

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

荃银高科

300087

推荐

老品种库存压力大，母公司新老交替困境待解

事件: 荃银高科公布 2013 年一季报。一季度公司实现营业收入 7098 万元 (-15.9%)，归属于母公司股东净利润 155 万元 (-71.7%)，对应 EPS 0.01 元。

投资要点:

- 收入下滑主要源于出口销售下降。公司的水稻种子主要出口巴基斯坦、安哥拉等国家，每年收入（5000 万元左右）约占总收入的 15%。由于 12 年巴基斯坦等地区国家的水稻种子库存较多，同时去年的雨季较长也影响了种植户对杂交水稻的积极性，导致 12-13 销售季出口下滑。公司认为这主要与当地行业周期有关，并计划将公司海外业务全部并入荃银科技子公司，使之成为公司主要从事海外业务的“育繁推”一体化的国际化种子企业，以增强海外市场竞争力。
- 毛利率同比增 5.4 个百分点，计提减值损失及研发费用支出增加导致利润下滑幅度较大。公司管理费用同比增 103 万元 (+9.7%) 主要是华安种业增加研发投入所致，而资产减值损失同比大增 236 万元主要来自计提存货减值准备。我们认为，老品种新两优 6 号自 12 年以来库存压力明显，预计库存在 500 万公斤、1.5 亿元以上，需密切关注公司的去库存进展，但预计在行业库存压力高企的背景下，去库存之举难度较大，此外若采取促销则可能冲击毛利率水平。
- 新老交替是母公司当前亟需解决的难题。新两优 6 号米质虽佳但品种老化，而后继品种新两优 343 由于抗性表现未达预期导致推广进度低于预期，对此公司在积极推进自主研发的同时加大外购、联合的手段，如与福建超现代种业联手开发徽两优 996 等国审品种、购买玉米品种德利农 10 号等。
- 短期业绩看点在于子公司表现，集团整合进程缓慢推进。我们认为，未来 1 年内公司的业绩增长看点主要来自华安种业、湖北荃银及皖农种子三个子公司，其中华安及皖农的渠道仍集中在省内，关注其对外的拓展情况，而湖北荃银则得益于本土化的运作团队。同时，公司也认识到对子公司的管理有待深化，关注其在营销体系、研发体系等方面的整合措施。
- 维持“推荐”评级。我们预测 13-15 年 EPS 0.24/0.28/0.36 元，对应 PE 47/40/31 倍，目前估值偏高。考虑到子公司品种进入持续放量期及公司仍将考虑继续通过并购扩大规模，给予目标价 11.99 元。
- 风险提示: 行业进入去库存期导致行业的景气度低于预期、新两优 6 号及新两优 343 等品种的推广低于预期、天气异常。

6-12 个月目标价: 11.99 元

当前股价: 11.19 元

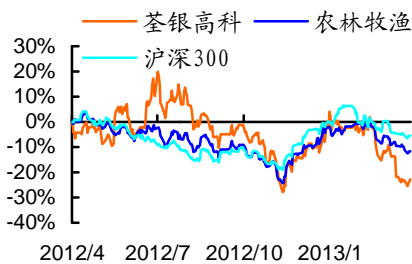
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2197.60
总股本(百万)	106
流通股本(百万)	48
流通市值(亿)	5
EPS	0.21
每股净资产(元)	5.39
资产负债率	31.7%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
荃银高科	-8.95%	-19.15%	-20.97%
农林牧渔	-3.32%	-9.42%	-2.89%
沪深 300	-1.50%	-5.03%	5.51%



相关报告

《荃银高科-母公司表现平淡，子公司有亮点》2013-4-10

《荃银高科-销售力度加大，关注母公司去库存情况》2012-10-25

《荃银高科-深度报告：扩张过后 回归整合》2012-09-28

主要财务指标

单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	407	456	544	653
收入同比(%)	46%	12%	19%	20%
归属母公司净利润	22	25	30	38
净利润同比(%)	4%	13%	17%	27%
毛利率(%)	35.6%	35.1%	35.2%	35.2%
ROE(%)	4.0%	4.3%	4.8%	5.8%
每股收益(元)	0.21	0.24	0.28	0.36
P/E	52.55	46.65	39.82	31.27
P/B	2.08	1.99	1.91	1.81
EV/EBITDA	35	27	22	17

资料来源: 中投证券研究所

表 1 公司控股子公司一览 (截至 2012 年 12 月 31 日)

	注册 资本	总资 产	净资 产	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	2774	2318	51%	2010年10月	1598	176	水稻: 冈优2009、竹丰优009、竹丰优28等
荃银欣隆	3000	5687	3006	51%	2010年12月	2478	-216	水稻: 两优6326、新强8号等
湖北荃银	3000	5603	4046	66%	2010年12月	2503	789	水稻: 新两优223等
陕西登峰	1136	1514	1427	56%	2011年1月	420	-226	玉米: 高农901、登峰168等
华安种业	560	9993	5105	49%	2011年5月	4654	1095	水稻: 皖稻153、徽两优6号等
皖农种业	3000	4823	3901	54%	2011年7月	6025	738	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	9681	4120	54%	2011年10月	4680	250	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

表 2 公司及子公司的营收及利润目标展望 (万元)

	2012 年营收	2013 年营收规划	2012 年净利润	2013 年净利润规划
华安种业	4,654	9,000	1,095	1,300
皖农种业	6,025	8,000	738	1,400
湖北荃银	2,503	3,500	789	900
公司整体	40700	47000	2249	2500

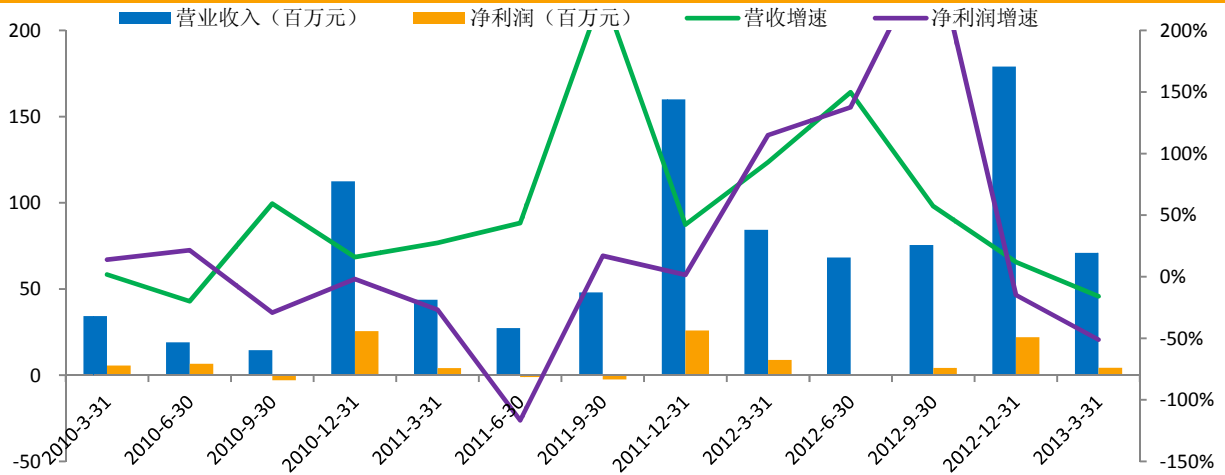
数据来源: 公司公告、中投证券研究所

表 3 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

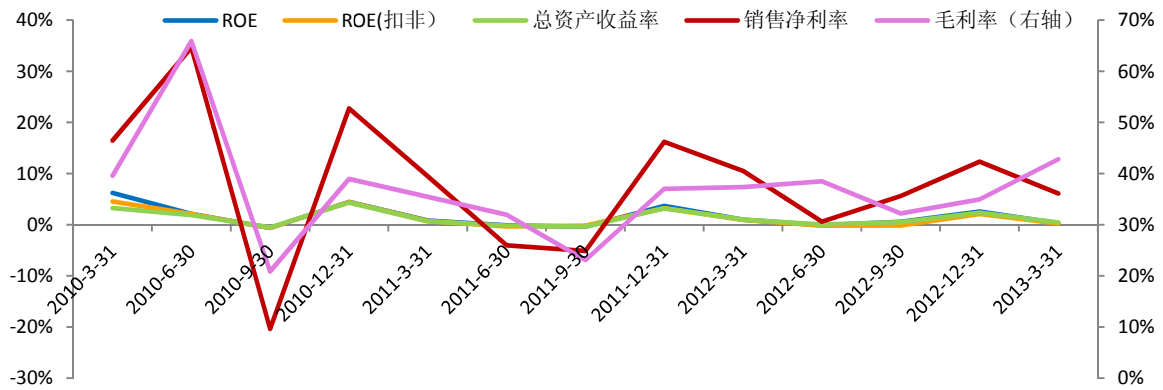
数据来源: 农业部、中投证券研究所

图 1 一季度收入下降主要源于出口下滑，净利润下降主要源于老品种计提减值损失



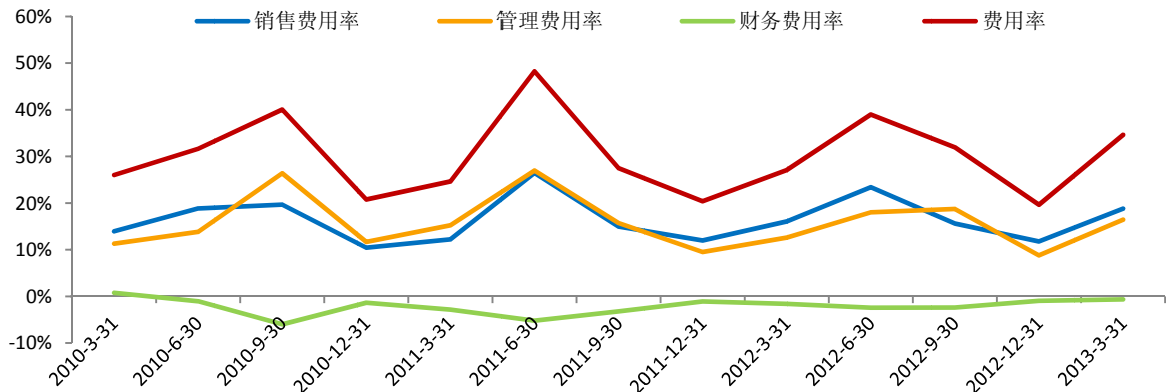
资料来源：Wind、中投证券研究所
注：图表中为单季度的财务指标，下同

图 2 一季度毛利率水平同比上升 5.4 个百分点，主要受毛利水平较低的出口业务下滑影响



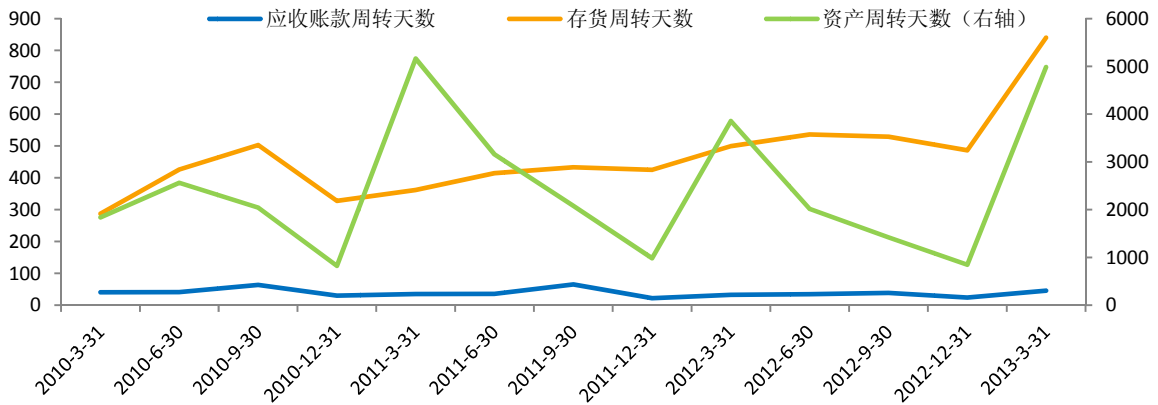
资料来源：Wind、中投证券研究所

图 3 管理费用率及销售费用率上升



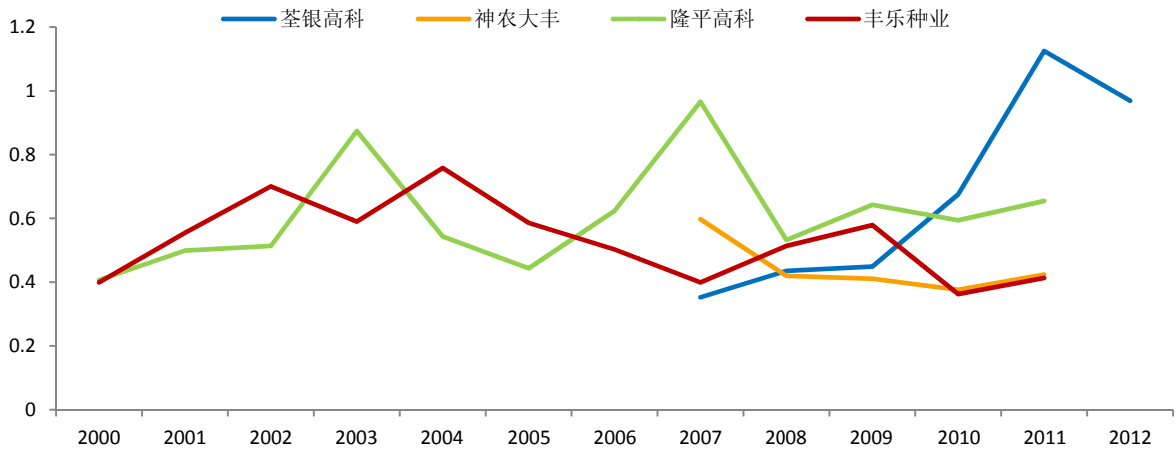
资料来源：Wind、中投证券研究所

图 4 一季报营运效率降低主要受季节性因素影响



资料来源: Wind、中投证券研究所

图 5 存货/营业收入的指标显示公司的库存压力仍然较大



资料来源: Wind、中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	809	788	810	918	营业收入	407	456	544	653
现金	279	365	378	441	营业成本	262	296	352	423
应收账款	34	35	39	47	营业税金及附加	0	0	0	0
其它应收款	7	7	9	10	营业费用	62	68	82	98
预付账款	94	89	106	127	管理费用	53	59	71	82
存货	394	292	279	293	财务费用	-7	-5	-7	-8
其他	0	0	0	0	资产减值损失	8	4	6	5
非流动资产	193	249	251	251	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	3	0	0	0	投资净收益	0	2	2	2
固定资产	60	101	117	123	营业利润	28	36	42	56
无形资产	57	65	68	71	营业外收入	9	7	8	7
其他	73	83	66	58	营业外支出	0	0	0	0
资产总计	1002	1037	1061	1169	利润总额	36	43	49	63
流动负债	306	304	285	337	所得税	1	2	2	3
短期借款	13	42	10	10	净利润	36	41	47	60
应付账款	145	118	106	127	少数股东损益	13	15	18	23
其他	148	144	169	201	归属母公司净利润	22	25	30	38
非流动负债	12	8	10	9	EBITDA	30	38	46	59
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.21	0.24	0.28	0.36
其他	12	8	10	9					
负债合计	318	312	295	346	主要财务比率				
少数股东权益	115	130	148	171	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
股本	106	106	106	106	成长能力				
资本公积	369	369	369	369	营业收入	45.7%	12.1%	19.4%	20.0%
留存收益	95	120	144	178	营业利润	8.2%	28.2%	17.1%	33.2%
归属母公司股东权益	569	594	618	652	归属于母公司净利润	4.4%	12.6%	17.2%	27.4%
负债和股东权益	1002	1037	1061	1169	获利能力				
					毛利率	35.6%	35.1%	35.2%	35.2%
					净利率	5.5%	5.6%	5.5%	5.8%
					ROE	4.0%	4.3%	4.8%	5.8%
					ROIC	4.9%	7.0%	8.2%	11.2%
					偿债能力				
					资产负债率	31.7%	30.1%	27.8%	29.6%
					净负债比率	4.09%	13.42%	3.39%	2.89%
					流动比率	2.64	2.59	2.84	2.72
					速动比率	1.34	1.62	1.85	1.84
					营运能力				
					总资产周转率	0.43	0.45	0.52	0.59
					应收账款周转率	14	13	14	15
					应付账款周转率	2.04	2.25	3.15	3.64
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.21	0.24	0.28	0.36
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.48	1.04	0.52	0.65
					每股净资产(最新摊薄)	5.39	5.63	5.85	6.17
					估值比率				
					P/E	52.55	46.65	39.82	31.27
					P/B	2.08	1.99	1.91	1.81
					EV/EBITDA	35	27	22	17

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

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。

观富钦,农林牧渔行业分析师,中山大学信息与计算科学理学学士、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

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

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

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