

2010年05月13日

荃银高科 (300087)

颇具自主创新能力的“水稻种子”新星

二级市场合理价格区间：40.65-45.73元

投资要点：

■ **迅速崛起的水稻种子龙头。**公司是从事超级杂交水稻种子研发、繁育和销售的民营股份制企业，是我国籼型两系超级稻种子的主要供应商之一。公司在全国杂交水稻行业的市场份额由06年的0.85%上升至08年的2.21%，排名从第23位升至第6位。

■ **我国种子市场大有可为。**我国种子在粮食增产中的贡献率在40%左右，相对于发达国家60%的贡献率仍有提升较大空间。在行业集中度提升和政策扶持力度加大的趋势下，综合实力较强的龙头企业将迎来良好的发展和整合机遇。


■ **自产杂交水稻种子是利润来源。**公司营业收入的95%以上来自自产杂交水稻种子，而自产杂交水稻种子占全部杂交水稻收入在70%以上。自产水稻种子销量持续快速增长驱动收入利润稳步增长，毛利率处于行业较高水平。

■ **竞争优势是自主创新和育繁推一体化服务模式。**公司现有19个国家级和省级审定品种（杂交水稻品种16个），主导品种“新两优6号”是农业部06年认定的第一批超级稻推广品种，该产品具有创新性的褐色稻种防伪标识，利于推广。公司还创新性地建立了以“公司+经销商+农技推广部门”三方参与的良种推广及售后服务新模式，实现了“繁育推”一体化。

■ **盈利预测与评级** 预计公司2010-2012年摊薄后的EPS分别为0.80元、1.02元和1.23元。给予公司2011年40-45倍PE，二级市场合理价格区间为40.65-45.73元，不排除上市首日被炒作的可能。

 **姜飞**

执业证书号：S0600210010132

 0512-62938661

 jiangfei@gsjq.com.cn

发行基本数据

发行总前股本（万股）	3960
发行量（万股）	1320
发行后总股本（万股）	5280
发行价格（元）	35.6
每股净资产（元）	2.21
净资产收益率（%）	48.32
资产负债率（%）	54.57

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	163.62	204.53	252.90	307.20
同比（%）	33.83%	25.00%	23.65%	21.47%
净利润（百万元）	33.83	42.39	53.65	64.86
同比（%）	38.04%	25.30%	26.56%	20.88%
毛利率（%）	42.87%	43.28%	43.59%	43.98%
每股收益（元）	0.64	0.80	1.02	1.23

目录

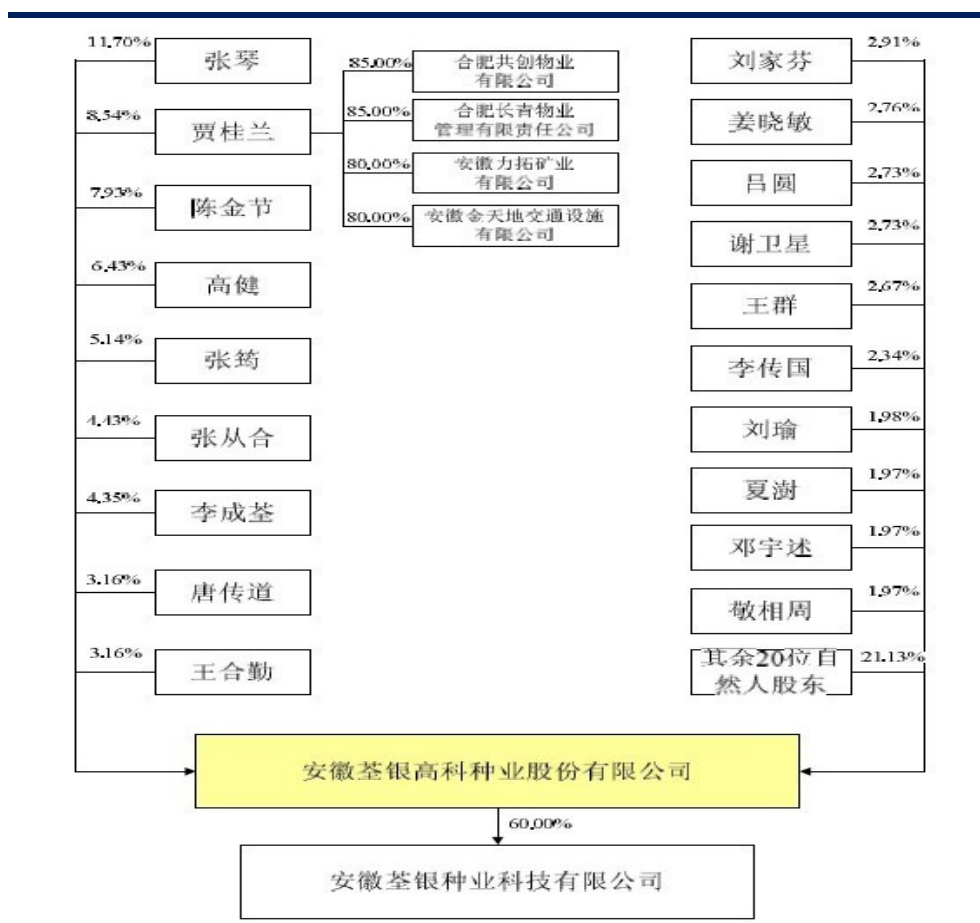
1. 公司简介	3
2. 种子行业发展趋势	4
2.1. 良种市场潜力广阔	4
2.2. 行业集中度将逐步提升	5
2.3. 政策扶持力度持续加大	5
3. 主营业务分析	5
3.1. 自产杂交水稻种子是主要利润来源	5
3.2. 梯队产品结构有利于成长持续性	6
3.3. 竞争优势来自于自主创新和育繁推一体化服务模式	7
4. 募投项目分析	8
5. 盈利预测和估值	8
6. 风险因素	8

1. 公司简介

安徽荃银高科种业股份有限公司是安徽省农业产业化龙头企业，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。公司前身是成立于 2002 年 7 月的安徽荃银禾丰种业有限公司，并于 2008 年 2 月 28 日整体变更设立。

公司股权结构相对分散。公司本次发行前总股本 3,960 万股，本次拟发行 A 股 1,320 万股，占发行后总股本 (5,280 万股) 的 25%。公司的股东为 39 个自然人，各股东的持股比例为 0.13%-11.70%不等，任意单个股东都不能控制本公司。公司持股 5%以上的股东共 5 人，分别为张琴、贾桂兰、陈金节、高健和张筠，持股比例分别为 11.70%、8.54%、7.93%、6.43%和 5.14%。

图 1 荃银高科发行前股权结构



资料来源：招股说明书，东吴证券研究所

2. 种子行业发展趋势

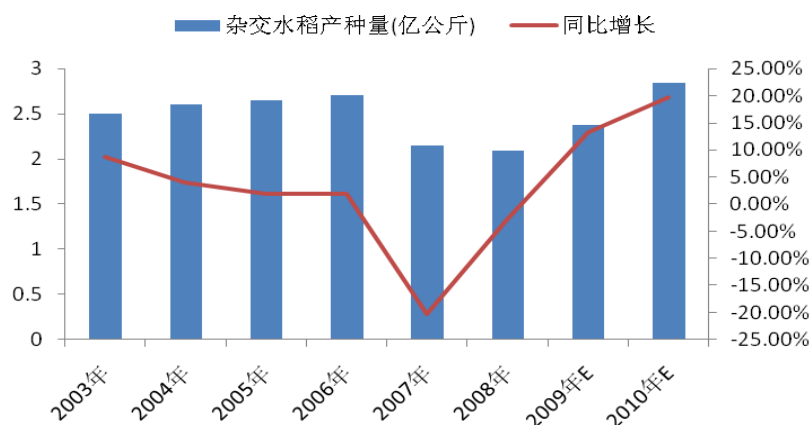
2.1. 良种市场潜力广阔

种子居于农业生产链条的最上端，是农业生产中最基本、最重要的生产资料，良种对农作物增产和改善品质起着至关重要的作用。种子在国内仍然属于新兴产业。在农业发达的欧美国家，种子在粮食增产中的贡献率是 60%，而我国只有 40% 左右，我国种子对农业发展的贡献率仍有很大的提升空间。

从中长期发展趋势上看，受消费需求刚性增长、耕地数量逐年减少以及全球粮食供应偏紧等诸多因素的影响，我国粮食安全将面临严峻挑战。我国种子行业具有巨大、稳定的市场需求。我国是仅次于美国的第二大种业市场。种业产值由 2000 年的 250 亿元增加到 08 年的 550 亿元，随着种业市场化、产业化进程的推进，未来市场容量有望达到 900 亿元。

在杂交水稻种子供需方面，两系杂交稻种供需平衡中趋紧。根据全国农技中心关于 2009~2010 年度全国杂交水稻种子生产供需形势分析结果，预计 2010 年全国杂交稻可供种量 2.84 亿公斤，2010 年种植面积 2.5 亿亩、需种量为 2.5 亿公斤，全国杂交稻种供需平衡有余。由于近年来两系杂交稻种植面积上升较快，两系杂交稻种的市场供需平衡中有趋紧之势。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。

图 2 2003-2009 年杂交水稻种子产种量情况



资料来源：招股说明书，东吴证券研究所

2.2. 行业集中度将逐步提升

2002 年 12 月《种子法》实施以来，我国种子行业由计划性生产和区域性垄断逐步向市场化的方向发展，种业呈多小散以及外资种业进入加快的局面。当前国内种子企业约 8000 余家，持证种子企业中注册资本在 3000 万元以上的只有 100 多家，多数在 500 万元左右。而全球最大种子市场的美国约有 1100 多家种子公司，前 20 家种子公司几乎垄断了全美 70% 的市场，而我国种业前 10 强 2006 年销售额仅 48 亿元，仅占当年全国种业销售额的 12.6%，相当于世界种业第一强美国孟山都公司当年销售额的 22%。随着市场化进程的深入，我国种子产业的竞争将更加激烈，产业的聚集度将不断提高，而具有持续创新能力和综合实力较强的龙头企业将迎来巨大的发展和整合机遇。

2.3. 政策扶持力度持续加大

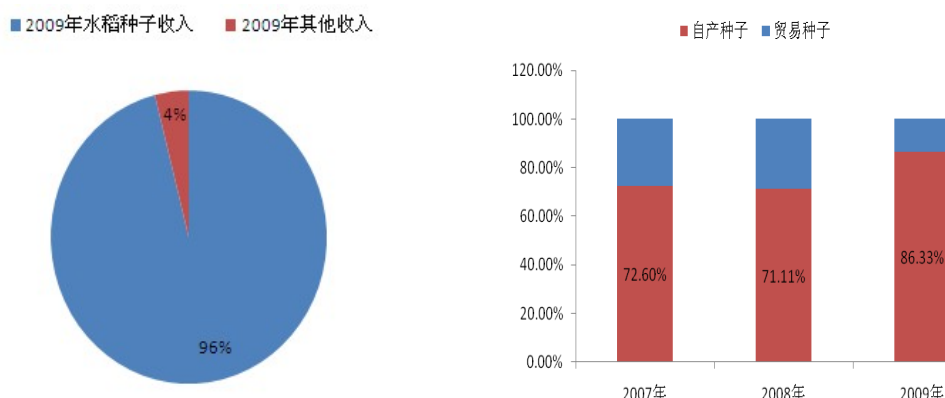
由于种子在农业生产中有着不可替代的重要作用，是农业增产增收的根源。当前种子安全提升到粮食安全的层次，种子安全实际上就是粮食安全。近年来，国家出台一系列促进农业发展的政策，同时也加大了对农业的投入，2008 年全年中央财政用于“三农”的投入 5,955 亿元，比 2007 年增加 1,673 亿元，增长 37.9%，其中粮食直补、农资综合补贴、良种补贴、农机具购置补贴资金达 1,030 亿元，比 2007 年增长一倍。2009 年，中央财政将进一步加大农作物良种补贴力度，实行水稻、小麦、玉米、棉花良种补贴全覆盖。2010 年一号文件提高对种子行业的重视程度，强调将加大良种补贴，支持龙头企业做大做强，推动种子行业整合。此外，2010 年被确定为种子执法年，保护具有合法品种经营权企业的知识产权，整治以前种子经营比较乱的市场秩序，推动种子行业健康发展。

3. 主营业务分析

3.1. 自产杂交水稻种子是主要利润来源

公司主要从事杂交水稻种子选育、繁殖和推广、销售业务。公司营业收入的 95% 以上来自杂交水稻种子。2007-2009 年公司杂交水稻种子销售额分别为 0.85 亿元、1.14 亿元和 1.57 亿元，复合增长率达 35.60%。

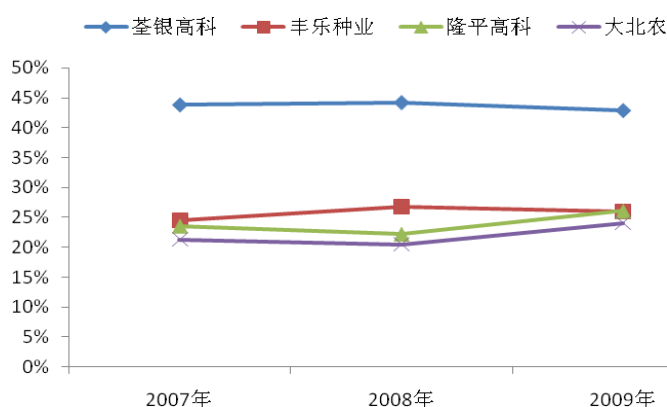
图 3 自产杂交水稻种子是主要收入来源



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

此外，公司自产的杂交水稻种子不断为农户认知、认同，荃银品牌知名度持续提高，公司自产杂交稻种销售规模快速增长。自产杂交水稻种子近年来占全部杂交水稻收入持续在 70%以上。同时销售快速增长，2008 年度和 2009 年度自产杂交稻种收入分别较上年增长 30.63%和 67.40%。公司自产水稻种子销售收入的持续快速增长，使公司盈利能力突出，驱动收入利润稳步增长，公司毛利率处于行业较高水平。

图 4 荃银高科毛利率处于行业高水平



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

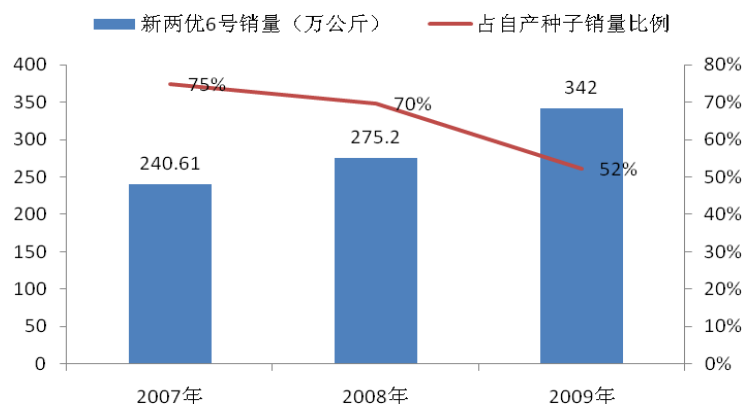
3.2. 梯队产品结构有利于成长持续性

核心品种“新两优 6 号”仍将受益推广面积扩大。公司主导产品“新两优 6 号”具有高产、稳产、米质优、抗逆性强等特点，以及浅褐色稻种防伪标记，自推广以来占公司种子销量 50%以上。该产品 2008 年全

国推广面积 356 万亩，市场排名第 9，目前市场占有率仅为 1.49%。随着推广区域逐步从安徽省扩展至湖北、江西、广西、江苏等水稻主产区，预计未来“新两优 6 号”的推广面积将扩大到 500 万亩以上，市场份额仍有较大提升空间。2007 年至 2009 年公司“新两优 6 号”推广面积的年平均复合增长率为 37.98%，市场占有率逐年提高。

后续产品快速跟进。公司后续品种“新两优香 4”、“丰优 293”等已通过部分省级审定，“新两优 106”、“新优 188”品种已通过国审并在逐步推广种植之中，市场销售增长初现端倪，有利于保障公司后续增长。

图 5 新两优 6 号仍占销量五成以上



数据来源：招股说明书，东吴证券研究所

3.3. 竞争优势来自于自主创新和育繁推一体化服务模式

科研自主创新能力突出。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。技术研发人才占到公司总人数的 40%以上，公司每年投入总收入 3%左右的研发费用进行科研创新。公司现已取得 1 项国家发明专利，有 9 个植物新品种权申请通过农业部植物新品种保护办公室审查、16 个自主育成并经审定的杂交水稻新品种，其中 4 个通过国审。目前主要产品包括“新两优 6 号”、“新两优香 4”等籼型两系杂交水稻种子以及“农丰优 909”、“新优 188”等籼型三系杂交水稻种子，其中“新两优 6 号”于 2006 年被列为农业部第一批超级稻示范推广品种。2006-2008 年，本公司共有 11 个新品种参加国家长江中下游杂交水稻联合区域试验，占安徽省参试品种总数的 27%，占全国参试品种总数的 1.7%。同期，本公司共有 4 个杂交水稻品种通过国审，占安徽省国审品种总数的 44.4%，占全国总

数的 2.3%。

育繁推一体化服务模式构建渠道优势。公司建立了以“公司+经销商+农技推广部门”三方参与的良种推广及售后服务新模式，实现了“繁育推”一体化，良种与良法配套推广，帮助农民增产增收，进而吸引更多农户选用公司种子。该模式率先于 08 年在安徽省内实施，实施地区的销量增幅达 50%，该模式的推广为公司销量的持续增长提供保障。

4. 募投项目分析

公司募集资金主要用于两部分：一是投资 1 亿元用于“高产、优质、广适型两系杂交水稻育繁推产业化”项目，具体又分为建设合肥市育种及展示中心、海南省育种繁殖基地、合肥种子精加工及仓储中心和湖北省荆州市销售中心等 4 个子项目；二是补充营运资金。募投项目的实施将全面提升公司研发、生产和销售能力，进一步巩固和强化在杂交水稻种子领域的核心竞争能力。

5. 盈利预测和估值

盈利预测基本假设：(1) 在政策扶持背景下种子行业总体保持增长；(2) 公司募投项目顺利投产，在两系杂交水稻种子领域保持领先优势；(3) 考虑政策扶持和种子行业景气，种子产品价格保持温和上涨态势。基于上述假设，预计公司 2010-2012 年营业收入分别为 2.04 亿元、2.53 亿元和 3.07 亿元，净利润分别为 0.42 亿元、0.54 亿元和 0.65 亿元，对应 2010-2012 年完全摊薄后的 EPS 分别为 0.80 元、1.02 元和 1.23 元。考虑种子行业前景及公司自主创新优势，我们给予公司 2011 年 40-45 倍 PE，二级市场合理价格区间为 40.65-45.73 元。

6. 风险因素

产品结构较为单一。目前公司主要产品为两系杂交水稻种子，产品结构相对单一，抵御市场风险的能力受到限制。公司主打产品“新两优 6 号”近三年销售收入占总收入的比例高达 50%左右，对单个产品的依赖度较高。

自然灾害风险。气候条件和病虫害对农业生产的影响十分明显，种子生产更易受到异常高（低）温、旱涝、台风等自然灾害的影响。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。

表 1 利润表预测 (单位: 百万元)

利润表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	122.26	163.62	204.53	252.90	307.20
减: 营业成本	68.23	93.48	116.00	142.66	172.09
营业税金及附加	1.77	0.14	1.07	1.33	1.61
营业费用	17.61	22.02	25.77	35.91	43.62
管理费用	9.68	13.89	17.36	21.47	26.08
财务费用	0.54	0.66	-6.01	-12.16	-13.20
资产减值损失	-0.02	2.33	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	-0.11	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	24.34	31.10	50.33	63.70	77.00
加: 其他非经营损益	1.30	3.80	0.00	0.00	0.00
利润总额	25.63	34.90	50.33	63.70	77.00
减: 所得税	1.07	0.75	7.55	9.55	11.55
净利润	24.57	34.14	42.78	54.14	65.45
减: 少数股东损益	0.06	0.31	0.39	0.49	0.59
归属母公司股东净利润	24.51	33.83	42.39	53.65	64.86
完全摊薄每股收益	0.46	0.64	0.80	1.02	1.23

数据来源: 东吴证券研究所

免责声明

本研究报告仅供东吴证券有限责任公司 (以下简称“本公司”) 的客户内部交流使用。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息, 本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性, 也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更, 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。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议, 本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。本报告的版权归本公司所有, 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、刊发, 需注明出处为东吴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

行业投资评级:

买入: 行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 10% 以上;

增持: 行业股票指数在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ~ 10% ;

中性: 行业股票指数在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数 -5% ~ +5% 之间;

减持: 行业股票指数在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5% 以上。

股票投资评级:

买入: 股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 20% 以上;

增持: 股票价格在未来 6 个月内表现优于沪深 300 指数 5% ~ 20% ;

中性: 股票价格在未来 6 个月内表现介于沪深 300 指数 -5% ~ +5% 之间;

减持: 股票价格在未来 6 个月内表现弱于沪深 300 指数 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区翠园路 181 号

邮政编码: 215028

传真: (0512) 62938663

公司网址: <http://www.gsjq.com.cn>