

荃银高科 (300087)

证券研究报告

2018年12月07日

中化农业或成公司第一大股东，公司迎发展新时代！

事件：

中国中化集团全资子公司中化现代农业与公司多个股东方签署股权转让协议，合计转让股份总额 9252.1 万股，占公司总股本的比例为 21.5%，转让总价 8.19 亿元，转让价 8.85 元/股。若转让完成，中化现代农业将成为公司第一大股东。

高成长的区域种子龙头，研发实力强，多品种驱动业绩高增长。

公司是我国高成长的区域种子龙头企业，一直秉持“科技先行”战略，实施“以自主研发为主，与国内科研院所、高校及种子企业横向合作为辅”的新品种研发模式，逐步建立了以公司为主体的育种体系。2015-2017 年，公司研发投入占营业收入比例分别为 4.04%、4.06%、4.77%，2018 年上半年研发费用为 2476 万元，同比增长 33.25%。截至 2018 年中报，公司拥有自主或合作选育的水稻品种共计 87 个（国审品种 33 个），玉米品种 36 个（国审 2 个），小麦品种 2 个，棉花品种 6 个（国审品种 2 个），油菜品种 4 个，还选育了一批优质南瓜、西瓜、甜瓜新品种。

近年来，虽然国家玉米和稻谷最低收购价下调和种植面积的调减导致种子行业景气下滑，但是公司凭借优秀的品种以及有效的激励机制，仍然保持了收入和利润的高速增长，2015-2017 年，公司收入同比增长 29.51%、24.66%和 25.12%，归母净利润增速达到 323%、39%和 104%。其中，2015-2017 年，公司核心业务水稻种子实现收入 3.43 亿元、4.24 亿元和 5.57 亿元，增速为 34.56%、23.49%和 31.33%，2018 年上半年即使受行业竞争加剧影响，水稻种子仍然保持了 15.08%的收入增速。

拓展农服，打开长期成长空间。

公司积极尝试开展农业社会化服务，探索为种植大户提供产前、产中、产后所需的全程化服务模式。公司先后与益海嘉里（安徽）、辉隆股份、中化现代农业、金丰公社等展开合作，整合社会资源，全方位打造公司农业服务体系。公司在农服领域的布局，一方面有助于种子主业的销售提升，另一方面有望打造新的业绩增长点。

中化现代农业或成公司第一大股东，公司迎发展新时代！

中化现代农业的控股股东为中化集团，中化集团是我国化肥、农药、种子（中国种子集团）领域的央企龙头。若股份转让完成，中化现代农业将成为公司第一大股东，荃银高科有望依托中化现代农业及中化集团的研发、渠道、资金等优势，实现业务的跨越式发展，公司有望步入发展的新时代！

给予“增持”评级

预计 2018-2020 年公司收入 10.24/12.31/15.02 亿，同增 8.08%/20.21%/22.01%，归母净利润 0.73/1.23/1.93 亿，同增 17.17%/68.51%/56.23%，EPS 为 0.17/0.29/0.45 元，对应 12 月 6 日 9.60 元股价 PE 为 56/34/21 倍，给予“增持”评级。

风险提示：1、股权转让不能按时完成；2、行业竞争加剧；3、生产灾害；4、业绩不达预期。

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	757.22	947.47	1,024.00	1,231.00	1,502.00
增长率(%)	24.66	25.12	8.08	20.21	22.01
EBITDA(百万元)	66.03	121.85	134.74	216.05	329.58
净利润(百万元)	30.68	62.46	73.19	123.33	192.67
增长率(%)	38.58	103.61	17.17	68.51	56.23
EPS(元/股)	0.07	0.15	0.17	0.29	0.45
市盈率(P/E)	134.67	66.14	56.45	33.50	21.44
市净率(P/B)	6.26	5.61	5.33	5.13	4.76
市销率(P/S)	5.46	4.36	4.03	3.36	2.75
EV/EBITDA	60.24	35.94	28.62	17.54	11.21

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	农林牧渔/种植业
6 个月评级	增持（首次评级）
当前价格	9.60 元
目标价格	11.45 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	430.33
流通 A 股股本(百万股)	351.99
A 股总市值(百万元)	4,131.17
流通 A 股市值(百万元)	3,379.09
每股净资产(元)	1.61
资产负债率(%)	49.19
一年内最高/最低(元)	11.47/8.55

作者

吴立 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010002
wuli1@tfzq.com

魏振亚 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517080004
weizhenya@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告



内容目录

1. 高成长区域种子龙头，中化现代农业或成公司第一大股东	4
1.1. 区域种业龙头，研发实力雄厚，品种推出能力强	4
1.2. 优质品种助力公司业绩持续增长，盈利能力持续提升	5
1.3. 中化现代农业或成公司第一大股东，公司迎发展新时代	6
2. 立足水稻和玉米种子，多品类扩张，公司种子业务持续发展！	9
2.1. 依托优质水稻品种，公司水稻种子业务逆势增长	9
2.2. 玉米价格上涨助推玉米种子行业复苏，公司玉米种子业务有望企稳回升！	11
2.3. 多品类扩张，打造新的种子业务增长点	12
3. 拓展农服，促进种业销售并打造新的业绩增长点	13
4. 盈利预测及投资建议	14

图表目录

图 1：公司研发费用持续快速增长	4
图 2：公司研发费用/营业收入的比重持续提升	4
图 3：公司营业收入情况	5
图 4：公司归母净利润情况	5
图 5：公司三项费用情况	5
图 6：公司三项费用占营业收入比重情况	5
图 7：公司毛利率和净利率情况	5
图 8：水稻种子是公司收入的主要来源（百万）	6
图 9：水稻种子构成公司毛利的主要来源（百万）	6
图 10：公司各项业务的毛利率情况	6
图 11：若股权转让完成后，中化现代农业将成为公司第一大股东	7
图 12：中化现代农业是中化集团全资子公司，实际控制人为国资委	7
图 13：中化现代农业致力于成为领先的现代农业全程解决方案提供商	7
图 14：中化现代农业提供全程综合解决方案体系	8
图 15：中化现代农业近三年财务指标	8
图 16：中化集团近三年财务指标	8
图 17：中化集团的农业布局	9
图 18：我国杂交水稻种子供需表（亿公斤）	9
图 19：稻谷价格在 2018 年大幅降低（元/吨）	10
图 20：公司水稻种子业务逆势增长	10
图 21：公司水稻种子业务逆势增长	10
图 22：公司水稻种子业务毛利率情况	10
图 23：2017 年以来，玉米价格触底回升（元/吨）	11
图 24：杂交玉米种子制种面积持续降低，行业竞争格局改善（亿公斤）	11

图 25: 公司杂交玉米种子业务逆势增长	12
图 26: 公司杂交玉米种子业务逆势增长	12
图 27: 公司杂交玉米种子业务毛利率情况	12
图 28: 公司小麦种子收入较为平稳	13
图 29: 公司小麦种子毛利情况	13
图 30: 公司棉花、蔬菜等种子收入持续增长	13
图 31: 公司棉花、蔬菜种子毛利情况	13
图 32: 我国农民合作社数量持续快速增加 (万)	13
图 33: 公司收入和毛利预测	14
图 34: 公司主要财务指标	15
图 35: 公司与可比公司的估值比较	15

1. 高成长区域种子龙头，中化现代农业或成公司第一大股东

1.1. 区域种业龙头，研发实力雄厚，品种推出能力强

公司是我国“育繁推一体化”的高科技种业龙头企业，主要从事优良水稻、玉米、小麦等主要农作物种子研发、繁育、推广及服务业务。公司主要产品为杂交水稻、杂交玉米、小麦、瓜菜、油菜等农作物种子，产品主要销往华东、华中、华北、东北、西南、西北等主要农作物种植区域及东南亚、南亚、非洲等境外地区。

公司自设立以来一直坚持“科技先行”战略，实施“以自主研发为主，与国内科研院所、高校及种子企业横向合作为辅”的新品种研发模式，逐步建立了以公司为主体的育种体系。

公司成立了荃银农业科学院，建立了分子育种实验室、博士后科研工作站，获准登记备案安徽省院士工作站，在合肥、海南等多处建有稳定的科研育种基地及覆盖主要生态区域的生态测试网络，打造了一支稳定的高素质科研团队，积累了丰富的种质资源。公司还联合国内 6 家技术领先的科研单位及科学家团队创立了“国家水稻商业化分子育种技术创新联盟”，为科研发展搭建起更高端的平台。公司与中国科学院上海生命科学研究院植物生理生态研究所进一步建立了全面战略合作关系，提升公司水稻科研创新实力。公司还与具有较强玉米研发实力的北京市农林科学院玉米研究中心建立了合作关系，共同开展优良玉米品种培育。

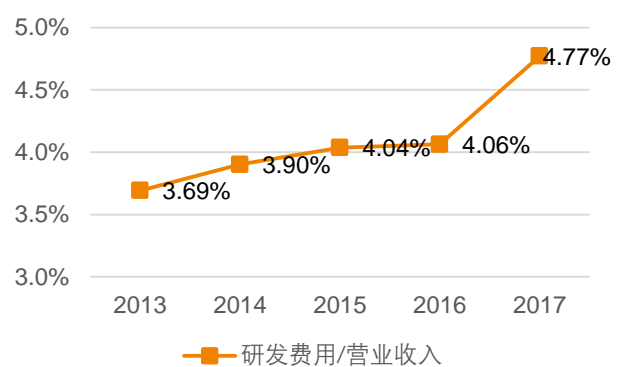
研发投入来看，公司研发费用近年来持续快速提升，研发费用占营业收入的比例也在快速提升，2017 年研发费用占营业收入的比重达到 4.77%。

图 1：公司研发费用持续快速增长



资料来源：wind 天风证券研究所

图 2：公司研发费用/营业收入的比重持续提升



资料来源：wind 天风证券研究所

从研发团队来看，目前公司科研核心人员均具有较高的学术水平和丰富的育种实践经验，在国内种业领域具有一定的影响力，其中获国务院特殊津贴 3 人、省级学术与技术带头人 3 人、省级战略新兴产业领军人才 4 人、特聘的全国知名专家 9 人、高级职称 35 人。截至 2018 年中报，公司科研人员 153 人，占总人数的 22.70%。

截止 2018 年半年报，公司拥有自主或合作选育的水稻品种共计 87 个（国审品种 33 个），玉米品种 36 个（国审品种 2 个），小麦品种 2 个，棉花品种 6 个（国审品种 2 个），油菜品种 4 个，还选育了一批优质南瓜、西瓜、甜瓜新品种。

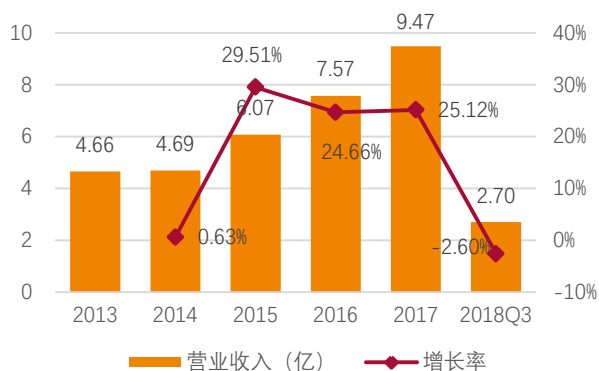
尤其是公司水稻主要品种徽两优 898、徽两优 882、荃优丝苗、荃优 822、徽两优丝苗、荃优华占等，市场表现突出。2017 年，长江中下游地区出现前期高温干旱、后期低温阴雨的异常天气，公司徽两优 898、荃优丝苗、荃优 822、徽两优 882 等品种脱颖而出，尤其是徽两优 898 表现出高产、优质、抗倒、抗病、耐穗芽等突出优势，在滁州市定远县高产示范片种植测亩产达到 860 公斤，成为同类型品种中的佼佼者。

此外，公司还有荃优华占、徽两优丝苗、荃两优丝苗、荃优 527、荃粳优 1 号等一批优良新品种已于 2017 年开始投放市场，未来前景可期。

1.2. 优质品种助力公司业绩持续增长，盈利能力持续提升

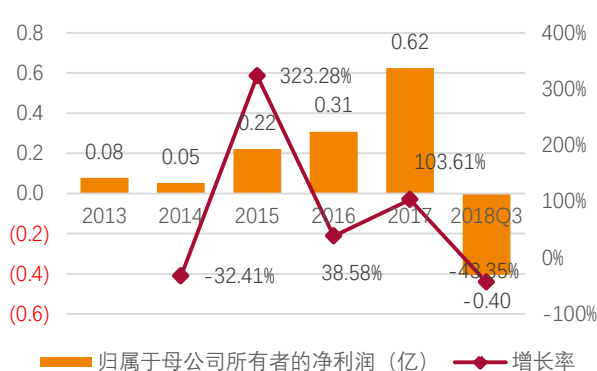
在公司新品种的推动下，2015-2017 年年公司收入和利润保持快速增长。2018 年前三季度公司收入和利润同比下滑，主要是因为 2017 年以来，国家种子品种审定速度加快，市场上的新品种大幅增长，叠加国家调减水稻和玉米种植面积，导致行业竞争激烈，从而使得公司收入同比略降；此外，今年公司继续提升了研发费用，使得利润同比有较大幅度下滑。

图 3：公司营业收入情况



资料来源：wind 天风证券研究所

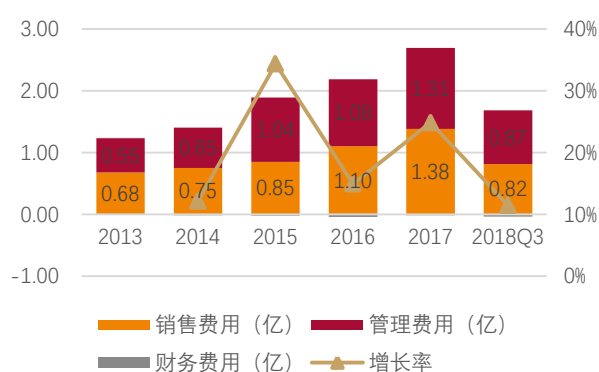
图 4：公司归母净利润情况



资料来源：wind 天风证券研究所

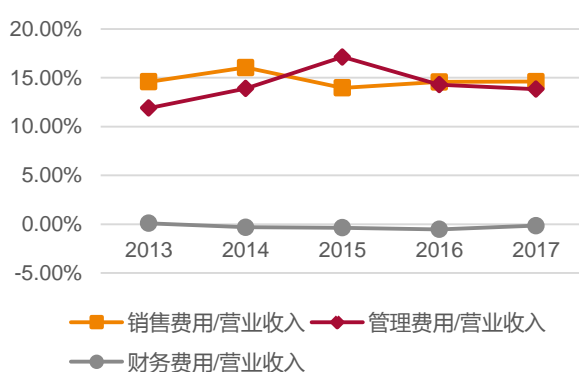
从费用情况来看，近年来，公司三项费用也在快速提升，但是公司盈利能力呈现出改善趋势，尤其是 2017 年，毛利率达到 40.83%，净利率达到 10.23%。

图 5：公司三项费用情况



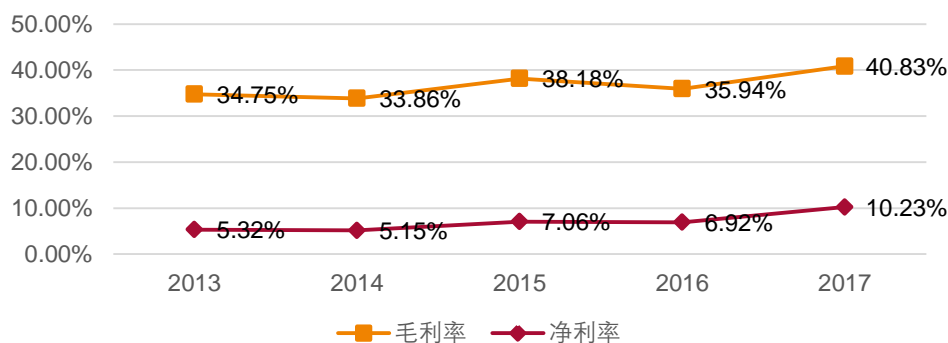
资料来源：wind 天风证券研究所，注 2018Q3 管理费用中包含了研发费用

图 6：公司三项费用占营业收入比重情况



资料来源：wind 天风证券研究所

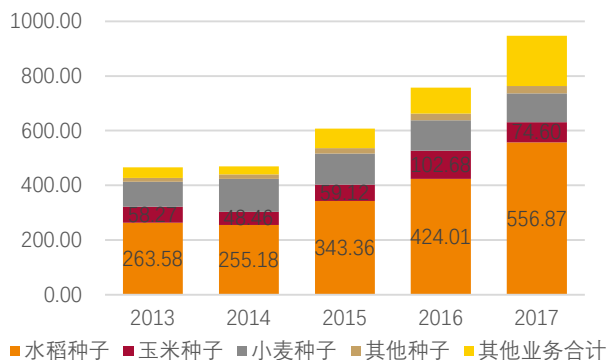
图 7：公司毛利率和净利率情况



资料来源：wind 天风证券研究所

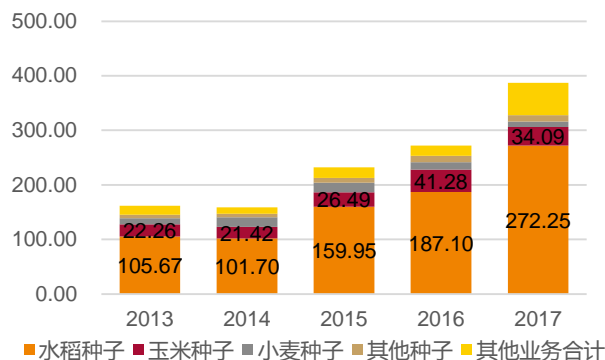
从分项业务来看，水稻种子构成公司收入和利润的主要来源，2017 年，公司水稻种子收入约 5.57 亿元，占总收入比重达到 58.77%，实现毛利 2.72 亿元，占总毛利比重达到 70.38%。

图 8：水稻种子是公司收入的主要来源（百万）



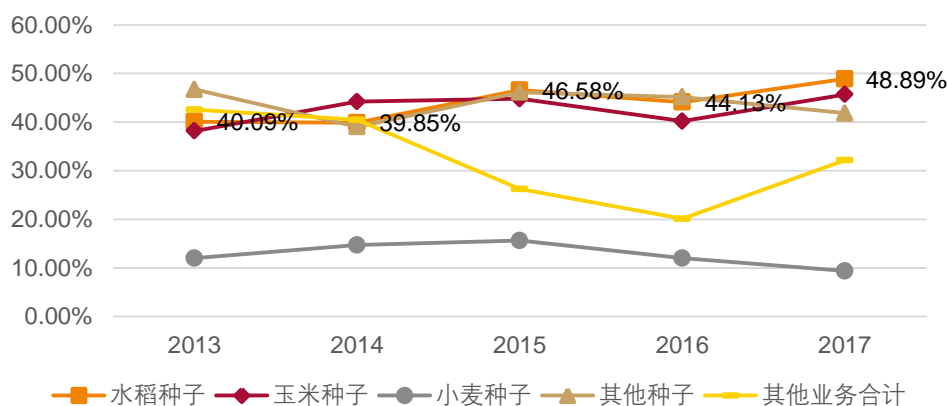
资料来源：wind 天风证券研究所

图 9：水稻种子构成公司毛利的主要来源（百万）



资料来源：wind 天风证券研究所

图 10：公司各项业务的毛利率情况



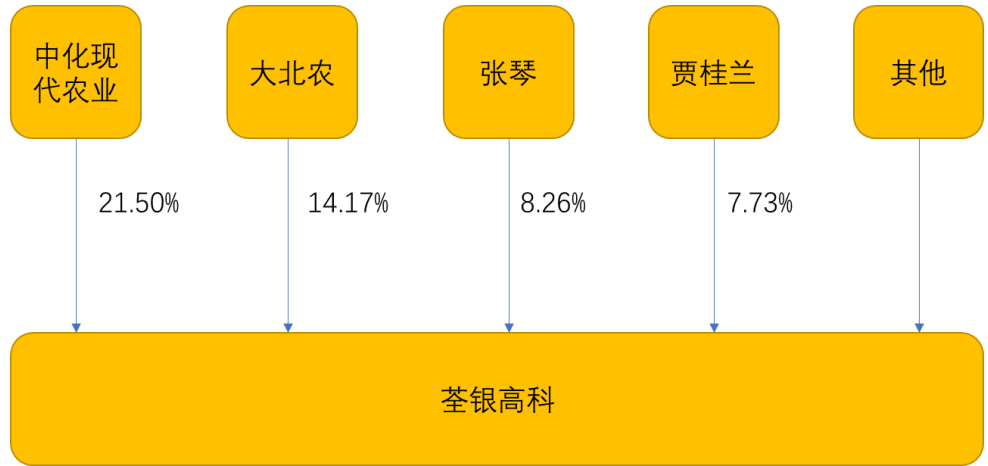
资料来源：wind 天风证券研究所

1.3. 中化现代农业或成公司第一大股东，公司迎发展新时代

11 月 16 日，公司发布公告，重庆中新融泽投资中心（有限合伙）及其一致行动人重庆中新融鑫投资中心（有限合伙）、西藏中新睿银投资管理有限公司（以下简称“中新融泽及其一致行动人”）以及张琴、贾桂兰等 11 名股东与中国中化集团有限公司全资子公司中化现代农业有限公司签署了股权转让协议，该 11 名股东拟将其所持有的公司股份转让给中化现代农业，合计股份总额 9252.1 万股，占公司股权比例为 21.5%；本次股权转让价格为 8.85 元/股，转让总价达到 8.19 亿。

目前，中化现代农业已取得其控股股东中国中化集团有限公司同意本次股份交易的核准意见，国务院国有资产监督管理委员会的审批程序正在履行中；其他各方已履行各自所必要的同意本次股份交易的核准或授权程序。若后续股权转让顺利实现，则中化现代农业将成为公司的第一大股东。

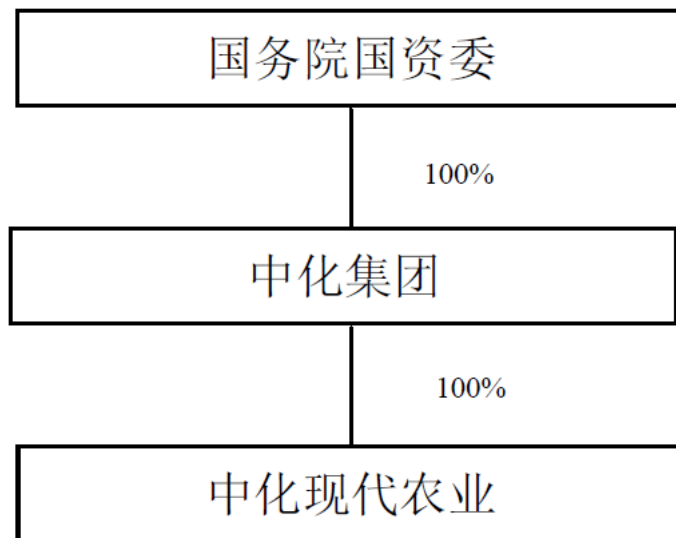
图 11: 若股权转让完成后, 中化现代农业将成为公司第一大股东



资料来源: 公司公告 天风证券研究所

中化现代农业是中化集团的全资子公司, 其实际控制人为国资委。中化现代农业有限公司依托于中化集团这一中国最大的农业投入品企业, 是中化集团开展农业服务的统一平台。

图 12: 中化现代农业是中化集团全资子公司, 实际控制人为国资委



资料来源: 公司公告 天风证券研究所

中化现代农业以助力种植主体实现持续稳定盈利的“农业服务”为切入点, 以“种植技术”为龙头, 以“农业金融”和“农产品销售”为两翼, 通过闭环系统和模式创新解决现代农业经营主体发展的瓶颈, 致力于成为领先的现代农业全程解决方案提供商。

图 13: 中化现代农业致力于成为领先的现代农业全程解决方案提供商



资料来源: 中化集团官网 天风证券研究所

公司核心业务包括种植整合解决方案推广、全程土地托管、农业投入品套餐定制、农业机械化配套、全程技术跟踪，农产品销售、订单农业、粮食银行及农业信息化等服务，以及农业信贷、农业金融租赁、农业保险、农业投资等业务，同时开展中低产田改造、土壤改良、精准农业示范及农业废弃物资源化利用等项目。通过集约化生产、标准化操作、专业化管理、市场化经营、金融及信息化支撑，助力农业种植主体降本增效升级现代农业生产模式，提升其整体抗风险能力与可持续盈利能力。

图 14：中化现代农业提供全程综合解决方案体系



资料来源：中化集团官网 天风证券研究所

图 15：中化现代农业近三年财务指标

主要财务指标	2017 年 12 月 31 日	2016 年 12 月 31 日	2015 年 12 月 31 日
资产总额（万元）	66,342.01	29,083.89	30,064.98
净资产（万元）	56,262.95	28,347.52	30,000.82
收入（万元）	20,998.87	2,428.14	0.00
主营业务收入（万元）	20,998.87	2,428.14	0.00
净利润（万元）	-4,583.57	-1,653.30	0.82
净资产收益率（%）	-10.83%	-5.67%	0.00%
资产负债率（%）	15.19%	2.53%	0.21%

资料来源：公司公告 天风证券研究所

中化现代农业的母公司中化集团是国资委直属的央企集团，其资产规模超过 4000 亿，营业收入超过 5000 亿，2017 年净利润达到 84 亿元。

图 16：中化集团近三年财务指标

主要财务指标	2017 年 12 月 31 日	2016 年 12 月 31 日	2015 年 12 月 31 日
资产总额（万元）	41,719,521.29	39,948,440.70	3,546,4150.61
净资产（万元）	11,395,284.03	12,554,409.20	11,983,222.37
收入（万元）	51,882,318.94	39,549,503.88	38,118,599.20
主营业务收入（万元）	51,672,093.35	39,406,010.16	37,949,048.89
净利润（万元）	841,714.64	477,767.88	304,994.38
净资产收益率（%）	7.39%	3.81%	2.55%
资产负债率（%）	72.69%	68.57%	66.21%

资料来源：公司公告 天风证券研究所

中化农业事业部目前整合了中化化肥、中种、中化作物保护以及现代农业服务等业务。业

务涵盖了种子、化肥、农药等农业生产资料生产销售，并依托中化现代农业打造农业服务平台。

图 17：中化集团的农业布局



资料来源：搜狐 天风证券研究所

若股权转让完成后，中化现代农业将成为公司第一大股东，公司将纳入到中化集团的农业布局生态圈之内，依托中化集团的农业资源，公司有望迎来业务发展的新时代！

2. 立足水稻和玉米种子，多品类扩张，公司种子业务持续发展！

2.1. 依托优质水稻品种，公司水稻种子业务逆势增长

随着品种审定“绿色通道”、联合体试验等的运行，国家水稻种子品种审定大幅增加，2017 年全年通过国审的水稻品种 178 个，同比增长 169.70%，水稻制种面积在 2016 年之后也大幅增加，行业竞争加剧。

图 18：我国杂交水稻种子供需表（亿公斤）

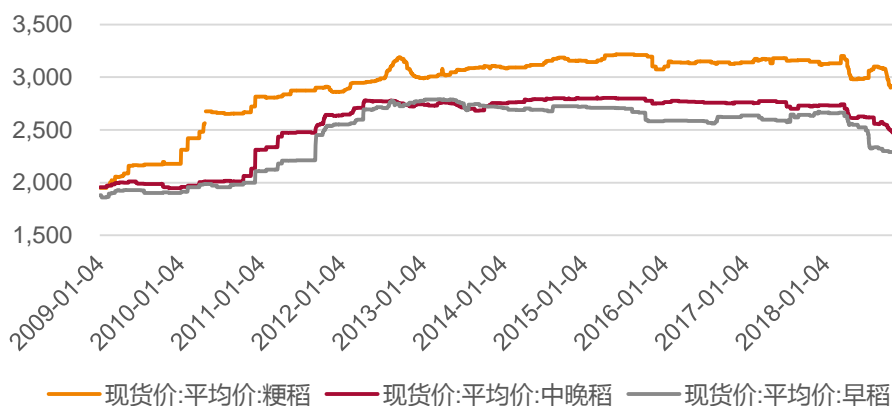
	制种面积	可供种量	需种量	制种量	库存量	库存/需种量
2008	94.60	2.91	2.35	2.09	0.82	34.89%
2009	137.00	2.84	2.44	2.37	0.47	19.26%
2010	150.00	3.00	2.50	2.54	0.47	18.80%
2011	169.00	3.40	2.60	3.00	0.40	15.38%
2012	132.00	2.50	2.70	2.30	0.20	7.41%
2013	163.00	3.90	2.70	2.72	1.30	48.15%
2014	140.00	4.02	2.50	2.30	1.25	50.00%
2015	145.00	3.37	2.10	2.39	1.00	47.62%
2016	163.00	3.39	2.50	2.80	0.80	32.00%
2017	167.00	3.60	2.45	2.80	1.00	40.82%
2018	171.00	3.80	2.30	2.90	1.20	52.17%

资料来源：wind 天风证券研究所

此外，2018 年，国家大幅调低水稻最低收购价，并调减东北寒地井灌稻和南方双季稻产区籼稻种植面积。2017 和 2018 年国家连续调低稻谷最低收购价，尤其是 2018 年粳稻最低收购价由 3000 元/吨下调至 2600 元/吨，早籼稻最低收购价由 2600 元/吨下调至 2400 元/

吨，中晚籼稻由 2720 元/吨下调到 2520 元/吨。

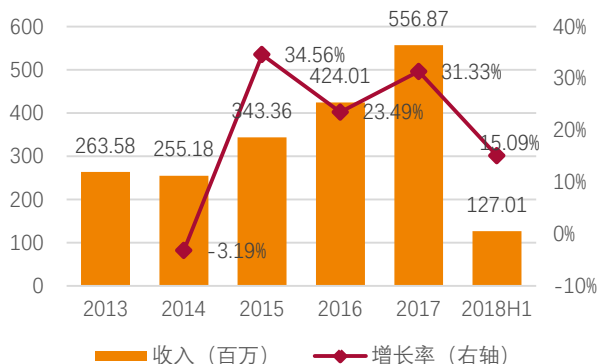
图 19：稻谷价格在 2018 年大幅降低（元/吨）



资料来源：wind 天风证券研究所

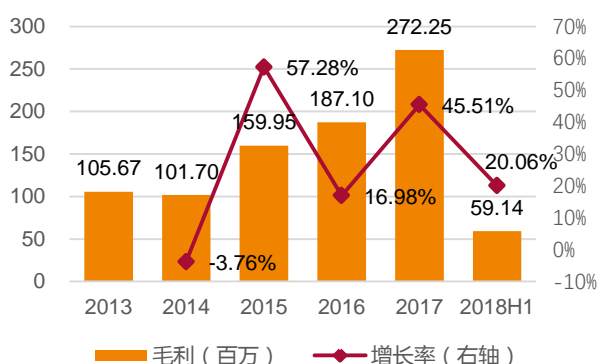
多方因素导致杂交水稻种子行业近两年竞争激烈，但是公司凭借强大的研发和品种能力和徽两优 898、徽两优 882、荃优丝苗、荃优 822、徽两优丝苗、荃优华占等优质品种，仍然实现了水稻种子业务的逆势增长。2015 年以来，公司水稻种子业务始终保持高速增长，即使在 2018 年上半年依然实现了 15% 的收入增长和 20% 的毛利增长。

图 20：公司水稻种子业务逆势增长



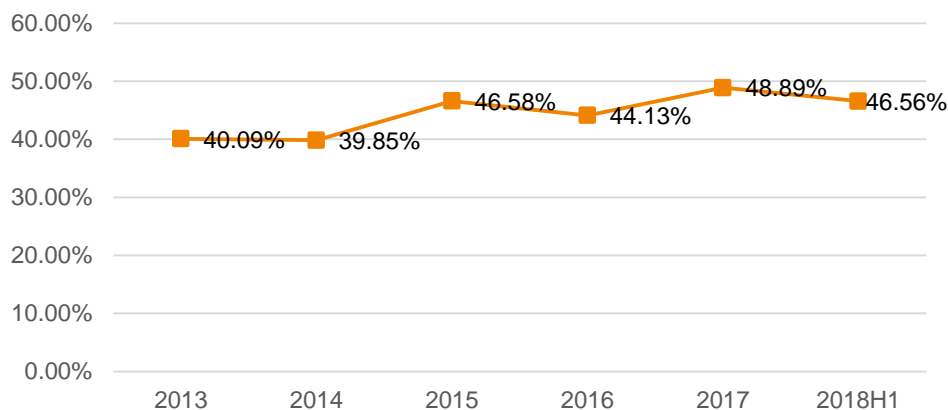
资料来源：wind 天风证券研究所

图 21：公司水稻种子业务逆势增长



资料来源：wind 天风证券研究所

图 22：公司水稻种子业务毛利率情况



资料来源：wind 天风证券研究所

我们预计，随着稻谷价格企稳，杂交水稻种子行业需求有望逐步迎来复苏，公司 2017 年

投入市场的品种荃优华占、徽两优丝苗、荃两优丝苗、荃优 527、荃粳优 1 号也在逐步开拓市场，叠加原有品种的继续增长，预计公司未来水稻种子业务将持续保持快速增长。

2.2. 玉米价格上涨助推玉米种子行业复苏，公司玉米种子业务有望企稳回升！

2016 年国家玉米临储政策取消，玉米价格大幅下跌，叠加玉米种植面积调减，杂交玉米种子行业竞争加剧。但是，随着玉米供需格局的改善，2017 年以来，玉米价格触底回升，尤其是 2018 年以来，玉米价格大幅上涨，玉米种子行业也有望迎来复苏。

图 23：2017 年以来，玉米价格触底回升（元/吨）



2017-2018 年杂交玉米种子制种面积连续下滑，2018 年制种面积仅 260 万亩，制种量仅 9.22 亿公斤，加上库存 7 亿公斤，预计 2019 年的供种量仅 16 亿公斤，进一步大幅降低，玉米种子行业拐点已经来临。

图 24：杂交玉米种子制种面积持续降低，行业竞争格局改善（亿公斤）

	制种面积	可供种量	需种量	制种量	库存量	库存/需种量
2008	301.00	16.30	10.70	10.20	6.10	57.01%
2009	334.00	15.70	11.00	11.20	4.50	40.91%
2010	388.00	15.80	10.50	11.50	4.30	40.95%
2011	410.00	17.60	11.30	13.60	4.00	35.40%
2012	435.00	15.00	11.00	15.70	5.50	50.00%
2013	382.00	21.20	11.00	13.60	10.00	90.91%
2014	294.00	23.60	11.50	10.10	10.00	86.96%
2015	342.00	20.00	12.00	10.96	7.50	62.50%
2016	410.00	18.46	11.75	14.65	6.00	51.06%
2017	293.00	20.00	11.50	10.58	8.00	69.57%
2018	260.00	18.00	11.00	9.22	7.00	63.64%

资料来源：wind 天风证券研究所

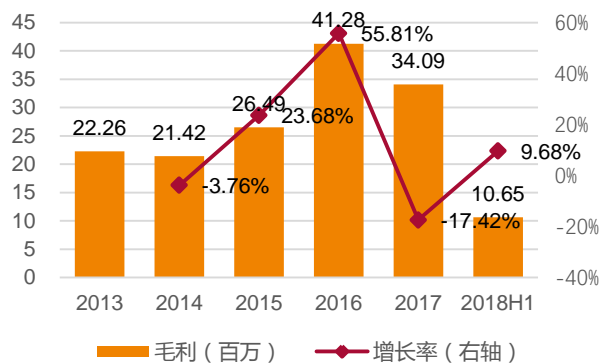
从公司的玉米种子业务来看，经历了 2017 年的大幅下滑之后，2018 年上半年，公司杂交玉米种子业务已经迎来拐点。2018 年上半年，公司玉米种子收入 2519 万元，同比下跌 3.52%，跌幅已经大幅收窄；2018 上半年玉米种子毛利 1065 万元，同比增长 9.68%。

图 25：公司杂交玉米种子业务逆势增长



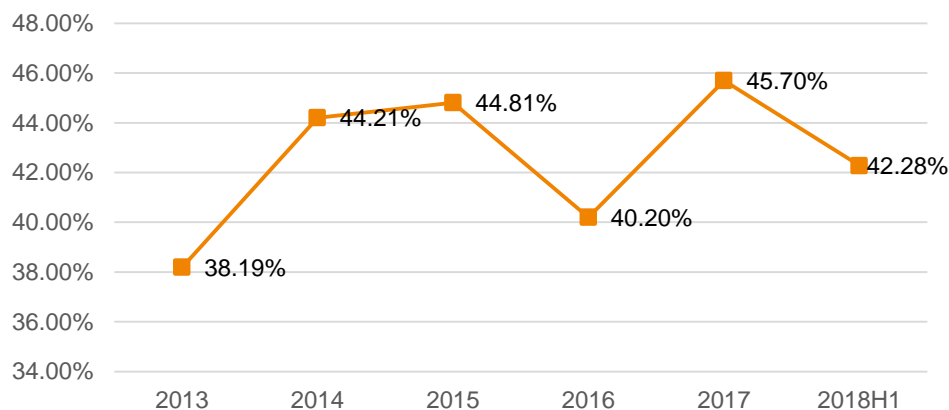
资料来源：wind 天风证券研究所

图 26：公司杂交玉米种子业务逆势增长



资料来源：wind 天风证券研究所

图 27：公司杂交玉米种子业务毛利率情况



资料来源：wind 天风证券研究所

近年来，公司玉米新品种也在不断推出，2017 年有徽甜糯 1 号（甘肃）、荃玉 128（安徽）、荃玉 18（河北）、全玉 1233（河北）、荃玉 20（山东）、荃玉 189（山东）、铁研 388（辽宁）等 7 个玉米新品种通过省审，2018 年上半年荃研 398、荃研 2 号、鼎晟 928、鼎晟 988 等 4 个玉米新品种通过辽宁省审定。

公司新品种的推出，叠加杂交玉米种子行业的竞争改善，预计公司玉米种子业务将迎来业务拐点，未来将快速增长！

2.3. 多品类扩张，打造新的种子业务增长点

除了水稻种子和玉米种子之外，公司在小麦种子、棉花种子、蔬菜种子方面也布局较多，尤其是蔬菜种子领域，近年来也成长较快，有望成为公司未来种子业务新的增长点。

小麦种子整体较为平稳，收入在 1 个亿左右，2017 年毛利贡献约 1000 万。

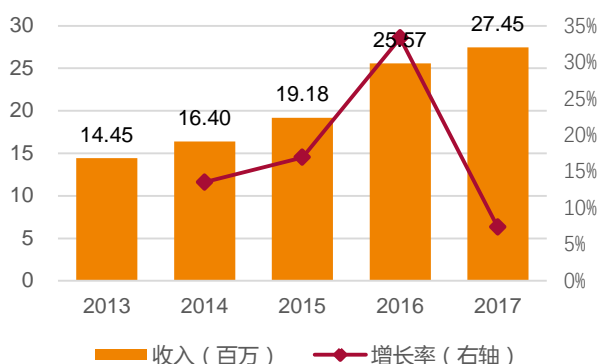
其他种子方面，公司已经开发了棉花、瓜菜、油菜等作物品种，截止 2017 年底公司拥有棉花品种 6 个（其中国审品种 2 个），油菜品种 4 个，还选育了一批优质南瓜、西瓜、甜瓜新品种。近年来，公司棉花和蔬菜等种子业务收入持续增长，盈利能力也显著提升，2017 年收入达到 2745 万元，同比增长 7.35%，实现毛利 1149 万，同比降低 0.51%。

图 28：公司小麦种子收入较为平稳



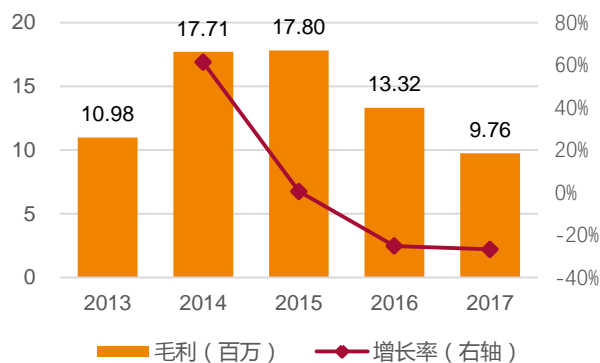
资料来源：wind 天风证券研究所

图 30：公司棉花、蔬菜等种子收入持续增长



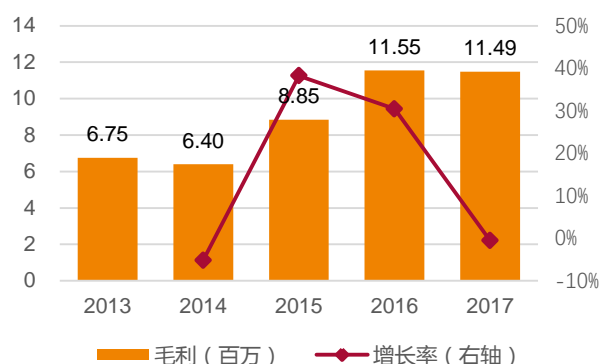
资料来源：wind 天风证券研究所

图 29：公司小麦种子毛利情况



资料来源：wind 天风证券研究所

图 31：公司棉花、蔬菜种子毛利情况

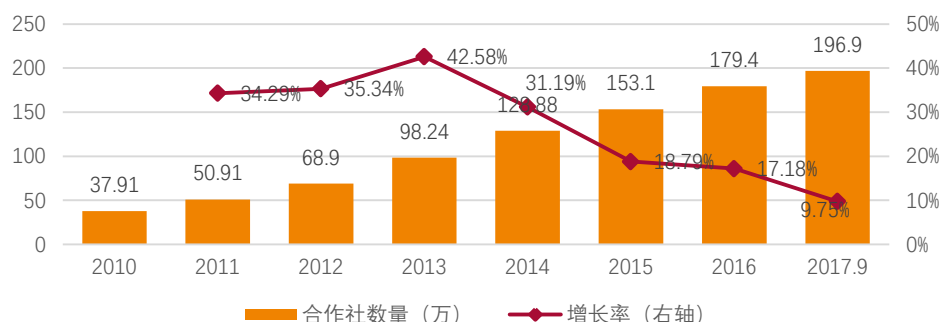


资料来源：wind 天风证券研究所

3. 拓展农服，促进种业销售并打造新的业绩增长点

目前，政府政策不断加大对于农业规模化种植的补贴，合作社数目大幅度增长，促进了我国农业生产规模化的快速发展。家庭农场、专业大户和农民合作社等规模化生产经营的组织迅速增加。截至 2017 年 9 月，我国农民专业合作社达 196.9 万个，较 2016 年增长了 9.75%，仍处于快速增长之中。

图 32：我国农民专业合作社数量持续快速增加（万）



资料来源：国家市场监督管理总局 天风证券研究所

为适应行业发展新形势，公司正在依托互联网平台等建设直供渠道，开展“公司+大户”的营销模式，同时加强服务型营销，通过为大户提供产前、产中、产后“一条龙”服务，建立农业生产全程化服务体系，促进销售模式转变。

1、公司以控股子公司荃润丰为主体，探索为种植大户提供产前、产中、产后所需的全程化服务模式。公司通过该模式全力推动徽两优 882 等优良品种的品牌粮种植及购销，2017 年全年完成优质稻谷交售 255.50 万公斤。

2、积极整合资源，与益海嘉里（安徽）粮油工业有限公司、安徽辉隆农资集团股份有限公司等在农业种植、收储、加工、流通、消费等方面建立战略合作关系。

3、公司进一步与为现代农业提供全程解决方案的中化现代农业有限公司建立合作关系，重点在 MAP（Modern Agriculture Platform）业务方面深入合作。通过定制化种植方案的制定，针对不同品种、土壤状况，为农场主提供种药肥“一条龙”供应，通过科技引领，形成品牌粮、专供粮生产基地，实现效益最大化。

4、公司与金丰公社在土地托管方面开展合作，公司成为金丰公社全国水稻种子独家供应商，为种植户提供优质良种和种植技术服务，共同帮助农民解决种田的后顾之忧。

目前，公司现已初步建立了较完整的农业生产全程社会化服务运行模式，并联合粮食收储、加工、运输企业建立起粮食购销网络，开展粮食收购及优质稻订单种植收购业务，加速推动社会化服务产业链向后端延伸。

通过农业服务的开拓，一方面能够增强客户黏性，促进公司种子的销售；另一方面也将为公司带来新的业绩增长点，打开公司的长期成长空间。

4. 盈利预测及投资建议

图 33：公司收入和毛利预测

		2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
合计	收入（百万）	466.07	469.02	607.45	757.22	947.47	1024.00	1231.00	1502.00
	增长率		0.63%	29.51%	24.66%	25.12%	8.08%	20.21%	22.01%
	毛利率	34.75%	33.86%	38.18%	35.94%	40.83%	42.09%	43.89%	45.37%
	毛利（百万）	161.95	158.83	231.92	272.16	386.85	431.00	540.29	681.45
水稻种子	收入（百万）	263.58	255.18	343.36	424.01	556.87	620.00	750.00	925.00
	增长率		-3.19%	34.56%	23.49%	31.33%	11.34%	20.97%	23.33%
	毛利率	40.09%	39.85%	46.58%	44.13%	48.89%	50.00%	51.00%	52.00%
	毛利（百万）	105.67	101.70	159.95	187.10	272.25	310.00	382.50	481.00
玉米种子	收入（百万）	58.27	48.46	59.12	102.68	74.60	80.00	120.00	160.00
	增长率		-16.84%	22.01%	73.68%	-27.35%	7.24%	50.00%	33.33%
	毛利率	38.19%	44.21%	44.81%	40.20%	45.70%	46.00%	50.00%	52.00%
	毛利（百万）	22.26	21.42	26.49	41.28	34.09	36.80	60.00	83.20
小麦种子	收入（百万）	91.50	120.32	114.02	110.86	104.32	100.00	110.00	125.00
	增长率		31.50%	-5.23%	-2.78%	-5.90%	-4.14%	10.00%	13.64%
	毛利率	12.00%	14.72%	15.61%	12.02%	9.35%	8.00%	10.00%	12.00%
	毛利（百万）	10.98	17.71	17.80	13.32	9.76	8.00	11.00	15.00
其他种子	收入（百万）	14.45	16.40	19.18	25.57	27.45	30.00	35.00	45.00
	增长率		13.53%	16.94%	33.32%	7.35%	9.30%	16.67%	28.57%
	毛利率	46.73%	39.04%	46.15%	45.16%	41.86%	43.00%	45.00%	46.00%
	毛利（百万）	6.75	6.40	8.85	11.55	11.49	12.90	15.75	20.70
种子合计	收入（百万）	427.79	440.35	535.68	663.11	763.23	830.00	1015.00	1255.00
	增长率		2.94%	21.65%	23.79%	15.10%	8.75%	22.29%	23.65%
	毛利率	34.05%	33.43%	39.78%	38.19%	42.92%	44.30%	46.23%	47.80%
	毛利（百万）	145.65	147.23	213.09	253.25	327.59	367.70	469.25	599.90
农产品批发市场	收入（百万）					106.63	110.00	120.00	135.00
	增长率						3.16%	9.09%	12.50%
	毛利率					34.72%	35.00%	36.00%	37.00%
	毛利（百万）					37.02	38.50	43.20	49.95
其他业务	收入（百万）	31.87	25.89	0.00	42.45	48.19	52.00	56.00	60.00
	增长率		-18.76%	-100.00%	#DIV/0!	13.53%	7.90%	7.69%	7.14%
	毛利率	49.28%	42.66%	#DIV/0!	39.46%	43.38%	44.00%	44.00%	44.00%
	毛利（百万）	15.70	11.04	0.00	16.75	20.91	22.88	24.64	26.40
其他合计	收入（百万）	6.41	2.78	71.77	51.66	29.42	32.00	40.00	52.00
	增长率		-56.59%	2480.02%	-28.02%	-43.05%	8.78%	25.00%	30.00%
	毛利率	9.23%	20.08%	26.24%	4.18%	4.52%	6.00%	8.00%	10.00%
	毛利（百万）	0.59	0.56	18.83	2.16	1.33	1.92	3.20	5.20

资料来源：wind 天风证券研究所

我们看到：1) 由于公司新产品竞争优势凸显，2017 年公司水稻和玉米种子盈利能力明显提升，我们预计随着公司新品的持续投放，其盈利能力还将进一步提升；2) 2018 年水稻和玉米种子竞争激烈，但是预计 2019 年将是玉米种子和水稻种子的景气拐点年，尤其是玉米种子行业竞争格局有望明显改善，公司玉米种子业务有望在 19-20 年快速增长。

因此，我们假设：1) 2018-2020 年公司水稻种子业务收入增速分别为 11.34%、20.97%和 23.33%，毛利率分别为 50%、51%和 52%；2) 玉米种子业务收入增速分别为 7.24%、50%和 33.33%，毛利率分别为 46%、50%和 52%；3) 其他业务稳健增长。

我们预计，2018-2020 年公司实现收入 10.24/12.31/15.02 亿元，同比增长 8.08%/20.21%/22.01%，实现归母净利润 0.73/1.23/1.93 亿元，同比增长 17.17%/68.51%/56.23%，对应 EPS 为 0.17/0.29/0.45 元，对应 12 月 6 日 9.60 元股价的 PE 为 56/34/21 倍。

图 34：公司主要财务指标

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	757.22	947.47	1,024.00	1,231.00	1,502.00
增长率(%)	24.66	25.12	8.08	20.21	22.01
EBITDA (百万元)	66.03	121.85	134.74	216.05	329.58
净利润(百万元)	30.68	62.46	73.19	123.33	192.67
增长率(%)	38.58	103.61	17.17	68.51	56.23
EPS (元/股)	0.07	0.15	0.17	0.29	0.45
市盈率 (P/E)	134.67	66.14	56.45	33.50	21.44
市净率 (P/B)	6.26	5.61	5.33	5.13	4.76
市销率 (P/S)	5.46	4.36	4.03	3.36	2.75
EV/EBITDA	60.24	35.94	28.62	17.54	11.21

资料来源：wind 天风证券研究所

目前，可对标的公司为种子行业龙头隆平高科和登海种业，从历史来看，行业估值较高，2016-2017 年隆平高科和登海种业的平均估值 PE 约 36 倍和 26 倍，平均市销率约 9 倍和 6 倍。随着公司新品的推出，公司盈利能力提升业绩也高速增长，从而其 PE 随着业绩释放在快速下降。在市销率方面，公司一直较低，但随着公司盈利能力的提升，我们认为公司的市销率也将逐步向登海种业和隆平高科靠拢，我们给予公司 2019 年 4 倍（与 2018 年持平）的市销率，则公司目标市值约 49.24 亿，对应目标价为 11.45 元，给予增持评级。

图 35：公司与可比公司的估值比较

		2016	2017	2018E	2019E	2020E
归母净利润 (亿)	隆平高科	5.01	7.72	9.42	11.91	15.37
	登海种业	4.42	1.67	0.88	1.50	2.21
	荃银高科	0.31	0.62	0.45	0.91	1.80
收入 (亿)	隆平高科	22.99	31.90	39.55	49.03	59.30
	登海种业	16.03	8.04	6.77	8.17	10.56
	荃银高科	7.57	9.47	10.24	12.31	15.02
PE	隆平高科	33.9	22.0	18.0	14.3	11.1
	登海种业	38.9	30.9	58.5	34.3	23.3
	荃银高科	134.4	66.0	55.3	32.8	21.0
	平均值	69.0	39.6	44.0	27.1	18.5
PS	隆平高科	7.4	5.3	4.3	3.5	2.9
	登海种业	10.9	6.4	7.6	6.3	4.9
	荃银高科	5.4	4.4	4.0	3.3	2.7
	平均值	7.9	5.4	5.3	4.4	3.5

资料来源：wind 天风证券研究所

风险提示：1、股权转让不能按时完成；2、行业竞争加剧；3、生产灾害；4、业绩不达预期。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	414.86	405.74	493.41	631.30	830.77
应收账款	72.86	92.22	106.89	118.79	139.88
预付账款	27.07	15.51	20.73	25.32	29.39
存货	421.44	491.00	550.04	578.12	629.91
其他	114.79	175.13	170.77	171.85	171.29
流动资产合计	1,051.03	1,179.60	1,341.85	1,525.38	1,801.25
长期股权投资	1.17	1.64	1.64	1.64	1.64
固定资产	202.98	201.62	217.07	239.29	263.23
在建工程	2.43	12.09	31.05	40.52	45.26
无形资产	89.72	104.09	92.77	81.44	70.12
其他	83.12	88.51	83.87	79.25	76.66
非流动资产合计	379.43	407.96	426.39	442.14	456.91
资产总计	1,430.46	1,587.56	1,768.24	1,967.52	2,258.16
短期借款	0.00	6.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	224.15	313.85	371.32	430.95	486.67
其他	248.05	257.40	308.71	353.34	421.92
流动负债合计	472.20	577.25	680.03	784.29	908.58
长期借款	0.00	0.00	0.25	0.25	0.25
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	83.31	37.62	37.00	37.00	37.00
非流动负债合计	83.31	37.62	37.25	37.25	37.25
负债合计	555.51	614.86	717.28	821.54	945.83
少数股东权益	215.04	236.29	275.40	341.31	444.26
股本	319.82	422.38	430.33	430.33	430.33
资本公积	195.39	138.82	138.82	138.82	138.82
留存收益	340.06	313.97	345.22	374.34	437.73
其他	(195.35)	(138.76)	(138.82)	(138.82)	(138.82)
股东权益合计	874.95	972.70	1,050.96	1,145.98	1,312.32
负债和股东权益总	1,430.46	1,587.56	1,768.24	1,967.52	2,258.16

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	52.41	96.92	73.19	123.33	192.67
折旧摊销	32.63	35.39	26.93	29.63	32.65
财务费用	1.38	0.18	(6.56)	(8.42)	(10.95)
投资损失	0.85	3.63	(5.00)	(6.00)	(7.00)
营运资金变动	59.69	(117.53)	38.24	63.24	50.48
其它	34.29	117.15	41.17	69.37	108.38
经营活动现金流	181.25	135.75	167.96	271.15	366.22
资本支出	(47.70)	96.92	50.62	50.00	50.00
长期投资	(2.81)	0.47	0.00	0.00	0.00
其他	(71.94)	(189.89)	(95.62)	(94.00)	(93.00)
投资活动现金流	(122.44)	(92.50)	(45.00)	(44.00)	(43.00)
债权融资	0.00	6.00	0.25	0.25	0.25
股权融资	33.78	47.46	14.45	8.42	10.95
其他	34.78	(93.81)	(49.99)	(97.93)	(134.95)
筹资活动现金流	68.55	(40.35)	(35.29)	(89.26)	(123.75)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	127.36	2.89	87.67	137.89	199.47

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	757.22	947.47	1,024.00	1,231.00	1,502.00
营业成本	485.06	560.62	593.00	690.71	820.55
营业税金及附加	3.36	8.03	4.45	5.35	6.52
营业费用	110.40	138.41	158.72	173.57	189.25
管理费用	108.19	131.00	150.02	164.95	178.74
财务费用	(3.95)	(1.45)	(6.56)	(8.42)	(10.95)
资产减值损失	12.38	22.06	15.00	16.00	17.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.85	3.63	5.00	6.00	7.00
其他	(1.70)	(19.79)	(10.00)	(12.00)	(14.00)
营业利润	42.63	104.95	114.37	194.84	307.89
营业外收入	13.46	0.14	10.00	13.00	15.00
营业外支出	1.68	3.10	4.00	5.00	6.00
利润总额	54.40	101.99	120.37	202.84	316.89
所得税	2.00	5.07	6.02	10.14	15.84
净利润	52.41	96.92	114.35	192.70	301.04
少数股东损益	21.73	34.46	41.17	69.37	108.38
归属于母公司净利润	30.68	62.46	73.19	123.33	192.67
每股收益(元)	0.07	0.15	0.17	0.29	0.45

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	24.66%	25.12%	8.08%	20.21%	22.01%
营业利润	9.17%	146.21%	8.98%	70.35%	58.02%
归属于母公司净利润	38.58%	103.61%	17.17%	68.51%	56.23%
获利能力					
毛利率	35.94%	40.83%	42.09%	43.89%	45.37%
净利率	4.05%	6.59%	7.15%	10.02%	12.83%
ROE	4.65%	8.48%	9.44%	15.33%	22.20%
ROIC	7.64%	24.19%	20.03%	35.36%	60.99%
偿债能力					
资产负债率	38.83%	38.73%	40.56%	41.76%	41.89%
净负债率	4.34%	14.46%	19.33%	19.51%	14.48%
流动比率	2.23	2.04	1.97	1.94	1.98
速动比率	1.33	1.19	1.16	1.21	1.29
营运能力					
应收账款周转率	12.08	11.48	10.29	10.91	11.61
存货周转率	1.96	2.08	1.97	2.18	2.49
总资产周转率	0.60	0.63	0.61	0.66	0.71
每股指标(元)					
每股收益	0.07	0.15	0.17	0.29	0.45
每股经营现金流	0.42	0.32	0.39	0.63	0.85
每股净资产	1.53	1.71	1.80	1.87	2.02
估值比率					
市盈率	134.67	66.14	56.45	33.50	21.44
市净率	6.26	5.61	5.33	5.13	4.76
EV/EBITDA	60.24	35.94	28.62	17.54	11.21
EV/EBIT	102.85	48.14	35.77	20.33	12.44

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com