

杨澍

执业证书编号: S0730511080001

021-50588666-8013

[yangshu@ccnew.com](mailto:yangshu@ccnew.com)

顺势布局, 静待收获

——荃银高科 (300087) 研究报告

## 证券研究报告—公司研究

增持 (首次)

发布日期: 2012年7月24日

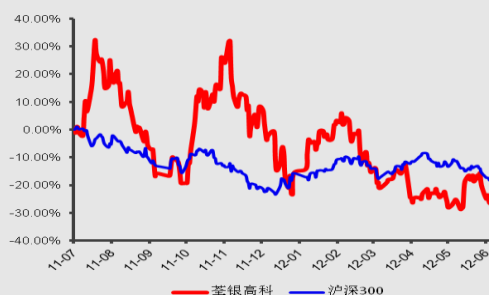
### 市场数据

收盘价 (元)	15.81
一年内最高/最低 (元)	24.48/12.91
沪深300 指数	2398.46
市净率 (倍)	2.96
流通市值 (亿元)	7.57

### 基础数据

每股净资产 (元)	5.34
每股经营现金流 (元)	-0.43
毛利率 (%)	33.87
净资产收益率 (%)	3.89
资产负债 (%)	26.99
总股本/流通股 (万股)	10560/4788
B股/H股 (万股)	/

### 个股相对沪深300 指数走势



联系人: 周楷翔

电话: 021-50588666-8031

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

### 投资要点:

- 荃银高科原是立足安徽省的种子企业, 以杂交水稻制种、推广为主业, 形成较为齐全的品种线, 涵盖中稻与晚稻、两系与三系, 其中两系杂交中稻是公司主打品种。
- 公司上市后资金压力极大缓解, 利用超募的3.32亿元开展密集并购, 产品种类、研发团队、营销网络、制种基地等资源快速扩充, 一举变身为全国性种子集团, 多元化战略启动。
- 水稻种子品种线无需担心, 公司拥有新两优6号、两优6326、皖稻153、徽两优6号等主力品种, 同时具备新两优香4、农丰优909、丰优293、新两优223、新两优901、新两优343等较长的后备品种线。
- 公司杂交水稻种子库存较高, 下一阶段势必要将重心转移至销售能力的提升, 这一步骤决定了公司能否消化所扩张的产能, 走上良性循环的轨道。
- 公司玉米种子业务依托于铁研种业、登封种业, 小麦种子业务依托于皖农种业, 其中铁研种业、皖农种业经营多年, 确定性较强。
- 预计2012-2014年上市公司实现净利润4318万、5414万、6351万元, 对应每股收益 (EPS) 0.41元、0.51元、0.6元, 对应市盈率38倍、31倍、26倍。公司估值在行业内偏高, 但由于其扩张步伐最快, 具备持续高成长的可能, 给予“增持”投资评级。
- 风险提示: 极端天气影响或病虫害灾害; 子公司整合步骤较慢; 制种成本涨幅超过预期。

## 目录

1、荃银高科：杂交水稻种子专家 .....	4
2、借政策东风，加紧扩张步伐 .....	4
2.1 种业市场空间广阔.....	4
2.2 政策鼓励并购重组.....	6
2.3 公司加紧扩张步伐.....	7
3、做大做强水稻种子 .....	9
3.1 自身研发已被验证.....	9
3.2 外部收购如虎添翼.....	10
3.3 品种储备充足.....	11
3.4 去库存势在必行但有难度.....	12
4、培育玉米、小麦种子 .....	14
4.1 相关多元化战略.....	14
4.2 玉米业务兼顾品种与研发.....	15
4.3 小麦种子依托皖农种业.....	16
5、盈利预测与估值 .....	16
5.1 盈利预测.....	16
5.2 估值.....	18
6、风险提示 .....	18
行业投资评级 .....	19
公司投资评级 .....	19
重要声明 .....	19
免责条款 .....	19
转载条款 .....	19

## 图表目录

图表 1: 公司主营业务收入.....	4
图表 2: 国内主要农作物种子商品化率约 60%.....	5
图表 3: 国内商品种子用量预测.....	6
图表 4: 国内种业产值空间广阔.....	6
图表 5: 全国持有效许可证的种子经营企业.....	6
图表 6: 两杂种子生产经营门槛大幅提升.....	7
图表 7: 公司上市后加紧扩张步伐.....	8
图表 8: 公司一举成为全国性种子集团.....	8
图表 9: 种业公司 2011 年种子业务收入比较.....	8
图表 10: 公司杂交水稻国审品种一览表.....	9
图表 11: 上市公司杂交水稻国审数量对比.....	9
图表 12: 外部收购获得主要水稻品种.....	10
图表 13: 通过收购获得研发资源.....	10
图表 14: 杂交水稻品种推广面积排位.....	11
图表 15: 公司主要杂交水稻品种特征.....	11
图表 16: 公司后备杂交水稻品种特征.....	12
图表 17: 公司制种面积与库存.....	13
图表 18: 公司库存收入比较高.....	13
图表 19: 同行业公司水稻种子业务毛利率比较.....	13
图表 20: 全国杂交水稻种子供需情况.....	14
图表 21: 国内玉米、小麦播种面积.....	15
图表 22: 杂交玉米、杂交水稻、小麦种子市场空间.....	15
图表 23: 外部收购获得杂交玉米品种与研发平台.....	16
图表 24: 荃银母公司盈利预测.....	17
图表 25: 荃银子公司盈利预测.....	17
图表 26: 种业公司估值比较.....	18

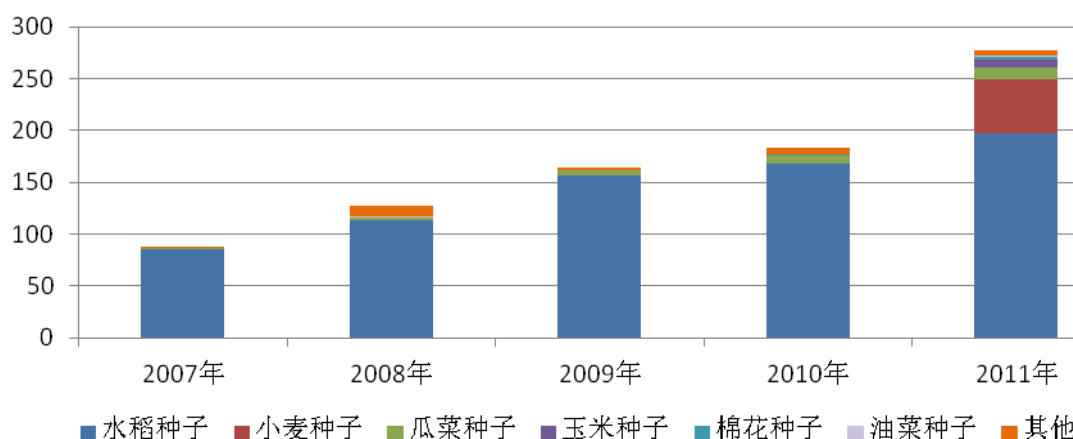
## 1、荃银高科：杂交水稻种子专家

安徽荃银高科种业股份有限公司（下文简称“荃银高科”）成立于 2008 年，前身是安徽荃银禾丰种业有限公司，主营业务为杂交水稻种子的研发、繁育、推广与服务，有丰富的生产经验和种质资源。2011 年之前公司水稻种子业务收入占比在九成以上，之后由于业务领域拓宽，比例下降至 70%，但仍是其立足之本。

公司属政策扶持的育繁推一体化企业，具备自主创新能力，较早介入两系法杂交水稻制种领域。公司在上市前即形成了较为齐全的杂交水稻品种线，涵盖中稻与晚稻、两系与三系，其中优势品种“新两优 6 号”被农业部赋予首批超级稻称号，2009 年度推广面积已排名全国第二。

图表 1：公司主营业务收入

单位：百万元



来源：中原证券研究所 公司公告

## 2、借政策东风，加紧扩张步伐

### 2.1 种业市场空间广阔

商品种子的使用量与农作物播种面积、单位面积用种、种子商品化率三项指标相关，即“种子用量=播种面积×单位面积用种量×商品化率”。

国内农作物播种面积近些年维持在 1.55-1.60 亿公顷，粮食作物播种面积维持在 1.04-1.09 亿公顷，未来或将继续稳定；单位面积用种量随科技进

步而减少，但目前仅在玉米种植中表现突出，其他作物品种暂未体现。

播种面积稳定，单位面积用种量下降不明显，因此未来商品种子用量主要由商品化率的演变决定。我国农作物种子商品化率基数较低，但过去 5 年的提升速度较快，年均增长 2.6 个百分点，由 50% 上升至 63%。尽管如此，但与发达国家仍有明显差距，全球种子商品化率平均水平约 70%，发达国家更是 90% 以上。

目前我国农作物种子常年用量 125 亿公斤左右，其中商品种子约 78 亿公斤。按照播种面积与单位面积用种保持不变，未来十年种子商品化率以每年 1% 的速度增长的假设，则 2015 年和 2020 年种子商品化率分别达到 68%、73%，商品种子用量为 85 亿公斤、91 亿公斤，相对 2010 年增长 9% 与 17%。

图表 2: 国内主要农作物种子商品化率约 60%

	每亩用种 (千克)	播种面积 (千公顷)	总用种量 (吨)	商品化率	商品种子 (吨)
油菜	0.25	7278	27291	100%	27291
玉米	2.50	31183	1169349	98%	1145962
棉花	3.00	4952	222832	90%	200549
水稻	1.50	29627	666606	65%	433294
蔬菜	1.00	18414	276215	50%	138107
小麦	13.00	24291	4736697	50%	2368349
大豆	3.30	8901	440591	30%	132177
合计:			7539581	<b>59%</b>	4445729

来源: 中原证券研究所 国家统计局

注: 播种面积为 09 年数据, 大豆播种面积为估算

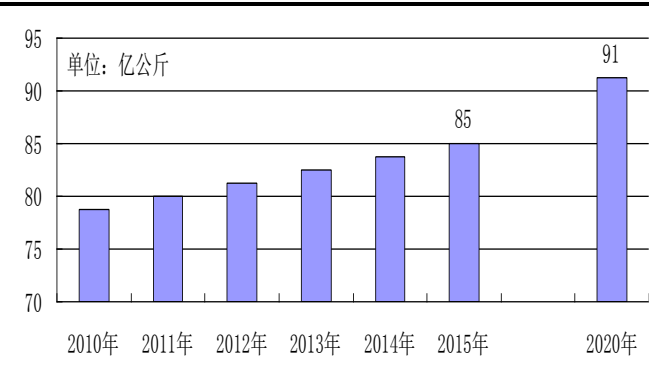
种子行业产值与商品用种量、种粮价格比、大宗农产品价格三项指标相关，即“种业产值=用种量×大宗农产品价格×种粮价格比”。

长期来看，大宗农产品价格上涨趋势明显且难以逆转。由于供需、成本、政策等多方面因素助推，03 年以来粮食、油脂、蔬果等农产品价格逐年走高，年均涨幅达到 8%。此外，08-11 年国家粮食最低收购价年均涨幅为 9.75%，对相关农产品价格起到支撑。因此，我们进行保守预计，未来十年国内农产品价格年均涨幅为 5%。

目前国内商品种子价格偏低，种粮价格比仅为 3-5，而世界平均水平约为 20-25，可见国内价格极为便宜。随着竞争环境规范以及良种经济效益提升，未来种粮价格比的提升空间较大。假设未来十年种粮比以年均 0.5 的幅度增长，则 2015 年、2020 年可达到 6.5 和 9。

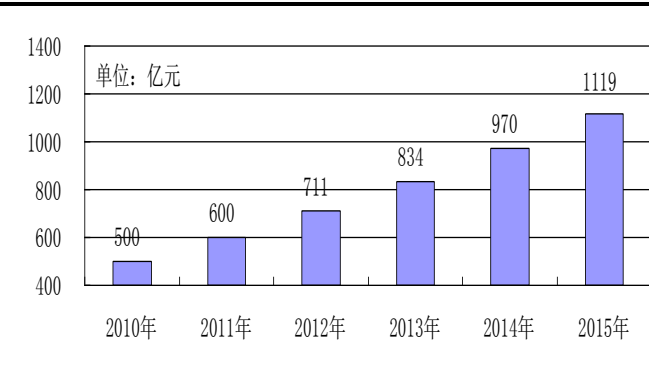
根据以上假设，测算 2015 年商品种子产值将比 2010 年增长一倍以上，达到千亿规模，2020 年将有可能在此基础上再翻一倍。因此，种子行业的未来发展空间极为广阔，十年之内无须担心市场容量的问题。

图表 3: 国内商品种子用量预测



来源: 中原证券研究所

图表 4: 国内种业产值空间广阔



来源: 中原证券研究所

## 2.2 政策鼓励并购重组

虽然未来空间广阔，但目前国内种业仍处于混沌状态，套牌、冒牌、虚假宣传等现象屡禁不止，原因一方面在于经营主体繁多导致竞争白热化，国内持证种子生产企业超过一万家，持证种子经营企业七千六百余家；另一方面在于研发能力不足导致竞争层面低端，大多数企业并不具备自主研发能力，因而偏向通过非正规手段获利，正规企业反而受到排挤。

图表 5: 全国持有有效许可证的种子经营企业

<b>农业部发证</b>	<b>252</b>
育繁推一体化企业	91
进出口企业	95
外资企业	29
转基因 营企业	100
<b>省级发证</b>	<b>2950</b>
<b>市级发证</b>	<b>2236</b>
<b>县级发证</b>	<b>2164</b>
<b>合计:</b>	<b>7602</b>

来源: 中原证券研究所 中国种业信息网

为解决上述弊端，监管层出台了一系列应对措施，包括提高行业门槛、鼓励并购重组、理顺研发体制等，旨在淘汰一批违规企业、培养一批龙头企业、净化市场竞争环境。

《农作物种子生产经营许可管理办法》要求包括注册资本、经营场地、

人员配备等条件在内的行业准入门槛大幅提高;《国务院关于进一步加快推进现代农业种业发展意见》明确支持大型企业通过并购参股进入种业,鼓励种子企业间兼并重组;《意见》同时支持科研人才向种子企业流动,形成以企业为主体的种业科技创新模式。在上述政策的推动下,企业间的并购及与科研院所的合作正如火如荼展开。

图表 6: 两杂种子生产经营门槛大幅提升

	01 年管理办法	11 年管理办法
<b>申请种子生产许可证</b>		
注册资本	500 万	3000 万
晒场条件	500 平	1000 平
仓储条件	未明确	500 平
检验室条件	未明确	150 平
人员条件	生产技术人员 3 名、检验人员 2 名	生产技术人员和检验人员各 5 名
<b>申请种子经营许可证</b>		
注册资本	500 万	3000 万, 固定资产不 于 10 0 万
晒场条件	未明确	1000 平
仓储条件	未明确	500 平
加工条件	未明确	杂交玉米 10 吨/小时, 杂交稻 5 吨/小时
人 条件	加工技术人员 1 名、检验人员 2 名	加工技术人员、检验 员各 5 名, 贮藏技术人员 3 名
<b>申请种子进出口许可证</b>		
注册资本	1000 万	3000 万, 固定资产不少于 1000 万

来源: 中原证券研究所 中国种业信息网

### 2.3 公司加紧扩张步伐

受制于资本限制,公司早先定位于区域性企业,业务多集中在安徽省内,产品以两系杂交水稻种子为主,业务规模远落后于龙头企业。上市之后,资金压力极大缓解,公司利用超募的 3.32 亿元开展密集并购,业务范围与经营区域得到迅速拓展,多元化战略启动。

2010 年上市以来,公司先后收购了四川竹丰、杨凌登封、安徽华安、安徽皖农、辽宁铁研等五家种子企业,并与新安种业共同设立荃银欣隆;此外,公司还购买谭两优 143、五山丝苗、高玉 2067 等三款品种权,并与安徽农科院共同设立分子育种联合实验室。

通过一系列资本运作,公司的产品种类、研发团队、营销网络、制种基地等资源得到快速扩充,一举变身为全国性种子集团。从品种看,新增常规稻种、玉米种、小麦种、大豆种等多系列产品;从销售网络看,新覆盖东北、中部、东南沿海等区域;从制种能力看,新增东北、四川等稳定基地。

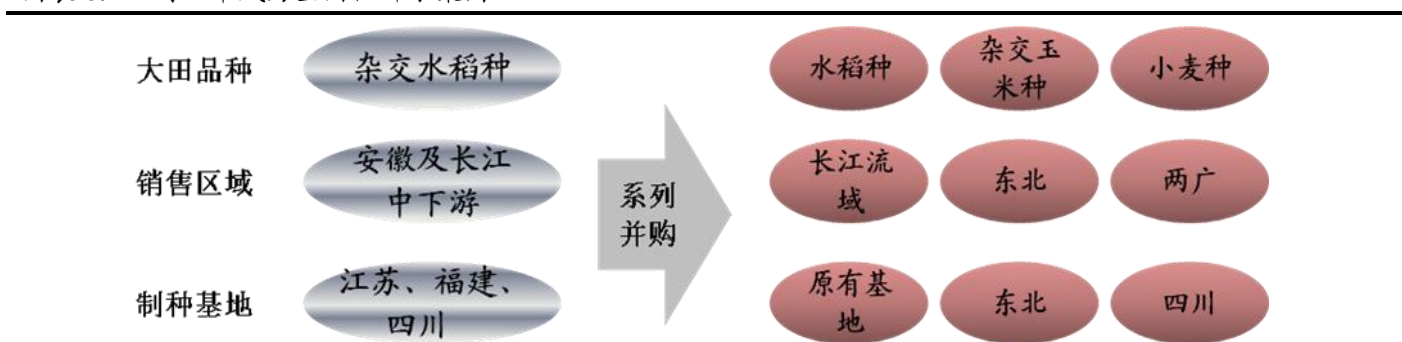


图表 7: 公司上市后加紧扩张步伐

日期	动作	对象	股权占比	价格
2010年8月	收购公司	四川竹丰种业	51%	979.2万
2010年11月	设立公司	安徽荃银欣隆种业	51%	1530万
2010年11月	收购公司	杨凌登封种业	56%	1120万
2011年3月	收购公司	安徽华种业	52%	2205万
2011年6月	购买品种	“谭两优 143”	-	80万
2011年6月	设立公司	分子育种联合实验室	-	-
2011年7月	收购公司	安徽皖农种业	54%	2378.7万
2011年10月	购买品种	“五山丝苗”	-	280万
2011年10月	收购公司	辽宁铁研种业	54.05%	2780.4万
2012年1月	购买品种	“高玉 2067”	-	300万

来源: 中原证券研究所 公司公告

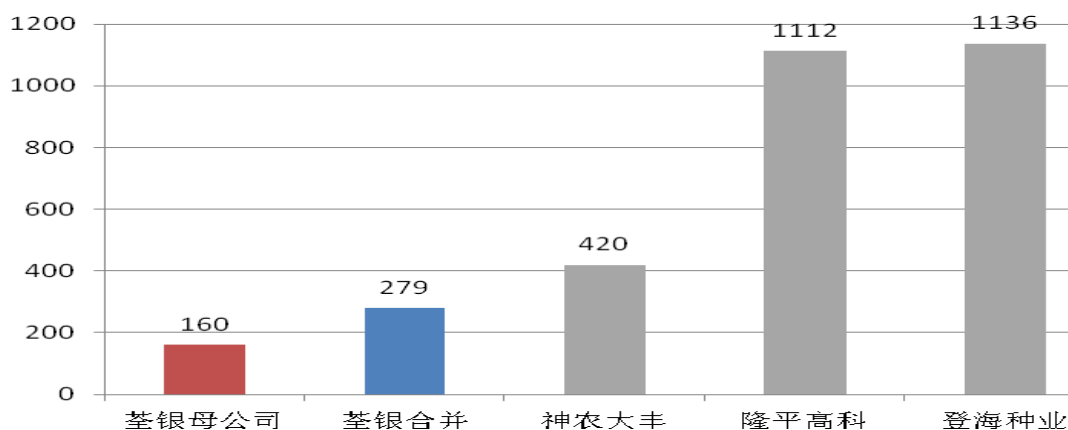
图表 8: 公司一举成为全国性种子集团



来源: 中原证券研究所 公司公告

图表 9: 种业公司 2011 年种子业务收入比较

单位: 百万元



来源: 中原证券研究所 公司公告



### 3、做大做强水稻种子

#### 3.1 自身研发已被验证

公司在杂交水稻育种方面具备较强研发实力，拥有一流的育种专家资源，并在海南、安徽建有科研育种、亲本繁殖基地。目前公司拥有自主产权杂交水稻品种 22 个，获国家发明专利 1 项，品种保护权 9 项，承担国家及省市重点项目 10 余项。

2006 年以来，公司已有 7 个杂交水稻品种通过国家审定，包括两个三系品种和五个两系品种，国审数量在上市公司中仅次于隆平高科。其中，2007 年审定的“新两优 6 号”更是被农业部认定为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的主要推广品种。

图表 10：公司杂交水稻国审品种一览表

国 年份	品种	类型	种植区域
2006 年	农丰优 909	三系籼稻	双季晚稻
2007 年	新两优 6 号	两系籼稻	一季中稻
2007 年	新优 188	三系籼稻	双季晚稻
2008 年	新两优 106	两系籼稻	双季晚稻
2010 年	新两优 223	两系籼稻	一季中稻
2010 年	新两优 343	两系籼稻	一季中稻
2010 年	新两优 901	两系籼稻	双季晚稻

来源：中原证券研究所 农业部

图表 11：上市公司杂交水稻国审数量对比

	荃银高科	隆平高科	丰乐种业	神农大丰
2006 年	1	1		3
2007 年	2	1	1	1
2008 年	1	1	0	0
2009 年	0	2	3	0
2010 年	3	4	0	0
<b>合计</b>	<b>7</b>	<b>9</b>	<b>4</b>	<b>4</b>

来源：中原证券研究所 农业部

### 3.2 外部收购如虎添翼

通过一系列收购与合作，公司收获一批水稻品种的经营权，其中包括六款国审品种。

收购四川竹丰种业，公司获得竹丰系列、西南科大系列品种十余个，有效拓展公司在西南片区的销售市场；通过与新强种业联合成立荃银欣隆，公司获得三款两系杂交水稻品种，加强公司在长江中下游地区的优势；通过收购华安种业，公司获得七款水稻品种的使用权，加强省内优势；此外，公司还购买了谭两优 143、五山丝苗的独占使用权。

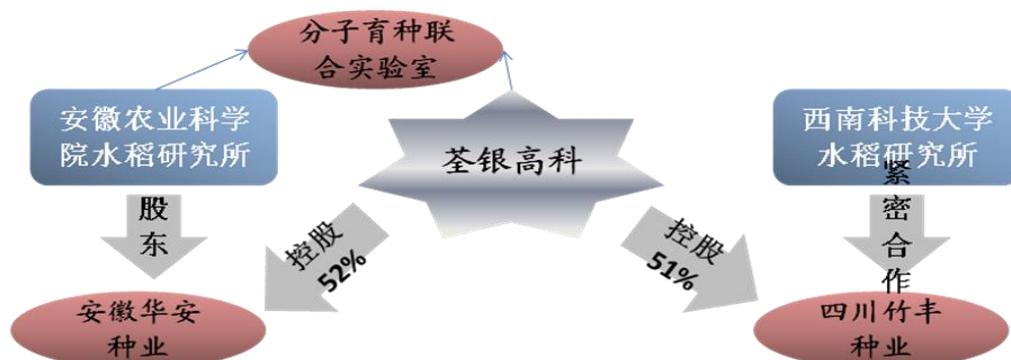
图表 12: 外部收购获得主要水稻品种

收购/合作公司	包含水稻品种
四川竹丰	竹丰优 009、竹丰优 28、冈优 2009、C 优 2040、B 优 838、 <b>B 优 827 (国审)</b> 、 <b>红优 2009 (国审)</b>
新强种业	<b>两优 6326 (国审)</b> 、新强 8 号、强两优二号
华安种业	<b>皖稻 153 (国审)</b> 、徽两优 6 号、徽两优 3 号、皖稻 185、皖稻 199、 <b>II 优 52 号 (国审)</b> 、双优 3404
皖农种业	<b>明优 98 (国审)</b> 、粳杂优 0401、天香 58、明两优 6 号、皖稻 90
其他	谭两优 143、五山丝苗

来源：中原证券研究所 公司公告

除水稻品种外，通过收购公司还获得诸多研发资源与制种资源。如四川竹丰种业具备三系杂交稻研发优势，并拥有优质制种基地 10000 亩左右；与安徽省农业科学院水稻研究所合资华安种业，变相获得安徽农科院的研发资源，之后双方合作成立“分子育种联合实验室”即由此而来。

图表 13: 通过收购获得研发资源



来源：中原证券研究所 公司公告

统一部署研发资源与营销渠道是收购之后的整合重点，由于所收购杂交稻种企业的自身研发实力相对偏弱，因而该过程相对简单，判断未来子公司研发资源将整体纳入母公司体系。

## 3.3 品种储备充足

公司主力品种包括新两优 6 号、两优 6326、皖稻 153、徽两优 6 号。新两优 6 号在 2009 年位居全国推广面积第二，近两年推广面积下滑，但仍是国内主要品种；两优 6326 在 2009 年位居全国推广面第三，公司通过欣隆种业获得品种经营权，但德农正成种业同样拥有经营权至 2013 年 6 月。

图表 14: 杂交水稻品种推广面积排位

2006 年			2007 年		
排位	品种	推广面积	排位	品种	推广面积
1	两优培九	1157	1	两优培九	706
2	金优 402	802	2	金优 402	630
3	金优 207	691	3	金优 207	597
<b>18</b>	<b>新两优 6 号</b>	<b>187</b>	<b>10</b>	<b>新两优 6 号</b>	<b>274</b>

2008 年			2009 年		
排位	品种	推广面积	排位	品种	推广面积
1	丰两优 1 号	551	1	扬两优 6 号	541
2	扬两优 6 号	549	<b>2</b>	<b>新两优 6 号</b>	<b>456</b>
3	金优 207	506	3	两优 6326	426
<b>9</b>	<b>新两优 6 号</b>	<b>356</b>			

来源: 中原证券研究所 农技推广中心

图表 15: 公司主要杂交水稻品种特征

品种	审定代码	区试亩产 (公斤)	对照增产	抗性	适宜种植区域
新两优 6 号	国审稻 2007016	572.39	II 优 838, 5.71%	高感稻瘟病, 中感白枯叶病	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
两优 6326	国审稻 2007013	577.46	II 优 838, 5.91%	高感稻瘟病, 感白枯叶病	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
皖稻 153	国审稻 2008013	581.4	II 优 838, 5.54%	高感稻瘟病, 中感白枯叶病	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	602	汕优 63, 7.9%	中抗稻瘟病, 中抗白枯叶病	安徽全省

来源: 中原证券研究所 农技推广中心

除上述主力品种外，公司还拥有足够长的后备品种线。新两优香 4、农丰优 909、丰优 293 是持续推广的品种，而 2010 年通过国审的新两优 223、新两优 901、新两优 343 产量表现突出，有望上位，其中两优 223 的品种权和全国市场独占开发权已交由湖北荃银，实际推广临近。

图表 16: 公司后备杂交水稻品种特征

品种	审定代码	区试亩产 (公斤)	对照增产	抗性	适宜种植区域
新两优香 4	皖品审 07010601	554.85	汕优 63, 6.92%	感稻瘟病, 中 抗白枯叶病	适宜在安徽省作一季稻种植, 但不宜在山区和稻瘟病重发区种植
农丰优 909	国审稻 2006047	523.48	金优 207, 3.3%	高感稻瘟病, 感白枯叶病	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
新两优 223	国审稻 2010011	608.6	II 优 838, 6.78%	高感稻瘟病, 感白枯叶病	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 901	国审稻 2010030	518.2	汕优 46, 6.77%	高感稻瘟病, 感白枯叶病	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
新两优 343	国审稻 2010021	607	II 优 838, 7.8%	高感稻瘟病, 中感白枯叶 病	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

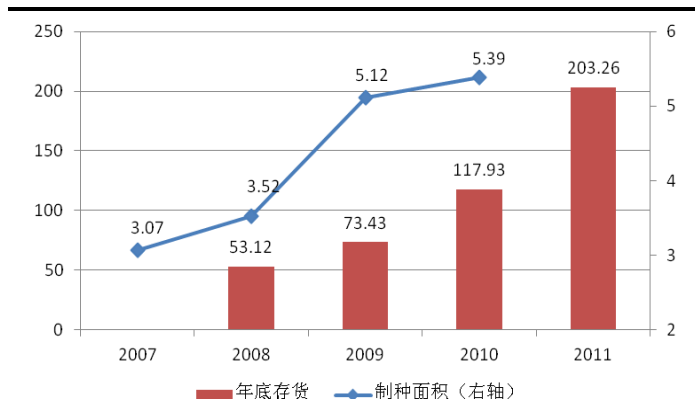
来源: 中原证券研究所 农技推广中心

### 3.4 去库存势在必行但有难度

短期来看，公司面临较大的库存压力，去库存化势在必行。排除子公司影响，荃银母公司库存在 2009-2011 年快速提升，11 年底达到 2.03 亿元，同比提升 72%。行业内来看，公司 127% 的库存收入比处于较高水平，而同业基本在 50% 以下。

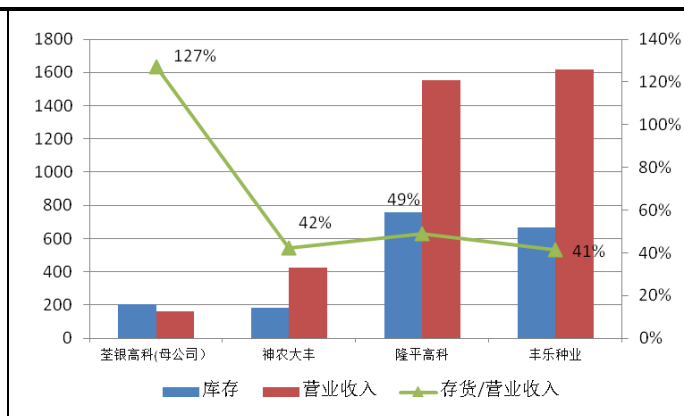
从盈利能力来看，公司主营两系杂交水稻种子，相对三系品种具备优势，因而公司毛利率始终处于较高水平。但由于所收购资产的中和作用，以及天气因素导致单期制种成本上升，近几年公司水稻业务毛利率持续下行，由最高 43% 降至 38%。同期，竞争对手产品结构调整带来毛利率持续提升，因而公司 2011 年水稻业务毛利率已落后于隆平高科，这将为公司的去库存进程带来难度。

图表 17: 公司制种面积与库存 单位: 万亩 百万元



来源: 中原证券研究所 公司公告

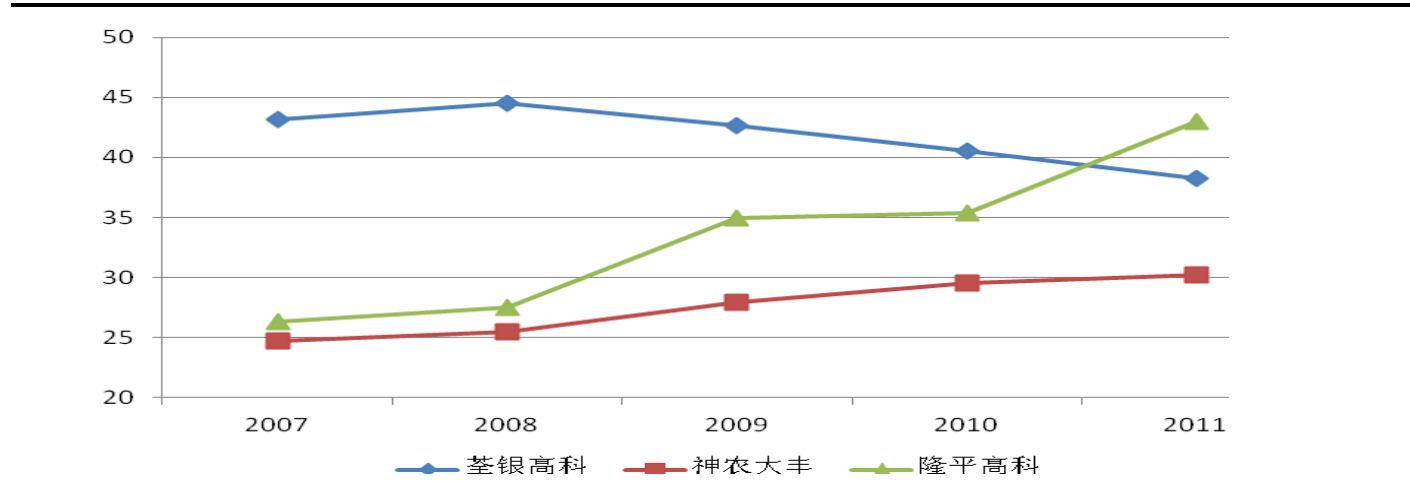
图表 18: 公司库存收入比较高 单位: 百万元



来源: 中原证券研究所 公司公告

图表 19: 同行业公司水稻种子业务毛利率比较 单位: %

单位: %



来源: 中原证券研究所 公司公告

从整个行业的角度来看,目前景气度呈下行趋势。对比全国杂交水稻种子供需情况,2010年以来连续三年制种面积增长,带来供给增加,但同期杂交水稻种植面积稳定,种子需求变化较小,因而供大于求愈发明显。根据全国农技推广中心的预测,2012年国内杂交水稻种子供应3.4亿公斤,需求不超过2.7亿公斤,年底将剩余0.7亿公斤以上,占当年需求的26%。

在行业整体供大于求以及公司自身毛利率下滑的背景下,去库存难度加大,必须依赖于营销网络的完善与营销理念的改进。我们认为,在前期一系列收购行动完成之后,公司势必将工作重心转移至销售能力的提升上来,即加大力度在外埠布局营销团队与代理商,这一步骤决定了公司能否消化快速收购所带来的产能扩张,顺利度过难关,走上良性循环的轨道。

图表 20: 全国杂交水稻种子供需情况

单位: 亿公斤

单位: 亿公斤	种子供给				种子需求		当年剩余	当年剩余/ 当年需求
	上年制种面积 (万亩)	当年新种 子	有效库 存	供给总 量	当年作物面 积(亿亩)	当年需 种量		
2002 年	121	1.9	0.5	2.4	2.4	2.7	-0.3	<b>-10.9%</b>
2003 年	132	2.3	0.2	2.5	2.3	2.7	-0.2	<b>-7.4%</b>
2004 年	156	2.5	0.5	3.0	2.3	2.8	0.2	<b>6.8%</b>
2005 年	144	2.6	0.5	3.1	2.5	2.9	0.2	<b>6.9%</b>
2006 年	142	2.5	0.6	3.1	2.4	2.7	0.4	<b>14.8%</b>
2007 年	150	2.7	0.8	3.5	2.5	3.0	0.6	<b>18.6%</b>
2008 年	114	2.2	1.2	3.4	2.4	2.4	1.0	<b>42.6%</b>
2009 年	95	2.1	0.8	2.9	2.5	2.4	0.5	<b>19.3%</b>
2010 年	137	2.4	0.5	2.8	2.5	2.5	0.3	<b>13.6%</b>
2011 年	150	2.5	0.5	3.0	2.6	2.6	0.4	<b>15.8%</b>
2012 年	169	-	-	3.4	2.6	2.7	0.7	<b>25.9%</b>

来源: 中原证券研究所 农技推广中心

## 4、培育玉米、小麦种子

### 4.1 相关多元化战略

公司上市后,立足于资本优势,顺应政策导向,确立了以杂交水稻种子为主导的限制性相关多元化战略。在主营杂交水稻种子业务的同时,积极向主业外延扩展,发展玉米种子、小麦种子等产业。

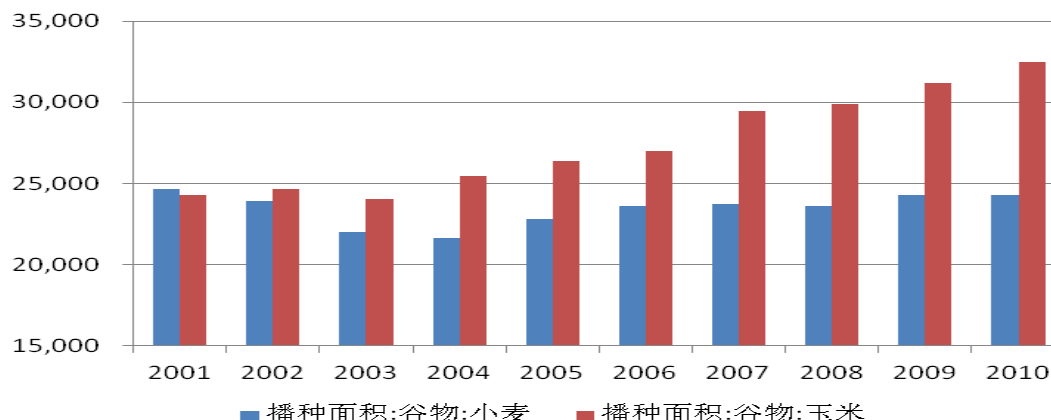
玉米、小麦、水稻是国内三种主要粮食作物,其播种面积是国家保证粮食安全的重要指标。本世纪以来,国内小麦播种面积相对稳定,始终在 2400 万公顷左右;玉米播种面积则持续提升,2010 年已达到 3250 万公顷,比 2001 年增长 34%。在此背景下,通过每亩用种量、种子商品化率、种子价格等指标,测算出当前杂交玉米种子市场空间超过 300 亿元,小麦种子市场空间超过 100 亿元,合计为杂交水稻种子市场的两倍。因此,公司进入玉米、小麦种子市场,博取更大的发展空间,符合产业特征。

公司上市前仅是一家主营杂交水稻种子的地方性企业,并不具备玉米种子、小麦种子的业务基础,完全依靠自行打造的难度较大,因而利用资本优势进行收购无疑为最佳途径。



图表 21: 国内玉米、小麦播种面积

单位: 千公顷



来源: 中原证券研究所 国家统计局

图表 22: 杂交玉米、杂交水稻、小麦种子市场空间

	每亩用种 (千克)	播种面积 (千公顷)	总用种量 (万吨)	商品化率	商品种子 (万吨)	种子价格 (元/公斤)	产值
玉米	2.50	32500	121.9	98%	119.5	26	310.7 亿
小麦	13.00	24257	473.0	50%	236.5	4.3	101.7 亿
水稻	1.50	29873	67.2	65%	43.7	50	218.5 亿

来源: 中原证券研究所 国家统计局

#### 4.2 玉米业务兼顾品种与研发

在玉米种子业务收购标的的选择上,公司兼顾成熟品种与研发资源,做到长短结合。一方面筛选收购市场中有潜力的品种,便于迅速开展业务,实现收益,如收购铁研种业的诸多品种、高玉 2067 等;另一方面致力于收购杂交玉米研发平台,为长远经营打下基础,如收购杨凌登封种业的研发资源、建立与铁岭农科院的合资关系等。

在国内玉米主产区布局上,公司也有所考虑,通过铁研种业快速进入北方春播区,通过登封种业进入黄淮海夏播区。两家公司各有特色,铁研种业依托于铁岭农科院,拥有国审或省审杂交玉米品种 20 余款,年度营业额在 3000 万元以上;登封种业是在原陕西高效农业开发研究所基础上发展起来,积累了丰富的玉米育种资源,但商业化推广尚未真正起步。



图表 23: 外部收购获得杂交玉米品种与研发平台

收购/合作公司	包含杂交玉米品种	研发平台
新强种业	安隆 4 号	无
铁研种业	20 余个品种, 其中国审品种 2 个	依靠铁岭农科院
华安种业	皖糯 2 号	无
登封种业	高农 1 号、登峰 1 号、高农 901	自身研发平台
其他	高玉 2067	-

来源: 中原证券研究所 公司公告

#### 4.3 小麦种子依托皖农种业

小麦种子业务也是公司的发展方向之一, 通过收购安徽皖农种业得以实现。皖农种业以经营小麦种子业务为主, 独占经营的小麦品种主要包括皖麦 54、安农 0305、皖麦 47、皖麦 202, 同时还享有罗麦 8 号、罗麦 10 号的生产经营权, 此外多个新品系正在参加预试、区试, 有着较好的品种储备。皖农种业在江苏、安徽等地建立了稳定的小麦制种基地约 3 万亩, 近两年销量已达到 1000 万公斤, 年营业额接近 4000 万元。

未来皖农种业将成为公司发展小麦种子业务的基础、核心平台, 将充分发挥其原有小麦种子业务优势, 建立小麦研发机构、扩大制种规模、加大市场拓展力度, 成长为育繁推一体化的主营小麦、兼顾水稻种业企业。

## 5、盈利预测与估值

### 5.1 盈利预测

公司由区域型企业步入种业集团, 跨度较大, 考虑业务的延续性, 分别预测上市公司及其子公司的未来盈利, 其中子公司盈利参考可行性报告并有所调整。

母公司库存压力较大, 未来必须大力整合营销网络, 将优势品种布局至更多区域, 预计未来三年营业收入增长率可达到 15% 以上; 2011 年公司毛利率快速下滑, 主要源于 2010 年天气因素导致制种成本提升, 预计未来将呈回升态势; 此外, 预计销售费用率、财务费用率略有提升, 管理费用率持平。

预计 2012-2014 年母公司销售收入 1.84 亿、2.15 亿、2.58 亿元, 实现净利润 2030 万、2327 万、2735 万元。

图表 24: 荃银母公司盈利预测

单位: 百万元

	2007	2008	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	87.75	118.47	161	164.96	159.73	183.69	214.92	257.90
营业成本	49.31	65.95	91.99	98.95	102.16	113.89	131.10	154.74
销售费用	14.38	16.4	21.86	22.05	24.38	29.39	34.39	41.26
管理费用	7.31	9.51	13.76	21.55	21.92	25.72	30.09	36.11
财务费用	0.42	0.49	0.64	-2.52	-5.36	-3.67	-2.15	0.00
其他收益	0.65	-0.11	-0.08	0	1.35	0	0	0
营业利润	16.88	24.25	30.21	24.96	17.97	18.37	21.49	25.79
利润总额	17.01	25.55	34.01	31.57	20.11	21.37	24.49	28.79
净利润	14.33	24.51	33.29	31.09	19.03	20.30	23.27	27.35
归属于母公司所有者的净利润	14.33	24.51	33.29	31.09	19.03	20.30	23.27	27.35

来源: 中原证券研究所

子公司中, 荃银欣隆依托两优 6326 与新强 8 号, 预计 2012 年可实现净利润 1500 万; 皖农种业小麦种子销售稳定, 预计 2012 年可实现净利润 1000 万; 此外, 辽宁铁研、华安种业、荃银科技的确定性也较强。

预计 2012-2014 年, 以上子公司实现归属上市公司的净利润 2288 万、3087 万、3616 万元。

图表 25: 荃银子公司盈利预测

单位: 百万元

	2012E	2013E	2014E
四川竹丰净利润	3.29	3.29	3.29
归属于上市公司净利润	1.68	1.68	1.68
荃银欣隆净利润	15.00	20.00	25.00
归属于上市公司净利润	7.65	10.20	12.75
辽宁铁研净利润	2.50	3.50	4.50
归属于上市公司净利润	1.35	1.89	2.43
安徽皖农净利润	10.00	15.00	15.00
归属于上市公司净利润	5.40	8.10	8.10
登封种业净利润	0.00	0.50	1.00
归属于上市公司净利润	0.00	0.28	0.56
华安种业净利润	5.12	5.12	5.12
归属于上市公司净利润	2.66	2.66	2.66
湖北荃银净利润	4.00	6.00	8.00
归属于上市公司净利润	2.64	3.96	5.28
荃银科技净利润	2.50	3.50	4.50
归属于上市公司净利润	1.50	2.10	2.70
归属上市公司净利润合计	22.88	30.87	36.16

来源: 中原证券研究所

## 5.2 估值

综合母公司与子公司，预计 2012-2014 年公司实现净利润 4318 万、5414 万、6351 万元，对应每股收益（EPS）0.41 元、0.51 元、0.6 元，以 7 月 20 日收盘价 15.81 计算，对应市盈率 38 倍、31 倍、26 倍。

公司的战略是由区域型水稻种子企业走向全国型种业集团，我们看好种子行业长期趋势，同时也认同公司的发展方向。目前公司的外延式扩张进展顺利，但后续整合效果较不确定，如果管理及时跟进，子公司有望较快释放业绩。在种业上市企业中，公司估值偏高，但由于其扩张步伐最快，有持续高成长的可能，因而给予“增持”投资评级。

图表 26: 种业公司估值比较

证券简称	收盘价 (7.20)	EPS			每股 净资产	PE			PB
		2011 年	2012 年 E	2013 年 E		2011 年	2012 年	2013 年	
荃银高科	15.81	0.2	0.41	0.51	5.34	79.05	38.56	31.00	2.96
神农大丰	11.31	0.37	0.49	0.61	8.19	30.57	23.08	18.54	1.38
敦煌种业	5.95	0.08	0.34	0.55	2.37	74.38	17.50	10.82	2.51
登海种业	21.00	0.66	0.68	0.71	3.3	31.82	30.88	29.58	6.36

来源：中原证券研究所

## 6、风险提示

极端天气影响或病虫害灾害；子公司整合步骤较慢；制种成本涨幅超过预期。

### 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；  
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；  
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

### 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；  
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；  
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；  
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

### 重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。  
负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

### 免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

### 转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。