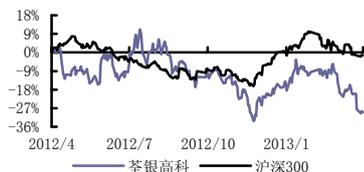


农业 - 种子生产

2013 年 4 月 10 日

市场数据	2013 年 4 月 10 日
当前价格 (元)	10.97
52 周价格区间 (元)	10.34-17.19
总市值 (百万)	1158.43
流通市值 (百万)	525.22
总股本 (百万股)	105.60
流通股 (百万股)	47.88
日均成交额 (百万)	36.78
近一月换手 (%)	69.35%
Beta (2 年)	
第一大股东	张琴
公司网址	http://www.winallseed.com

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
荃银高科	-22.31%	-14.83%	-29.79%
沪深 300	-4.67%	-1.79%	-1.37%

李云光

执业证书号: S1030512040001
(0755) 83199599-8145

liyg@csc.com.cn

本公司具备证券投资咨询业务资格

分析师申明

本人, 李云光, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

收入快速增长, 盈利短期承压

— 荃银高科 (300087) 2012 年度报告点评

评级: 增持 (维持)

预测指标	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入 (百万元)	406.75	468	602	773
净利润 (百万元)	22.49	26	33	44
每股收益 (元)	0.21	0.25	0.32	0.42
净利润增长率%	4.41%	17%	27%	33%
每股净资产 (元)	5.39	5.64	5.95	6.37
市盈率	52.24	43.90	34.67	26.16
市净率	2.04	1.95	1.84	1.72
EV/EBITDA	40.05	24	18	13

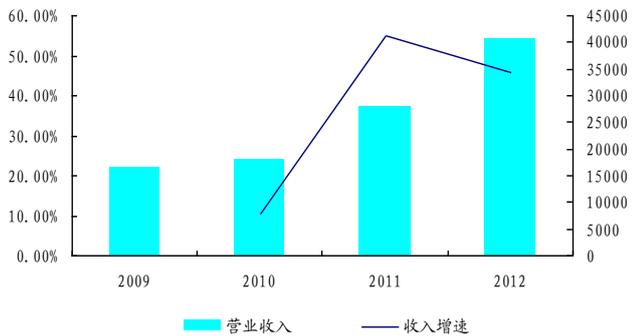
资料来源: 世纪证券研究所

- 规模效益显现带动公司收入增长。**2012 年公司实现收入 4.07 亿元, 同比增长 45.74%, 其中新收购的四家子公司全部并表, 收入比上年新增 1.06 亿元, 占公司新增收入 1.28 亿元的 82.8%。全年累计实现净利润 2790 万元, 同比增长 8.22%, 实现归属上市公司股东净利润为 2249 万元, 同比增长 4.41%。
- 主要业务品种保持较快增长。**2012 年水稻种子收入为 25448 万元, 同比增长 29.44%, 约占销售收入的 62.56%。玉米种子收入为 5374 万元, 同比增长 637.25%, 主要是新增子公司收入大增。水稻种子毛利率为 39.64%, 较上年提高 1.37%, 基本保持稳定, 玉米种子毛利为 34.79%, 比上年提高 9.93%, 主要是销售规模大幅上升导致单位成本下降, 公司综合毛利率较上年提升 1.56%。
- 费用上升、存货减值影响当期利润。**2012 年公司期间费用率达到了 26.75%, 比上年提高 1.75%, 整合期间费用率呈现逐年上升趋势, 经营呈现增收不增利的情况。期末公司商品存货为 3.7 亿元, 计提减值准备为 518 万元, 约占公司净利润 2249 万的 23%, 两者共同影响致利润增速低于收入增速。
- 投资评级与盈利预测:** 公司通过收购已发展成为目前全国性的综合型种业集团, 研发实力在逐步提升, 完全具备了在行业整合中竞争的基础和实力, 且公司管理层有较好的执行力, 看好公司未来几年的发展。考虑库存影响, 我们略下调公司毛利率, 预计公司 2013-2015 年营业收入分别为 4.68 亿、6.02 亿、7.73 亿元, 每股收益分别为 0.25 元、0.32 元、0.42 元, 对应 2013 年 4 月 10 收盘价 10.97 元, 市盈率为 43.90X、34.67X、26.16X, 相对估值水平较高, 考虑公司未来成长性, 继续给予“增持”的投资评级。
- 风险提示:** 自然灾害、子公司整合不及预期、存货减值

2012 年公司经营情况

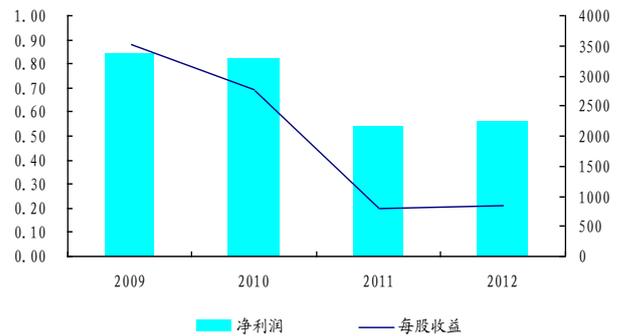
子公司规模效益显现带动公司收入增长。2012 年公司实现收入 4.07 亿元，同比增长 45.74%，其中新收购的四家子公司 2012 年全部并表，收入比上年新增 1.06 亿元，占公司新增收入 1.28 亿元的 82.8%。全年累计实现净利润 2790 万元，同比增长 8.22%，实现归属上市公司股东净利润为 2249 万元，同比增长 4.41%。

Figure 1 2009-2012 年公司营业收入 单位：万元



资料来源：公司公告 世纪证券研究所

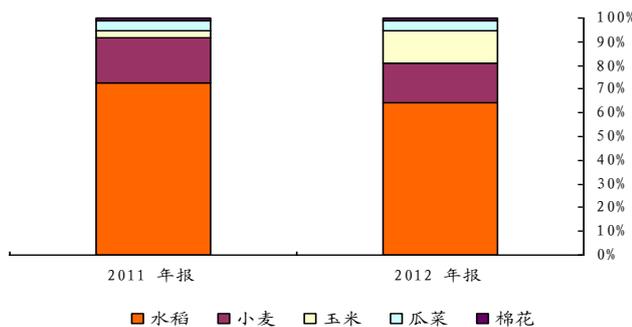
Figure 2 2009-2012 年公司净利润 单位：万元



资料来源：公司公告 世纪证券研究所

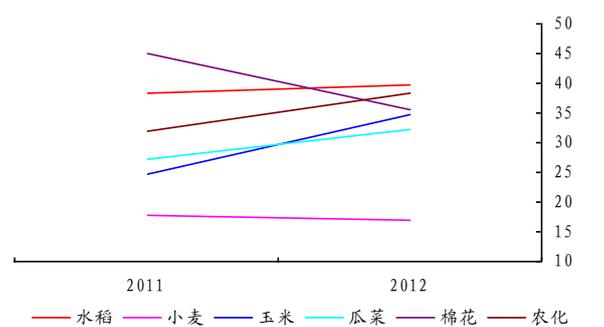
分产品看：2012 年公司水稻种子销售收入为 25448 万元，营业收入同比增加 29.44%，玉米种子销售收入为 5374 万元，同比增长 637.25%，小麦种子销售收入 6543 万元，同比增长 24.87%，瓜菜种子收入 1679 万元，同比增长 37.51%。杂交水稻种子是公司的主要产品，约占销售收入的 62.56%，公司上市以来收购几家种业公司，逐步形成了包括杂交水稻、玉米、小麦、瓜菜等多元产品结构，从单一的水稻种子区域公司向全国性综合类种子公司迈进。随着子公司的整合效应逐步显现，玉米种子将成为公司第二大经营品种，收入占比也将逐步提高。毛利率方面除了小麦种子低于 20%，其他产品毛利均高于 30%，具有较好的盈利能力。

Figure 3 公司主营业务构成比例



资料来源：WIND 资讯 世纪证券研究所

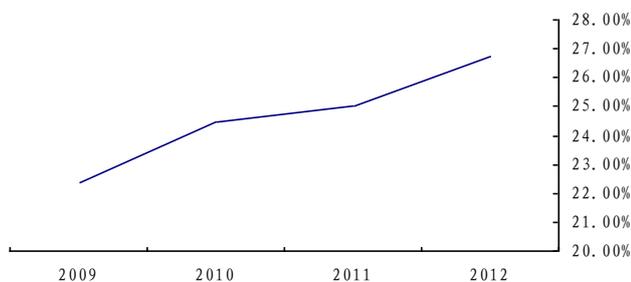
Figure 4 公司主要产品毛利率 (%)



资料来源：WIND 资讯 世纪证券研究所

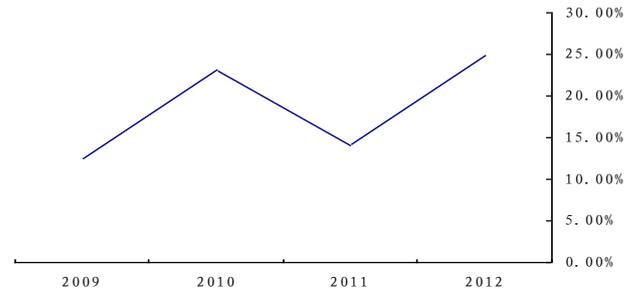
整合期间费用上升影响公司盈利水平。2010 年 5 月公司登陆创业板，利用超募资金通过收购其他种业公司布局公司的多元化战略，业务范围覆盖杂交水稻、玉米、小麦、瓜蔬、棉花等种子业务，基本形成了多产品的业务体系，整体市场影响力有了较大提高。公司的业务拓展正值国内种业快速发展的历史时期，也顺应了国家种业振兴的政策取向，近两年业务规模取得了大幅的增长。上市之前的 2009 年公司营业收入为 1.64 亿元，到 2012 年公司收入达到 4.06 亿元，累计收入增长 270%。在公司积极拓展业务的同时，加快子公司的整合是公司面临的重要工作，整合期间公司的费用率呈现上升趋势，持续呈现增收不增利的情况。目前整个种子行业供大于求的状况短期仍难改变，激烈的市场竞争也给公司的整合带来一定的压力，费用率上升影响了公司盈利。

Figure 5 2009-2012 年公司期间费用率变化



资料来源：公司公告 世纪证券研究所

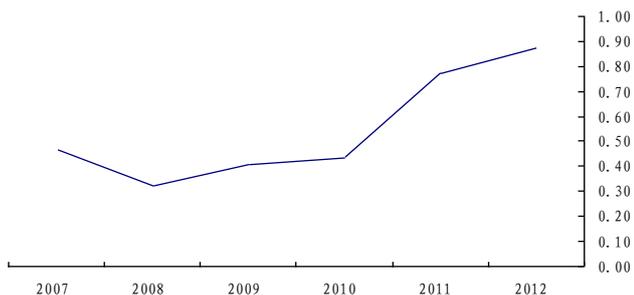
Figure 6 政府补贴占公司净利润比例



资料来源：公司公告 世纪证券研究所

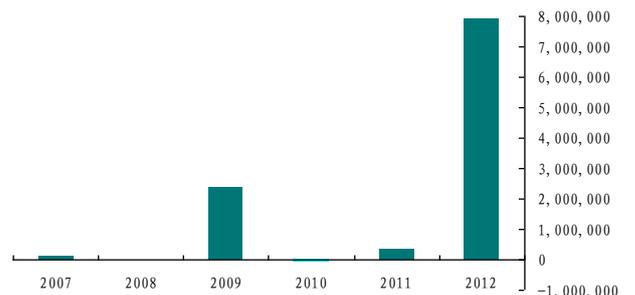
公司库存上升加大资产减值发生概率。国内种子行业这几年库存持续上升，且短期内很难根本性改变，这样的行业现状在公司的经营中也得以体现。由于种子公司的销售具有明显的季节性特征，年末企业的库存基本是为下一年度销售来做准备，因此我们通过年末库存与下一年度销售收入之比来衡量企业库存变化情况比较符合行业的经营特征。2012 年末，公司存货为 3.99 亿元，接近 2012 年全年的销售收入，存货上升会加大公司未来资产减值损失发生的可能性。

Figure 7 公司期末存货与下一年度收入之比



资料来源：公司公告 世纪证券研究所

Figure 8 2007-2012 年公司资产减值损失 单位：元



资料来源：公司公告 世纪证券研究所

主要子公司开始贡献利润。公司上市以来，通过收购其他种业公司来完善公司的业务布局，在比较短的时间内完成了公司业务体系的搭建，但收购后的业务整合、提升经营效率是未来一段时间的工作重点，因此主要子公司的经营情况是公司未来发展的基础。2012 年子公司收入达到 2.4 亿元，占合并报表收入 4.06 亿元的 60%，由于子公司的经营整合仍在进行，2012 年仍有荃银登峰和荃银欣隆两家处于亏损状态。

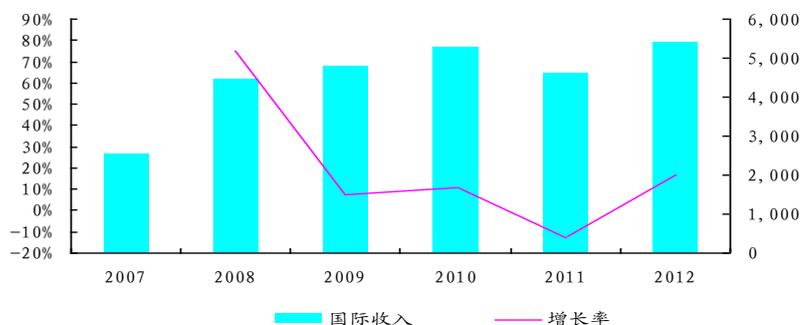
Figure 9 2012 年控股子公司经营情况 单位: 万元

子公司名称	种子范围	收购时间	持股比例	2012		2013 预期	
				收入	净利润	收入	净利润
四川竹丰	水稻、玉米	2010	51%	1598	176		
荃银登峰	玉米种子	2010	56%	420	-226		
荃银欣隆	水稻种子	2010	51%	2478	-216		
华安种业	水稻种子	2010	49%	4654	1095	9000	1300
皖农种业	水稻、小麦	2011	54%	6025	738	8000	1400
湖北荃银	水稻种子	2011	66%	2503	789	3500	900
铁研种业	玉米种子	2011	54.05%	4680	250		
荃银科技	贸易、出口	2007	60%	1612	359		

资料来源: 公司公告 世纪证券研究所

国际市场为公司提供新的增长空间。公司上市以来，国际业务处于稳定发展状态，2012 年出口收入达到 5400 万元，占公司营业收入的比重为 13.47%。子公司荃银科技主要负责公司国际业务的拓展，并积极开展海外杂交水稻试种及示范工作。2012 年公司与中工国际签署技术开发合同，为安哥拉政府水稻高产栽培项目提供技术服务，合同价值为 4293 万元，根据项目进度和示范效果分期支付。本次工程如果取得预期效果，将对公司拓展海外市场提供更好的示范效应。

Figure 10 2007-2012 年公司国际市场销售收入 单位: 万元



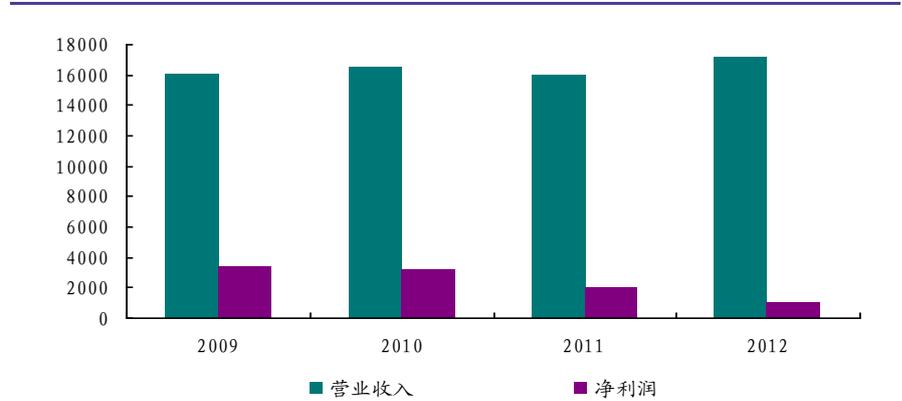
资料来源: 公司公告 世纪证券研究所

母公司增长有所放缓。2012 年母公司受市场竞争以及新品种推广不及预期影响，销售收入增长放缓，全年完成收入 1.71 亿元，同比增长

仅为 6.9%，实现利润 977 万元，同比下降 48.7%。2012 年母公司销售种子为 1280 万公斤，销量同比增长 17.1%，而收入仅增长 6.9%，可以判断在销售品种变化不大的情况下，竞争导致单位价格有一定的下降。

Figure 11 2009-2012 年母公司经营情况

单位：万元



资料来源：公司公告 世纪证券研究所

2013 年种子行业趋势判断

高库存依然是行业最大的困扰。就商品化程度最高的玉米、水稻种子来看，2013 年行业库存有可能达到近几年的高点。高库存导致行业竞争加剧，产品价格提升空间不大，企业盈利增长变得更加困难，一批小企业将会被迫退出市场。2012 年农技中心召开的全国农作物种子供需会议估计，2012 年全国制种玉米播种面积约为 434 万亩，预计新增玉米种子 14 亿公斤，加上库存 2013 年度玉米种子有效供给将突破 20 亿公斤，年底库存有望达到 9 亿公斤。2012 年全国杂交水稻制种面积为 169 万亩，新增种子产量约为 3 亿公斤，加上库存 2013 年有效供给量为 3.7 亿公斤，2012/2013 全国杂交水稻播种面积为 2.6 亿亩，共需种子不超过 2.7 亿公斤，年度库存有望达到 1 亿公斤。

Figure 12 2012-2013 年玉米种子需求预测 单位：亿千克

年度	上年库存	新增	有效供给	需求	结余
2011/2012	4	13.6	17.6	11.2	6.4
2012/2013	6.4	14	20.4	11.4	9

资料来源：世纪证券研究所

Figure 13 2012-2013 年杂交水稻种子需求预测 单位：亿千克

年度	上年库存	新增	有效供给	需求	结余
2011/2012	0.4	3	3.4	2.7	0.7
2012/2013	0.7	3	3.7	2.7	1

资料来源：世纪证券研究所

行业机会在于政府推动的产业整合。2013 年种子行业供大于求的局面不仅难以改善，而且行业库存水平很可能达到近几年新高，行业仍

处于去库存的阶段。库存高企导致行业竞争加剧，直接的影响就是毛利率下降，进而影响企业盈利的改善，从行业基本面情况看，行业预期仍不容乐观。但在政府加大种业扶持力度，鼓励种子企业做大、做强的政策背景下，部分拥有研发实力、具有一定经营规模的公司有望受益于行业整合带来市场份额的提升以及企业自身竞争力的增强。

在行业整合的背景下，有两类公司有望维持较高的增长水平：第一，行业供大于求的基本面未来几年内难以彻底改变，企业之间的竞争关键将集中于市场推广环节以及品牌影响，具有市场化激励机制的公司有望取得较好的增长；第二，近两年政府提高种子企业的进入门槛，鼓励企业之间的重组兼并，通过并购来扩大市场份额的公司将获得较快的外延型增长，增收不增利只是暂时的情况。

投资评级与盈利预测

荃银高科(300087)借助上市机遇规模迅速扩大。通过收购相关种业公司，已经从上市前的区域性水稻种子公司发展成目前全国性的综合型种业集团，目前业务范围已经覆盖了水稻、玉米、小麦、瓜蔬、棉花、油菜等大田作物种子，在拓展国内业务的同时，公司成立子公司荃银科技负责海外市场的推广，也取得了明显的成绩。

抓住了政府支持种业公司“做大做强”的历史机遇。随着种子行业的准入门槛大幅提高，只有符合要求的公司可以享受更多政策支持和优惠。2012年公司顺利获得农业部首批育繁推一体化企业《农作物种子经营许可证》，公司申报的“高产、优质杂交稻新品种新两优343产业化及水稻育种能力建设项目”被列入国家战略性新兴产业发展专项资金计划，获得政府补助资金600万，同年也通过了国家高新技术企业复审，可以在2012-2014年继续享受15%的企业所得税优惠税率。

研发体系基本形成、研发实力逐步改善。育种研发水平是种子企业形成核心竞争力的基础，2011年6月公司与安徽省农科院水稻所签订合作协议，共同成立实验室为公司分子育种提供技术支持，依托荃银农科院，公司研发实力将稳步改善。短期内仍将通过自主选育和外购途径使公司产品类别更加丰富，2012年公司新增作物品种20个，其中国中品种7个，新增品种的推广继续支持公司业务保持较快增长。

基本实现了上市前的计划目标。公司在招股说明书中披露的发展规划中提出到2012年实现“335”的经营目标：种子销售3000万公斤、营业收入3亿、利税总额5000万，截至2012年末销售数量和收入目标都已超额完成，由于行业竞争以及子公司整合导致利税目标完成率为73%，总体来看，基本上实现了三年前的预期目标，也反映出公司管理层较好的执行能力。公司新的经营目标是到2015年形成营业收入达到10亿，净利润达1亿元的大型种业集团。

当前呈现良好的发展势头。未来几年国内种业的竞争格局将发生大的变化，在行业集中度提升的过程中具有先进研发实力和经营规模优势的两类公司有望获得超常增长。荃银高科外延式的扩张使公司具备了规模经营的基础，研发实力也在逐步提升，公司具备了在行业整合中受益的基础，加之公司管理层较好的执行力，我们看好公司未来几年的发展。

Figure 14 2012-2015年公司收入预测表

	2015E	2014E	2013E	2012	2011
营业收入	77265.43	60226.83	46812.91	40055.34	27667.88
农机、化肥等(万元)	500.00	480.00	460.00	459.63	456.56
小麦(万元)	12306.47	9845.18	7876.14	6563.45	5256.16
棉花(万元)	648.66	589.69	536.08	487.35	261.34
水稻(万元)	49457.40	38044.15	29264.73	25447.59	19659.93
油菜(万元)	48.19	45.89	43.71	43.71	83.83
玉米(万元)	10899.42	8384.17	6449.36	5374.47	728.99
瓜菜(万元)	3405.29	2837.74	2182.88	1679.14	1221.07
营业成本	50648.30	39554.76	30611.73	26070.79	18438.82
农机、化肥等(万元)	325.00	312.00	299.00	283.38	311.18
小麦(万元)	10275.91	8220.72	6537.20	5447.48	4328.01
棉花(万元)	454.06	412.78	359.17	314.68	143.82
水稻(万元)	30169.01	23206.93	17705.16	15359.38	12135.12
油菜(万元)	24.09	22.95	21.85	21.66	83.31
玉米(万元)	7084.63	5449.71	4204.98	3504.44	547.77
瓜菜(万元)	2315.60	1929.67	1484.36	1139.77	889.61
毛利率	34.45%	34.32%	34.61%	34.91%	33.36%
农机、化肥等(%)	35.00	35.00	35.00	38.35	31.84
小麦(%)	16.50	16.50	17.00	17.00	17.66
棉花(%)	30.00	30.00	33.00	35.43	44.97
水稻(%)	39.00	39.00	39.50	39.64	38.27
油菜(%)	50.00	50.00	50.00	50.45	62.00
玉米(%)	35.00	35.00	34.80	34.79	24.86
瓜菜(%)	32.00	32.00	32.00	32.12	27.14

资料来源：公司公告 世纪证券研究所

盈利预测：公司于2013年3月公告称子公司辽宁铁研制种基地由于低温冰冻灾害导致种子出现冻害，预计给公司带来300万元—600万元的损失，对于全年业绩有一定影响。近期披露的业绩预告称一季度由于海外市场销售不佳导致净利润同比下滑50%-80%。

在供过于求的行业背景下，公司通过规模扩张来提升市场份额，把“做大”作为首要的战略目标，已收购的子公司已经取得了明显的效益，且通过提升管理仍可保持较快的增长；截至2012年末，公司募集资金帐户仍有1.21亿元可以使用，未来仍有可能继续通过收购来实现既定目标，未来几年公司仍可保持较高增长水平。

考虑以上因素，我们预计2012-2015年公司收入分别为4.68亿、6.02亿、7.73亿元，每股收益分别为0.25元、0.32元、0.42元，对应2013年4月10收盘价10.97元，市盈率为43.90X、34.67X、26.16X，估值水平较高，考虑公司的成长性，给予“增持”的投资评级。

Figure 15 2012-2015年公司盈利预测表

重要财务指标		单位:百万元			
主要财务指标	2012	2013E	2014E	2015E	
营业收入	407	468	602	773	
收入同比(%)	46%	15%	29%	28%	
归属母公司净利润	22	26	33	44	
净利润同比(%)	4%	17%	27%	33%	
毛利率(%)	35.6%	34.6%	34.3%	34.4%	
ROE(%)	4.0%	4.4%	5.3%	6.6%	
每股收益(元)	0.21	0.25	0.32	0.42	
P/E	51.52	43.90	34.67	26.16	
P/B	2.04	1.95	1.84	1.72	
EV/EBITDA	34	24	18	13	

资料来源：公司公告 世纪证券研究所

风险提示

近几年国内种子行业库存持续上升，行业供大于求的状况短期内难以改善，导致行业竞争加剧将对公司盈利产生不利影响；另一方面，公司收购的几家子公司目前仍处于整合阶段，收购带来的管理层、企业文化融合等以及与少数股东的利益权衡可能会影响公司整合进度和效果，随着子公司数量的增加，其经营情况对公司整体影响也越来越大。

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.