

## 种子生产

署名人: 观富钦

S0960513070003

0755-82026831

guanfuqin@china-invs.cn

荃银高科

300087

推荐

## 积极调整求变, 成效尚待观察

**事件:** 公司公告, 13年上半年实现营收1.34亿元(-12.0%), 归属母公司净利润-995万元(-301%), 对应EPS -0.09元; 4-6月实现营收6343万元(-7.1%), 归属母公司净利润-1150万元(-2035%), 对应EPS -0.10元。公司预计1-9月的累计净利润为亏损。

## 投资要点:

- **水稻及玉米种子销售收入双双下滑。**水稻种子方面, 新两优6号老化、新两优343由于抗性表现一般使得推广低于预期, 此外种子出口由于巴基斯坦及越南皆库存高企已同比下滑, 导致水稻种子业务营收整体同比下滑20%; 玉米种子方面, 去年子公司辽宁铁研因种子冻害, 导致新品种无量可卖、老品种被拖累, 同比大幅下滑44%。
- **毛利率稳定, 但费用提升导致利润降幅更大。**公司的水稻种子及玉米种子的毛利率保持稳定, 分别为41.0%、37.8%, 农业板块的整体毛利率小幅上升2.37个百分点至39.7%。但公司加大销售力度, 以及加大对旗下子公司的整合力度导致销售费用及管理费用分别同比增5.7%、2.6%, 进一步拖累了业绩表现。
- **库存压力仍大, 关注本轮干旱对公司的缓解作用。**上半年, 公司的库存进一步上升只3.36亿元(+33.6%), 其中母公司库存达1.94亿元(16.8%), 库存压力巨大。8月以来湖南、贵州、安徽等地区出现干旱, 预计将会导致行业的制种减产。我们认为, 制种减产将有助于缓解行业的库存压力, 若减产明显, 对公司将会形成明显利好。
- **重视渠道, 积极调整求变, 成效尚待观察。**10年上市以来, 公司积极并购扩张, 但整合的成效低于预期, 部分子公司业绩大幅低于预期。今年以来, 公司加大了去库存的力度, 把扩大市场份额作为营销工作的重点, 积极铺设渠道, 通过与经销商等种业经营人才共同投资设立合资公司的方式将产品有效延伸至客户端。在经营模式上, 公司积极推进母子一体化运作试点进程, 通过湖北荃银在湖北省境内探索直营公司市场开发模式, 荃银高科本部将逐步转变为管控中心。
- **维持“推荐”评级。**除了经营模式的创新求变, 在品种上, 公司将加大力度开发新品种徽两优996, 但以上整体举措尚处于导入阶段, 经营调整的成效有待观察。我们预测13-15年EPS 0.23/0.26/0.34元, 对应PE 45/38/30倍, 目标价11.15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: 11.15元

当前股价: 10.12元

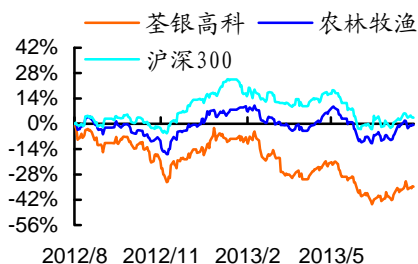
评级调整: 维持

## 基本资料

上证综合指数	2067.12
总股本(百万)	106
流通股本(百万)	76
流通市值(亿)	8
EPS	0.01
每股净资产(元)	5.40
资产负债率	26.5%

## 股价表现

(%)	1M	3M	6M
荃银高科	13.07%	-13.21%	-26.29%
农林牧渔	8.50%	-6.58%	-8.97%
沪深300	4.62%	-12.00%	-11.27%



## 相关报告

《荃银高科-老品种库存压力大, 母公司新老交替困境待解》2013-4-21

《荃银高科-母公司表现平淡, 子公司有亮点》2013-4-9

《荃银高科-销售力度加大, 关注母公司去库存情况》2012-10-25

## 主要财务指标

单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	407	424	510	612
收入同比(%)	46%	4%	20%	20%
归属母公司净利润	22	24	28	36
净利润同比(%)	4%	6%	17%	29%
毛利率(%)	35.6%	35.3%	35.4%	35.4%
ROE(%)	4.0%	4.0%	4.5%	5.6%
每股收益(元)	0.21	0.23	0.26	0.34
P/E	47.53	44.70	38.25	29.69
P/B	1.88	1.80	1.74	1.65
EV/EBITDA	31	25	21	16

资料来源: 中投证券研究所

表 1 公司及子公司的营收及利润目标展望 (万元), 13 年上半年目标完成率 28.6%

	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 2 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 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

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
<b>流动资产</b>	809	787	790	891	<b>营业收入</b>	407	424	510	612
现金	279	340	353	406	营业成本	262	275	329	395
应收账款	34	33	37	44	营业税金及附加	0	0	0	0
其它应收款	7	7	8	10	营业费用	62	64	76	92
预付账款	94	82	99	119	管理费用	53	55	66	76
存货	394	326	293	313	财务费用	-7	-5	-5	-8
其他	0	0	0	0	资产减值损失	8	4	6	5
<b>非流动资产</b>	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	<b>营业利润</b>	28	33	39	53
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
<b>资产总计</b>	1002	1036	1040	1143	<b>利润总额</b>	36	40	46	60
<b>流动负债</b>	306	306	269	318	所得税	1	2	2	2
短期借款	13	60	10	10	<b>净利润</b>	36	38	45	58
应付账款	145	110	99	119	少数股东损益	13	14	17	22
其他	148	136	160	189	<b>归属母公司净利润</b>	22	24	28	36
<b>非流动负债</b>	12	8	10	9	EBITDA	30	37	44	57
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.21	0.23	0.26	0.34
其他	12	8	10	9					
<b>负债合计</b>	318	314	279	327	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	115	130	146	168	<b>会计年度</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
股本	106	106	106	106	<b>成长能力</b>				
资本公积	369	369	369	369	营业收入	45.7%	4.4%	20.1%	20.0%
留存收益	95	119	141	173	营业利润	8.2%	19.6%	16.8%	35.4%
归属母公司股东权益	569	593	615	648	归属于母公司净利润	4.4%	6.3%	16.9%	28.8%
<b>负债和股东权益</b>	1002	1036	1040	1143	<b>获利能力</b>				
					毛利率	35.6%	35.3%	35.4%	35.4%
					净利率	5.5%	5.6%	5.5%	5.9%
					ROE	4.0%	4.0%	4.5%	5.6%
					ROIC	4.9%	6.1%	7.5%	10.0%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	31.7%	30.3%	26.8%	28.6%
					净负债比率	4.09%	19.19%	3.58%	3.06%
					流动比率	2.64	2.57	2.93	2.80
					速动比率	1.34	1.50	1.83	1.81
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.43	0.42	0.49	0.56
					应收账款周转率	14	12	14	15
					应付账款周转率	2.04	2.16	3.16	3.64
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.21	0.23	0.26	0.34
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.48	0.63	0.70	0.56
					每股净资产(最新摊薄)	5.39	5.61	5.82	6.13
					<b>估值比率</b>				
					P/E	47.53	44.70	38.25	29.69
					P/B	1.88	1.80	1.74	1.65
					EV/EBITDA	31	25	21	16

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

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	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