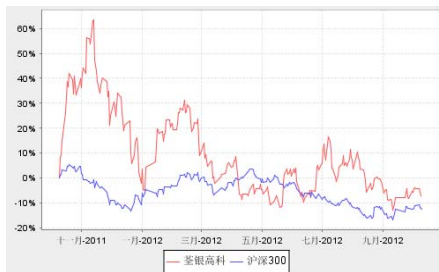


荃银高科(300087.SZ)
期待“多品种、多区域”运营的突破性进展

评级: **持有** 前次: **持有**
 目标价(元): **-**
 分析师: **谢刚** 分析师: **张俊宇**
 S0740510120005 S0740511120002
 021-20315178 021-20315191
 xiegang@r.qlzq.com.cn zhangjy@r.qlzq.com.cn
 2012年10月26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)	13.78
市值(百万元)	1449.89
流通市值(百万元)	657.36

股价与行业-市场走势对比

业绩预测

指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	180.31	279.09	391.00	501.83	621.27
营业收入增速	10.20%	54.79%	40.10%	28.35%	23.80%
净利润增长率	-3.25%	-34.21%	39.14%	21.14%	15.43%
摊薄每股收益(元)	0.62	0.20	0.28	0.34	0.40
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)	106.46	87.82	48.56	40.09	34.73
PEG	—	—	1.24	1.90	2.25
每股净资产(元)	10.46	5.29	5.47	5.81	6.21
每股现金流量	-0.46	-0.72	1.30	0.27	0.39
净资产收益率	5.92%	3.86%	5.19%	5.91%	6.39%
市净率	6.31	3.39	2.52	2.37	2.22
总股本(百万股)	52.80	105.60	105.60	105.60	105.60

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 荃银高科公布 2012 年三季报**, 前三季公司实现营业收入 2.28 亿元, 同比增长 91.17%, 实现归属于上市公司股东净利润 812 万元, 同比增加 428.74%, 折合 EPS0.08 元。其中第三季单季实现营业收入 7556 万元, 同比增长 57.27%, 实现净利润 318 万元, 折合 EPS 为 0.03 元, 去年同期净利润为-225 万元。
- 从报表上来看, 公司前三季业绩大幅增长主要源于两方面因素:** (1) 公司新合并的华安种业、皖农种业和铁岭种业盈利能力较此前并购的其他子公司更强, 2012 年前三季公司少数股东权益达到 539 万元, 去年同期仅为-96 万元。(2) 今年前三季公司营业外收入达到 539 万元, 较去年同期增加 238 万元。
- 荃银母公司增长乏力依旧, 库存压力较大。** 根据母公司报表 2012 前三季实现营业收入 9715 万元, 同比增长 13.28%。母公司存货达到 1.75 亿元, 较去年同期增长 48.30%, 如果母公司仅保持 13% 左右的销售收入水平, 很难保证将当期种子库存完全消化。目前公司新两优系列品种推广面积增长面临较大压力, 此前中报公司披露有 7 个水稻品种在国家和安徽区试, 3 个国家生产试验, 1 个安徽生产试验, 预期未来 2 年公司将有 10 个左右品种陆续通过审定, 这将极大补充公司现有老化的稻种产品储备结构。
- 品种结构储备优化和管理效率提升是公司未来经营重心。** 公司 2010 和 2011 年连续收购 7 家种子企业, 但就产品储备来看, 我们认为仅有华安种业和欣隆种业的部分水稻品种具备区域竞争优势, 未来公司在玉米种子和优势稻种储备上的突破是公司能否实现跨越式发展的重要因素。此外, 一系列并购后, 公司“多品种, 多区域”经营雏形具备, 但公司销售费用和管理费用率将近 30%, 对于毛利率仅有 35% 左右的种子企业来讲, 依然偏高, 未来各个子公司的有效整合也是摆在公司管理层面前的现实课题。
- 预计 2012-2014 年 EPS 分别为 0.28/0.34/0.40 元, 对应 PE49/40/35 倍, 维持“持有”评级。**

图表 1: 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)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业总收入	164	180	279	391	502	621	货币资金	69	417	327	322	253	257
增长率	33.83%	10.2%	54.8%	40.1%	28.3%	23.8%	应收款项	18	16	23	36	46	57
营业成本	-93	-107	-185	-263	-336	-416	存货	73	122	314	216	276	342
% 销售收入	57.1%	59.5%	66.1%	67.2%	66.9%	67.0%	其他流动资产	5	6	85	13	17	21
毛利	70	73	95	128	166	205	流动资产	165	561	749	587	591	677
% 销售收入	42.9%	40.5%	33.9%	32.8%	33.1%	33.0%	% 总资产	85.2%	90.6%	84.4%	69.8%	64.2%	65.7%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0	长期投资	0	11	0	0	0	0
% 销售收入	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	固定资产	13	27	43	188	247	253
营业费用	-22	-23	-39	-51	-65	-80	% 总资产	6.7%	4.3%	4.9%	22.4%	26.8%	24.6%
% 销售收入	13.5%	12.7%	14.0%	13.0%	13.0%	12.9%	无形资产	15	19	94	65	82	99
管理费用	-14	-23	-37	-48	-58	-68	非流动资产	29	58	139	253	330	353
% 销售收入	8.5%	13.0%	13.2%	12.2%	11.5%	11.0%	% 总资产	14.8%	9.4%	15.6%	30.2%	35.8%	34.3%
息税前利润 (EBIT)	34	26	19	30	43	56	资产总计	194	619	888	840	921	1,030
% 销售收入	20.8%	14.7%	6.7%	7.6%	8.6%	9.1%	短期借款	36	0	10	0	0	0
财务费用	-1	2	6	5	4	3	应付款项	64	50	211	143	183	226
% 销售收入	0.4%	-1.3%	-2.1%	-1.2%	-0.7%	-0.6%	其他流动负债	6	5	18	24	17	21
资产减值损失	-2	0	0	0	0	0	其他非流动负债	106	55	240	167	199	247
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	1	0	0	0	其他长期负债	0	0	4	4	4	4
% 税前利润	0.0%	0.0%	4.7%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	106	55	244	170	203	251
营业利润	31	29	26	34	47	60	普通股股东权益	87	552	558	578	614	656
营业利润率	19.0%	16.0%	9.2%	8.8%	9.4%	9.6%	少数股东权益	1	11	86	92	104	123
营业外收支	4	7	3	3	3	3	负债股东权益合计	194	619	888	840	921	1,030
税前利润	35	36	29	37	50	63	比率分析						
利润率	21.3%	19.7%	10.4%	9.5%	10.0%	10.1%		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
所得税	-1	-1	-3	-1	-2	-2	每股指标						
所得税率	2.2%	1.9%	8.8%	4.0%	3.0%	3.0%	每股收益(元)	0.854	0.620	0.204	0.284	0.344	0.397
净利润	34	35	27	36	49	61	每股净资产(元)	2.209	10.464	5.286	5.469	5.813	6.210
少数股东损益	0	2	5	6	12	19	每股经营现金净流(元)	0.259	-0.464	-0.719	1.300	0.273	0.387
归属于母公司的净利润	34	33	22	30	36	42	每股股利(元)	0.000	0.300	0.100	0.100	0.000	0.000
净利率	20.7%	18.2%	7.7%	7.7%	7.2%	6.7%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	38.67%	5.92%	3.86%	5.19%	5.91%	6.39%
净利润	34	35	27	36	49	61	总资产收益率	17.42%	5.29%	2.43%	3.57%	3.94%	4.07%
少数股东损益	0	0	0	6	12	19	投入资本收益率	60.62%	19.18%	5.24%	8.16%	9.03%	10.49%
非现金支出	4	2	6	8	13	17	增长率						
非经营收益	0	1	-1	-3	-3	-3	营业总收入增长率	33.83%	10.20%	54.79%	40.10%	28.35%	23.80%
营运资金变动	-28	-62	-107	96	-30	-34	EBIT增长率	36.49%	-22.32%	-29.12%	57.57%	46.38%	30.25%
经营活动现金净流	10	-25	-76	143	41	60	净利润增长率	38.04%	-3.25%	-34.21%	39.14%	21.14%	15.43%
资本开支	15	9	5	120	87	37	总资产增长率	52.07%	218.76%	43.38%	-5.40%	9.71%	11.78%
投资	3	-14	-29	0	0	0	资产管理能力						
其他	0	0	0	0	0	0	应收账款周转天数	22.6	30.6	22.3	30.0	30.0	30.0
投资活动现金净流	-12	-23	-34	-120	-87	-37	存货周转天数	247.2	331.8	430.9	300.0	300.0	300.0
股权募资	5	470	39	0	0	0	应付账款周转天数	78.5	57.1	122.5	60.0	60.0	60.0
债权募资	28	-36	-2	-10	0	0	固定资产周转天数	28.7	39.9	45.5	61.0	81.7	79.3
其他	-8	-38	-16	-13	-11	0	偿债能力						
筹资活动现金净流	25	395	21	-23	-11	0	净负债/股东权益	-37.65%	-73.98%	-49.27%	-48.04%	-35.25%	-33.04%
现金净流量	24	348	-90	0	-56	23	EBIT利息保障倍数	51.3	-11.3	-3.2	-6.3	-11.6	-16.4
							资产负债率	54.57%	8.94%	27.44%	20.29%	22.08%	24.37%

来源: 公司公告、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%

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。