



Research and  
Development Center

# 整合效果有待观察

—— 荃银高科（300087.sz）首次覆盖报告

康敬东

农林牧渔行业分析师

## 证券研究报告

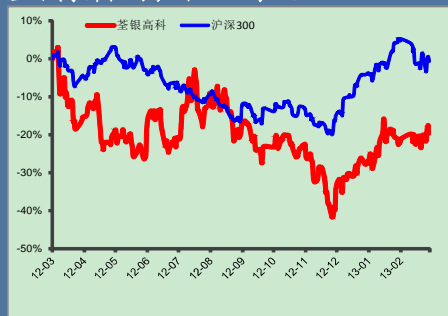
### 公司研究——首次覆盖

#### 荃银高科 (300087.sz)



首次评级

#### 荃银高科相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

#### 公司主要数据 (2013-3-8)

收盘价 (元)	14.02
52 周内股价波动区间 (元)	9.85 ~ 18.25
最近一月涨跌幅 (%)	0.14
总股本 (亿股)	1.06
流通 A 股比例 (%)	45.34
总市值 (亿元)	14.81

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼 6 层研究  
开发中心

邮编：100031

康敬东 行业分析师

执业编号：S1500510120009

联系电话：+86 10 63081261

邮箱：

kangjingdong@cindasc.com

#### 相关研究

《政策业绩双保险 公司投资机会凸显》2013.1

《关注海水养殖饲料种子板块》2012.12

## 整合效果有待观察

### 荃银高科深度报告

2013 年 03 月 11 日

#### 本期内容提要：

◆ **生物经济将颠覆全球经济模式，有机农业与生物化工农业激烈交锋：**全球种子与农化巨头难分彼此，种子公司脱胎为知识产权供应商。在“绿色经济”与“生物经济”的大趋势下，生物技术种子市场高速增长。全球种业寡头格局越发显著，有机与生物化工农业激烈交锋。

◆ **我国种业竞争力严重不足，严重过剩：**作为世界上潜力最大的市场，我国种业集中度低、育种水平低、技术落后、风险巨大。政府主导、政策推动将是中国种业未来之路。近年来国内种业整体过剩。

◆ **业绩增长短期靠扩张 长期靠整合：**近年拖累业绩主要是扩张导致的销售费用和管理费用过高。公司的核心竞争力在于全面的管理团队以及丰富的品种资源。未来两年内旗下子公司有效整合的速度和成效将决定公司的长远发展，业绩增长主要来源于新业务小麦和玉米的快速增长以及子公司表现。

◆ **风险因素：**库存、整合、新品种推广及其它突发事件。

◆ **股价催化剂：**消化库存、费用控制、并购子公司业绩及公司新品种推广超预期。

◆ **盈利预测、估值及投资评级：**我们预计公司 2012~2014 年收入增长 39%、34%和 29%，EPS 分别为 0.22、0.32 和 0.52 元，合理估值 15 元，首次覆盖给予“增持”评级。

#### 公司报告首页财务数据

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
主营业务收入(百万元)	180.31	279.09	388.34	521.01	671.26
增长率 YoY %	10.20%	54.79%	39.15%	34.16%	28.84%
净利润(百万元)	32.73	21.54	23.46	34.11	54.49
增长率 YoY%	-3.25%	-34.21%	8.94%	45.38%	59.76%
毛利率%	40.45%	33.87%	35.44%	35.22%	34.94%
净资产收益率 ROE%	10.23%	3.88%	4.12%	5.70%	8.48%
每股收益 EPS(元)	0.31	0.20	0.22	0.32	0.52
市场一致预期 EPS(元)	0.31	0.20	0.21	0.47	0.60
市盈率 P/E(倍)	45	69	63	43	27
市净率 P/B(倍)	2.7	2.7	2.5	2.4	2.2

资料来源：wind，信达证券研发中心预测 注：股价为 2013 年 3 月 8 日收盘价

请阅读最后一页免责声明及信息披露 <http://www.cindasc.com>

## 目录

投资聚焦 .....	1
全球种业概况 .....	4
革命性的“绿色经济”与“生物经济” .....	4
种子与农化巨头难分彼此 .....	4
种子公司脱胎为知识产权供应商 .....	6
生物技术种子市场高速增长 .....	7
世界种子行业三大发展趋势 .....	8
基因整合持续 阻力尤在 .....	8
有机农业回归自然 .....	9
诱惑与风险并存的中国种业 .....	12
集中度低、育种水平低、技术落后、风险巨大 .....	13
政府主导、政策推动将是中国种业未来之路 .....	13
国内种业整体过剩 .....	13
股权分散 上市后扩张加速 .....	15
种业涵盖六大系列 跻身全国性种子集团 .....	18
稻种储备丰富 .....	19
科研实力较强 规模不大 .....	19
存货、预收帐款及存货消化能力均相对较高 .....	20
内部整合进度是关键 .....	21
扩张与整合决定短长期公司价值 .....	22
水稻种子比重下降毛利率将有所下滑 .....	22
扩张后的整合决定公司长期价值 .....	23
盈利预测 .....	23
估值与评级 .....	25
绝对估值假设 .....	25
相对估值总体合理 .....	26
估值结果及评级 .....	26
风险提示 .....	27

## 图目录

图 1: 全球转基因种植面积 (百万公顷) .....	4
图 2: 孟山都多年销售收入及利润增长 .....	4
图 3: 2010 年美国转基因专利方向 .....	7
图 4: 美国有机食品及总食品近十年市场变化 .....	10
图 5: 美国有机食品及总食品近十年市场增长比较 .....	10
图 6: 欧洲天然有机农业种植面积 (百万公顷) .....	10
图 7: 全球有机农业种植面积 (百万公顷) .....	10
图 8: 中国农业科研经费结构 .....	11
图 9: 美国农业科研经费结构 .....	11
图 10: 美国有机农业概况 .....	11
图 11: 世界主要国家种业市场规模 (百万美元) .....	12
图 12: 主要品种余种占需求比重 .....	14
图 13: 主要粮食种子种用消费量 .....	14
图 14: 主要种子每亩用量 .....	15
图 15: 主要种子每亩费用 .....	15
图 16: 公司股权及子公司情况 .....	16
图 17: 推繁育一体化企业注册资本构成 .....	20
图 18: 种子上市公司预收帐款占收入比重 .....	20
图 19: 种业公司存货占收入比重 .....	20
图 20: 种业公司预收帐款占存货比重 .....	20
图 21: 种业公司营业费用率对比 .....	21
图 22: 种业公司管理费用率对比 .....	21
图 23: 种业公司毛利率对比 .....	22
图 24: 母公司收入、毛利率变动 .....	23

## 表 目 录

表 1: 2009 年全球种子市场份额.....	5
表 2: 2009 年全球农化市场份额.....	6
表 3: 生物技术不同观点.....	9
表 4 近年主要水稻品种推广面积.....	17
表 5 近年资产收购.....	17
表 6 2012 年中期公司主要子公司资产及收益一览(百万元).....	18
表 7 公司部分外购水稻种.....	19
表 8: 主业预测表.....	23
表 9: 估值假设.....	25
表 10: 绝对估值结果.....	25
表 11: 绝对估值敏感性分析.....	25
表 12: 业内相对估值对比.....	26

## 投资聚焦

### 主要内容

我们通过对全球及国内种业市场的格局研究，结合公司现状、产品结构进行剖析，并结合行业竞争格局对公司未来发展作出了预测。按全球农化龙头的设计，生物质燃料将成为未来全球经济的引擎，也将颠覆现有的全球经济格局。作为生物质能源的核心，种业特别是生物技术种子市场仍然将高速增长。全球种业寡头格局越发显著，但有机农业与生物化工农业也将激烈交锋。作为世界上潜力最大的市场，我国种业竞争力严重不足，严重过剩：我国种业集中度低、育种水平低、技术落后、风险巨大。政府主导、政策推动将是中国种业未来之路。尽管种业扶持力度预期将继续，但近年来国内种业整体过剩，行业风险仍然不容回避。公司短期增长主要依靠扩张，而内部整合效果将决定公司长期价值。

### 投资逻辑

公司的核心竞争力体现在全面的管理团队以及丰富的品种资源。未来两年内旗下子公司有效整合的速度和成效将决定公司的长远发展，业绩增长主要来源于新业务小麦和玉米的快速增长以及子公司表现。考虑到种业市场整体过剩，加之行业竞争将日趋激烈，高速扩张后公司内部整合仍然有待观察。

### 有别于大众的认识

生物质燃料将成为未来全球经济的引擎，也将颠覆现有的全球经济格局；外资对水稻种子市场的渗透预期将加剧行业竞争；公司增长短期靠扩张长期靠整合，对于整合效果仍然有待观察。

### 股价催化剂

消化库存、费用控制、并购子公司业绩及公司新品种推广超预期。

### 关键假设、盈利预测与投资评级

我们假设荃银高科 2012、2013 和 2014 年的营业收入增长率分别为 39%、34%和 29%，毛利率略有下降，新业务小麦和玉米的快速增长。预计 2012~2014 年的 EPS 分别为 0.22、0.32 和 0.52 元，对应的市盈率分别为 63 倍、43 倍和 27 倍。按股权自由现金流估值方法计算的合理估值区间为 8.66~12.19 元。考虑到种业政策力度以及估值的特殊性，我们认为相对估值更为合适。综合判断公司合理估值为 15 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

### 主要风险

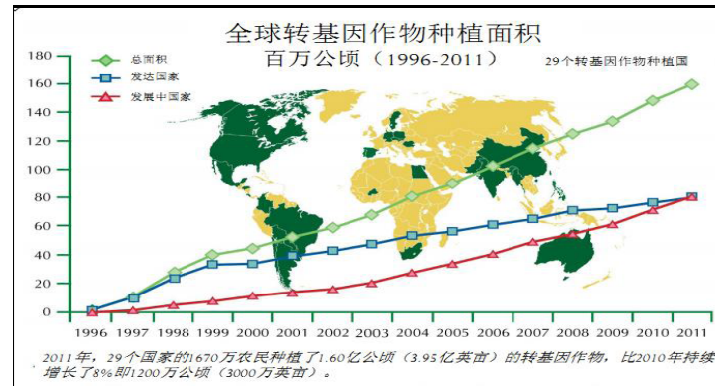
- 1、种业总体过剩带来的库存消化风险；
- 2、高速扩张后内部整合的风险；
- 3、新品种推广中可能存在的风险；
- 4、其它突发性未预期行业及公司方面可能存在的风险。

## 全球种业概况

### 革命性的“绿色经济”与“生物经济”

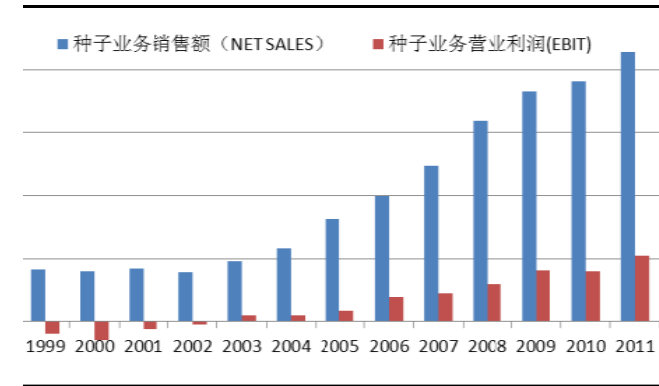
2012年6月里约热内卢召开的地球高峰会议上，提出“伟大的绿色技术改造”的概念。“绿色经济”被提升至维系地球生存的高度。其主要思路是，利用生物质（食品和纤维作物，草，森林残留物，植物油，藻类等）取代提取石油的开发生产塑料，化学品，燃料，药物，能源等产品。即支持者提出的后石油未来工业时代。其主要特点是借助高科技生物工程转化平台，从过去对化石燃料的依赖转变为对生物原料的依赖。许多世界上最大的公司，最强大的政府都在大力宣扬新技术的使用 - 包括基因组学，纳米技术和合成生物学，将生物质转化为高附加值的产品。

图 1： 全球转基因种植面积（百万公顷）



资料来源：布瑞克

图 2： 孟山都多年销售收入及利润增长（百万美元）



资料来源：USDA，信达证券研发中心

由政府、公司、风险资本和非政府组织构成的力量大力推动将生物质转化为商品的这一绿色经济进程。支持者称当今世界上只有 1/4 的陆生生物质被转化成商品，而在南半球还有 3/4 绿色同时成熟的生物质商品企待收获。出于保障原料安全而对生物质资源的攫取体现在发生在南方国家针对包括耕地、大宗商品、金属矿产的开采和作为生物质原料的植物战略性自然资源的并购中。倡导者提出未来的生物经济应当对地球上的自然过程采用市场机制予以量化，并更名为生态系统服务（如碳循环，土壤养分和水分），之后再通过商品化盈利。公司也将不再满足于控制一切活的物质包括种子，植物，动物、微生物和人类的遗传物质，而欲控制这个星球上的可再生能力。

### 种子与农化巨头难分彼此

上世纪 70 年代，全球石化和医药巨头兼并了数千家族所有的种业公司；进入 80 年代，包括种子、农业化工和人畜医药的“生命行业”（life industry）出现，形成越发纠缠的商业化的专有生物技术（基因）工程。这一时期，巨头们只提供最有利

可图的商业化的种子，而放弃其它种子，致使基因多样化严重受损。同时知识产权特别是专利和育种权迅速扩展至其它生物制品产品及过程。随着私有化的植物育种加速，公共育种计划开始枯萎，种子和农化企业间合并加剧。进入 90 年代，令人眼花缭乱的并购与分拆致使生命行业开始动摇。进入 2000 年代，生物经济开始成形，被披上绿色光环，声称将解决石油峰值问题并阻止气候变化，并迎来可持续发展的时代。

种子既是农业食品链条中的起点，也是作物原料的源头，作物原料不只是食品还包括饲料、纤维、能源、高附加值的化工消费品，如塑料、医药等。主要的种子/农药企业已经挤身于生物经济的行列。孟山都，陶氏和杜邦等合作伙伴一道开发新技术平台，生产生物为基础的农业和工业产品。

ETC 的数据显示，2009 年全球商业种子市场规模 274 亿美元，前 10 家公司占据了 73% 的市场份额，而在 2007 年这一比例仅 67%。2009 年全球前 3 家公司控制了全球 53% 的商业市场份额。孟山都既是全球最大的种子公司也是世界第 5 大杀虫剂公司，占全球市场份额的 27%。美国的道氏农业科技公司，2009 年通过一系列对种子公司的抢购重新挤身世界种业前 10。

全球种业与农化市场难解难分，6 家农业化工巨头公司中的 5 家同时也是世界最大的种子公司前 10，农化巨头德国的巴斯夫尽管不是种业巨头，但与种业巨头操持着十分密切的合作关系。巴斯夫与德国的拜耳作物科学公司在每一种主要作物领域都保持长期合作关系，其中包括合作开发高产杂交水稻品种，并同孟山都在玉米、棉花、油菜、大豆和小麦的抗逆性方面有 25 亿美元的研发交易。

**表 1：2009 年全球种子市场份额**

公司（总部）	中文名	种子收入（百万美元）	市场份额
1. Monsanto (USA)	孟山都（美国）	7,297	27%
2. DuPont (Pioneer) (USA)	杜邦（美国）	4,641	17%
3. Syngenta (Switzerland)	先正达（瑞士）	2,564	9%
4. Groupe Limagrain (France)	利马格兰（法国）	1,252	5%
5. Land O' Lakes/Winfield Solutions (USA)	蓝多湖/温菲尔德	1,100	4%
6. KWS AG (Germany)		997	4%
7. Bayer CropScience (Germany)	拜耳作物科学（德国）	700	3%
8. Dow AgroSciences (USA)	陶氏农业科学（美国）	635	2%
9. Sakata (Japan)	坂田（日本）	491	2%
10. DLF-Trifolium A/S	丹农/丹麦	385	1%
Total Top 10		20,062	73%

资料来源：ETC，信达证券研发中心



表 2: 2009 年全球农化市场份额

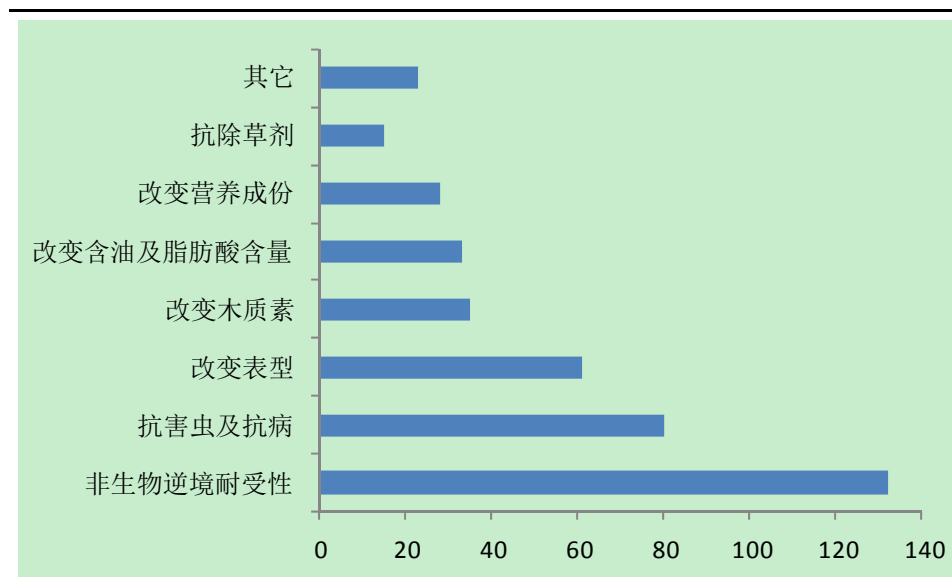
公司 (总部)		农化收入 (百万美元)	市场份额
1. Syngenta (Switzerland)	先正达 (瑞士)	8,491	19%
2. Bayer CropScience (Germany)	拜耳作物科学 (德国)	7,544	17%
3. BASF (Germany)	巴斯夫 (德国)	5,007	11%
4. Monsanto (USA)	孟山都	4,427	10%
5. Dow AgroSciences (USA)	陶氏农业科学 (美国)	3,902	9%
6. DuPont (USA)	杜邦 (美国)	2,403	5%
7. Sumitomo Chemical (Japan)	住友商社 (日本)	2,374	5%
8. Nufarm (Australia)	澳州新农	2,082	5%
9. Makhteshim-Agan Industries (Israel)	马克西姆 (以色列)	2,042	5%
10. Arysta LifeScience (Japan)	爱利思达生命科学株式会社 (日本)	1,196	3%
Total Top 10		39,468	89%

资料来源: ETC, 信达证券研发中心

### 种子公司脱胎为知识产权供应商

当前, 种业已经从以前只提供细分产品的市场, 进化为传播技术或知识产权的市场。这些转基因技术主要分两类, 即抗除草剂和抗特点害虫方面的技术。对于基因巨头, 气候变化和推动发展能源作物/原料产生的生物经济带来了不可抗拒的市场机会。生物技术最新一代专注于所谓的适应气候的专有性状基因和转基因性状, 其目的是最大限度地提高植物生物量。诸如干旱、高温、严寒、洪水、盐碱等。2008年6月至2010年6月, 基因巨头和他们的合作伙伴提交了261项与气候适应专利, 并寻求垄断保护。杜邦、巴斯夫、孟山都、先正达、拜耳和道氏及其生物技术合作者控制着其中77%的专利。2010年3~12月间, 美国专利与商标办公室办理的专利申请清单表明, 环境胁迫与原料/生物能源性状研究成为优先方向。非生物逆境耐受性方面专利到目前为止为活跃, 共有132项申请, 而抗除草剂仅15项。仅4家基因巨头的应对气候变化的专利申请占了所有申请的至少66%。能源作物或生物质/原料性状申请的申请次之, 共68项申请。

图 3：2010 年美国转基因专利方向



资料来源：ETC 信达证券研发中心整理

### 生物技术种子市场高速增长

据 Croppnosis 的研究结果，2011 年全球的生物技术种子市场规模为 132 亿美元，较 2010 年的 117 亿元增长 12.82%，占全球 2011 年全球作物保护市值 596 亿美元的 22%和全球商业化种子市场价值 370 亿美元的 36%。如果加上生物技术玉米、大豆谷物和棉花的终端价值，市场规模为 1600 亿美元/年，且保持年均 10~15%的增长。有研究表明，2011 年全球用于新的生物技术种子研发和开发的费用约为 1.350 亿元，研发费用占种子销售额的 1%。

2010 年全球有 29 个国家种植了商业化的生物技术作物，加上另外 31 个国家，1996 年以来共有 60 个国家批准了生物技术作物作为食品和饲料的进口和在环境中的释放。期间各国总共批准了 1045 项许可，涉及到 25 种作物。其中玉米被批准了 65 次、棉花 39 次、油菜 15 次、大豆 14 次。其它与生物技术物相关的主要国家还包括美国、日本、加拿大、墨西哥、韩国、澳大利亚、菲律宾、新西兰、欧盟和台湾。需要说明的是日本不种植生物技术作物。土耳其 2011 年开始批准生物技术种子进口。

## 世界种子行业三大发展趋势

自 1742 年世界上第一家种子企业“威迈”（Vilmorin）在法国成立以来，世界种子行业的发展已历经了 270 年的历史。但其快速发展阶段实际是从二十世纪九十年代生物技术兴起时才开始的，在这段快速发展期内，种子行业的发展呈现了三个发展趋势：

第一，私人公司逐步成为种业主体，农化公司纷纷进军种业。

发达国家的种业均经历了由政府为主体向企业为主体过渡的阶段，私人公司逐步成为种业主体。2011 年，世界第五大农化公司-陶氏作物科学首次进入世界种业十强，位列第八，发展势头猛。至此，孟山都、杜邦、先正达、拜耳、陶氏作物科学，共有五大农化巨头陆续进入种业十强。

第二，产业发展趋于集中化，逐步形成技术和资源垄断。

世界排名前十的种子企业市场份额由 2007 年的 67% 增长到 2009 年的 73%。排名前 3 的种子企业市场份额（53%）首次超过 50%，而排名第一的孟山都市场份额已达到 27%。

美国稳坐第一把交椅，控制世界 50% 的商品种子市场。种业十强公司中，美国种业公司占据四席，分别是孟山都、杜邦先锋、蓝雷德和陶氏作物科学。

第三，生物技术迅猛发展，改写传统种业。

19 世纪 80 年代开始，生物技术，特别是转基因技术以前所未有的速度影响着世界农业的发展，打破了传统种业的不同作物、品种和地域的隔阂，将传统种业代入现代生物种业发展时代。尽管国际上对转基因生物技术及其安全性争论不断，但是全球对转基因生物技术的研究始终没有停止，同时目前转基因植物种植面积也在以每年 10% 的速度增加。

ISAAA 预测未来生物技术前景“令人鼓舞”。到 2015 年全球种植生物技术作物的国家将再增加 10 个，其中以亚洲和拉美最为乐观，非洲谨慎乐观。预计 2013 年抗旱生物技术玉米将在北美开始种植，非洲将在 2017 年开始种植。黄金大米 2013~2014 将在菲律宾投放；中国的生物技术玉米将种植 3000 万公顷的面积；未来，Bt 水稻潜力巨大仅在亚洲 10 亿穷人将“受益”。

## 基因整合持续 阻力尤在

当前全球种业整合持续，新兴市场特别是非洲成为种业巨头的焦点。2010 年杜邦先锋宣布其有史以来最大的并购案—收购南非最大的种业公司 Pannar Seed。如果收购成功，杜邦不仅可获得当地种质资源还将成为与其存在生意往来的非洲 18 个国家的重要据点。但收购行为受到生物安全与生物观察非洲中心的抵制，非洲竞争法庭 2010 年 12 月拒绝了这一收购。杜邦先锋上诉称法庭的决定依据的是对转基因生物毫无根据的偏见，之后法庭仍然坚持对其禁令。非洲生物安全中心还誓言与之斗争

到底，并对先锋的竞争对手—孟山都在南非所有种业持股及许可及交叉许可展开调查，而孟山都是南非的第二大种业参与者，估计 75%的转基因玉米出现了转基因性状。

**表 3: 生物技术不同观点**

支持理由	异议理由
增产增收	印度棉农自杀等事件
减少温室气体排放	化学免耕理论多次被证明难以信服 且与传统耕作无异
减少杀虫剂及除草剂用量	出现超级杂草和超级害虫反而需要更多化学药物，且种子农化公司本为一家
保护植物多样性	商业化特定品种，忽略大多数传统品种本身就减少了植物多样性
减贫解决粮食问题	粮食安全受制与种业巨头 短期增产长期负面影响深远
节约耕地	化工农业导致土地板结荒废以及无法种植其它作物

资料来源：公开资料

ETC 集团在《谁来控制绿色经济》的文章中尖锐地指出，用绿色技术修复这个星球听起来诱人，但非常危险，因为这会导致全球范围内公司力的大规模聚合，将大量未经验证的知识产权引入人类社会，这些技术既没有经过咨询也不准备与人商讨其影响。技术修复不能应对贫穷、饥饿及生态环境的系统性危机。缺乏政府间的讨论和广泛的民间参与，地球峰会将成为瓜分地球的会议(Earth Grab)。ETC 强调，其并不是反对绿色经济而是应当合理利用生物多样性的基础上满足人类的需求并保护地球系统。

### 有机农业回归自然

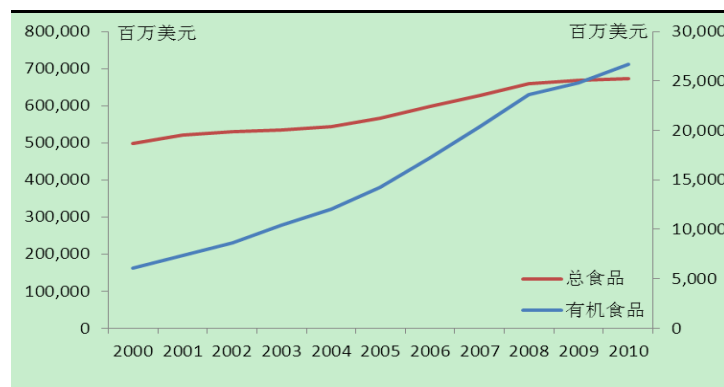
联合国粮农组织于 2011 年 06 月发布公告：“让农业回归自然”，倡导以“小农”经营和节约增长的方式发展农业，而不是搞单挑一的转基因“化工农业”。同时，联合国总部发表新闻公告说明，实行天然有机生态循环农业可在十年内使粮食供应翻番、从而能满足未来可能的全球 90 亿人口的食品需要。

美国农业部和欧美行业组织统计说明：截止 2010 农业年度，全球天然有机农业食品作物市场规模约为 590 亿美元，其中欧美市场为 500 亿美元、美国 286 亿美元，即发达国家处于绝对领先地位。截止同年度，全球有 160 个国家大力支持于天然有机农业发展（搞转基因的只有 29 个国家，其中不少是处于实验观察状态），其中制定法规致力于天然有机农业发展的有 84 个国家，有 160 万个有机食品专业厂商。

就种植面积来说，截止 2010 农业年度，西方国家的天然有机农业面积占全球总面积的绝大多数、占绝对优势。譬如，仅北美就有 270 万公顷、欧美合计大约为 1270 万公顷、西半球合计约为 2220 万公顷，而包括中国的整个亚洲只有 280 万公顷。根据美国有机贸易协会的报告，2011 年 78%的美国家庭选择有机食品，2009 年这一比例为 73%。研究同时指出，四成的美国家庭较一年前购买更多有机食品，72%的家长熟悉美国农业部的有机标印，2009 年这一数字为 65%。据美国农业部经济

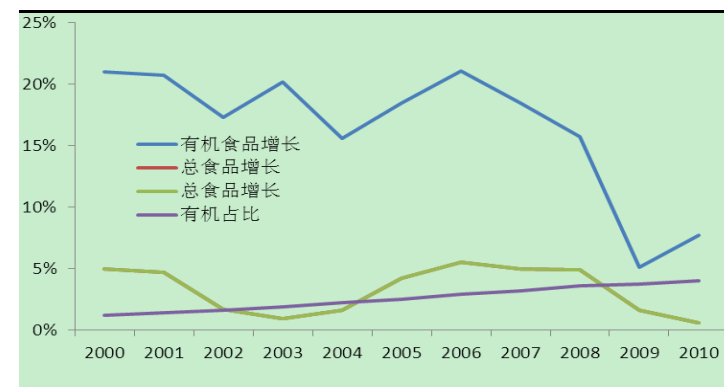
研究表明，有机农业十多年来一直是美国农业中增长最快的领域之一。在 2008 年，在美国经认证的有机种植面积超过 480 万英亩，从 2001 年的 127432 英亩，在 2002 年和 2005 年间增加了一倍。

图 4：美国有机食品及总食品近十年市场变化



资料来源：有机贸易协会，信达证券研发中心

图 5：美国有机食品及总食品近十年市场增长比较

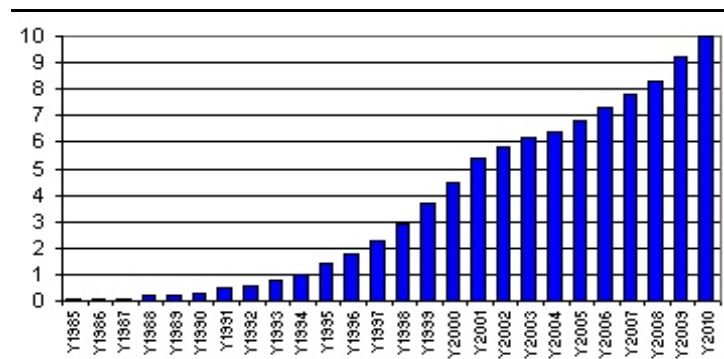


资料来源：USDA，信达证券研发中心

去年六月份，联合国粮农组织学者发表论文，批评了那些搞“转基因大跃进”的做法，文章称过去多年关于转基因作物技术的激烈讨论、掩盖了非转基因（譬如天然有机）农业科技，而后者往往比前者更有利于保障粮食供应、生态环保和节约以及持续性发展，且使用成本要低得多。

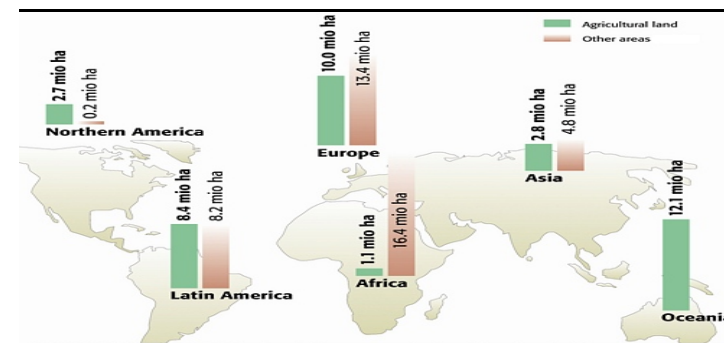
今年初，巴斯夫撤出欧盟转基因市场、孟山都公司停止在法国销售转基因玉米，标志着欧盟国家对转基因关上了大门，进一步强化了欧盟国家“零转基因”食品市场的政策走向。

图 6：欧洲天然有机农业种植面积 (百万公顷)



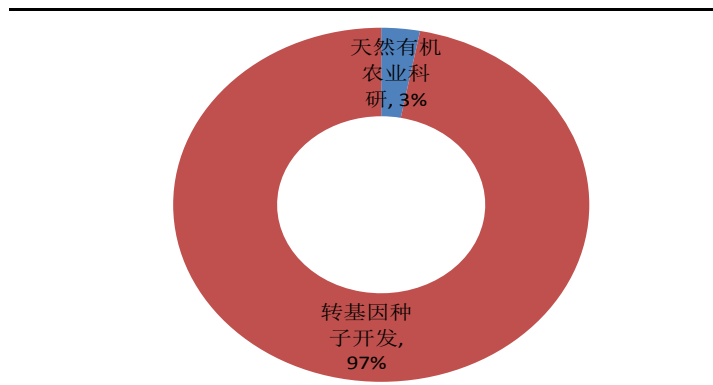
资料来源：Lampkin and FiBL

图 7：全球有机农业种植面积 (百万公顷)



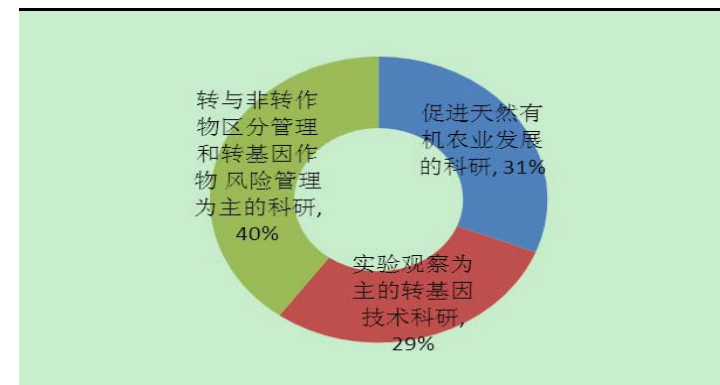
资料来源：公开资料，信达证券研发中心

图 8：中国农业科研经费结构



资料来源：公开资料，信达证券研发中心

图 9：美国农业科研经费结构



资料来源：美国农业预算，信达证券研发中心

图 10：美国有机农业概况



资料来源：美国有机贸易协会

联合国粮食权利特别报告员奥利维·德·舒特在一份最新报告中指出，生态农业有望在十年内让主要产粮地区的粮食产量翻番，同时还能为农村开辟生路、实现碳隔离，并且建立对气候极限的适应性。德·舒特说生态农业的“资源保护和低外输技术提高产量的能力已经得到证明，”他还引用一项研究的结果，说采用生态农业技术的土地的粮食产量平均提高了79%。

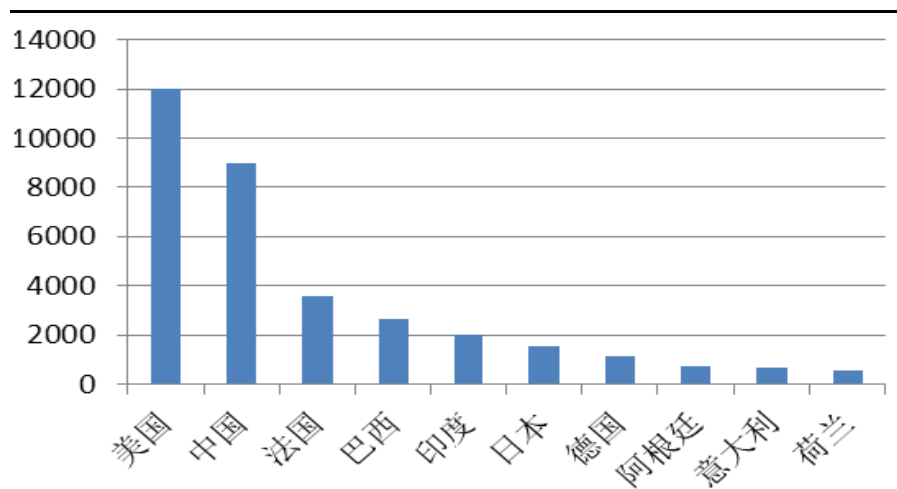
“2050年世界人口将增加到90亿，为了养活他们，我们亟需采取最高效的农业技术。当前的科学证据表明，生态农业方式在提高饥饿地区的粮食产量方面的作用绝对胜过化肥，”德·舒特说，“靠着大型农场的工业化耕作，我们是无法解决饥荒、制止气候变化的。”世界饥民中的大多数都是小型农户，证据表明，通过生态农业方式，这些农户可以提高粮食产量来养活家人。

## 诱惑与风险并存的中国种业

世界种子行业未来发展潜力最大的市场。

2011年全球商业化种子的市场规模达到406.5亿美元，中国市场规模为90.34亿美元，占总的市场规模的21%，仅次于美国，而且规模远远大于排名前十的其他国家市场。在排名前十的种业市场中，欧洲、美洲市场等发达国家的种业市场已被跨国种业瓜分完毕，因此，作为发展速度较慢的世界第二大种业市场——中国，无疑是未来种业的必争之地。

图 11：世界主要国家种业市场规模（百万美元）



资料来源：布瑞克，信达证券研发中心

## 集中度低、育种水平低、技术落后、风险巨大

中国种子产业的发展一直处于初级发展水平的阶段。中国种子企业小、散、乱，前十强的企业市场份额不到20%，产业集中度较低。中国的农作物品种研发以科研院所为主，没有与市场需求对应的研发体系，全国8700多家种子企业中真正具有研发能力的只有10家左右，而平均每年的研发投入占销售收入的比例为2%，跨国种业的研发投入比例平均为10%以上。中国种业的**育种、生产、加工等技术**均基本处于原始水平和经验操作，例如，水稻种子的干燥还是传统的日照晾晒，容易受天气环境影响，**产业风险巨大**。

## 政府主导、政策推动将是中国种业未来之路

中国种业的发展总体上跟随世界上发达国家种业，但更多是政府主导而不是市场优胜劣，政策推动是政府主导的主要途径。科研资源和投入正在从公立研发机构转向企业，由企业建立商业化育种体系，因此，种业科研资源的投资、并购在未来是核心。长期视野来看，生物技术将会成为大型种子企业的核心竞争力，推动种业快速发展。外资种业在主要农作物种子市场短期内会被压制，但其在蔬菜等其他非主要农作物种子市场的扩张，将在未来受到重视。由于中国对外资在农作物种业发展的限制，各跨国种业纷纷转战蔬菜和牧草等种子市场。目前，国外种子企业拥有中国甜菜种子市场份额90%，向日葵种子市场份额60%，蔬菜种子市场份额的16%，玉米种子市场份额的15%。

**行业集中度提高 整合加速**。国家出台了支持种业并购的政策，企业也开始纷纷洽谈有优势资源的研发机构和企业，但是，中国的种业企业管理还处于粗放式管理，过去已有很多由于整合能力较差，而导致并购失败（不能为企业创造利润）的案例，而且并购需要大量资金，融资需要过程，因此，预计大规模的并购潮会发生在2-3年后。行业的技术将得到快速更新，产业效率将大大提升，且向规模化方向转型。但种业的升级与改革速度，主要将由政府政策的力度来决定。

**种业政策密集发布**。《国务院关于推进现代农作物农业发展的意见》、《两证管理办法》以及即将在今年8-10月份出台的《种子工程建设规划(2011-2015年)》论证、修改等工作，种业发展基金，即将发布的《全国现代农作物种业发展规划(2011-2020年)》、《优势种子繁育基地建设规划》等，都将对种业的发展方向 and 速度产生很大影响。

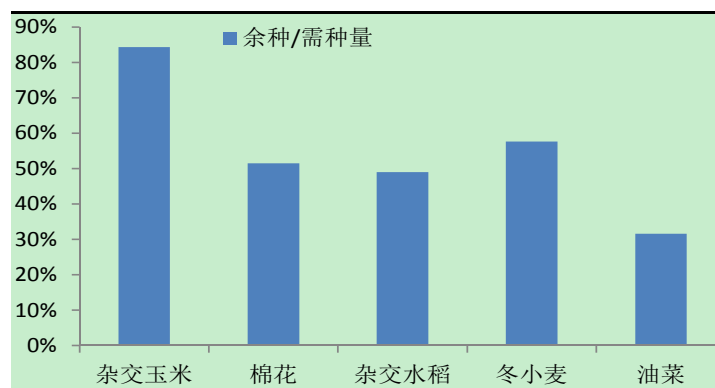
对于各个细分产业，玉米的毛利率较高（50%-70%），随着单粒播种等栽培方式的大面积推广，毛利率还将维持在高毛利率水平，因此将是种子企业或行业外资本发力的重点；水稻种子产业也将跟随玉米产业进入技术设备升级以及大品种运作时代，毛利率会大幅提高，由于我国在水稻的研发方面有优势，而且近年水稻种子种植面积开始萎缩，因此，水稻种子企业将开始大规模向国外市场进军（东南亚等）。

## 国内种业整体过剩



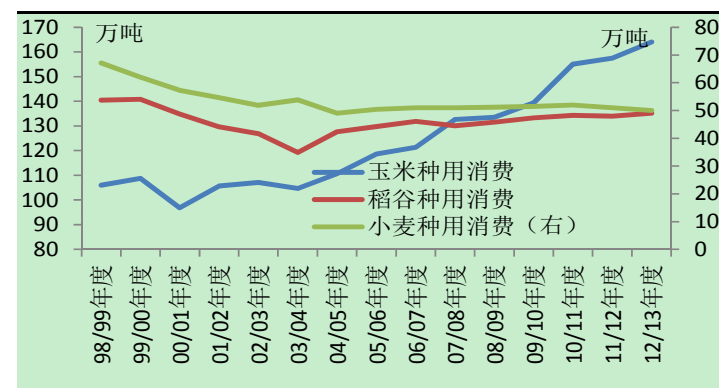
2012年杂交玉米制种面积435万亩，制种产量15.7亿公斤，有效库存在5.5亿公斤以上。2013年可供种量21.3亿公斤以上，预计种植面积5.4亿亩以上，需种量11.5亿公斤，余种量在9.7亿公斤左右；由于全国棉花种植面积连续下降，预计明年种植6700万亩，需种量1.047亿公斤，可供种量为1.586亿公斤，过剩5390万公斤；2012年杂交水稻制种面积192万亩，制种产量3.45亿公斤，有效库存0.75亿公斤，2013年可供种量4.2亿公斤。预计杂交水稻种植面积2.6亿亩，需种量2.65亿公斤，预计出口种子0.25亿公斤，余种量为1.3亿公斤，剩余量接近总用种量的50%，也将是剩余量最大的一年。杂交早稻和杂交晚稻种子均供需平衡，杂交中稻种子供过于求。近几年杂交水稻种子市场价格上涨较快，种子企业积累了一定的利润，规模进一步发展，开始走向几年前杂交玉米种子企业靠种子数量拼市场的老路。这种现象值得关注；预计今年秋冬种全国冬小麦种植面积约3.45亿亩，需商品种子27.4亿公斤。市场预计可供种43.2亿公斤，预计余种15.8亿公斤；预计全国冬油菜种植面积1亿亩左右，其中常规油菜种植面积约2700万亩，杂交油菜种植面积约7300万亩。预计今年大田种植常规油菜2704万亩，需种730万公斤，需商品种子450万公斤；市场可供种560万公斤，供需平衡有余。预计今年大田种植杂交油菜7350万亩，需种1090万公斤；全国可供应商品种子1466万公斤，种子数量供大于求。

图 12: 主要品种余种占需求比重



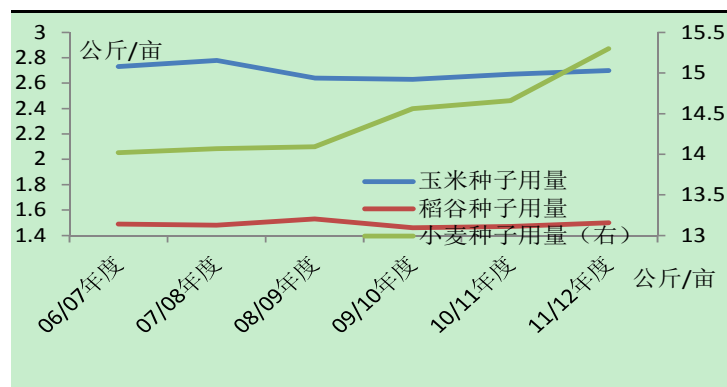
资料来源: BRIC, 信达证券研发中心

图 13: 主要粮食种子种用消费量



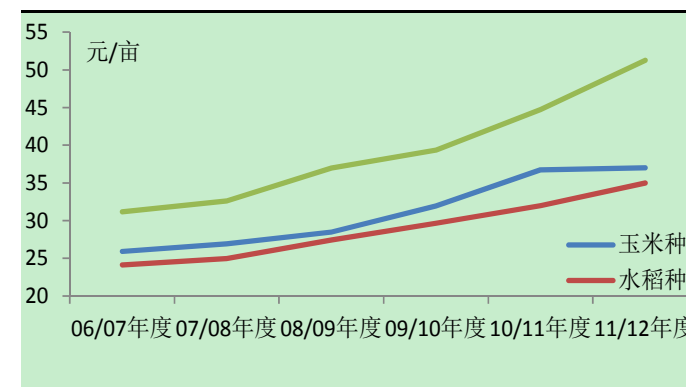
资料来源: BRIC, 信达证券研发中心

图 14: 主要种子每亩用量



资料来源: 国家统计局, 信达证券研发中心

图 15: 主要种子每亩费用

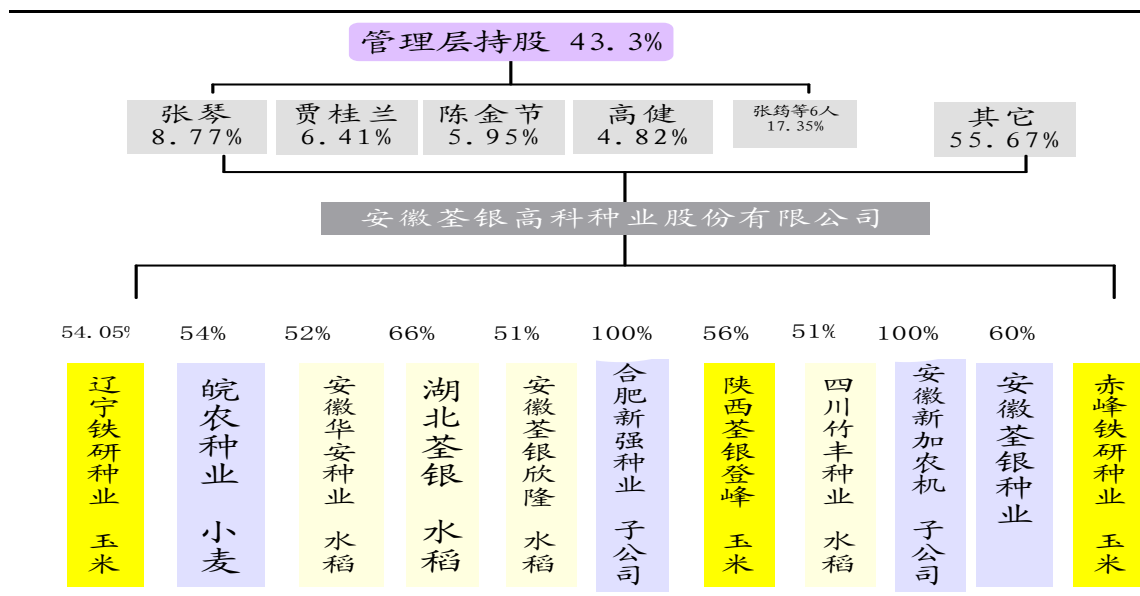


资料来源: 中国政府网, 信达证券研发中心

## 股权分散 上市后扩张加速

公司是安徽省从事研发、繁育及推广粳型两系杂交水稻种子的龙头企业。公司前身为成立于2002年7月的安徽荃银禾丰种业股份有限公司，于2008年2月变更为股份有限公司。公司的主要股东均为自然人且股权结构分散，第一大股东持股8.77%。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。

图 16: 公司股权及子公司情况



资料来源: 公司资料, 信达证券研发中心

公司 2010 年上市以来, 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。

表 4：近年主要水稻品种推广面积（万亩）

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	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	407
3	金优 207	691	丰两优 1 号	597	金优 207	506	两优 6326	426	扬两优 6	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	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

资料来源：农业部，信达证券研发中心

公司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。并对陕西荃银登峰、安徽荃银种业和辽宁铁研种业进行增资。此外公司还利用超募资金收购了一批水稻、玉米的生产经营权。通过股权合作，公司与相关科研机构建立起合作关系，比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 5：近年资产收购

时间	控股子公司	控股方式	持股比例	投入（万元）
2010.8	竹丰种业	收购	51%	1006.2
2010.11	荃银欣隆	设立	51%	1530
2011.3	华安种业	收购	52%	2200
2010.11	陕西荃银登峰	增资	56%	1120
2011.6	潭两优 143 独占使用权	购买		80
2011.6	永久补充流动资金			3000
2011.7	安徽皖农种业	收购	54%	2393.7
2011.8	安徽荃银种业	增资	60%	420
2011.9	辽宁铁研种业	收购+增资	54.05%	2795.4
2011.10	常规水稻新品种“五山丝苗”	购买		280

2012.1.13	杂交玉米品种“高玉 2067”生产经营权		300
2012.4	杂交玉米新品种“阳光 98”独占生产经营权		499*
2012.7	暂时补充流动资金		3000
2012.7	为新增玉米/小麦等种子产业建设配套设施项目		5500*
2012.9	增资华安种业		1134.04
2012.9	增资铁研种业	56.5239%	216.2776
2012.9	购买江苏沃丰种业国审小麦新品种“南农 0686”在皖、		147.28*
2013.1.23	德利农 10 号杂交玉米独占生产经营权	购买	480
合计			26105.9

资料来源：公司公告，信达证券研发中心 注：\*为公告拟投入金额，其余为实际投入

上述并购公司中，华安种业和欣隆种业的部分水稻品种具备一定区域竞争优势。公司在玉米种子和优势稻种储备上的突破决定着公司能否实现跨越式发展。

### 种业涵盖六大系列 跻身全国性种子集团

荃银高科原为安徽省的种子企业，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。目前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、晚籼、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。上市后公司利用募集的 3.32 亿元密集并购，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。

表 6：2012 年中期公司主要子公司资产及收益一览（百万元）

控/参子公司	主营业务	持股比例 (%)	总资产	净资产	收入	净利润
华安种业	水稻：皖稻 153、徽两优 6 号（2012 年国审）等	52	84	20	21	5
铁研种业	玉米：铁单 15、铁研 120、铁研 56、铁研 39 等	54	61	40	25	2
皖农种业	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	54	38	37	13	2
四川竹丰	水稻：冈优 2009、竹丰优 009、竹丰优 28 等	51	27	22	5	1
湖北荃银	水稻：新两优 223（2010 国审）等	66	36	29	7	1
荃银欣隆	水稻：两优 6326、新强 8 号等	51	39	32	10	0

资料来源：公司资料，信达证券研发中心

## 稻种储备丰富

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 年播种面积 407 万亩，居全国第二。此外水稻种子还有：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(10 年国审)、新两优 901(10 年国审)、新两优 343(10 年国审)等较长的后备品种线。2012 年 11 月公司发布公告称两优 383（中粳两系杂交稻）、两优 4826（中粳两系杂交稻）、新两优 1671（晚粳两系杂交稻）通过了省审。2012 年 12 月母公司的“新华两优 9 号”、“金优 88”，及华安种业独占使用的杂交水稻新品种“徽两优 6 号”通过国审。中稻品种新华两优 9 号尚未推广，相对新两优 6 号及新两优 343 优势不明显。晚稻品种金优 88 有助于完善公司的三系种子产品线。而徽两优 6 号通过国审有助于推广面积的扩大，对皖稻 153 构成支撑。

表 7: 公司部分外购水稻种

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	65.90%	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	62.90%	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

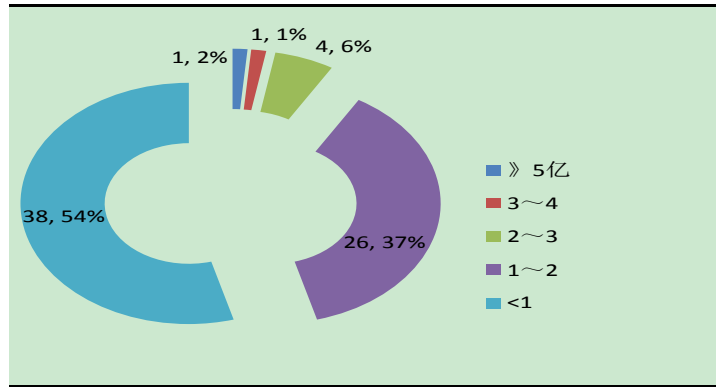
资料来源：公司资料，信达证券研发中心

## 科研实力较强 规模不大

公司注重科研源头以及育繁推一体化的种业发展道路，与中国水稻研究所、中国科学院、中国农科院、华中农大、安徽农科院、安徽农大等保持合作关系。先后取得了一项国家发明专利—具有隐性标记杂交水稻亲本品种的选育方法、9 个植物新品种权（新安 S、新两优 6 号、农丰 A、Y 恢 909、YR293、03S、2148S、YR188、新华 S）。国家级和省审定新品种 26 个，其中杂交水稻 22 个、杂交油菜和杂交棉花各 2 个。在杂交水稻方面公司选育出了高产、优质、适应性广的自主新品种 14 个，鉴定不育系 4 个，有多个优势组合参加国家或省区试。新两优 6 号、新两优香 4、农丰优 909、中优 293、丰优 293、两优 4826、稻优 188 等表现优良。

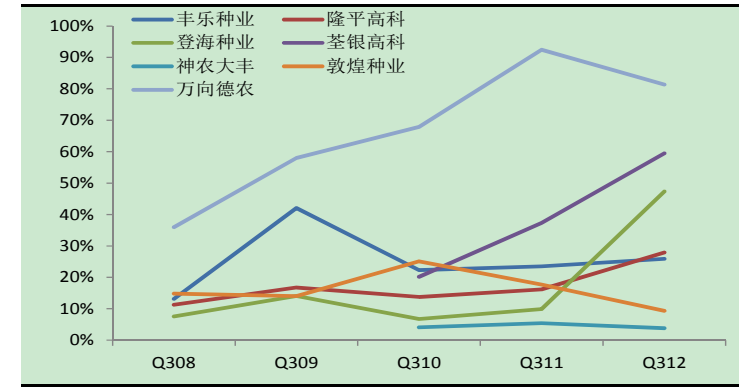
当前我国推繁育一体化种业公司 70 家，其中注册资本超过 5 亿元的仅中种集团，注册资本处于 3~4 亿元间只有登海种业，注册资本在 2~3 亿元之间的有四家，包括敦煌种业、辽宁东亚、袁隆平高科和丰乐种业。注册资本 1~2 亿元的有 26 家，其中包括隆平高科、荃银高科、奥瑞金、北京德农、神农大丰等。公司在推繁育一体化公司中规模与其近年快速扩张的势头相比并不相称，但无疑也意味着较大的发展空间。

图 17: 推繁育一体化企业注册资本构成



资料来源: 国家统计局, 信达证券研发中心

图 18: 种子上市公司预收帐款占收入比重



资料来源: WIND, 信达证券研发中心

### 存货、预收帐款及存货消化能力均相对较高

在 7 家可比种业上市公司中, 荃银高科预收帐款占收入比重较高, 近三年三季报中这一比例分别为 20%、37% 59%, 增长较快。2012 年 3 季度这一指标仅低于万向德农的 81%, 居板块第二。从存货角度来看, 近三年来的 3 季度数据显示, 公司存货占收入的比重分别为 104%、123%和 113%, 除了 2012 年 3 季度的值低于登海种业外, 前两个年度的指标均远高于行业水平。不但公司预收帐款和存货均相对较高, 用预收帐款占存货的比重衡量的公司预收帐款消化能力依然较高, 这一指标在近三年的 3 季度数据分别为 19%、30%和 52%, 显示出公司通过预收帐款消化存货的能力明显得到提升, 在种业板块 7 家公司中, 2012 年 3 季度这一指标仅低于万向德农 73%的水平。

图 19: 种业公司存货占收入比重

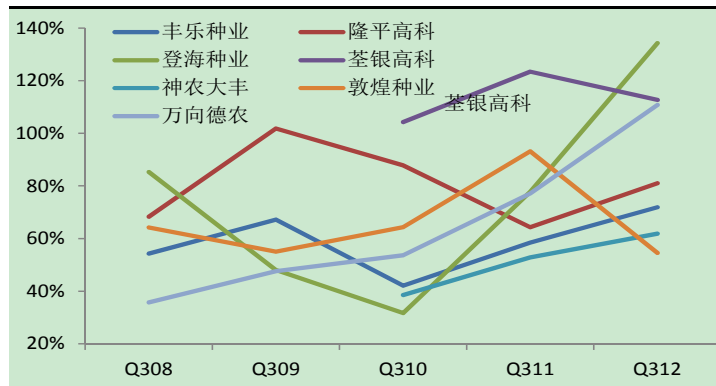
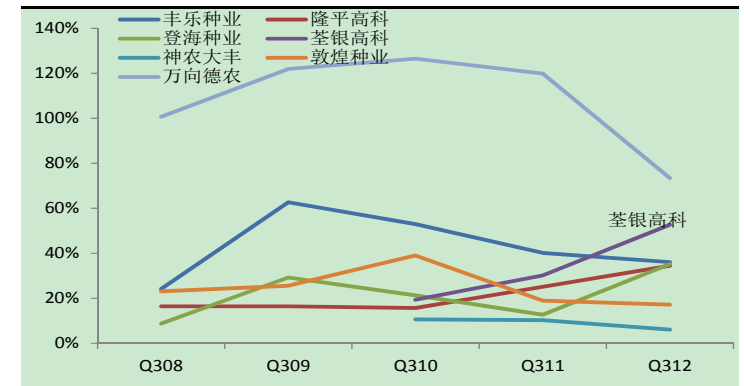


图 20: 种业公司预收帐款占存货比重



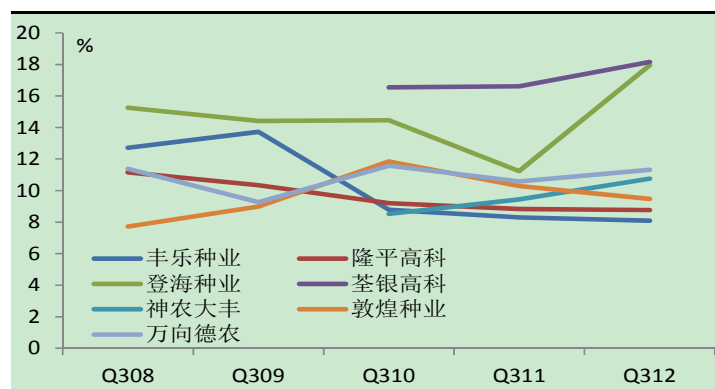
资料来源: wind, 信达证券研发中心

资料来源: wind, 信达证券研发中心

### 内部整合进度是关键

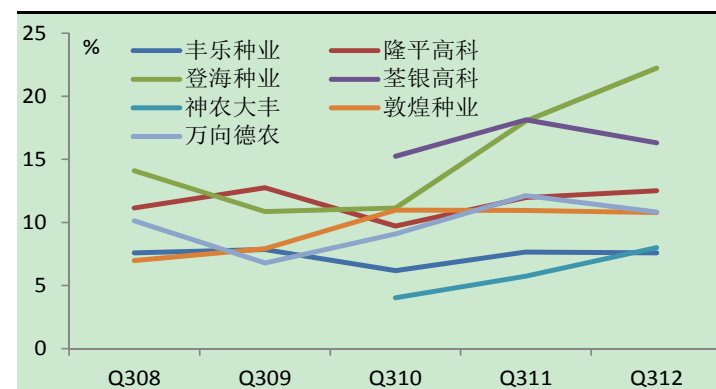
在种业门槛提高、行业整合加速的背景下，及时的上市融资为公司赢得了宝贵的机会和并购资本，大规模并购奠定了公司“多品种，多区域”经营框架。2011年公司处于集中投入期，上市后的收购项目、之后的并购计划以及新业务的拓展给公司带来沉重的费用负担，拖累了业绩。目前公司销售费用和管理费用占销售收入的比重达34%，几乎与公司36%的毛利率持平。当前公司的核心竞争力在于全面的管理团队以及丰富的品种资源。未来两年内旗下子公司有效整合的速度和成效将决定公司的长远发展，业绩增长主要来源于新业务小麦和玉米的快速增长以及子公司的经营业绩。

图 21: 种业公司营业费用率对比



资料来源: wind, 信达证券研发中心

图 22: 种业公司管理费用率对比

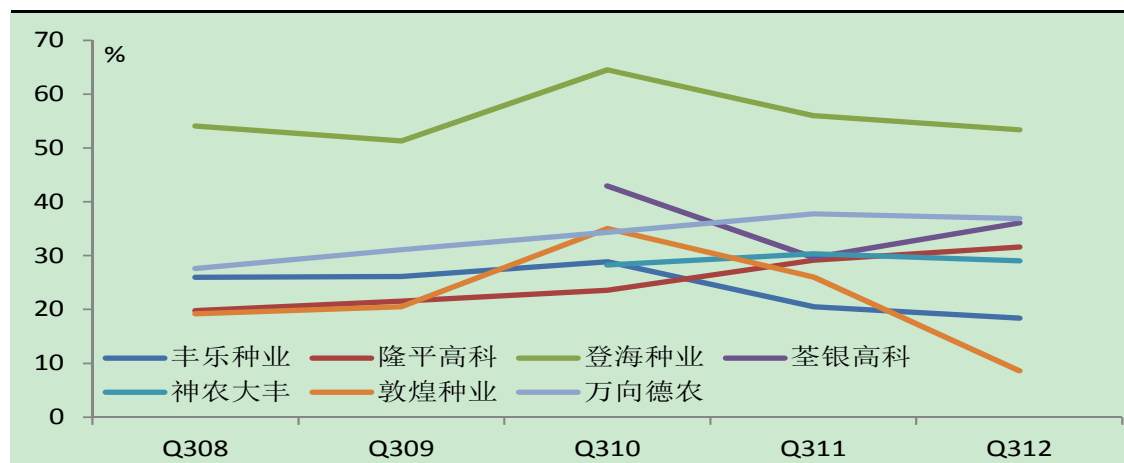


资料来源: wind, 信达证券研发中心

公司3季度单季收入7556万元，增量主要来自皖农种业的小麦收入；1-9月公司新增收入的90%来自新增的三家子公司，其中华安种业表现突出，得益于抗倒性突出的皖稻153及徽两优6号，我们预计全年业绩可达4500万元左右，未来有望成为公司重要的利润点。另外三季度公司还转让华安种业3%的股权给其总经理作为激励。去年由于天气异常，新两优343的制种不理想导致推广受影响。公司大力外购品种，如潭两优143、五山丝苗等将进入推广期，推广进度值得关注。



图 23: 种业公司毛利率对比



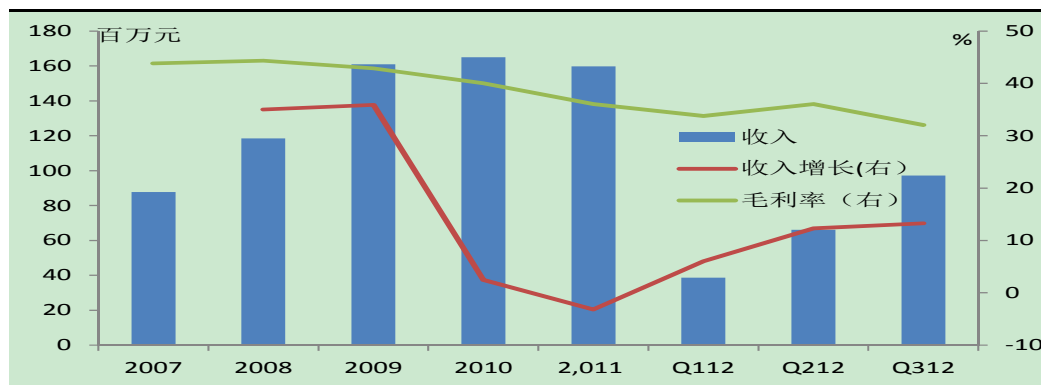
资料来源: wind, 信达证券研发中心

## 扩张与整合决定短长期公司价值

### 水稻种子比重下降毛利率将有所下滑

公司销售的种子主要是毛利率较高的两系杂交水稻，因此盈利水平较高。2010-2011年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，加之受行业库存压力增大，导致公司的毛利率有所下滑。未来这一趋势仍然有望持续，因此短期来看，毛利率仍将有所下降。与此同时公司种子结构更趋完善，抗风险能力也将得到提升。我们预计随着公司并购规模的加速和外购品种的增加，2012及2013年的盈利将更多地来自并购扩张。

图 24: 母公司收入、毛利率变动



资料来源: wind, 信达证券研发中心

### 扩张后的整合决定公司长期价值

在水稻种子供过于求的背景下，公司长期价值仍然取决于公司未来的整合成效。公司不仅面对着国内种业龙头的竞争压力，未来几年我们预计国外种业巨头对国内水稻种子市场的争夺也将加剧，因此未来 3~5 年公司将面临十分激烈的多条战线的竞争压力。公司的战略、经营管理、种子储备、销售以及资金等各个层面都会面临着巨大的挑战。

### 盈利预测

综上分析我们预测 2012~2014 年公司收入分别增长 39%、34%和 29%，EPS 分别为 0.22、0.32 和 0.52 元。

表 8: 主业预测表(百万元)

营业收入	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
水稻	157.14	167.45	196.60	255.58	319.48	386.56
小麦			52.56	73.58	99.34	131.13
瓜菜	4.21	7.99	12.21	36.63	73.26	117.22
玉米			7.29	7.35	7.41	7.47
农药、化肥	0.99	3.57	4.57	5.94	7.43	8.99
棉花	0.46	0.83	2.61	3.65	4.93	6.51
油菜	0.30	0.26	0.84	2.52	5.04	8.06

其他	0.52	0.21	2.41	3.08	4.14	5.33
合计	163.62	180.31	279.09	388.34	521.01	671.26
<b>毛利率</b>	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
水稻	42.64%	40.50%	38.28%	40.00%	40.00%	40.00%
小麦			17.66%	20.00%	21.00%	21.50%
瓜菜	48.46%	38.67%	27.11%	30.00%	30.00%	30.00%
玉米			24.83%	33.00%	33.00%	33.00%
农药、化肥	16.16%	36.97%	31.95%	32.00%	32.00%	32.00%
棉花	47.83%	51.81%	44.83%	45.00%	45.00%	45.00%
油菜	76.67%	53.85%	1.19%	50.00%	50.00%	50.00%
其他	94.41%	68.62%	92.49%	80.00%	80.00%	80.00%
合计	42.87%	40.45%	33.87%	35.44%	35.22%	34.94%
<b>收入增长</b>	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
水稻		6.56%	17.41%	30.00%	25.00%	21.00%
小麦				40.00%	35.00%	32.00%
瓜菜		89.79%	52.82%	45.00%	30.00%	20.00%
玉米				500.00%	20.00%	15.00%
农药、化肥		260.61%	28.01%	30.00%	30.00%	30.00%
棉花		80.43%	214.46%	100.00%	100.00%	60.00%
油菜		-13.33%	223.08%	200.00%	100.00%	60.00%
其他	0.32%	0.11%	0.87%	0.80%	0.80%	0.80%
合计		10.20%	54.79%	39.15%	34.16%	28.84%

资料来源：信达证券研发中心预测

## 估值与评级

### 绝对估值假设

我们主要估值假设如下:

表 9: 估值假设

公司股价 (最近)	14.02
行业平均资产 Beta	0.92
股票 Beta	1.03
无风险利率	3.70%
市场收益率	10.70%
风险收益率	7.24%
永续增长率(TV)	1.00%
股权资本成本	10.94%

资料来源: 信达证券研发中心

表 10: 绝对估值结果

	2011-12-31	2012-12-31	2013-12-31
股权自由现金流	-49,362,891.91		45,929,788.64
研究期经营价值	211,742,112.41		23.15%
TV	409,434,104.78		44.77%
其他	293,339,910.36		32.08%
合计	914,516,127.55		100.00%
每股价值 (元)	8.66		

资料来源: 信达证券研发中心

表 11: 绝对估值敏感性分析

		股权资本成本				
		8.00%	9.00%	10.94%	12.00%	15.00%
永续增长率	0.00%	11.50	10.15	8.27	7.53	6.06
	1.00%	12.47	10.84	<b>8.66</b>	7.83	6.21
	2.00%	13.75	11.72	9.14	8.18	6.38

(TV)	3.00%	15.55	12.90	9.74	8.61	6.57
	4.00%	18.25	14.56	10.51	9.15	6.81

资料来源：信达证券研发中心

\*：如果按8%的市场收益率计算，在1%永续增长率时计算的公司价值为12.19元。

## 相对估值总体合理

表 12：业内相对估值对比

简称	EPS(元)				PEG	PE(倍)			PB(倍)			ROE		
	2011(A/E)	2012(E)	2013(E)	2014(E)		2012(E)	2013(E)	2014(E)	2012(E)	2013(E)	2014(E)	2012(E)	2013(E)	2014(E)
丰乐种业	0.183	0.153	0.22	0.35	3.14	75.799	52.818	33.2	2.9	2.8	2.6	3.80%	5.30%	7.83%
隆平高科	0.321	0.621	0.74	0.953	0.81	35.31	29.604	23.0	6.9	5.7	4.7	19.64%	19.39%	20.39%
登海种业	0.66	0.731	0.951	1.16	1.64	33.977	26.123	21.4	6.4	5.2	4.2	18.79%	19.86%	19.73%
神农大丰	0.231	0.238	0.42	0.62	1.22	47.609	27.024	18.3	2.2	2.0	1.8	4.57%	7.41%	9.92%
敦煌种业	0.035	-0.268	0.07	0.19	-	n.v.	123.286	45.4	3.9	3.6	3.4	-12.19%	2.92%	7.45%
万向德农	0.469	0.53	0.67	0.86	1.30	29.226	23.119	18.0	5.8	5.0	4.2	19.95%	21.41%	23.18%
加权平均	0.30	0.31	0.50	0.67	1.23	34.24	53.25	28.39	4.78	4.13	3.56	7.74%	12.10%	14.22%
算术平均	0.32	0.33	0.51	0.69	1.62	44.38	47.00	26.55	4.68	4.05	3.48	9.09%	12.72%	14.75%
荃银高科	0.204	0.213	0.47	0.595	1.60	68.542	31.106	24.6	2.7	2.4	2.2	3.88%	7.87%	9.07%

资料来源：朝阳永续，信达证券研发中心 注：价格均取20130306，PEG由2012年PE通过11-14年增长率计算而来

种业行业相对估值比较显示，荃银高科2012年预测PE估值水平较高，但13年PE明显低于行业平均水平。另外公司PB相对行业平均水平有优势，但ROE处于弱势。同时PEG与行业平均水平一致，意味着当前估值考虑到了成长较快的预期。总体来看公司估值相对行业水平基本合理。我们取上表中种业板块2013年加权与算术平均PE的较低值即47倍，按公司2013年0.32元的EPS计算公司合理估值为15.04元。

## 估值结果及评级

按照我们的主业预测及估值假设，我们利用股权自由现金流模型在市场收益率取10.94%时计算出公司合理估值为8.66元，如果市场收益率取8%则合理估值为12.19元。考虑到种业政策力度以及估值的特殊性，我们认为相对估值更为合适。综合判断公司合理估值为15元，首次覆盖，给予公司“增持”评级。

## 风险提示

- 1、种业总体过剩带来的库存消化风险；
- 2、高速扩张后内部整合的风险；
- 3、新品种推广中可能存在的风险；
- 4、其它突发性未预期行业及公司方面可能存在的风险。

## 资产负债表

单位:百万元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	560.87	749.26	681.51	771.18	898.73
现金	417.17	327.41	283.91	338.36	339.83
应收账款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其它应收款	14.07	20.10	29.13	39.09	50.36
预付账款	6.00	84.70	64.53	86.87	112.41
存货	121.78	313.96	300.85	303.77	393.04
其他	1.85	3.09	3.09	3.09	3.09
非流动资产	58.36	138.59	212.29	225.45	235.23
长期投资	11.20	0.00	13.50	23.50	31.50
固定资产	26.44	43.21	45.24	91.35	86.89
无形资产	19.24	48.81	55.50	61.80	67.63
其他	1.47	46.57	98.05	48.80	49.22
资产总计	619.23	887.85	893.80	996.63	1,133.96
流动负债	54.94	239.72	216.34	276.56	345.08
短期借款	0.00	10.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	11.21	112.64	89.59	120.61	156.06
其他	43.72	117.07	126.75	155.95	189.02
非流动负债	0.40	3.93	3.93	3.93	3.93
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	0.40	3.93	3.93	3.93	3.93
负债合计	55.34	243.64	220.26	280.49	349.00
少数股东权益	11.39	86.05	91.92	100.44	114.20
归属母公司股东权益	552.50	558.16	581.62	615.71	670.76
负债和股东权益	619.23	887.85	893.80	996.63	1133.96

## 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	180.31	279.09	388.34	521.01	671.26
同比	10.20%	54.79%	39.15%	34.16%	28.84%
归属母公司净利润	32.73	21.54	23.46	34.09	55.05
同比	-3.25%	-34.21%	8.94%	45.29%	61.51%
毛利率	40.45%	33.87%	35.44%	35.22%	34.94%
ROE	10.23%	3.88%	4.12%	5.69%	8.56%
每股收益(元)	0.31	0.20	0.22	0.32	0.52
P/E	45	69	63	43	27
P/B	2.7	2.7	2.5	2.4	2.2
EV/EBITDA	19.40	42.90	37.82	26.68	17.21

## 利润表

单位:百万元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	180.31	279.09	388.34	521.01	671.26
营业成本	107.36	184.57	250.71	337.52	436.72
营业税金及附加	0.00	0.00	0.00	0.01	0.01
营业费用	22.98	38.94	50.48	67.73	80.55
管理费用	23.48	36.80	62.13	78.15	87.26
财务费用	-2.35	-5.94	-4.85	-4.44	-5.14
资产减值损失	-0.08	0.28	3.00	1.15	2.08
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	1.35	0.45	0.60	0.80
营业利润	28.91	25.78	27.32	41.50	70.58
营业外收入	6.66	3.47	4.76	4.96	4.40
营业外支出	0.05	0.18	0.20	0.15	0.18
利润总额	35.51	29.06	31.88	46.31	74.80
所得税	0.67	2.55	2.55	3.71	5.98
净利润	34.84	26.51	29.33	42.61	68.82
少数股东损益	2.11	4.98	5.87	8.52	13.76
归属母公司净利润	32.73	21.54	23.46	34.09	55.05
EBITDA	38.15	34.75	39.15	55.50	86.05
EPS (摊薄)	0.62	0.20	0.22	0.32	0.52

## 现金流量表

单位:百万元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	-24.50	-75.88	46.70	75.92	21.28
净利润	34.84	26.51	29.33	42.61	68.82
折旧摊销	2.09	5.51	6.94	9.14	11.23
财务费用	0.55	0.17	0.33	0.05	0.02
投资损失	5.94	0.00	-1.35	-0.45	-0.60
营运资金变动	-61.88	-106.97	7.88	23.85	-59.65
其它	-0.11	0.24	2.67	0.87	1.66
投资活动现金流	-23.02	-34.49	-79.86	-21.42	-19.79
资本支出	-8.63	-5.15	-66.81	-12.02	-12.59
长期投资	0.00	0.00	-13.05	-9.40	-7.20
其他	-14.39	-29.34	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	395.46	20.59	-10.30	0.00	0.00
短期借款	469.92	38.68	0.00	0.00	0.00
长期借款	-36.00	-2.01	-10.00	0.00	0.00
其他	0.55	16.08	0.30	0.00	0.00
现金净增加额	347.94	-89.76	-43.50	54.45	1.47

## 分析师简介

康敬东，北京大学光华管理学院 MBA，2000 年进入证券公司从事行业及上市公司分析工作。长年从事农业及食品饮料行业研究。

## 农林牧渔行业重点覆盖公司

公司及代码	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
北大荒	600598	东方海洋	002086	金新农	002548
亚盛集团	600108	益生股份	002458	敦煌种业	600354
好当家	600467	贵糖股份	000833	南宁糖业	000911

## 机构销售联系人

姓名	电话	手机	邮箱
袁泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
张华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
单丹	010-63081079	18611990152	shandan@cindasc.com
文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
徐吉炉	021-63570071	18602104801	xujilu@cindasc.com
刘晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com



## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司（以下简称“信达证券”）具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

### 投资建议的比较标准

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；

时间段：报告发布之日起 6 个月内。

### 股票投资评级

**买入：** 股价相对强于基准 20% 以上；

**增持：** 股价相对强于基准 5% ~ 20%；

**持有：** 股价相对基准波动在  $\pm 5\%$  之间；

**卖出：** 股价相对弱于基准 5% 以下。

### 行业投资评级

**看好：** 行业指数超越基准；

**中性：** 行业指数与基准基本持平；

**看淡：** 行业指数弱于基准。

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。