

2016年07月07日

证券研究报告·动态跟踪报告

神农基因 (300189) 农林牧渔

增持 (首次)

当前价: 6.19 元

目标价: ——元



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

新模式初显成效, 第三代 SPT 技术拓展未来

投资要点

- **事件:** 公司公告 2016 年半年度业绩预告, 预计 2016 年上半年归属于上市公司股东的净利润为 500-1000 万元, 比上年同期增长 750.6%-1601.3%。
- **“一站式”新模式为公司打开成长空间。** 报告期内, 归属于上市公司股东的净利润较上年同期上升的主要原因为公司积极推动全新经营模式, “一站式粮食生产供应链管理”项目服务体系进一步完善, 主营业务收入实现大幅增长, 同时公司不断优化种子品种结构, 种子销售毛利率提高。公司凭借“一站式农业供应链”模式实现由传统的分散经营向规模经营转变。借助政府政策支持, 针对合作社和种粮大户生产规模化、集约化、现代化的特点, 为农民实现降本增收和提高风险控制能力。新模式下种植的早、中、晚稻比传统模式每亩分别增收 252.5 元、395 元和 351 元。目前, 公司已经签约 330 万亩, 预计 2016 年公司“一站式”落地面积将达到 160 万亩, 未来落地面积以每年新增 200 万亩的速度推广, 至 2020 年实现 1000 万亩的服务目标。
- **第三代 SPT 水稻育制种技术将引领技术变革。** 公司增发收购波莲基因申请目前已被证监会受理。我们认为凭借其正在开发的第三代水稻 SPT 制育种技术以及分子育种平台, 未来将为公司带来爆发式增长。相比传统育制种技术, 第三代 SPT 技术有着全方位的性能提升。不仅大幅提高品种纯度、抗性和广适性, 提高育制种效率, 同时还一定程度上解决了无法规模化种植问题。据中国农技推广中心数据显示, 当前杂交水稻种植面积为 2.5 亿亩左右, 未来国内整个杂交水稻种子的市场容量至少达到 250 亿元。同时, 我们认为第三代 SPT 技术研发成功后将快速替代传统技术, 假设推出后成功替代 80% 前代技术, 据公司公告称技术提成按每公斤 6 元计算, 年盈利将达到约 24 亿元。
- **盈利预测与投资建议。** 我们预测公司 2016-2018 年 EPS 分别是 0.03 元、0.07 元、0.14 元, 2016 年 7 月 7 日收盘价对应 2016-2018 年动态 PE 分别为 196 倍、87 倍和 44 倍。我们认为公司借助“一站式”新模式已经成功开启了公司的新篇章。随着第三季度种子的销售旺季到来以及公司“一站式”服务带来的金融收益, 我们看好公司全年的净利润增长情况。未来随着 SPT 技术研发成功, 将为公司带来爆发式增长。
- **风险提示:** “一站式”模式推广进度或不如预期; 第三代 SPT 技术研发进度或不如预期; 并购重组进展或不及预期。

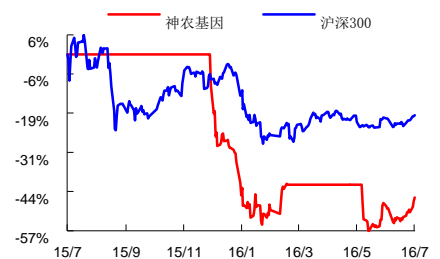
指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	332.75	2219.98	5781.67	9470.56
增长率	-6.44%	567.17%	160.44%	63.80%
归属母公司净利润 (百万元)	7.48	51.77	116.60	230.97
增长率	-91.55%	592.40%	125.20%	98.09%
每股收益 EPS (元)	0.00	0.03	0.07	0.14
净资产收益率 ROE	0.01%	2.28%	4.85%	8.80%
PE	1356	196	87	44
PB	4.94	4.83	3.98	3.66

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振
 执业证号: S1250513110001
 电话: 023-63786049
 邮箱: zhzh@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	10.24
流通 A 股(亿股)	8.79
52 周内股价区间(元)	4.93-28.37
总市值(亿元)	61.85
总资产(亿元)	22.60
每股净资产(元)	1.38

相关研究

1. 神农基因 (300189): 全新模式与技术变革成功开启新篇章 (2016-03-16)

关键假设：

假设 1：公司“一站式”项目稳步推进，保守估计 2016-2018 年可种植面积为 110、310、510 万亩。预计公司 2016-2018“一站式”体系内种子收入为 1.8 亿元、5.1 亿元、8.3 亿元。集团采购返点收入为 3575 万元、1.0 亿元、1.7 亿元的返点收入。

同时，公司 2016-2018 年“一站式”项目大米销售预计实现营收 17.8 亿元、50.2 亿元、82.6 亿元。公司不赚取大米收购与销售的差价，而是通过给大米加工企业垫资收购大米获取利差。我们保守假设按照年化收益率 1% 计算，公司可获得 1780 万、5020 万和 8260 万元的收益。

假设 2：公司增发收购收购波莲基因进展顺利，第三代 SPT 杂交育种技术研发进度符合预期。据公司发布的《发行股份购买资产暨关联交易报告书》中称第三代 SPT 杂交育种技术将于 2018 年才能实现相关服务的盈利。预计公司 2018-2020 年将分别有 1000 万、2000 万、4000 万元的一次性技术服务。

表 1：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2015A	2016E	2017E	2018E
合计	收入	332.65	2219.34	5780.01	9467.84
	增速	-6.47%	567.00%	160.00%	64.00%
	毛利率	24.21%	7.22%	5.84%	5.98%
杂交水稻种子	收入	220.46	268.96	497.58	835.93
	增速	-23.73%	22.00%	85.00%	68.00%
	毛利率	28.35%	30.00%	31.00%	32.00%
其他种子	收入	40.7	48.84	58.61	70.33
	增速	30.85%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	21.38%	26.00%	26.00%	25.00%
农化产品及农业技术服务	收入	51.88	62.26	74.71	89.65
	增速	70.17%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	7.21%	10.00%	11.00%	12.00%
一站式集团采购返点	收入	-	35.75	100.10	165.17
	增速	-	-	180.00%	65.00%
	毛利率	-	100.00%	100.00%	100.00%
一站式稻谷收购及金融收益	收入	-	1,780.00	5,020.00	8,260.00
	增速	-	-	182.00%	64.60%
	毛利率	-	1.00%	1.00%	1.00%
其他	收入	19.61	23.53	29.42	36.77
	增速	290.64%	20.00%	25.00%	25.00%
	毛利率	28.61%	30.00%	32.00%	34.00%
一次性技术服务	收入	-	-	-	10
	增速	-	-	-	-
	毛利率	-	-	-	100%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	332.75	2219.98	5781.67	9470.56	净利润	0.16	47.77	123.60	243.97
营业成本	251.89	2059.71	5444.16	8904.29	折旧与摊销	38.01	44.62	52.60	60.59
营业税金及附加	0.06	0.20	0.60	1.05	财务费用	-5.17	-3.93	11.15	12.40
销售费用	60.77	68.82	104.07	142.06	资产减值损失	1.75	1.00	1.30	1.70
管理费用	59.55	66.60	115.63	179.94	经营营运资本变动	-410.46	-2992.59	-181.14	-1888.26
财务费用	-5.17	-3.93	11.15	12.40	其他	452.28	0.95	-2.40	-2.86
资产减值损失	1.75	1.00	1.30	1.70	经营活动现金流净额	76.57	-2902.18	5.11	-1572.47
投资收益	0.52	0.00	0.00	1.23	资本支出	-89.45	0.00	-50.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-750.73	-140.00	0.00	1.23
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-840.18	-140.00	-50.00	1.23
营业利润	-35.59	27.58	104.76	230.35	短期借款	-12.00	2592.16	-132.62	1743.54
其他非经营损益	36.21	22.71	25.34	26.46	长期借款	-2.30	2.30	2.30	2.30
利润总额	0.62	50.29	130.10	256.81	股权融资	168.40	0.00	333.59	0.00
所得税	0.47	2.51	6.51	12.84	支付股利	0.00	-1.26	-8.77	-18.65
净利润	0.16	47.77	123.60	243.97	其他	554.05	5.63	-7.15	-8.40
少数股东损益	-7.32	-4.00	7.00	13.00	筹资活动现金流净额	708.15	2598.84	187.35	1718.79
归属母公司股东净利润	7.48	51.77	116.60	230.97	现金流量净额	-55.46	-443.34	142.47	147.56
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	532.14	88.80	231.27	378.82	成长能力				
应收和预付款项	166.03	922.54	470.22	361.83	销售收入增长率	-6.44%	567.17%	160.44%	63.80%
存货	290.60	2571.25	924.66	711.42	营业利润增长率	-131.15%	-22.50%	279.79%	119.89%
其他流动资产	446.14	992.97	2930.70	5270.89	净利润增长率	-99.86%	30389.9%	158.71%	97.39%
长期股权投资	62.60	202.60	202.60	202.60	EBITDA 增长率	-103.17%	2382.08%	146.83%	80.01%
投资性房地产	9.26	9.26	9.26	9.26	获利能力				
固定资产和在建工程	514.67	478.30	483.94	431.60	毛利率	24.30%	7.22%	5.84%	5.98%
无形资产和开发支出	220.15	214.90	209.64	204.39	三费率	34.61%	5.92%	3.99%	3.53%
其他非流动资产	39.91	36.92	33.93	30.94	净利率	0.05%	2.15%	2.14%	2.58%
资产总计	2281.51	5517.53	5496.23	7601.76	ROE	0.01%	2.28%	4.85%	8.80%
短期借款	38.00	2630.16	2497.55	4241.08	ROA	0.01%	0.87%	2.25%	3.21%
应付和预收款项	86.31	567.09	244.56	305.73	ROIC	-0.82%	0.75%	2.36%	3.96%
长期借款	0.00	2.30	4.60	6.90	EBITDA/销售收入	-0.83%	3.08%	2.91%	3.20%
其他负债	104.94	219.21	202.33	275.53	营运能力				
负债合计	229.25	3418.76	2949.03	4829.25	总资产周转率	0.17	0.57	1.05	1.45
股本	1024.00	1638.00	1638.00	1638.00	固定资产周转率	1.08	7.25	16.52	24.55
资本公积	280.41	-333.59	0.00	0.00	应收账款周转率	3.68	7.77	24.50	356.48
留存收益	115.88	166.40	274.23	486.55	存货周转率	0.76	1.44	3.11	10.87
归属母公司股东权益	1420.29	1470.81	1912.23	2124.55	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	93.18%	—	—	—
少数股东权益	631.96	627.96	634.96	647.96	资本结构				
股东权益合计	2052.25	2098.77	2547.19	2772.51	资产负债率	10.05%	61.96%	53.66%	63.53%
负债和股东权益合计	2281.51	5517.53	5496.23	7601.76	带息债务/总负债	16.58%	77.00%	84.85%	87.96%
					流动比率	9.98	1.38	1.60	1.42
					速动比率	7.96	0.60	1.27	1.27
					股利支付率	0.00%	2.43%	7.52%	8.08%
业绩和估值指标					每股指标				
	2015A	2016E	2017E	2018E		2015A	2016E	2017E	2018E
EBITDA	-2.75	68.27	168.51	303.34	每股收益	0.00	0.03	0.07	0.14
PE	1355.97	195.83	86.96	43.90	每股净资产	1.25	1.28	1.56	1.69
PB	4.94	4.83	3.98	3.66	每股经营现金	0.05	-1.77	0.00	-0.96
PS	30.47	4.57	1.75	1.07	每股股利	0.00	0.00	0.01	0.01
EV/EBITDA	-2111.92	185.22	73.42	46.06					
股息率	0.00%	0.01%	0.09%	0.18%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	罗月江	机构销售	021-68413856	13632421656	lyj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	刘娟	地区销售总监	0755-26675724	18665815531	liuj@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	0755-26820395	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn