

高毛利的稻种供应商

荃银高科 (300087)

定价区间: 20.7-27.6 元

新股分析报告

2010 年 5 月 6 日 星期四

农林牧渔小组

李臣燕

010-59707122

licy_777@126.com

农林牧渔

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

发行数据

发行前总股本(万股)	3960
本次发行股数(万股)	1320
发行后总股本(万股)	5280

财务指标

每股收益(元/股)	0.88
每股净资产(元/股)	2.21
净资产收益率(%)	48.32%
资产负债率(%, 母公司)	54.89%

申购要点

- **企业概况:** 自 2005 年国家设立超级稻示范推广项目以来,两系超级稻品种以其高产、抗病、抗倒伏等特点受到市场的普遍欢迎,市场地位也越来越突出。公司作为我国两系杂交稻的主要供应商之一,目前的主导品种“新两优 6 号”被农业部列为首批超级稻示范推广品种。公司的“新两优 106”、“新优 188”等一批杂交水稻新品种通过国家审定并在逐步推广种植之中。
- **行业前景:** 我国历来重视国家粮食安全问题,良种的创新和推广成为保障粮食生产的重要举措。水稻生产发展对保障国内粮食供给,增加农民收入,促进农村经济发展具有重要意义。优质高产杂交水稻的推广应用成为实现水稻产量提升的重要途径。目前全国常年杂交水稻种植面积稳定在 2.3 亿亩,年需杂交稻种子约 3 亿公斤左右。
- **核心竞争优势:** 公司正逐步成长为我国种业界具有竞争优势的自主创新型科技企业。公司坚持走“以科研为源头、以市场为导向、产学研相结合、育繁推一体化”的现代种业技术创新之路,储备了较为丰富的杂交水稻种质,先后取得了 1 项国家发明专利和 5 个植物新品种权。现有国家级和省级审定的种子品种 19 个(包括杂交水稻品种 16 个)。
- **定价区间与申购建议:** 我们预测公司 2010-2012 年净利润分别为 3653 万、4434 万和 5746 万,其 CARG 为 16.3%,摊薄后 2010-2012 年 EPS 分别为 0.69、0.84 和 1.09。综合市场可比公司的整体市盈率水平,我们给与公司 2010 年 EPS 市盈率区间为 30-40 倍,对应的询价区间为 20.7-27.6 元之间。

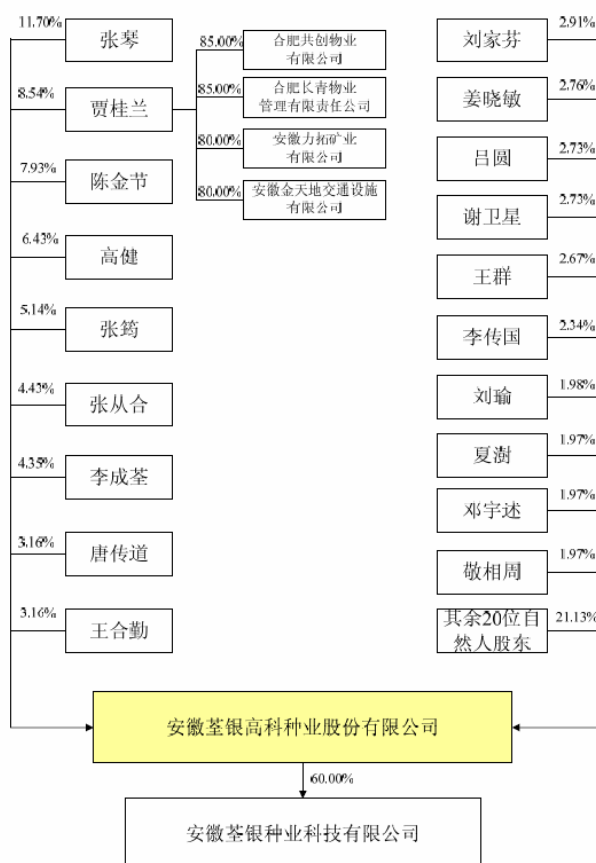
1、公司基本情况

1.1 公司股权结构

公司主要从事高产、优质杂交水稻种子研发、繁育、推广及服务，是我国籼型两系超级稻种子的主要供应商之一，公司主导产品“新两优6号”是农业部2006年认定的第一批超级稻推广品种，也是全国三大稻区之一——长江中下游地区两系杂交水稻主要推广品种之一。公司IPO前股本3960万股，此次拟发行1320万股，上市后总股本5280万股。

公司IPO前共有39名自然人股东，股权结构较为分散，无任何股东持股比例达到30%，前5名股东持股比例合计为39.74%，其余34名自然人股东持股比例从0.13%-4.43%不等，合计持股比例为60.26%。公司任何股东均不能通过实际支配公司股份表决权决定公司董事会半数以上成员选任。因此，公司IPO前不存在控股股东及实际控制人。

图1：IPO前荃银高科股权结构图



资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

1.2 公司主营业务

公司的主营业务是高产、优质杂交水稻种子研发、繁育、推广及服务。

公司是我国籼型两系超级稻种子的主要供应商之一，主导产品“新两优 6 号”是农业部 2006 年认定的第一批超级稻推广品种，也是全国三大稻区之一——长江中下游地区两系杂交水稻主要推广品种之一。

根据中国种子协会统计，公司近年市场地位逐年提高，已成为全国杂交水稻行业排名居前、具有核心竞争优势的“育、繁、推一体化”企业。2006—2008 年，公司在行业中的排名从第 23 名逐步上升到第 6 名。

公司主导产品优势初显。主导产品籼型两系杂交水稻新品种“新两优 6 号”于 2005 年通过安徽省区域品种审定之后开始产业化进程，2006 年被农业部列入第一批超级稻推广品种。截至目前，农业部共认定超级稻品种 69 个，其中认定籼型两系杂交水稻品种 12 个。根据中国种子协会的统计，公司“新两优 6 号”市场占有率 2009 年已达 1.49%。

同时，公司后续产品快速跟进，已形成从一季到双季、从三系到两系的杂交水稻品种线，公司主导产品为“新两优 6 号”，同时“新两优香 4”、“新优 188”、“农丰优 909”等为代表的一批两系和三系杂交水稻品种已展现出快速跟进的良好发展态势。

2、行业背景

2.1 战略地位高 市场需求大

粮食的增产增收，成为确保国家粮食供给安全的根本途径。粮食生产离不开种子，种子行业处于整个农业产业链的起点，在很大程度上影响甚至决定了农作物产量和质量。国家在《全国粮食生产发展规划（2006-2020年）》和《水稻优势区域布局规划（2008-2015年）》中均明确将“继续组织实施好种子工程，加大良种主导品种和主推技术的推广应用，重点推广超级稻，逐步增加高产稳产粮田的比重等”作为重要发展思路、战略和重点支持领域。优质高产杂交水稻的推广应用成为实现水稻产量提升的重要途径。

作为农业大国，我国种子行业具有巨大、稳定的市场需求。随着种子商品化程度的不断提高，我国种子市场容量已从2000年的约250亿元增加到目前的约550亿元¹¹。据专家分析，中国种业市场潜在市场容量约为900亿元。玉米、水稻、转基因棉花、蔬菜是我国种子市场主要组成部分，约占市场总量的80%。

2.2 水稻在粮食生产中占有重要地位

水稻是我国主要粮食作物，在粮食生产中占有极其重要的地位，大米是影响粮价最敏感的产品。

我国常年水稻种植面积约3,000万公顷，占全国谷物种植面积的30%，水稻总产占全国粮食总产的40%，全国60%的人口以稻米为主食；种植水稻的农户约有1.58亿户，约占全国农户总数的64%。

近年来，我国的杂交水稻种植面积基本保持稳定，但仍有较大的发展空间；同时，随着东南亚传统水稻种植国家的市场逐渐打开，也将促使杂交水稻种子的需求在相当长的时期内保持持续增长。

3、公司竞争优势分析

3.1 自主研发的优势

公司坚持走“以科研为源头、以市场为导向、产学研相结合、育繁推一体化”的现代种业技术创新之路，储备了较为丰富的杂交水稻种质，先后取得了 1 项国家发明专利和 5 个植物新品种权。现有国家级和省级审定的种子品种 19 个（包括杂交水稻品种 16 个）。

公司已形成从中稻到晚稻、从三系到两系的杂交水稻品种线，其中“新两优 6 号”被农业部列为“第一批超级稻示范推广品种”。在杂交油菜、抗虫杂交棉育种领域，已育成并通过省级审定杂交油菜品种 1 个及抗虫杂交棉品种 2 个，其中“荃银 2 号”获农业部颁发的植物转基因安全释放证书。

公司正逐步成长为我国种业界具有竞争优势的自主创新型科技企业。

3.2 营销服务的优势

公司通过机制创新将企业、农技推广部门、经销商结合在一起，避短取长，发挥各自的优势，建设公司多方参与的市场营销体系和良种推广服务体系，真正实现“育繁推”一体化，改变了种业企业“重销售、轻服务”的现状。

3.3 品种独特的优势

褐色杂交稻种为公司独有的特色产品，具浅褐色稻种防伪标记的两系杂交稻“新两优 6 号”，易于农民肉眼识别真伪，可有效防止假种子坑农现象，推广效率高，是长江中下游两系杂交水稻主要推广品种之一，至 2008 年在全国已累计推广近 1000 万亩。

4、公司财务分析

主营业务突出

公司自设立之初即专注优质、高产杂交水稻种子的选育优化和销售推广工作，报告期内公司营业收入的 95%以上来自杂交水稻种子，主营业务十分突出。

毛利率较高 盈利能力突出

公司的水稻业务综合毛利率达 43%左右，显著高于国内水稻同行，其中自产达 45%，贸易为 25%。这主要得益于公司两系杂交水稻种子的销售占比大比例。两系水稻种较三系水稻种具有配组自由、生产成本低的优势；另一方面，公司的主要销售品种来自自主研发，公司在这一领域有多年研发积累，从而降低了成本。

公司主营业务收入不断增长，2009 年和 2008 年分别较上年增长了 33.83%和 39.33%。销售净利率在 30%左右，远远高于行业 11%-15%的平均水平，体现了公司较强的盈利能力。2007 年至 2009 年，净利润分别为 1,433.32 万元、2,456.64 万元和 3,414.21 万元，2009 年和 2008 年分别较上年同期增长 38.98%和 71.40%，净利润持续快速增长。

公司 2007-2009 年末的资产负债率分别为 56.57%、56%和 54.57%，资产负债结构保持较为稳定，但是债务结构不尽合理，负债均为流动负债，加大了公司的短期偿债压力。

表 1：公司其他财务指标

其他财务指标	2009 年 12 月 31 日	2008 年 12 月 31 日	2007 年 12 月 31 日
流动比率	1.56	1.5	1.44
速动比率	0.87	0.76	0.69
应收账款周转率	16.17	34.73	35.28
存货周转率	1.48	1.62	2.16
资产负债率（母公司）	54.57	56	56.57
	2009 年度	2008 年度	2007 年度
息税折旧摊销前利润 / 负债	0.35	0.38	0.44
利息保障倍数	58.08	47.7	34.32
每股经营活动的净现金流量（元）	0.26	1.02	2.87
基本每股收益（元/股）	0.88	0.68	0.4
加权平均净资产收益率（%）	48.32	56.34	59.52

资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

5、公司主要风险

5.1 经营品种单一的风险

公司近三年杂交水稻种子的销售收入分别为 15,714.49 万元、11,395.68 万元和 8,545.87 万元，占同期营业收入总额比例分别为 96.04%、93.21% 和 97.39%。其中“新两优 6 号”销售收入分别为 8,785.41 万元、6,090.77 万元和 4,952.72 万元，占当期营业收入的比例分别为 53.69%、49.82% 和 56.44%。如果未来杂交水稻种子市场发生重大不利变化，或目标客户选择竞争对手的其他品种，可能会给公司的稳定经营带来一定风险。

5.2 新品种选育的风险

新品种的研发具有周期长、投入大的特点，通常一个新品种从开始选育到通过审定并推向市场至少需 5 年以上的时间，该期间需要大量的资金、技术和人力的投入，而研发的新品种是否具有商业推广价值具有较大的不确定性，因此大量的资金和时间投入可能“无果而终”。如果公司不能持续推出市场普遍接受的优质、高产、高效新品种，公司现有优势品种将面临市场竞争能力削弱甚至被替代的风险。

5.3 汇率变动风险

近三年公司种子出口业务大幅增长，种子出口采用美元进行结算，出口收入占公司当期营业收入的 30% 左右。人民币汇率形成机制改革后，人民币总体呈升值趋势。随着公司出口业务规模的不断扩大，人民币对美元升值或贬值，将会影响公司的营业收入和产品的毛利率水平。

5.4 不利气候的风险

公司的主导产品为籼型两系稻种。相比三系法稻种制种，两系法对光照和温度高低等气候条件有更强的依赖性。若公司种子生产基地出现异常气候、严重自然灾害或重大病虫害，将直接影响公司种子的产量和质量，进而影响公司经营稳定性。

6、募集资金投向

项目概览

本次 IPO 计划发行 1,320 万股，募集资金拟投资于“高产、优质、广适型两系杂交水稻育繁推产业化”项目和其他与主营业务相关的营运资金项目，其中“高产、优质、广适型两系杂交水稻育繁推产业化”项目投资额 10,030.46 万元。

表 2：募集资金投向

项目名称	项目总投资	建设期	项目达产后 预计年新增收入	内部收益率
高产、优质、广适型杂交水稻的育繁推产业化项目	10,030 万元	2 年	14,000 万元	27.42%
其他与主营业务相关的营运资金项目	-	-	-	-
合计	10,030 万元	2 年	-	-

资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

高产、优质、广适型两系杂交水稻育繁推产业化项目预计总投资 10,030.46 万元。其中，项目建设及设备投资 7,130.46 万元，流动资金 2,900.00 万元。项目达产后预计年平均收入 14,000.00 万元，年平均净利润 3,011.66 万元，项目投资回收期 5.69 年（含建设期 2 年）。

项目实施意义

公司目前杂交水稻主导品种适宜种植区域与我国水稻种植优势区域基本重合，但由于公司地处安徽，受种子流通过程中运输、仓储等成本因素制约，种子销售存在明显的经济“市场半径”现象，这一现象制约着公司业务的进一步发展。因此，本项目除了在合肥扩建种子精加工及仓储中心外，还将在湖北设立销售中心，可以立足当地，辐射华中市场，适应上述地区的市场开拓和销售需要。此项目有利于推动公司构建和完善种子育繁推体系，促进育繁推一体化的发展，从而为公司赢得有力的竞争地位。

项目实施基础

以合肥为中心，并在湖北省设立分中心，选择具有公司自主知识产权并受到市场普遍欢迎的杂交稻品种，就地加工、销售，以进一步降低生产成本，向市场提供优质优价的两系杂交稻种，面向华中、华东等水稻主产区，市场前景广阔。

同时，两系超级稻品种以其高产、抗病、抗倒伏等特点受到市场的普遍欢迎，市场地位也越来越突出。

7、估值与市场定价

7.1 公司估值

我们的估值主要基于以下假设：

1、不考虑募投项目的影响，公司原有生产能力每年实现销售收入 30% 的增长；2、募投项目投产后 2011 年新增销售收入 7500 万元，2012 年每年新增 1.05 亿元。

表 3：荃银高科盈利预测

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
一、营业收入	87,746,969.25	122,260,183.78	163,623,622.79	212,710,709.63	284,023,922.52	379,731,099.27
其中：营业收入	87,746,969.25	122,260,183.78	163,623,622.79	212,710,709.63	284,023,922.52	379,731,099.27
二、营业总成本	71,511,324.51	97,811,469.61	132,525,404.59	177,788,021.12	240,288,971.46	322,328,456.20
其中：营业成本	49,306,415.53	68,227,188.48	93,479,285.64	127,626,425.78	170,414,353.51	227,838,659.56
营业税金及附加	32,190.00	1,771,827.75	144,500.60	212,710.71	340,828.71	455,677.32
销售费用	14,378,666.77	17,607,493.74	22,017,966.99	31,906,606.44	42,603,588.38	56,959,664.89
管理费用	7,305,178.39	9,675,964.25	13,889,593.30	17,016,856.77	25,562,153.03	34,175,798.93
财务费用	421,835.71	544,769.15	664,687.46	425,421.42	568,047.85	1,898,655.50
资产减值损失	67,038.11	-15,773.76	2,329,370.60	600,000.00	800,000.00	1,000,000.00
三、其他经营收益(元)	648,887.73	-112,347.75	0.00	150,000.00	250,000.00	250,000.00
四、营业利润	16,884,532.47	24,336,366.42	31,098,218.20	35,072,688.51	43,984,951.05	57,652,643.07
加：营业外收入(元)	206,000.00	1,628,254.17	4,161,000.00	2,500,000.00	2,500,000.00	2,500,000.00
减：营业外支出(元)	77,980.00	330,381.00	362,718.76	300,000.00	300,000.00	300,000.00
五、利润总额(元)	17,012,552.47	25,634,239.59	34,896,499.44	37,272,688.51	46,184,951.05	59,852,643.07
减：所得税费用(元)	2,679,355.40	1,067,847.28	754,429.24	745,453.77	1,847,398.04	2,394,105.72
六、净利润(元)	14,333,197.07	24,566,392.31	34,142,070.20	36,527,234.74	44,337,553.01	57,458,537.34
总股本		30,000,000.00	39,600,000.00	52,800,000.00	52,800,000.00	52,800,000.00
稀释每股收益	0.4	0.68	0.88	0.69	0.84	1.09

资料来源：招股说明书、东海证券研究所

7.2 上市定价

公司盈利能力较强，产品毛利率较高，基于公司募投将使产能扩大并有助于辐射华中等主要种植区的考虑，我们认为公司的销售收入在募投项目从 2012 年开始逐步有较明显的提高。考虑到公司销售净利率较为稳定，利润将随着营业收入同步增长。

基于上述考虑，再综合可比公司的整体市盈率水平，我们给与公司 2010 年 EPS 市盈率区间为 30-40 倍，对应的询价区间为 20.7-27.6 元之间。

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

李臣燕，农林牧渔行业分析师，中国人民大学经济学硕士，9 年证券从业经验，2010 年 2 月加盟东海证券。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券研究所

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址：<http://www.longone.com.cn>

电话：(86-21) 50586660 转 8638

传真：(86-21) 50819897

邮编：200122