤、17.6 亿公斤左右。今年杂交水稻面积维持在 2.6 亿亩左右；杂交玉米面积小幅增长，可能突破 5 亿亩；因精量播种、集中育秧等技术的推广，平均亩播种量继续下降，两大作物 2012 年的总需种量不超过 2.7 亿公斤、11 亿公斤，总体供过于求。而东北早熟玉米、两系杂交稻种子出现结构性短缺。黑龙江大豆面积调减，极早熟玉米出现实质性短缺。

#### 2、产业政策导向加速行业整顿步伐

2011 年 4 月 18 日，国务院发布了《国务院关于加快推进现代农作物种业发展的意见》，首次明确了农作物种业是国家战略性、基础性的核心产业。同时组织召开了建国以来最高规格的全国种子工作会议，提出对具有育种能力、市场占有率高、经营规模较大的“育繁推”一体化企业给予政策扶持；提出了提高种子行业市场准入门槛，支持大型企业通过并购、参股等方式进入种子行业。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。

为落实国家种业发展规划，2011 年 8 月 25 日，新的《农作物种子生产经营许可管理办法》出台。《办法》提高了种子行业的门槛壁垒：（1）生产许可证上，杂交水稻、玉米种子的注册资本由原来的不低于 500 万元变为不少于 3000 万元，其他主要农作物种子由不低于 100 万元变为不少于 500 万元；（2）经营许可证上，杂交水稻、玉米种子的注册资本由原来的不低于 500 万元以上，变为不少于 3000 万元，且固定资产不低于 1000 万元，其他主要农作物种子由注册资本不低于 100 万元以上，变为注册资本不少于 500 万元，且固定资产不少于 250 万元；（3）新办法要求实行育繁推一体化且注册资本在 1 亿元以上的企业，固定资产不少于 5000 万元，且必须拥有自己研发的国审或者省审品种。

此外，2011 年 9 月 4 日，农业部种子管理局正式成立，将进一步加强农作物种子的监督管理，规范种子生产经营许可，全面提升种业整体素质，种子行业迎来了前所未有的历史性发展机遇。

新的《农作物种子生产经营许可管理办法》自 2011 年 9 月 25 日起施行。本办法施行之日前已取得农作物种子生产许可证，且有效期在本办法施行之日起至 2012 年 4 月 1 日届满的企业，其种子生产许可证的有效期自动延展至 2012 年 4 月 1 日；已取得农作物种子经营许可证，且有效期在本办法施行之日起至 2012 年 9 月 25 日届满的企业，其种子经营许可证的有效期自动延展至 2012 年 9 月 25 日。

表 1：种子行业门槛显著提高

许可证类别	细分类别	原管理办法	新管理办法
生产许可证	杂交水稻、杂交玉米种子及其亲本种子	杂交种子：注册资本≥500 万元； 亲本种子≥100 万元	注册资本≥3000 万元
	其他主要农作物种子	-	注册资本≥500 万元
	杂交水稻、杂交玉米种子及其亲本种子	注册资本 500 万元以上	注册资本≥3000 万元，固定资产≥1000 万元，总加工能力≥10 吨/h
经营许可证	杂交种子以为种子	注册资本 100 万元以上	注册资本≥500 万元，固定资产≥250 万元
	种子进出口	注册资本 1000 万元以上	注册资本≥3000 万元，固定资产≥1000 万元
	“育繁推”一体化	注册资本 3000 万元以上，自有品种销量占总经营量的 50%以上	注册资本≥1 亿元，固定资产≥5000 万元，主要农作物种子基地 5000 亩以上，有 2 个以上国审品种或 5 个以上省审品种

资料来源：《农作物种子生产经营许可管理办法》国元证券研究中心

表 2:2011 年我国种子企业分类（按发证级别）

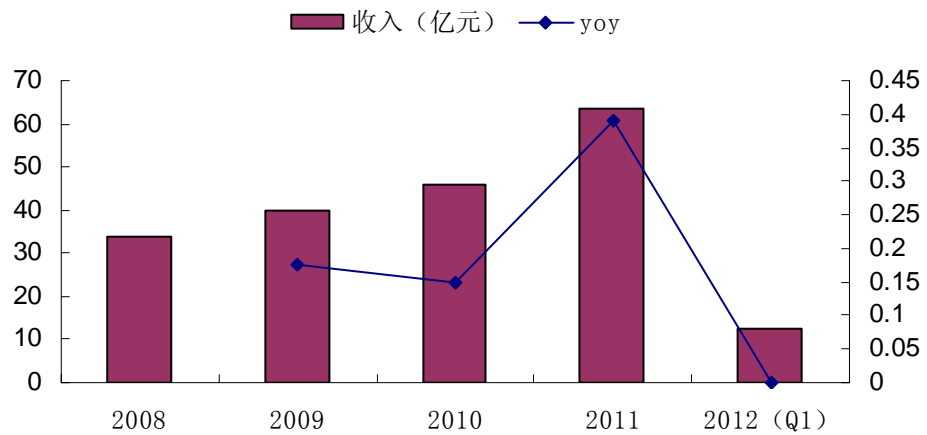
发证级别	注册资本	企业家数	占比
农业部级	≤3000 万元	128	54%
	>3000 万元	107	46%
省级	≤3000 万元	2943	96%
	>3000 万元	120	4%
市级	≤3000 万元	2183	99%
	>3000 万元	17	1%

资料来源：农业部农技推广中心、国元证券研究中心

### 3、行业去库存导致大型企业业绩大幅下滑

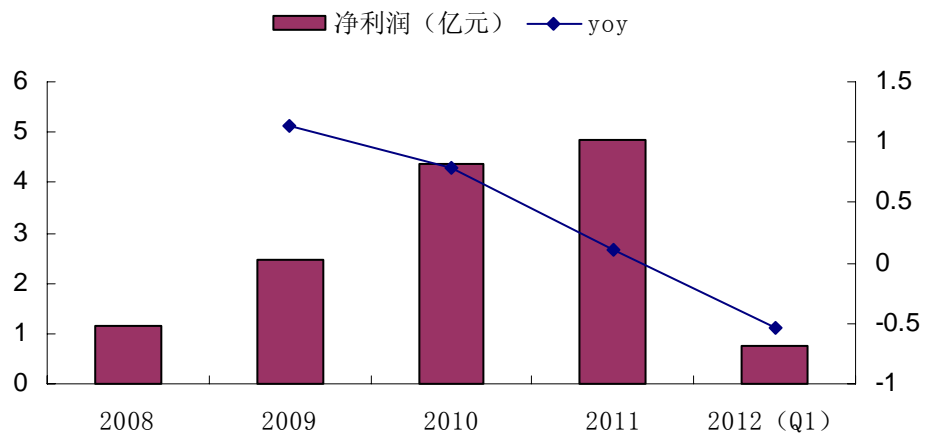
随着新的《农作物种子生产经营许可管理办法》如期颁布以及原有种子企业生产许可证、经营许可证的即将到期（2012 年 9 月 25 日到期），许多中小型企业即将面临不准从事生产或经营种子业务，又加上近几年中国种子行业一直处于供大于求格局，企业的种子库存较高。在产业政策和行业市场环境双重压力的背景下，中小型种子企业大量抛售库存种子在所难免，行业进入一个恶性的价格竞争状态，而种子行业市场监管体系不健全、监管力度不够又进一步加剧了行业的恶性竞争。在这个过程中，为了维护品牌地位以及价格体系，大型企业采取稳定价格策略，这也就造成了大型企业业绩出现大幅下滑。

图 1：种业上市公司收入增速大幅下滑



资料来源：国元证券研究中心，收入为登海种业、隆平高科、敦煌种业、万向德农、荃银高科等公司汇总数据

图 2：种业上市公司净利润大幅下滑



资料来源：国元证券研究中心，净利润为登海种业、隆平高科、敦煌种业、万向德农、荃银高科等公司汇总数据

#### 4、行业基本面决定公司短期业绩增长乏力

公司主要从事农作物种子的生产与销售。产品涵盖了水稻种子、小麦种子、玉米种子以及其他经济作物种子。核心产品为杂交水稻品种新两优 6 号、新两优 343、新两优 106。近两年，公司坚持收购兼并发展战略，先后成功收购了华安种业、皖农种业、铁研种业，等公司，控股子公司增加至 8 家，业务涵盖面以及综合实力得到显著提升。

如前文所述，种子行业目前处于政策门槛提高所带来的行业恶性竞争阶段，大量中小型种子企业面临无法生产、销售种子的政策压力，倾销库存种子是必然趋势，这给大型种子企业产生巨大都冲击，这从 2011 年上市种子企业的财报可以看出。因此，我们认为，公司目前面临的经营困境如下：1、种子行业目前处于倾销去库存阶段，这是所有种子企业面临都最大经营困境；2、核心品种生命周期有缩短趋势，营销推广作用越来越大。众所周知，由于农作物品种育种相对粗放，品种审定后推广过程中面临中种植资源都流失、其他盗版品种冲击以及地方政府保护当地企业等一系列风险，从而造成新品种生命周期缩短。由于品种同质化严重，对于农业企业来说，品种固然重要，但营销对销量的拉动作用越来越大。

目前，公司都投资机会主要有：1、国内种子市场低迷，公司有望加大出口业务力度，因此出口业务增速有望加大；2、近期美国干旱导致国际农产品价格一路走高，受此影响，国内农产品有望持续上升，种子行业受益显著；3、新产品（新品种新两优 223、新两优 343、新两优 901）有望放量增长，弥补新两优 6 号市场下滑。

5、盈利预测与投资建议：预计12/13/14年公司实现EPS为0.23/0.30/0.43元。结合当前股价（2012-07-25日收盘价16.47元），估值合理。考虑到种子行业未来前景广阔、行业去库存后龙头企业受益以及公司整合效应都逐步显现，我们给予公司中长期“推荐”投资评级。

表 3：公司利润表预测

利润表		单位:百万元			
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	
营业收入	279	349	436	567	
营业成本	185	234	286	359	
营业税金及附加	0	0	0	0	
营业费用	39	49	61	79	
管理费用	37	47	58	76	
财务费用	-6	-5	-3	2	
资产减值损失	0	1	0	0	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	1	1	1	1	
营业利润	26	24	34	51	
营业外收入	3	5	5	4	
营业外支出	0	0	0	0	
利润总额	29	29	39	56	
所得税	3	2	2	3	
净利润	27	27	37	52	
少数股东损益	5	3	5	7	
归属母公司净利润	22	24	32	45	
EBITDA	25	22	35	56	
EPS (元)	0.20	0.23	0.30	0.43	

资料来源：公司定期报告、国元证券研究中心

表 4：公司重要财务指标预测

重要财务指标		单位:百万元			
主要财务指标	2011	2012E	2013E	2014E	
营业收入	279	349	436	567	
同比(%)	55%	25%	25%	30%	
归属母公司净利润	22	24	32	45	
同比(%)	-34%	11%	33%	42%	
毛利率(%)	33.9%	32.9%	34.4%	36.7%	
ROE(%)	3.9%	4.2%	5.4%	7.2%	
每股收益(元)	0.20	0.23	0.30	0.43	
P/E	82.38	74.11	55.72	39.27	
P/B	3.18	3.10	2.99	2.84	
EV/EBITDA	61	69	45	27	

资料来源：公司定期报告、国元证券研究中心

## 国元证券投资评级体系：

### (1)公司评级定义

	二级市场评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上
推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上

### (2)行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

## 分析师声明

作者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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。特此声明。

## 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具有以下业务资质：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务。

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

市场有风险，投资需谨慎。

## 免责条款：

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn