

种子生产
署名人：张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

参与人：观富钦

S0960112070011

0755-82026831

guanfuqin@china-invs.cn

6—12 个月目标价： 15.40 元

当前股价： 13.26 元

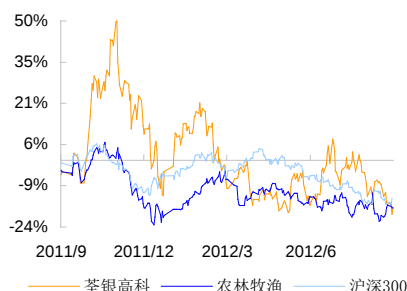
评级调整： 首次评级

基本资料

上证综合指数	2056.32
总股本(百万)	105
流通股本(百万)	47
流通市值(亿)	6
EPS	0.20
每股净资产(元)	5.29
资产负债率	27.44%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
荃银高科	-16.00	-11.80	-18.95
农林牧渔	-6.16	-7.13	-14.95
沪深 300 指数	-1.05	-8.28	-11.89


相关报告
荃银高科
300087
推荐
扩张过后 回归整合

近日，我们走访了荃银高科。公司在两系杂交水稻种子上的实力突出，上市以来经过系列并购后管理层将当前工作中心重新转移至销售管理上。作为近年来外延式扩张力度最大的种子企业，公司短期业绩受并表影响而增长确定，长期还需看营销管理改善及内部整合进展。

投资要点：

- **公司是安徽省内研发销售两系杂交水稻种子的区域性龙头企业。**10 年上市以来，公司通过并购或设立的方式控股 7 家子公司，业务涵盖水稻、玉米、小麦等主要农作物种子，初步实现全国性的综合布局，其中两系杂交水稻种子业务占比仍超过 70%。
- **核心优势：突出的两系杂交水稻种子研发实力。**公司品种优势主要在于单产和米质，主导产品“新两优 6 号”是农业部 2006 年认定的超级稻推广品种，09、10 年的推广面积居全国第二，达 400 多万亩。后续品种新两优 343、新两优 223、新两优 901 为公司 2010 年过国审的自主研发品种。
- **外延式扩张布局初成。**公司通过收购实现对三系水稻种子的覆盖，增加了两优 6326、皖稻 153、徽两优 6 号等优秀品种储备，水稻品种产品线进一步完善；同时通过收购皖农、铁研等子公司进军小麦、玉米种子市场，已初具种业集团雏形。
- **强抓营销管理及内部整合为现阶段重点。**公司及子公司的销售渠道集中于省内，营销管理上的短板凸显；同时对子公司的持股比例在 55% 左右，对其运营管理存在影响力不足的可能，而彼此间的研发和渠道资源又有重合之处，因此强抓管理是当务之急。
- **成长性：短期增长来自子公司业务并表，长期看点在于省外市场开拓。**目前，受益于两系种子占收入的比重较大，公司的盈利能力处于行业上游。随着控股子公司的业务逐步并表，公司在省内的水稻业务占全省水稻市场比重将达 16% 以上，未来该部分业务增速趋缓，长期看点在于省外市场及玉米/小麦种子新业务的开拓进展。
- **给予“推荐”评级。**我们预计 12-13 年公司的业绩增长确定 (25%+)，但长期表现还需观察内部整合进度，预测公司 2012-14 年 EPS 为 0.24、0.30、0.41 元，对于目前股价的 PE 分别为 55、44、33 倍。考虑到公司短期业绩无忧，而长期业绩尚待观察，目前估值偏高，我们首次给予公司“推荐”评级，目标价 15.40 元。
- **风险提示：**母公司与控股子公司磨合进展低于预期；行业竞争过于激烈，去库存程度低于预期；玉米/小麦种子业务推广进度低于预期。

主要财务指标

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	279	399	498	603
收入同比(%)	55%	43%	25%	21%
归属母公司净利润	22	26	32	43
净利润同比(%)	-34%	20%	25%	35%
毛利率(%)	33.9%	33.9%	34.2%	34.3%
ROE(%)	3.9%	4.5%	5.4%	7.0%
每股收益(元)	0.20	0.24	0.30	0.41
P/E	65.85	55.01	44.12	32.73
P/B	2.54	2.47	2.39	2.29
EV/EBITDA	47	43	26	16

资料来源：中投证券研究所

目 录

一、公司简介：立足稻种业务，以并购实现全国扩张	4
二、核心优势：突出的两系杂交水稻种子研发实力	5
三、外延式扩张布局初成，内部整合成效是关键	9
3.1 布局一：完善杂交水稻产品线，增加品种储备	9
3.2 布局二：扩大品种覆盖，试水小麦、玉米种子市场	10
3.3 难点一：库存压力明显，营销管理的短板待加强	12
3.4 难点二：控股子公司的持股比例低，有效整合待观察	15
四、成长性分析：短期增长来自子公司业务并表，长期看点在于省外市场开拓	16
4.1 公司盈利能力处于行业上游	16
4.2 省内业务增速趋缓，省外业务刚起步，14 年以后回归内生性增长	17
四、投资建议：推荐	18

图目录

图 1 公司的产业布局	4
图 2 公司主营业务的收入变化（百万元）	4
图 3 公司主营业务的收入结构	4
图 4 07-11 年公司营业收入持续增长（CAGR=33.6%）	5
图 5 07-11 年公司净利润增速持续下滑（CAGR=16.6%）	5
图 6 2011 年公司母公司的人员结构	6
图 7 07-11 年公司的研发投入增幅明显	6
图 8 07-11 年各公司通过国审的两系杂交水稻品种数量	7
图 9 公司的水稻种子业务收入仍然较小（亿元）	9
图 10 我国杂交水稻种子的库存开始上升（亿公斤）	12
图 11 我国杂交玉米种子的库存上升明显（亿公斤）	12
图 12 公司的存货/营业收入迅速提升，库存压力加大	13
图 13 “公司+经销商+农技推广部门”的推广模式	14
图 14 公司的销售人员明显少于同行	14
图 15 公司的销售费用率高于同行（%）	14
图 16 持续并购使得公司的管理费用率较高	15
图 17 公司的存货周转率已至行业末位	15
图 18 公司的应收账款周转率较高	16
图 19 受IPO影响，公司的总资产周转率已至行业末位	16
图 20 公司的销售毛利率较高	17
图 21 公司的销售净利率较高	17
图 22 母公司的水稻种子业务增速小幅回升	17
图 23 母公司收入及盈利能力有所回升	17

表目录

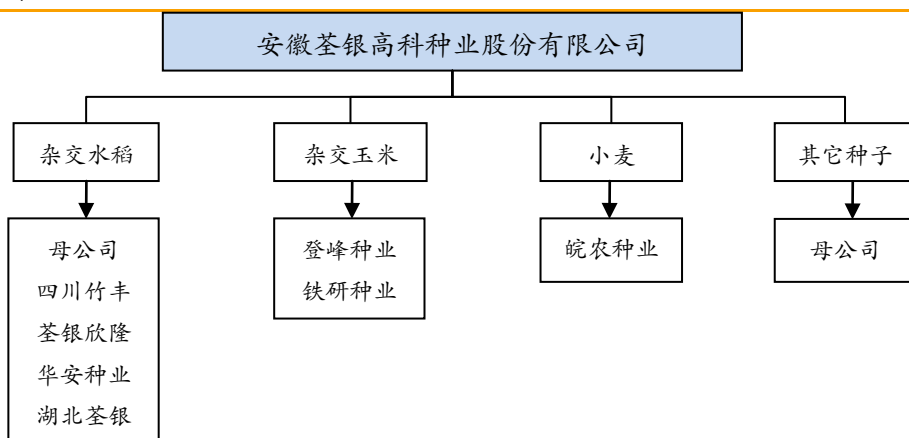
表 1 公司的前十大股东，股权结构比较分散（截至 2012 年 6 月 30 日）	5
表 2 公司的四位核心技术人员均持有公司股份	6
表 3 对比近年来推广面积最大的品种，新两优 6 号的单产表现优异	7
表 4 新两优 6 号的米质较优	7
表 5 新两优 6 号的推广面积（万亩）及排名居前	8
表 6 2006 年以来母公司通过国审的品种概览	8
表 7 上市以来公司的扩张布局一览（截至 2012 年 6 月 30 日）	9
表 8 公司在杂交水稻种子上的并购项目（截至 2011 年 12 月 31 日）	10
表 9 公司并购所得的优秀水稻品种一览	10
表 10 公司在杂交玉米种子上的并购项目（截至 2011 年 12 月 31 日）	11
表 11 我国的新旧种子生产经营许可管理办法对比	13
表 12 公司控股子公司的持股比例都不高	15
表 13 公司的主营业务销售预测	18

一、公司简介：立足稻种业务，以并购实现全国扩张

公司是安徽省从事研发、繁育及推广籼型两系杂交水稻种子的区域性龙头企业。2010 年上市以来，公司通过并购或设立的方式进行扩张，先后并购了安徽的欣隆种业、华安种业、皖农种业、四川的竹丰种业、陕西的登封种业和辽宁的铁研种业，并设立子公司湖北荃银种业，初步实现了全国性的综合布局。

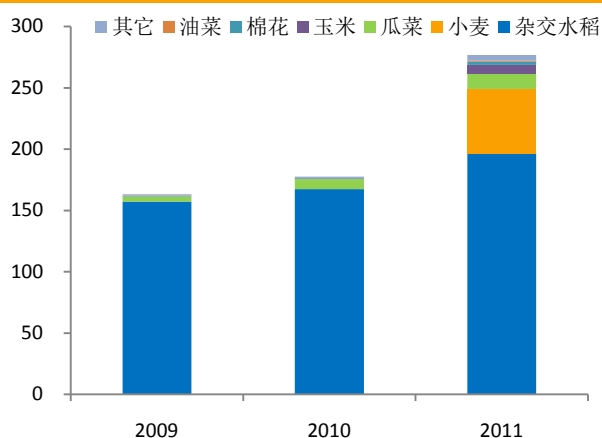
目前，公司的业务涵盖了水稻、玉米、小麦等主要农作物品种的种子。其中，杂交水稻种子业务仍为公司的主导业务，占比超过 70%，已形成从早稻到中晚稻、从三系到两系的杂交水稻品种线，储备品种丰富，市场份额约为 3%，主导产品“新两优 6 号”是农业部 06 年认定的首批超级稻推广品种，2010 年以 407 万亩的播种面积位列全国第二。

图 1 公司的产业布局



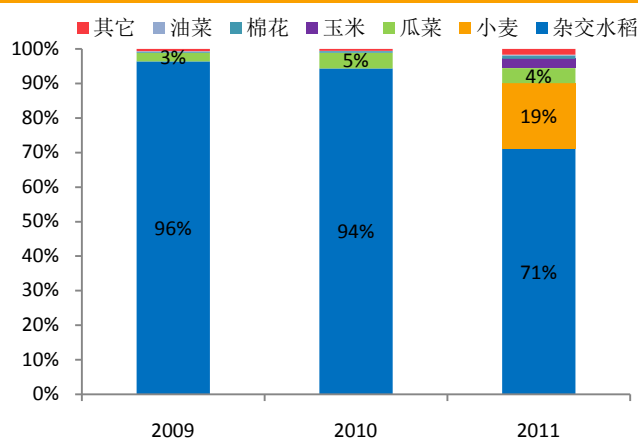
资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 2 公司主营业务的收入变化（百万元）



资料来源：公司公告、中投证券研究所

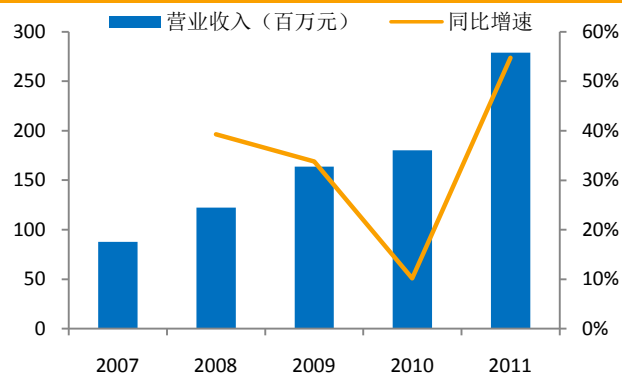
图 3 公司主营业务的收入结构



资料来源：公司公告、中投证券研究所

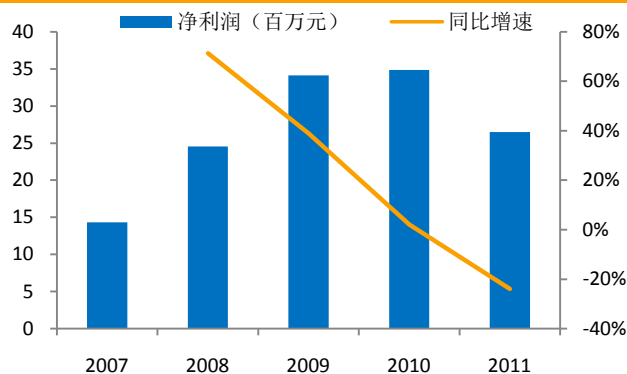
受益于行业空间增长以及并购带来的规模扩张，公司的业务迅速增长，2007-2011 年收入年复合增长率 34%，但受近年行业供给逐步过剩以及扩张导致的费用上升过快影响，净利润年复合增长率仅为 17%，低于同期收入增速。

图 4 07-11 年公司营业收入持续增长 (CAGR=33.6%)



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 5 07-11 年公司净利润增速持续下滑 (CAGR=16.6%)



资料来源：公司公告、中投证券研究所

股权特点：主要股东均为自然人，持股比例均在 10% 以下

本公司前身为成立于 2002 年 7 月的安徽荃银禾丰种业有限公司，于 2008 年 2 月由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。当前，公司的主要股东均为自然人，其中第一大股东张琴女士持股 8.77%，显示公司的股权结构较为分散。此外，公司的高级管理人员、核心技术人员、关键管理人员和技术骨干均持有公司股份。

表 1 公司的前十大股东，股权结构比较分散（截至 2012 年 6 月 30 日）

	股东名称	说明	持股数量(万股)	持股比例(%)
1	张琴	董事长	927	8.77
2	贾桂兰	董事	676	6.41
3	陈金节	总经理	628	5.95
4	高健	董事	509	4.82
5	张筠	-	407	3.85
6	张从合	副总经理	351	3.32
7	李成荃	副董事长	344	3.26
8	唐传道	员工	25	2.37
9	王合勤	-	251	2.37
10	刘家芬	张琴母亲	230	2.18
合 计			4574	43.3

资料来源：公司公告、中投证券研究所

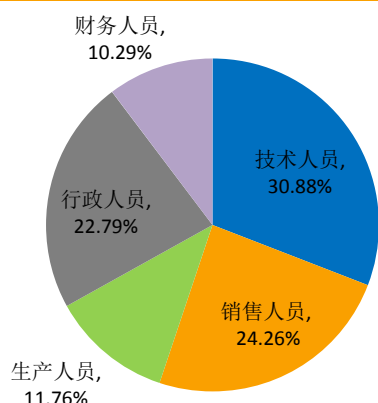
二、核心优势：突出的两系杂交水稻种子研发实力

目前，拥有研发创新能力的国内种子企业不到总数的 1.5%，绝大部分企业研发投入一般在其销售额的 1%，有的企业 1% 还不到，低于国际公认的“死亡线”。公司管理层将优先发展科研作为公司发展的重中之重，对新品种研发的投入保持逐年增加，近年的研发投入占营业收入的比重保持在 4~5%，但仍低于孟山都、先锋等跨国种业巨头 10% 左右的研发投入。

经过多年的运作，公司已培养一支具有 42 人的丰富的两系杂交水稻育种经验的研发团队，拥有合肥义城、南岗和海南三亚等生态研发基地，以及在安徽合肥、海南三亚、湖北荆州、四川绵竹、陕西咸阳、安徽阜阳等地设立多个育种试验站，积累了较丰富的杂交水稻种质资源和科研成果。为了更好地统筹规划研究资源、提高研发效率，在原科研部的基础上，公司于今年 8 月成立了荃银农科院。

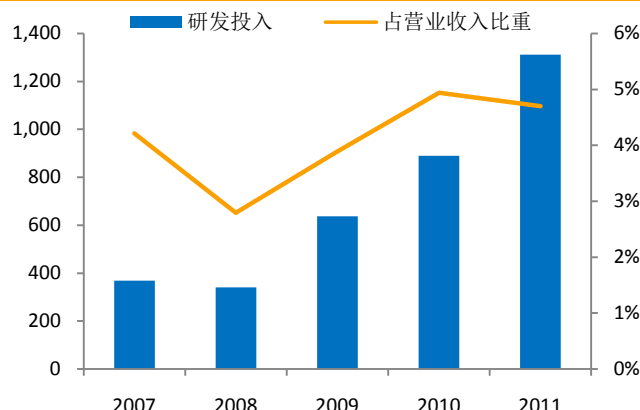
目前，公司自主研发通过品种审定推向市场的杂交水稻新品种已达 23 个，抗虫杂交棉 2 个，杂交油菜 2 个，育成瓜类品种 20 多个。其中，国审杂交水稻品种 7 个，新两优 223、新两优 343、新两优 901 为公司 2010 年新增的 3 个通过国审的自研杂交水稻品种。公司的主导产品“新两优 6 号”、子公司华安种业的“徽两优 6 号”分别是农业部 2006 年、2011 年认定的超级水稻推广品种。

图 6 2011 年公司母公司的人员结构



资料来源：公司公告、中投证券研究所

图 7 07-11 年公司的研发投入增幅明显



资料来源：公司公告、中投证券研究所

人才作为种子企业的关键资源，公司的 4 位核心技术人员李成荃、陈金节、张从合、王合勤均有持股，分别为 3.26%、5.95%、3.32%、2.37%，这将有助于保持公司的研发团队稳定及激发其技术创新热情。

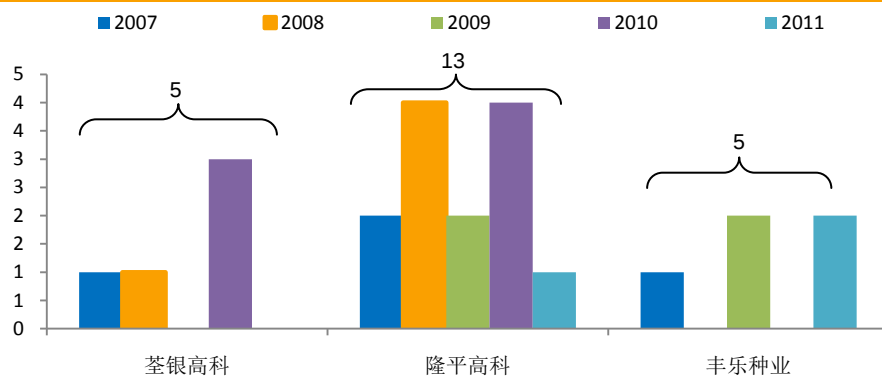
表 2 公司的四位核心技术人员均持有公司股份

姓名	专业资质	重要科研成果及获得的奖项	持股比例
李成荃 ¹	研究员，农业部杂交水稻专家顾问组顾问成员	1986年“杂交粳稻新组合当优C堡”项目获省科技进步二等奖(第一人)；1994年“光敏核不育系7001S的选育与应用”项目获安徽省科技进步一等奖(第一人)；2008年获袁隆平基金农业重大贡献奖。	3.26%
陈金节	高级农艺师	2004年“印水型水稻不育胞质的发掘及应用”项目获浙江省科学技术进步一等奖；2005年“印水型水稻不育胞质的发掘及应用”获国家科学技术进步一等奖；2009年获合肥市科技进步一等奖	5.95%
张从合	高级农艺师	2002年荣获“合肥市青年岗位能手”称号；2009年荣获合肥市科技进步一等奖；在国家级和省级重点专业学术刊物上发表论文19篇	3.32%
王合勤	高级农艺师	荣获安徽省、合肥市科技进步奖各一项；省级以上专业学术刊物上发表论文10多篇	2.37%

资料来源：公司公告、中投证券研究所

¹ 由于年龄问题，李成荃现已不参加日常科研工作。

图 8 07-11 年各公司通过国审的两系杂交水稻品种数量



数据来源：全国农技服务推广中心、中投证券研究所

公司的两系杂交水稻种子的传统优势在于单产水平和米质。以主导产品新两优 6 号为例，相比近年来各推广面积最大的品种，新两优 6 号以亩均 572 公斤的单产水平位居前列；在米质上，新两优 6 号 12 项指标中 10 项达到部颁二级以上优质米标准。

凭借着优异的品质，新两优 6 号的推广面积从 2006 年的 187 万亩迅速上升到 2009 年的 456 万亩、2010 年的 407 万亩，连续两年位居行业推广面积第二位。

表 3 对比近年来推广面积最大的品种，新两优 6 号的单产表现优异

品种	国审时间	两年区试 (公斤/亩)	适宜区域	年最大推广面积 (万亩)	推广企业
新两优 6 号	2007	572.4	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	456	荃银高科
Y 两优 1 号	2008	562.8	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，以及在江西、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	419	隆平高科
扬两优 6 号	2005	556.0	福建、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）以及河南南部稻区的稻瘟病轻发区作一季中稻种植	541	金色农华
丰两优 1 号	2004 (豫审)	580.4	适宜豫南粳稻区作一季中稻种植	551	丰乐种业
两优培九	2001	555.9	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	1157	南京两优培九有限公司

数据来源：全国农技服务推广中心、中投证券研究所

表 4 新两优 6 号的米质较优

	整精米率	垩白粒率	垩白度	直链淀粉含量	胶稠度	稻瘟病	白叶枯病	生育期 (天)
新两优 6 号	64.7%	38%	4.3%	16.2%	54	6.6	5	130.1
Y 两优 1 号	66.9%	33%	4.7%	16.0%	54	5	6	133.2
扬两优 6 号	58.0%	14%	1.9%	14.7%	65	4.8	3	134.1
丰两优 1 号 (豫审)	64.4%	2%	0.1%	15.0%	98	4	3	135
两优培九	53.6%	35%	4.3%	21.2%	68.8	7	6	-

数据来源：全国农技服务推广中心、中投证券研究所

表 5 新两优 6 号的推广面积（万亩）及排名居前

排名	2006		2007		2008		2009		2010	
	品种	推广面积	品种	推广面积	品种	推广面积	品种	推广面积	品种	推广面积
1	两优培九	1157	两优培九	706	丰两优 1 号	551	扬两优 6 号	541	Y 两优 1 号	419
2	金优 402	802	金优 207	630	扬两优 6 号	549	新两优 6 号	456	新两优 6 号	407
3	金优 207	691	丰两优 1 号	597	金优 207	506	两优 6326	426	扬两优 6 号	394
4	金优 463	625	扬两优 6 号	570	两优培九	497	丰两优 1 号	420	中浙优 1 号	368
5	丰两优 1 号	600	金优 402	474	天优 998	393	岳优 9113	390	冈优 188	356
6	冈优 725	426	冈优 725	423	金优 402	391	天优 998	383	岳优 9113	355
7	金优 974	360	II 优 838	336	岳优 9113	383	冈优 188	371	Q 优 6 号	342
8	II 优 838	352	金优 463	324	冈优 725	360	两优培九	353	两优 6326	271
9	扬两优 6 号	308	天优 998	320	新两优 6 号	356	金优 207	329	冈优 725	269
10	II 优明 86	284	新两优 6 号	274	Q 优 6 号	298	金优 402	305	两优培九	233
	合计	5605		4654		4284		3974		3414
18	新两优 6 号	187								

数据来源：全国农技服务推广中心、中投证券研究所

新两优 6 号从 2007 年通过国审至今已经 5 年，从 7~8 年的推广周期来看，我们预期未来 2~3 年其推广面积增长空间有限（CAGR<15%），公司在两系杂交水稻种子的表现应关注后续品种的表现。

2010 年通过国审的新两优 343 有望成为未来公司的主推品种。相比新两优 6 号，新两优 343 的单产水平和米质皆占上风，并且抗倒性和属相更好，这将更有利于其在省外推广，期待其在 2012-2013 销售季第一次推广表现。此外，新两优香 4、农丰优 909、丰优 293 等中低端品种亦持续推广，而 2010 年通过国审的新两优 901、新两优 223 也有望开始放量，关注湖北荃银对新两优 223 的独家推广情况。

表 6 2006 年以来母公司通过国审的品种概览

品种	审定年份	两年区试均产 (公斤/亩)	整精米率	适宜地区
新两优 343	2010	607.0	61.6%	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 223	2010	608.6	45.9%	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	2010	518.2	56.9%	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 106	2008	503.0	65.4%	在江西、湖南、浙江和安徽长江以南的稻瘟病轻发的双季稻区作晚稻种植
新两优 6 号	2007	572.39	64.7%	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
新优 188	2007	491.16	65.1%	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
农丰优 909	2006	523.48	56.7%	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

数据来源：农业部、中投证券研究所

三、外延式扩张布局初成，内部整合成效是关键

作为一个安徽省内以研发销售两系杂交水稻种子的公司,公司的销售扩张受到区域性、主营产品单一的限制明显。上市以来,公司主要利用3亿元的超募资金,通过一系列的并购以及合资设立的方式扩张其业务范围,迈开了全国性综合布局的扩张步伐。

目前,母公司及子公司开发和储备的品种包括水稻、玉米、小麦、棉油和瓜菜等不同作物六大系列,基本形成了一个多作物、多品种、不同生命周期的品种结构,其中水稻包括早、中、晚粳、两系、三系杂交水稻和常规水稻,适应区域涵盖整个长江流域;玉米品种包括春播、夏播,适应区域涵盖东北、西南、安徽等地;小麦品种区域涵盖安徽、河南、江苏等地;棉油瓜菜系列也有相应储备。

表 7 上市以来公司的扩张布局一览 (截至 2012 年 6 月 30 日)

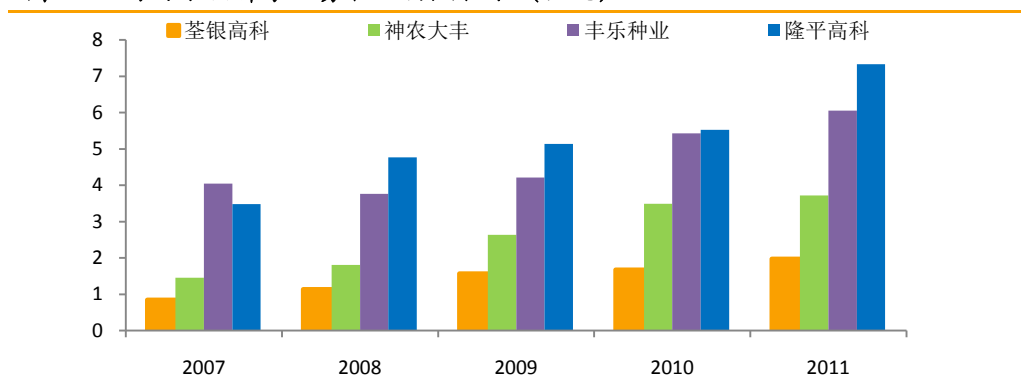
	注册 资本	总资 产	所有者 权益	持股 比例	并购时间	营业 收入	净利 润	主要经营品种
四川竹丰	500	2721	2215	51%	2010年10月	450	73	水稻: 冈优2009、竹丰优009、竹丰优28等
荃银欣隆	3000	3915	3196	51%	2010年12月	1026	-26	水稻: 两优6326、新强8号等
湖北荃银	3000	3552	2908	66%	2010年12月	662	70	水稻: 新两优223等
陕西登峰	1136	1811	1581	56%	2011年1月	105	-75	玉米: 高农901、登峰168等
华安种业	560	8414	2048	52%	2011年5月	2085	519	水稻: 皖稻153、徽两优6号等
皖农种业	3000	3808	3690	54%	2011年7月	1277	151	小麦: 轮选22、皖西8906、皖麦52、安农0305等; 水稻: 明两优6号、明优98, 天香58、协优3026等
铁研种业	3831	6089	4045	54%	2011年10月	2506	176	玉米: 铁单15、铁研120、铁研56、铁研39等

数据来源: 公司公告、中投证券研究所

3.1 布局一: 完善杂交水稻产品线, 增加品种储备

两系杂交水稻种子的制种过程对温度和光照的要求严格,上市以前公司的两系种子占比逾九成,因此公司的业绩波动受当年天气变化影响明显。如 2010 年 7-8 月公司的主要制种地区持续高温,导致制种减产明显。相反,产品线齐全的种子企业通过扩大三系种子的销量反而受益于当年的异常高温。

图 9 公司的水稻种子业务收入仍然较小 (亿元)



数据来源: Wind、中投证券研究所

有鉴于此，并出于做强杂交水稻主业的目标，公司上市后利用超募资金分别收购了四川竹丰种业、华安种业两家公司，并通过合资设立荃银欣隆、湖北荃银，加大对华东、华中、华南以及西南地区的市场开拓力度。

此外，通过股权合作，公司也与子公司背后的科研机构建立起合作关系，以此获得相关机构的研发支持也是公司并购的重要出发点，如欣隆农业所依托的宣城农科院、华安种业所依托的安徽农科院等。

表 8 公司在杂交水稻种子上的并购项目（截至 2011 年 12 月 31 日）

控股子公司	特点	重点品种	影响	地区
竹丰种业	三系种子研发及销售	冈优 2009、竹丰优 009 等三系杂交水稻种子，缺乏明星品种	完善公司的三系品种产品线；增加 8000 亩制种基地；分散公司的制种风险	西南
荃银欣隆	以宣城农科院为技术依托	两优 6326：以米质好著称，杂交水稻“四大花旦”之一	优先享有宣城农科院的新品种和新技术	华东 华中
华安种业	以安徽农科院为技术依托	皖稻 153、徽两优 6 号：抗倒伏能力出色，与公司品种形成互补	优先享有安徽农科院水稻研究所的新品种和新技术	华东 华南
湖北荃银	合作方长期从事两系水稻的开发销售	预期主推新两优 223	加大对两湖地区的营销推广力度	华中

数据来源：公司公告、中投证券研究所

经过一年多的外延式扩张，公司在杂交水稻业务上的产品线已基本完善，制种基地遍布海南、广东、广西、四川、贵州、福建、江西、安徽、江苏等地区，并且产品储备也大为增加，增添了两优 6326、皖稻 153、徽两优 6 号等优秀品种，对公司的已有品种形成有效互补，2012 年的水稻种子销量值得期待。其中，华安种业的皖稻 153 与徽两优 6 号以抗倒性著称，与公司传统品种形成有效互补；两优 6326 近三年的推广面积约为 380 万亩，居全国前列，并且此前的销售权之争已解决，德农正成只可在 2011 年 12 月 31 日前生产，在 2013 年 6 月后将无权销售，未来两优 6326 将成为公司的独家经营品种。

表 9 公司并购所得的优秀水稻品种一览

品种	审定年份	两年区试均产 (公斤/亩)	整精米率	适宜地区
两优 6326	国 2007	577.46	65.9%	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 2008	581.4	62.9%	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 2008	602	—	安徽省

数据来源：农业部、中投证券研究所

3.2 布局二：扩大品种覆盖，试水小麦、玉米种子市场

围绕“以做强杂交水稻种业为主，同时发展玉米、小麦等相关多元化种子产业”战略目标，考虑到自主研发长达 5~8 年的研发周期，公司主要通过收购兼并相关企业进入小麦、玉米等大田作物的种子市场，以事业部形式运作。

玉米：子公司技术积累深厚，待商业转化及加大推广

2009 年玉米已超越水稻成为我国第一大播种面积的粮食作物，2011 年玉米种子市场规模近 200 亿元，进军玉米种子市场将有助于降低公司主营业务单一的风险，也是公司做强做大种业的发展需要。

上市以前，公司的玉米种子市场是一片空白，此轮依托陕西登峰种业以及辽宁铁研种业进入该市场，我们认为，两子公司的研发技术储备较为深厚，如能有效借助公司在水稻种子业务上的推广经验，商业化的前景值得期待。

登峰种业前身是原陕西高效农业开发研究所，由玉米育种专家胡必德先生牵头，主要资源为历年来积累的丰富的种质资源，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，但收入规模较小。

铁研种业是于 2002 年由铁岭农科院和该院职工发起设立的以农作物种子研发选育为主的种业企业，自成立以来与铁岭农科院共同培育的各类品种或自交系近 50 个。而铁岭农科院始建于 1958 年，是我国杂交玉米研发实力较强的科研单位之一，其育成的“铁”牌系列杂交玉米品种播种面积已占辽宁省玉米种植面积的 20%，铁岭农科院承诺自 2011 年起，10 年期内铁岭农科院争取为铁研种业提供 20 个玉米新品种，有力保证公司的后续品种来源。2011 年，铁研种业的营业收入近 4000 万元。

我们认为，通过并购，公司在玉米种子市场上已具备初步的研发实力，商业化应用及营销推广将是下一阶段的重点。从 12 年上半年的经营情况来看，铁研种业经营符合预期，而登峰种业的推广一般，我们预计未来登峰种业可能定位为公司的玉米种子科研机构，品种销售主要依靠铁研种业实现。

表 10 公司在杂交玉米种子上的并购项目（截至 2011 年 12 月 31 日）

控股子公司	特点	重点品种	影响	地区
登峰种业	丰富的种质资源	农 1 号（陕）、登峰 1 号（陕）、高农 901（冀、豫、陕），缺乏明星品种	初步建立公司的玉米种子研发平台	华北
铁研种业	以铁岭农科院为技术依托，研发实力深厚	铁单 15、铁研 120、铁研 56、铁研 39 等	自 2011 年起，10 年期内铁岭农科院争取为铁研种业提供 20 个玉米新品种	东北 华北

数据来源：公司公告、中投证券研究所

小麦：以皖农种业为核心，预期 12-14 年收入 CAGR≈15%

公司的小麦种子业务主要依靠皖农种业。皖农种业一直以小麦种子业务为主营，在江苏、安徽等地建立小麦制种基地约 3 万亩，具有完备的检测、仓储、加工、包装等生产线，近两年小麦销量已达到 1000 万公斤，已形成一定的规模和优势。

皖农种业现生产和经营的小麦品种有皖麦 47（皖）、皖麦 54（皖）、安农 0305（皖）、罗麦 8 号（沪）、罗麦 10 号（沪）。其中，前三个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。

2011 年公司的小麦种子业务营业收入 3305 万元，同比下滑近 7%。考虑到公司在小麦种子业务仍以省内市场为主，我们预计 2012-2014 年收入的年均复合增速约为 15%。

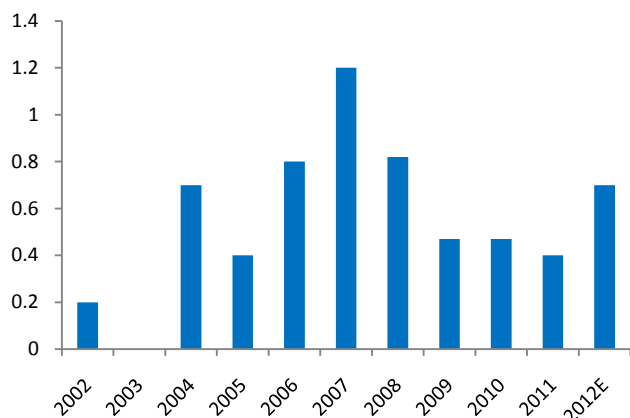
随着各项收购兼并活动的完成，公司的营业收入将会迎来快速提升，但如何有效地整合各方的研发资源和销售渠道，产生协同效应将是公司未来的工作重点。

3.3 难点一：库存压力明显，营销管理的短板待加强

行业库存压力加大，公司库存压力明显

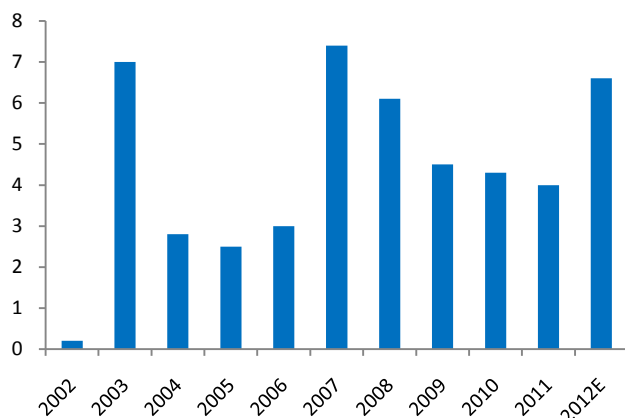
(1) 前两年为行业景气期，各企业扩产导致行业库存迅速增加。05-06 年我国的制种企业盲目扩产导致了行业库存迅速上升，此后经过 2 年的去库存，行业于 2010 年进入新一轮的景气周期，各种子企业也逐步扩大制种面积。当前，行业的种子库存量逐步高企，供过于求的现象开始变得突出，预计 2012 年杂交水稻及杂交玉米种子的库存分别达 0.7、6.6 亿公斤。

图 10 我国杂交水稻种子的库存开始上升（亿公斤）



数据来源：全国农技服务推广中心、中投证券研究所

图 11 我国杂交玉米种子的库存上升明显（亿公斤）



数据来源：全国农技服务推广中心、中投证券研究所

(2) 生产经营许可证的门槛提高的生效日临近，中小种子企业扩产及降价促销增加了行业去库存难度。2011 年 9 月 25 日起实施的新的《农作物种子生产经营许可管理办法》大幅度提高种子市场的准入门槛，并规定此前取得经营许可证的种子企业且有效期在 2011 年 9 月 25 日至 2012 年 9 月 25 日的，其有效期自动顺延至 2012 年 9 月 25 日。因此，行业中部分企业出现了在截止日前扩产、降价促销的情况，不但增加了行业去库存的难度，也降低了行业的整体毛利率，对公司的销售也产生直接冲击。

表 11 我国的新旧种子生产经营许可管理办法对比

许可证	种子类别	原管理办法	新管理办法
生产许可证	杂交水稻/玉米及其亲本种子	亲本种子：注册资本≥100 万元； 杂交种子：注册资本≥500 万元	注册资本≥3000 万元
	其它主要农作物种子		注册资本≥500 万元
经营许可证	杂交水稻/玉米及其亲本种子	注册资本≥500 万元	注册资本≥3000 万元，固定资产≥1000 万元，总加工能力≥10 吨/h
	杂交种子以外种子	注册资本≥100 万元	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	注册资本≥3000 万元， 固定资产≥1000 万元
	选育、生产、经营相结合	注册资本≥3000 万元，自有品种销量/总经营量≥50%	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， 国审品种≥2 或省审品种≥5

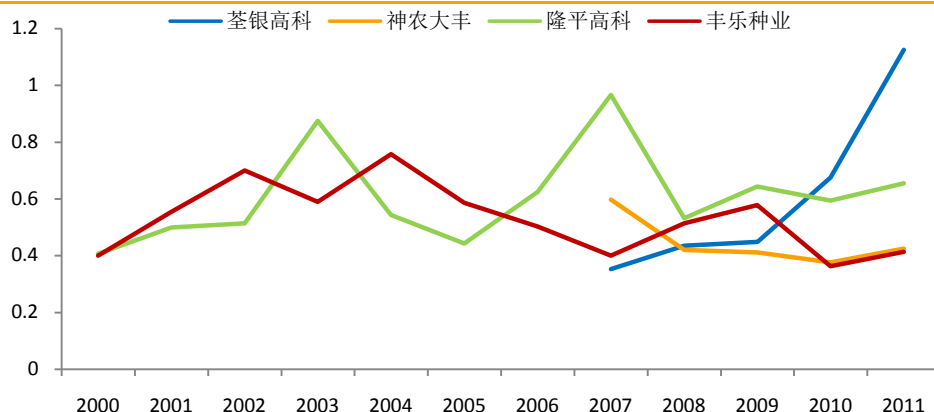
资料来源：农业部、中投证券研究所

受行业的库存压力以及 11 年制种产量丰收且制种面积扩大的影响，2011 年公司种子存货量较大，除去子公司存货合并因素，比上一年度同期增长 70% 左右，存货占营业收入的比重已达 1.12，显著高于同行 0.5 的水平，库存压力明显。

截至 2012 年上半年，公司仍有存货 2.51 亿元，其中母公司存货 1.66 亿元，存货品种主要为新两优 6 号。经我们测算，新两优 6 号的存货在 600 万公斤左右，而 2011 年的销量在 320 万公斤左右。

我们认为，新两优 6 号销量下滑主要在于公司过去两年精力集中在外延式扩张上，而对营销推广的力度不足。由于新两优 6 号的品种表现较优并且仍有 2 年左右的生命周期，我们预计在公司的力度推广下库存压力能明显减弱，否则 13 年公司将存在存货减值损失的风险。

图 12 公司的存货/营业收入迅速提升，库存压力加大



资料来源：Wind、中投证券研究所

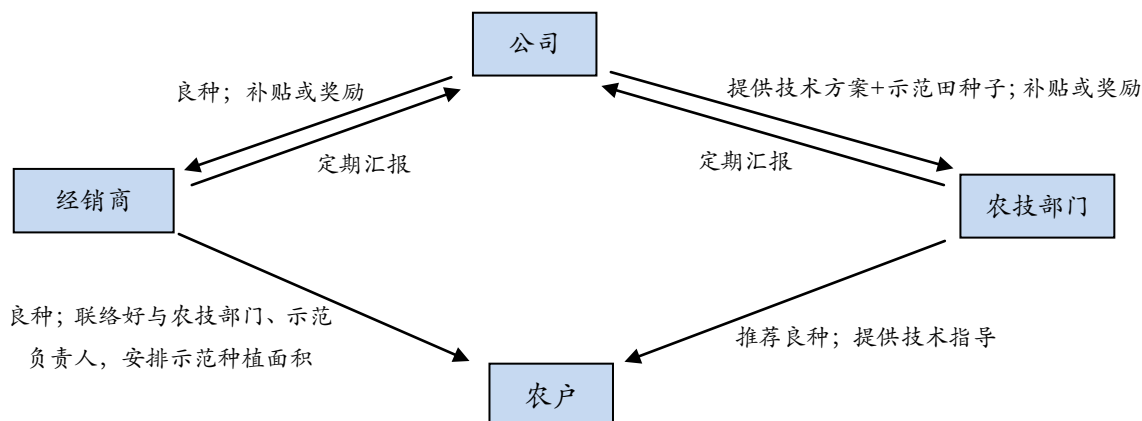
公司销售人员较少，并且销售渠道集中在省内

公司销售主要采取经销和代理的模式，并建立了“公司+经销商+农技推广部门”的良种推广及售后服务体系。该体系下公司可以利用农技推广部门现有的人力资源，但预计与省外的农技推广部门签订相关合作协议的难度较高，该模式在安徽

省外的大面积推广不易实现。因此，如何创新营销模式，加强对农户的品种推广力度及种植指导服务仍是公司急需解决的难题。

目前，公司尝试依托“新两优6号”等米质优质的品种，通过与农资公司、农技推广部门和稻米加工企业的合作，以共建优质稻米生产基地的形式向农户提供种子、种植指导以及回收稻谷的一系列服务，该模式与隆平高科的合作社有相似之处。

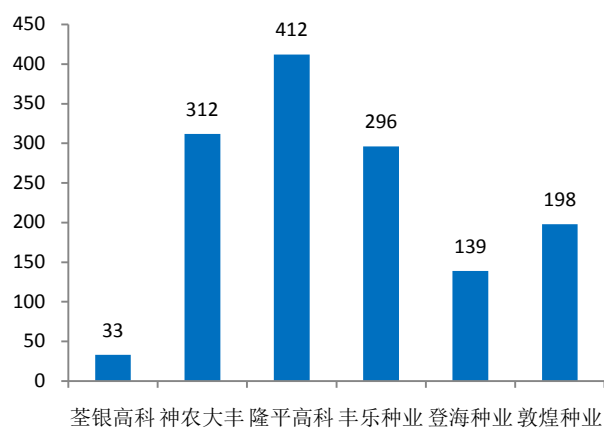
图 13 “公司+经销商+农技推广部门”的推广模式



数据来源：公司公告、中投证券研究所

此外，公司销售范围的区域性明显，销售渠道多集中于省内，对华南地区以及长江中下游地区的销售覆盖明显不足。尽管经过一系列并购，公司的产品储备和制种能力都得到极大的提升，但缺乏与之匹配的营销体系凸显公司的销售短板。特别地，公司刚开始进入玉米、小麦种子市场，新领域的营销之道也是公司需摸索解决的问题。

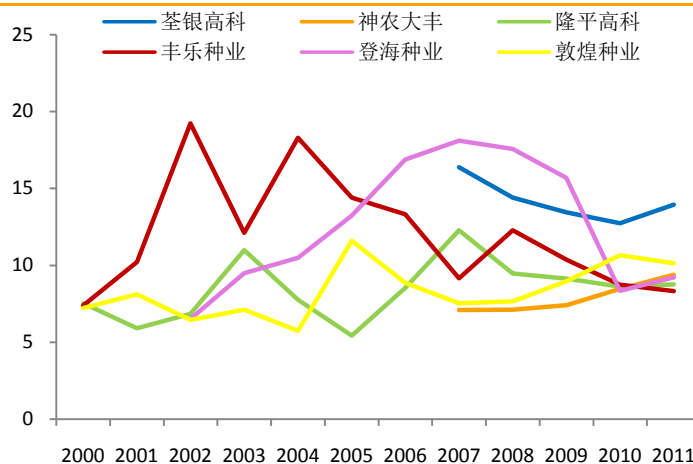
图 14 公司的销售人员明显少于同行



数据来源：公司公告、中投证券研究所

注：公司的 33 人为母公司的销售人员，预计加上各子公司的销售人员后仍少于 70 人。

图 15 公司的销售费用率高于同行 (%)



数据来源：Wind、中投证券研究所

3.4 难点二：控股子公司的持股比例低，有效整合待观察

上市以来，公司在外延式扩张中实现控股的子公司中的持股比例都不高，除了对湖北荃银持有 66%的股权以外，对其它子公司持股比例皆低于 60%。管理手段上，除了对登峰种业及铁研种业派出总经理以外，公司对其它子公司都仅是派出董事长及财务负责人，存在对子公司运营管理的影响力不足的可能。

我们认为，外延式扩张能够短期内迅速扩大公司的经营规模，但长期的发展还是要回归至内生性增长。目前公司对子公司的运营管理影响力不够高，这将增加公司对旗下各个研究平台和销售渠道的整合难度，对公司的管理能力要求较高。

表 12 公司控股子公司的持股比例都不高

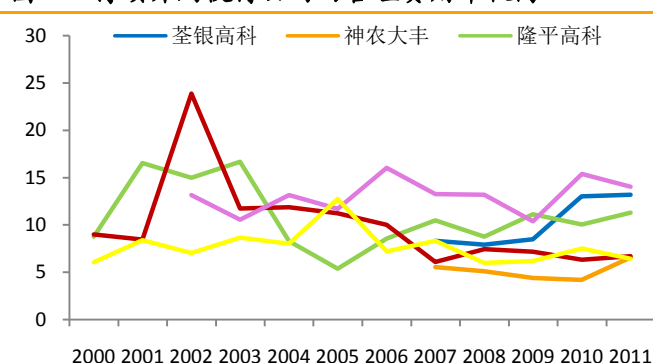
	注册资本	持股比例	并购时间	设立方式	2011年营业收入（万元）
四川竹丰	500	51%	2010年10月	收购股权	1844
荃银欣隆	3000	51%	2010年12月	合资设立	3019
湖北荃银	3000	66%	2010年12月	合资设立	1101
陕西登峰	1136	56%	2011年1月	收购股权	387
华安种业	560	52%	2011年5月	收购股权	2178
皖农种业	3000	54%	2011年7月	收购股权	3305
铁研种业	3831	54%	2011年10月	收购股权	461
合计					12295

数据来源：公司公告、中投证券研究所

从过往的数据看，管理费用率方面，上市以前，公司的管理费用率居行业中游，上市以后随着外延性扩张的持续，费用率持续上升，已居于行业上游；存货周转率方面，受行业库存加大以及公司自身扩产影响，公司的周转率从上市前的行业上游下滑至末位；应收账款周转率方面，公司一直处于行业上游，显示出良好的收款能力；总资产周转率方面，上市前公司周转率居行业首位，受募集资金到位和持续并购影响，现在下降至末位。

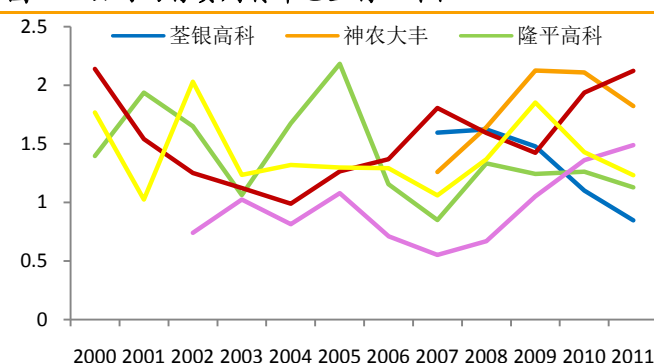
总的来说，管理费用率和总资产周转率的下滑主要受公司持续扩张以及募集到位的影响，具有阶段性特征；应收账款周转率显示公司的收款能力较高，预期随着公司销售规模的扩张，有可能出现小幅下滑；存货周转率的持续下降可能为短期隐忧。

图 16 持续并购使得公司的管理费用率较高



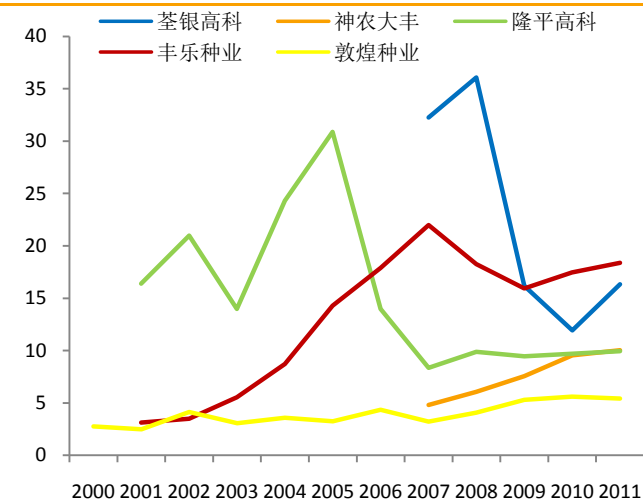
数据来源：Wind、中投证券研究所

图 17 公司的存货周转率已至行业末位



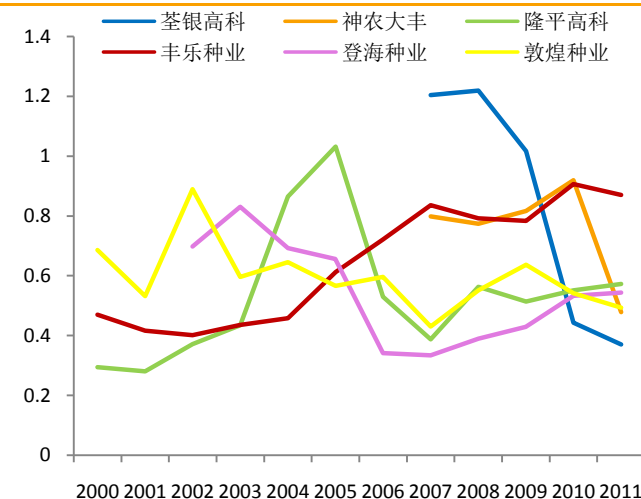
数据来源：Wind、中投证券研究所

图 18 公司的应收账款周转率较高



数据来源：Wind、中投证券研究所

图 19 受 IPO 影响，公司的总资产周转率已至行业末位



数据来源：Wind、中投证券研究所

从上市前后的情况对比，我们判断，公司的运营管理能力处于行业中上游，并且较为灵活的民营体制也有利于公司的战略调整，公司如能有效解决控股子公司的控制权问题，有效整合将可能是大概率事件。

目前，公司设立了子公司管理部负责各子公司的管理活动。我们认为，该机制可能不利于整合不同作物品种内部的资源整合，未来应该还会进一步调整。

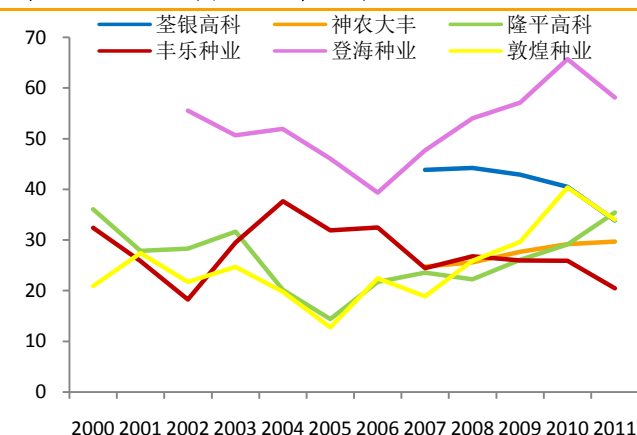
四、成长性分析：短期增长来自子公司业务并表，长期看

点在于省外市场开拓

4.1 公司盈利能力处于行业上游

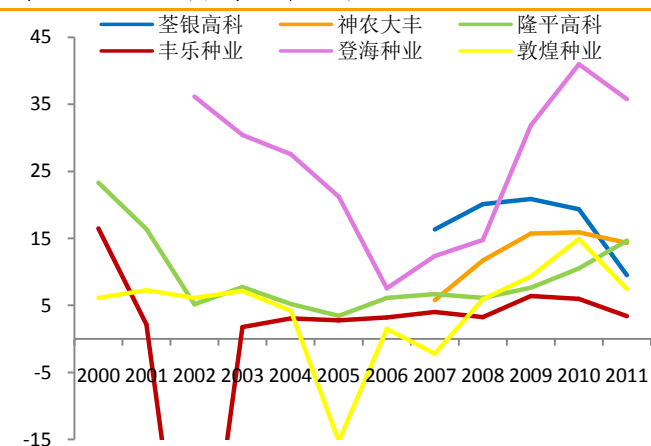
公司销售的种子以两系杂交水稻为主，因此销售毛利率及净利率水平较高，显示出公司较好的盈利能力。10-11 年毛利率出现下滑主要与行业库存压力增大、公司并表业务增多有关。随着公司各子公司的业务逐步并表，三系杂交水稻、小麦等种子占营业比重的提升，我们预计 2012 年公司的毛利率仍会继续下滑。

图 20 公司的销售毛利率较高



数据来源：Wind、中投证券研究所

图 21 公司的销售净利率较高



数据来源：Wind、中投证券研究所

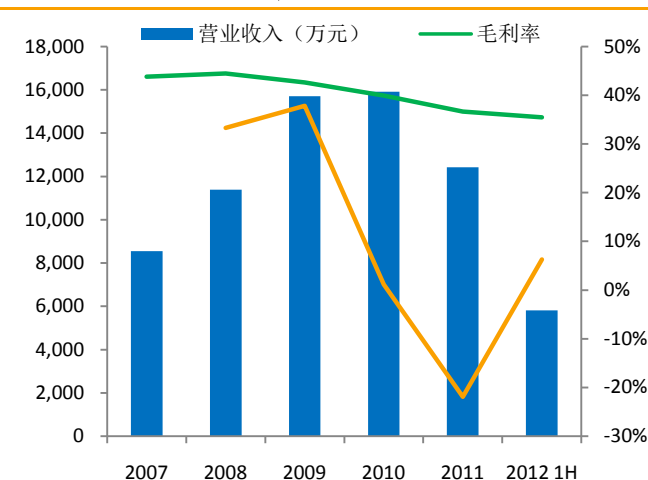
4.2 省内业务增速趋缓，省外业务刚起步，14 年以后回归内生性增长

为了更好地分析公司的内生性增长能力，同时，杂交水稻种子业务一直是公司的主导业务，因此我们对母公司的营业收入和水稻业务进行分析。

数据显示，经过前期的高增长，母公司的杂交水稻种子业务及整体收入都出现了下滑，同时毛利率水平也伴随而下，其中 2011 年母公司的水稻种子业务及整体业务收入同比下滑 22%、3%，而毛利率则分别从 2007 年的 43.8% 下降至 36.7%、43.8% 下降至 36.0%，领先行业的优势不再。经测算 2011 年新两优 6 号的推广面积在 300 万亩左右，下滑幅度较大。我们认为，这与公司在过去一段时间的精力集中于外延性扩张，降低了营销力度不无关系。

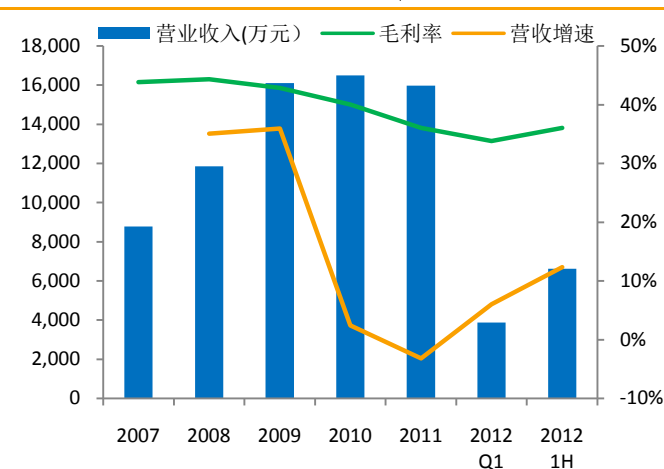
从 2012 年的上半年看，母公司的收入增速持续回升，毛利率水平也在一季度触底回升至 36%。我们判断，公司已认识到当前的库存困境，强抓营销管理，加大去库存的力度。

图 22 母公司的水稻种子业务增速小幅回升



数据来源：公司公告、中投证券研究所

图 23 母公司收入及盈利能力有所回升



数据来源：公司公告、中投证券研究所

考虑到 2012 年部分控股子公司将并表，我们预计公司在安徽省内的水稻种子业务收入将达 1.5 亿元左右。以亩均用种量 1.5 公斤，种子均价为 25 元/公斤来测算，2012 年安徽省的杂交水稻种子市场规模约为 9.4 亿元，则公司在省内的市场份额约为 16%，因此我们预测 2012 年以后公司在省内的水稻种子业务增速将趋缓，未来的增长主要还看省外水稻种子以及玉米小麦种子的市场开拓进度。

省外业务部分，公司目前只是初步实现了子公司的控股，新建渠道、已有渠道的整合以及“荃银”的品牌建设只是起步阶段，预计 2012 年收入的增加主要来自部分子公司的并表，2013 年收入增长主要来自荃银欣隆的水稻品种两优 6326 的推广。

因此，我们认为，2012-2013 年公司的短期业绩仍可保持较高增速，预计维持在 30% 以上，2014 年以后，公司的收入增长将回归至内生性增长，综合行业的竞争格局、行业周期性以及出于谨慎性的考虑，预计 2014 年公司的收入增速为 20% 左右。

四、投资建议：推荐

关键假设：

(1) 公司重新将重心放在营销推广上，未来公司的销售费用率维持在较高水平，而管理费用率逐步下降，总体的费用率是先高后低；

(2) 两优 6326 在 13 年以后逐步并表并且销售情况符合预期，公司的毛利率先降后升；

(3) 公司管理层稳定，经营战略无重大变化。

表 13 公司的主营业务销售预测

		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
水稻种子	营业收入（百万元）	157.14	167.45	196.60	247.02	309.21	376.78
	增长率（%）	37.9%	6.6%	17.4%	25.6%	25.2%	21.9%
	毛利率（%）	42.6%	40.5%	38.3%	39.0%	39.5%	39.5%
小麦种子	营业收入（百万元）			52.56	75.77	93.77	112.62
	增长率（%）				44.2%	23.7%	20.1%
	毛利率（%）			17.7%	18.0%	18.0%	18.0%
瓜菜种子	营业收入（百万元）	4.21	7.99	12.21	17.09	22.22	26.67
	增长率（%）	136.5%	89.8%	52.8%	40.0%	30.0%	20.0%
	毛利率（%）	48.6%	38.6%	27.1%	30.0%	30.0%	30.0%
玉米种子	营业收入（百万元）			7.29	47.25	56.34	64.59
	增长率（%）				548.2%	19.2%	14.6%
	毛利率（%）			24.9%	33.0%	32.0%	32.0%
农化产品	营业收入（百万元）			4.57	5.48	6.58	7.90
	增长率（%）				20.0%	20.0%	20.0%
	毛利率（%）			31.8%	32.0%	32.0%	32.0%

棉花种子	营业收入（百万元）	0.46	0.83	2.61	5.22	7.83	11.75
	增长率（%）	39.4%	80.4%	214.5%	100.0%	50.0%	50.0%
	毛利率（%）	47.3%	51.8%	45.0%	45.0%	45.0%	45.0%
油菜种子	营业收入（百万元）	0.30	0.26	0.84	1.26	1.89	2.84
	增长率（%）	-37.5%	-13.3%	223.1%	50.0%	50.0%	50.0%
	毛利率（%）	75.0%	55.3%	0.6%	50.0%	50.0%	50.0%
合计	营业收入（百万元）	162	177	277	399.10	498	603
	增长率（%）	33.6%	8.9%	56.7%	44.2%	24.7%	21.1%
	毛利率（%）	42.9%	40.5%	33.4%	33.9%	34.2%	34.3%

资料来源：中投证券研究所

根据上述分析，我们预测公司 12-14 年 EPS 为 0.24、0.30、0.41 元，对于目前股价的 PE 分别为 55、44、33 倍。考虑到公司 12、13 的业绩增长确定，而长期业绩尚待观察，目前估值偏高，我们首次给予公司“推荐”的投资评级，暂无目标价。

风险提示：

- （1）天气因素：气候异常将对公司的两系制种产生较大影响；
- （2）经营风险：母公司与新控股的子公司的内部整合不顺利；玉米及小麦种子业务的推广低于预期；去库存程度低于预期，导致减值风险。

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	749	712	777	887
现金	327	336	377	443
应收账款	20	31	36	44
其他应收款	3	4	5	7
预付账款	85	79	98	119
存货	314	261	260	275
其他流动资产	0	0	0	0
非流动资产	139	196	200	204
长期投资	0	0	0	0
固定资产	43	71	81	86
无形资产	49	57	60	63
其他非流动资产	47	69	59	55
资产总计	888	908	977	1091
流动负债	240	239	273	329
短期借款	10	10	20	30
应付账款	113	105	98	119
其他流动负债	117	123	154	180
非流动负债	4	2	3	3
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	4	2	3	3
负债合计	244	241	276	332
少数股东权益	86	93	108	138
股本	106	106	106	106
资本公积	370	370	370	370
留存收益	83	98	118	145
归属母公司股东权益	558	573	593	621
负债和股东权益	888	908	977	1091

现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	-76	70	42	69
净利润	27	33	48	73
折旧摊销	6	6	8	9
财务费用	-6	-9	-10	-11
投资损失	-1	-2	-2	-2
营运资金变动	-107	43	-2	0
其他经营现金流	6	-1	1	0
投资活动现金流	-34	-61	-10	-10
资本支出	8	53	7	7
长期投资	-29	0	0	0
其他投资现金流	-56	-8	-3	-3
筹资活动现金流	21	0	8	6
短期借款	10	0	10	10
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	53	0	0	0
资本公积增加	-53	0	0	0
其他筹资现金流	11	0	-2	-4
现金净增加额	-90	9	41	66

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	279	399	498	603
营业成本	185	264	328	396
营业税金及附加	0	0	0	0
营业费用	39	64	75	78
管理费用	37	52	60	66
财务费用	-6	-9	-10	-11
资产减值损失	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	1	2	2	2
营业利润	26	31	47	75
营业外收入	3	5	4	4
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	29	35	51	79
所得税	3	2	4	5
净利润	27	33	48	73
少数股东损益	5	7	15	30
归属母公司净利润	22	26	32	43
EBITDA	25	28	46	73
EPS (元)	0.20	0.24	0.30	0.41

主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	54.8%	43.0%	24.7%	21.1%
营业利润	-10.8%	19.2%	53.8%	58.0%
归属于母公司净利润	-34.2%	19.7%	24.7%	34.8%
获利能力				
毛利率	33.9%	33.9%	34.2%	34.3%
净利率	7.7%	6.5%	6.5%	7.2%
ROE	3.9%	4.5%	5.4%	7.0%
ROIC	5.3%	5.6%	9.6%	16.2%
偿债能力				
资产负债率	27.4%	26.6%	28.2%	30.4%
净负债比率	4.10%	4.15%	7.26%	9.04%
流动比率	3.13	2.98	2.85	2.70
速动比率	1.81	1.87	1.89	1.85
营运能力				
总资产周转率	0.37	0.44	0.53	0.58
应收账款周转率	16	15	14	15
应付账款周转率	2.98	2.42	3.22	3.65
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.20	0.24	0.30	0.41
每股经营现金流(最新摊薄)	-0.72	0.66	0.40	0.66
每股净资产(最新摊薄)	5.29	5.43	5.62	5.88
估值比率				
P/E	65.85	55.01	44.12	32.73
P/B	2.54	2.47	2.39	2.29
EV/EBITDA	47	43	26	16

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来6~12个月内股价升幅30%以上
推荐：预期未来6~12个月内股价升幅10%~30%
中性：预期未来6~12个月内股价变动在±10%以内
回避：预期未来6~12个月内股价跌幅10%以上

行业评级

看好：预期未来6~12个月内行业指数表现优于市场指数5%以上
中性：预期未来6~12个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡：预期未来6~12个月内行业指数表现弱于市场指数5%以上

研究团队简介

张镭，中投证券研究所首席行业分析师，清华大学经济管理学院 MBA

周富钦，农林牧渔行业分析师，中山大学信息与计算科学理学学士，中山大学财务与投资系管理学硕士

免责声明

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。该研究报告谢绝媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路6003号荣超商务中心A座19楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街18号丰融国际大厦15层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市静安区南京西路580号南证大厦16楼 邮编：200041 传真：(021) 62171434