



种业新贵，优势突出

——荃银高科（300087）调研报告

近半年年该股与沪深300指数走势



基础数据

总股本(百万股)	52.8
实际流通A股(百万股)	10.6
实际流通A股市值(亿元)	3.4

研究员: 尹建辉

投资咨询证书号: S0620207050048

邮箱: jhyin@njzq.com.cn

研究员: 任睿

电话: 025-83367888-3205

邮箱: rren@njzq.com.cn

● 内容提要

- 公司市场地位和行业排名逐年上升。公司现有国家级和省级审定的种子品种19个，在杂交水稻中的行业排名从2006年的23位上升为2008年的第6位，市场份额占比增长了2倍。公司过去几年的营业收入和净利润增长迅速，复合增长率均超过30%，净利润复合增长率达到了53.64%。
- 行业集中度低，市场占有率提高将显著提升公司业绩。水稻的市场需求稳定，受经济波动较小，市场容量整体趋于稳定，但是种业的市场相当分散。前10家大型种子企业的市场占有率不足全国市场份额的20%，水稻的占有率更低，品种更加分散。我国种业的市场容量还有较大的提升空间，市场占有率的提高意味着企业营业收入和利润的大幅提升。
- 研发优势，结构更加合理。过去三年公司研发投入的复合增长率达到了31.46%，产品结构更加合理。公司的主打品种新两优6号，在进入成熟期后，占比逐步下降，而增长更为迅速的新产品占比上升。自产品品种占比上升，贸易品种占比下降，出口和内销平衡发展，成为公司业绩的亮点。
- “公司+经销商+农技推广部门”的营销模式，优势突出。2008年在安徽做了9个县区，2009年在20个县区试点销售。目前只是处于试点阶段，能否全面推广，取决于各地的实际情况。这种方式，综合考虑几方利益，充分调动经销商的积极性。我们初步估计08-09年做的9个试点与没实施以前，销量平均增幅超50%，而超过一定增量后，成本增加有限，收益显著。
- 区域布局，发展前景广阔。公司未来将在4个区域进行布点，布点1-2年能够完成后，花3-5年的时间，可实现公司规模突飞猛进。加上农业政策扶持，种业可能迎来行业机会。
- 投资和估值建议：我们预计2010年、2011年、2012年EPS分别为0.90

元、1.08元和1.26元。以7月16日31.6元的收盘价计算，对应2010年、2011年和2012年的PE分别为35.11、29.25和25.07。我们认为这个估值水平相对合理，短期内给予中性评级。考虑到公司的成长性，中长期给予公司推荐评级，建议在股价回调时介入，我们认为种业的机会可能出现在四季度。

- **风险提示：**1、天气风险：据我们了解，本次水灾对公司的影响很小，但是不排除灾情扩大，影响公司的业绩。2、产品推广面积低于预期。3、公司的出口业务拓展低于预期。4、政策风险：国家对农业的扶持和补贴低于预期。

正文目录

一、 公司情况简介.....	3 -
二、 公司市场地位和行业排名逐年上升.....	5 -
三、 行业集中度低，市场占有率提高将显著提升公司业绩.....	7 -
四、 研发优势，结构更加合理.....	9 -
1、 科研投入增长迅速.....	9 -
2、 公司的产品结构更加合理.....	10 -
3、 自产品种占比上升，贸易品种占比下降.....	11 -
4、 出口和内销平衡发展.....	11 -
五、 “公司+经销商+农技推广部门”的营销模式，优势突出.....	12 -
六、 区域布局，发展前景广阔.....	13 -
七、 农业政策扶持，种业可能迎来行业机会.....	14 -
八、 盈利预测和估值.....	15 -
九、 风险提示.....	18 -

图表目录

图表 1 公司股权结构.....	3 -
图表 2 荃银种业科技有限公司股权结构.....	4 -
图表 3 公司组织结构.....	4 -
图表 4 公司市场份额和行业排名.....	5 -
图表 5 新两优 6 号推广面积.....	6 -
图表 6 区域和生产试验数量对比.....	6 -
图表 7 营业收入和净利润复合增长率.....	6 -
图表 8 我国水稻播种面积和同比增长.....	7 -
图表 9 我国农产品和稻谷价格指数.....	7 -
图表 10 国际种业公司营业额.....	8 -
图表 11 公司品种特性.....	8 -
图表 12 两系稻和三系稻近 3 年制种面积比较.....	9 -

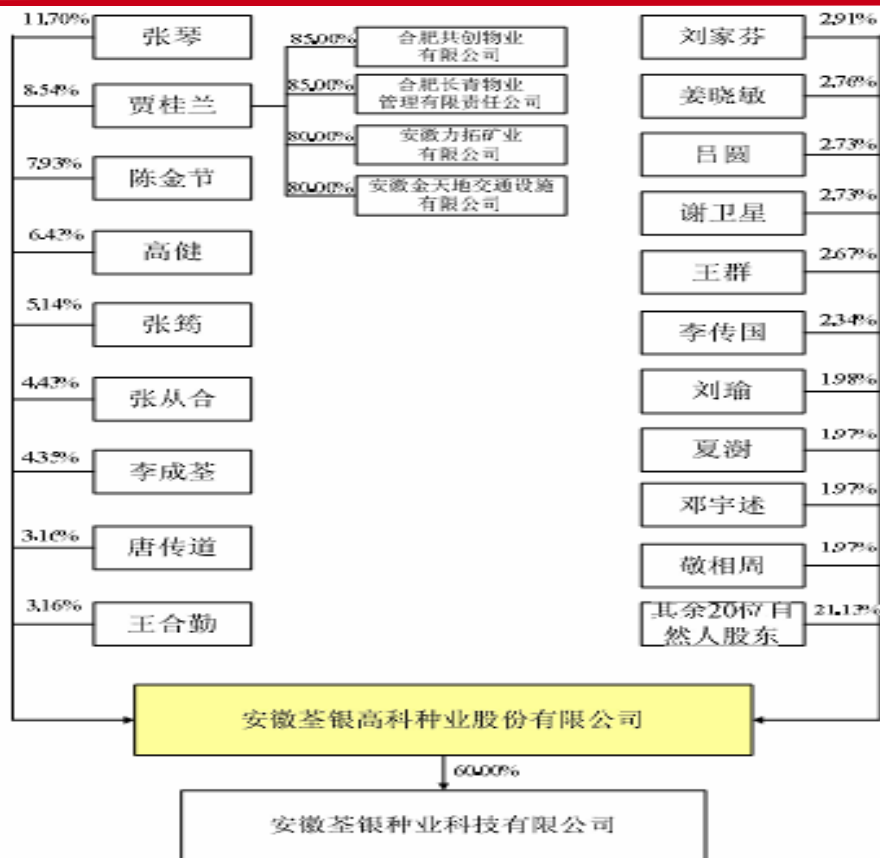
图表 13 公司研发投入.....	- 10 -
图表 14 公司主打产品和其他自产品种占比.....	- 10 -
图表 15 近三年公司自产种子和贸易种子情况.....	- 11 -
图表 16 近 3 年出口和内销情况对比.....	- 11 -
图表 17 销售模式比较.....	- 12 -
图表 18 中央相关农业政策.....	- 14 -
图表 19 公司营业收入和营业成本拆分假设.....	- 15 -
图表 20 公司利润表.....	- 17 -
图表 21 公司股价和农林牧渔走势比较.....	- 17 -

一、 公司情况简介

安徽荃银高科种业股份有限公司是集农作物种子科研、生产、加工、国内外营销等业务于一体的综合性农业高科技民营股份制企业，由原安徽荃银禾丰种业股份有限公司改制，并于 2008 年 2 月 28 日整体变更设立，现注册资本 3960 万元。公司是安徽省“高新技术企业、农业产业化龙头企业”，拥有农作物种子进出口经营资格。

公司自 2002 年 7 月成立以来，坚持以人为本，以科研为源动力，以市场为导向，以经营杂交水稻、油菜、棉花、各类瓜菜等农作物种子为主导产品。高起点聚合了全国 6 省一流的育种专家资源，在海南、安徽建有科研育种、亲本繁殖基地，建有得天独厚的杂交水稻、油菜种子生产基地近 5 万亩。公司坚持自主创新，现拥有自主权杂交水稻新品种 10 多个（其中国审品种 4 个），其中“新两优 6 号”被农业部确认为第一批超级稻推广品种，获国家发明专利 1 项，品种保护权 5 项，并承担了国家及省市重点项目。公司拥有完善的种子质量控制体系，通过 ISO9001 质量管理体系认证，在全国 16 个省建立了较为健全的市场网络营销体系，与东南亚多个国家和地区建立了贸易合作关系。

图表 1 公司股权结构



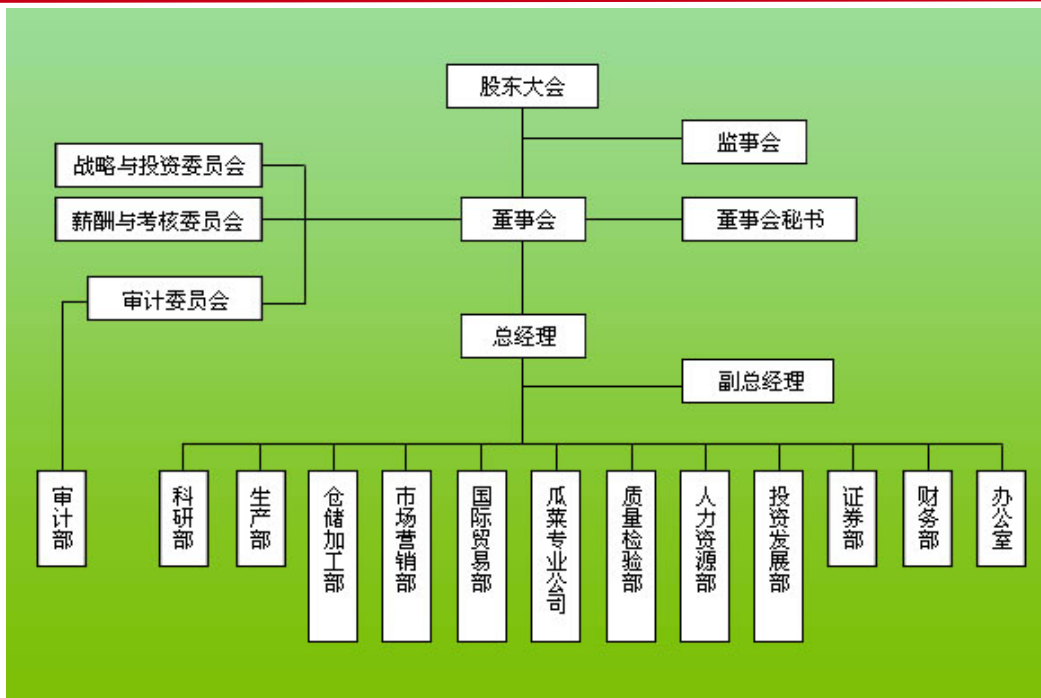
资料来源：招股说明书

图表 2 荃银种业科技有限公司股权结构

股东名称	出资额（万元）	占注册资本比例（%）
安徽荃银高科种业股份有限公司	60	60
江三桥	17.5	17.5
金毅	17.5	17.5
褚琳峰	5	5
合计	100	100

资料来源：招股说明书

图表 3 公司组织结构



资料来源：公司网站

二、公司市场地位和行业排名逐年上升

公司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、杂交油菜品种1个、杂交棉花品种2个）。目前公司另有1项发明专利和3个植物新品种权申请已获受理尚在审理中。2006-2008年，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%。在杂交油菜、抗虫杂交棉育种领域，公司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”抗虫杂交棉获农业部基因安全委员会颁发的植物转基因安全释放证书。

公司在杂交水稻中的行业排名从2006年的23位上升为2008年的第6位，市场份额占比增长了2倍。

图表 4 公司市场份额和行业排名

年度	市场份额 (%)	行业排名
2006 年度	0.85	23
2007 年度	1.81	8
2008 年度	2.21	6

资料来源：招股说明说，南京证券研究所

公司的主打产品新2优6号的推广面积和品种排名也取得了较快的增长。

图表 5 新两优 6 号推广面积

项 目	2008 年		2007 年		2006 年	
	数量	增长率 (%)	数量	增长率 (%)	数量	增长率 (%)
全国杂交水稻种植总面积 (万亩)	2393	8.82	2199	-3.53	22799	1.66%
全国推广杂交水稻品种数 (个)	484	12.04	432	-5.68	458	21.16%
“新两优 6 号” 推广面积 (万亩)	356	29.93	274	46.52	187	503.23%
市场占有率 (%)	1.4	—	1.2	—	0.82	—
“新两优 6 号” 在所有品种中的排名	9	—	10	—	18	—

资料来源：招股说明说，南京证券研究所

公司新选育杂交水稻品种参加2009年南方稻区国家区试在同类可比公司中区域试验和生产试验中的数量均遥遥领先，优势明显。

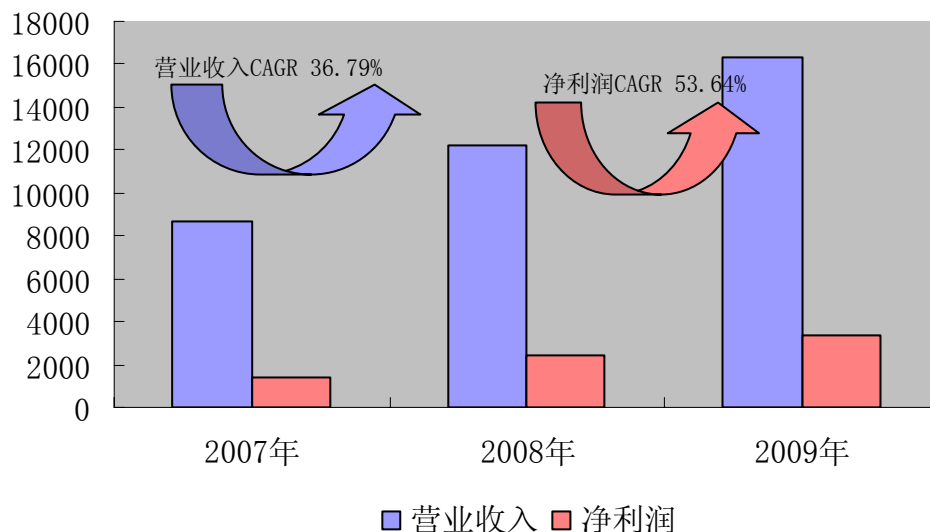
图表 6 区域和生产试验数量对比

公司名称 / 审定阶段	隆平高科	丰乐种业	金色农华	湖北种子集团	四川国豪	本公司
区域试验	4	4	2	0	1	5
生产试验	2	0	1	0	0	3

资料来源：招股说明说，南京证券研究所

公司过去几年的营业收入和净利润增长迅速，复合增长率均超过30%，净利润复合增长率达到了53.64%。

图表 7 营业收入和净利润复合增长率

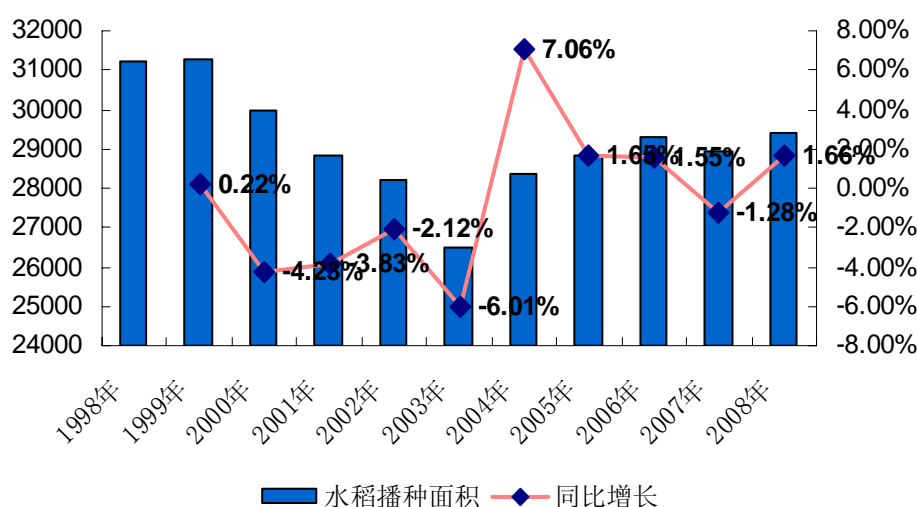


资料来源：南京证券研究所

三、行业集中度低，市场占有率提高将显著提升公司业绩

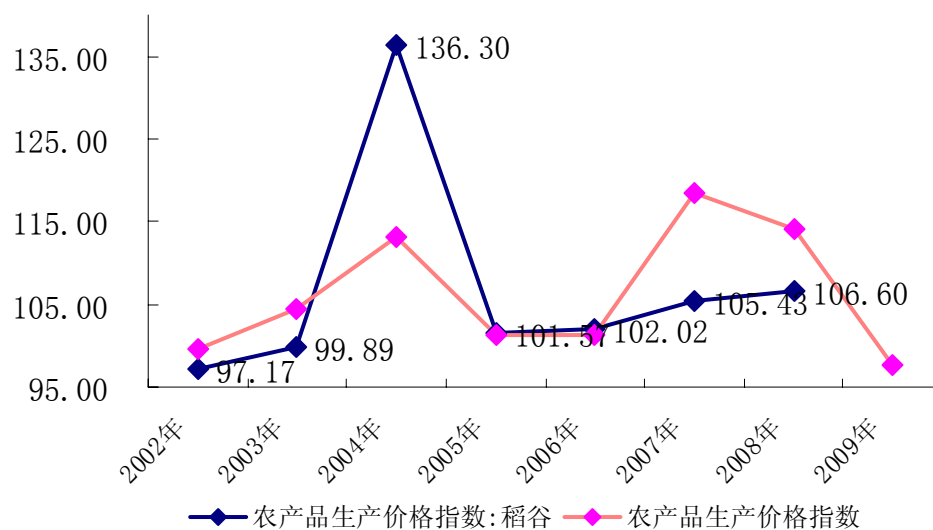
水稻的市场需求稳定，受经济波动较小，但是水稻的价格呈现出明显的波动性，图中我们标注出了稻谷的生产价格指数，在2002年和2003年连续低于100后，2004年价格出现了剧烈的上涨。因此在公司产量稳定的前提下，价格对于收入和利润的影响是我们重点关注的。

图表 8 我国水稻播种面积和同比增长



资料来源：南京证券研究所

图表 9 我国农产品和稻谷价格指数



资料来源：南京证券研究所

虽然市场容量整体趋于稳定，但是种业的市场相当分散。从中国种业50强企业

业的经营额来看，2000年为约30亿元，2004年约70亿元，2006年接近100亿元。这些企业的市场占有率2000年约10%，2004年约28%。前10家大型种子企业的市场占有率不足全国市场份额的20%，水稻的占有率更低，品种更加分散。2008年销售额超过1亿元的种子企业仅30家，排序前10名的企业销售总额只有48亿元，仅相当于全球10强种业企业销售额的6%。

2006年营业收入超过1亿美元的国际公司有18家，其中有4家超过10亿美元。

图表 10 国际种业公司营业额

公司	国家	营业额 (亿美元)	公司	国家	营业额 (亿 美元)
孟山都	美国	40.28	DLF Trifolium	丹麦	3.42
杜邦-先锋	美国	27.28	Takii	日本	3.42
先正达	瑞士	17.43	Dow Mycogen	美国	3.02
利马格兰	法国	14.75	Barenbrug	荷兰	1.97
KWS	德国	6.15	Saaten Union	德国	1.87
Land O' Lakes	美国	5.5	Desprez	法国	1.86
拜耳生物	德国	4.65	RAGT	法国	1.49
Sakate	日本	4.1	Svalof Weibull	瑞典	1.37
Delta PineLan	美国	3.78	InVivo	法国	1.16

资料来源：招股说明书，南京证券研究所

我国种业的市场容量还有较大的提升空间，市场占有率的提高意味着企业营业收入和利润的大幅提升。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。据专家分析，中国种业市场潜在市场容量约为900亿元。市场容量和产业集中度的提高将为这个行业的发展带来机遇。

公司的水稻品种以两系稻为主，辅以三系稻，以下是公司品种的特性。

图表 11 公司品种特性

品种名称	特点	类型	产量	抗性	适宜种植区域
新两优 6 号	熟期较早，产量高，米质较优	两系	参加国家两年区试，平均亩产	中抗-感稻瘟病，抗-中感白叶枯病	适宜在江西、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；适宜在浙江连作栽培；在广西桂南稻作区早稻或中稻地区种植
		中籼稻	572.39 公斤，比对照 II 优 838 增产 5.71%		

新两优香 4	两系	参加安徽两年区试, 平均亩产为 585.05 公斤, 比对照汕优 63 增产 11.08%	中抗白叶枯病, 感稻瘟病	适宜在安徽省、河南作一季稻种植, 适宜在广西桂中、桂北稻作区作早、晚稻种植, 但不宜在山区和稻瘟病重发区种植	
	中熟期适中, 高产、优质, 具香味	三系	参加国家两年区试, 平均亩产 491.16 公斤, 比对照金优 207 增产 4.34%	合指数 5.9 级, 穗瘟损失率最高 9 级; 中抗白叶枯病	适宜在江西、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; 适宜在广西的桂中、桂北稻作区作早、晚稻种植
新优 188	晚熟期适中, 产量较高, 米质优	三系	参加国家两年区试, 平均亩产 523.48 公斤, 比对照金优 207 增产 3.30%	感白叶枯病和稻瘟病	适宜在江西、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, 及在广西桂中、桂北稻作区作早、晚稻种植
	晚熟期较迟, 产量较高, 米质一般	晚熟期较迟, 产量较高, 米质一般			
农丰优 909					

资料来源: 招股说明书, 南京证券研究所

今年来两系杂交水稻的制种面积占比呈逐年下降的趋势, 而三系杂交水稻占比上升迅速, 公司在三系杂交水稻上占比较低, 这一部分的市场是未来增长的一个方向。

图表 12 两系稻和三系稻近 3 年制种面积比较

年度	两系杂交稻		三系杂交稻		合计制种面积 (万亩)
	制种面积 (万亩)	比例 (%)	制种面积 (万亩)	比例 (%)	
2007 年	2.52	81.86	0.56	18.14	3
2008 年	2.9	82.55	0.61	17.45	3.5
2009 年	3.43	66.97	1.69	33.03	5.1

资料来源: 招股说明书, 南京证券研究所

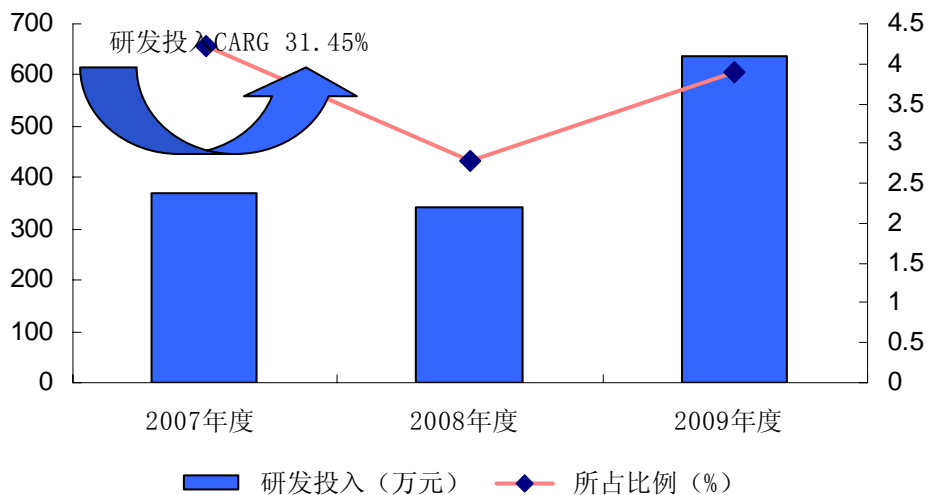
四、研发优势, 结构更加合理

1、科研投入增长迅速

公司拥有较强的研发能力, 目前共拥有植物新品种权 5 个。根据《植物新品种保护条例》规定, 各品种权自授予之日起保护期限为 15 年。2009 年公司又有 4 个植物新品种权的申请被农业部植物新品种保护办公室审查通过, 植物新品种权的权利证书正在办理中。公司还有 3 个水稻新品种权的申请仍在审理中, 已经审定的品种 19 个, 发明专利 2 项。公司在研发的投入逐年上升, 科研人员占到整个公司员

工人数的一半左右。截至招股说明书签署日，公司技术和研发人员共37人，占公司员工总数的41.57%，这个比例可能会进一步增加。研发费用上升迅速。

图表 13 公司研发投入

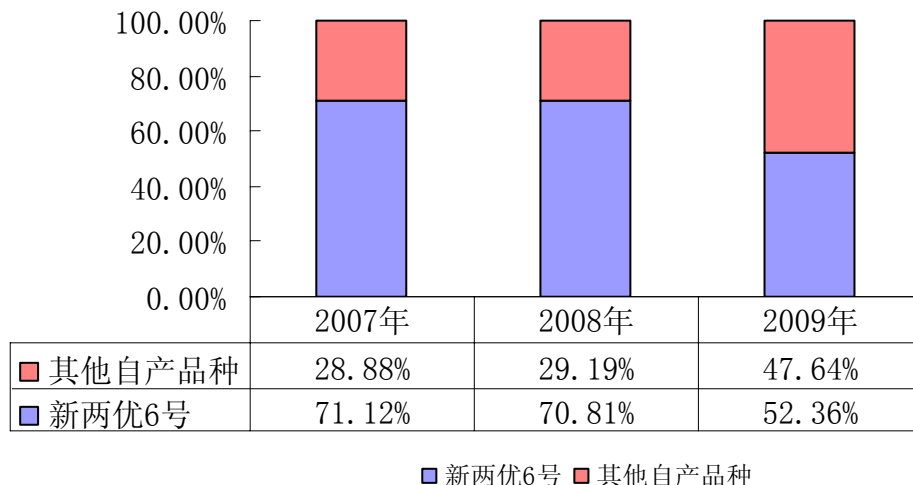


资料来源：南京证券研究所

2、公司的产品结构更加合理

公司的产品结构更加合理。公司的主打品种新两优6号，在进入成熟期后，占比逐步下降，而增长更为迅速的新产品占比上升，将提升公司的盈利能力。

图表 14 公司主打产品和其他自产品种占比



资料来源：南京证券研究所

3、自产品种占比上升，贸易品种占比下降

毛利率更高的自产种子在出口占比中逐步提高，而毛利率较低的贸易种子在出口占比中的比例下降。加大自有品种出口，毛利率会有提升。

图表 15 近三年公司自产种子和贸易种子情况

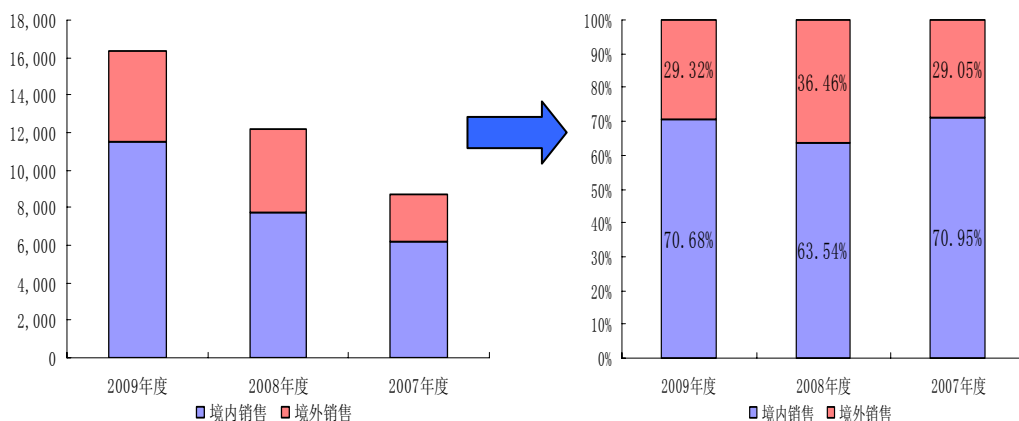
种子类别	2009 年		2008 年		2007 年	
	毛利率 %	占主营收入比例	毛利率 %	占主营收入比例	毛利率 %	占主营收入比例
自产	45.42	83.18%	45.62	66.33	44.53	71.18
贸易	25.11	13.17%	41.74	27.05	41.89	26.71
小计	42.64	96.35%	44.50%	93.38	43.83	98.04
其中：境						
内	47.3	69.67%	46.8	61.9	44.67	68.31
外	30.47	26.68%	40.35	29.28	42.04	27.55
水稻种子						
	金额 万	比例 %	金额 万	比例 %	金额 万	比例 %
自产	6,161.40	88.46	3,693.20	68.64%	2,770.50	73.18%
贸易	539.3	7.74	1,377.75	25.60%	975.1	25.76%
小计	6,700.70	96.2	5,070.94	94.24%	3,745.70	98.93%

资料来源：招股说明书，南京证券研究所

4、出口和内销平衡发展

公司出口和内销平衡发展是公司销售的亮点。近年来我国水稻种子出口逐年扩大，我国的种子在东南亚一带很受欢迎。公司积极拓展国外市场，已与孟加拉、巴基斯坦、印尼等国外客户建立了良好业务关系，累计出口杂交稻种860多万公斤。出口占比基本稳定在30%左右。海关口径统计，公司已经2-3年位居出口前3位，出口价格稳步上涨，但毛利率水平波动较大。

图表 16 近 3 年出口和内销情况对比



资料来源：南京证券研究所

五、“公司+经销商+农技推广部门”的营销模式，优势突出

“公司+经销商+农技推广部门”三方参与的良好推广及售后服务新模式

图表 17 销售模式比较

参与方	优势	劣势
公司	科研创新能力强，研发出全国唯一的防伪型超级稻，产品质量好，对品种性能熟悉	受规模限制，人力、财力制约，无法做到实时田间技术指导和服务
农技推广部门	全国县级农技推广人员有 80 万名，安徽近 2 万名；各乡镇均设有农技服务站，其推广、培训设施较齐全；贴近基层、熟悉当地生产	因受工作经费的制约，对农民的技术指导不能及时到位
经销商	有营销经验和终端网络	技术水平和服务能力有限

资料来源：招股说明书，南京证券研究所

荃银高科：向经销商统一提供良种；制定相关计划、组织检查和召开有关会议；无偿提供高产栽培示范田的种子；根据示范田块肥水等条件，制定高产栽培技术方案，并督促农技推广部门实施；按合作约定，兑现农技推广部门、经销商的补助及奖励。

农技推广部门：向农户推荐和介绍企业优良品种；选择集中连片的农田，实施技术攻关项目；配备专业技术人员，按高产栽培技术方案，并结合田间实际，负责指导农民，做好育秧、移栽、肥水管理、病虫草害防治等各项田间管理的服务工作；指导农民安全使用农药；适时向企业通报实施信息。

经销商：建立二级区域代理，全权代理该区域良种总经销任务；全过程参与推广服务工作，重点做好与农技部门、示范点责任人等联络工作，密切配合；参与安排种植示范面积的落实，做到随点跟踪，紧密联络；定期汇报高产示范情况。

2008年在安徽做了9个县区，2009年在20个县区试点销售。该销售模式需要满足一定的条件，目前只是处于试点阶段，能否全面推广，取决于各地的实际情况。这种方式，综合考虑几方利益，充分调动经销商的积极性。我们初步估计08-09年做的9个试点与没实施以前，销量平均增幅超50%，而超过一定增量后，成本增加有限，收益显著。如果能推广，对我们的销量增长有较大的提升。

六、区域布局，发展前景广阔

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。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。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。公司目前没有涉足的长江上游，华南稻区包括广州、广西和贵州。四川是新区域，其他几个地方都有涉足，由于在当地没有落脚点，如果布局成一个据点，布点1-2年能够完成，花3-5年的时间，实现公司规模突飞猛进指日可待。

高产、优质、广适型两系杂交水稻育繁推产业化项目。立足合肥总部扩充生产加工和仓储能力，并在杂交水稻种植面积较大的湖北省建立销售基地，进一步完善和壮大加工、销售“一条龙”的杂交水稻良种育繁推体系，同时结合新品种展示、示范等推广手段，向我国华中、华东等水稻主产区提供优质的杂交稻种子。另一方面，公司通过增建合肥市和海南省育种和繁殖基地，从事自主知识产权的高产、优质杂交稻新品种（主要以两系杂交中籼稻为主，以三系杂交中籼稻为辅，兼顾早、晚稻）的创新与发展，增强核心竞争能力，推动公司未来种子业务持续健康快速发展。根据项目可行性研究报告，本项目预计总投资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，内部收益率27.42%。

七、农业政策扶持，种业可能迎来行业机会

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，因此国家对于农作物品种的选育和推广实行严格的管理。但由于相关准入门槛较低，我国的种子生产和销售及其分散。根据《农作物种子生产经营许可管理办法》，申请领取种子生产许可证的，生产常规种子(含原种)和杂交亲本种子的，注册资本100万元以上；生产杂交种子的，注册资本500万元以上。申请领取杂交种子经营许可证的，注册资本500万元以上。

目前，我国境内共有种子零售商近18万个，其中育繁推一体化、覆盖全国的企业近100家，具有进出口权的种子企业90多家，外商投资种子企业70多家，行业集中度低，市场经营品种“散、乱、杂”的现象广泛存在。这种现象不利于保护农民的利益和促进行业的长远发展。

自2004年以来，党中央、国务院连续出台了7个指导“三农”工作的“一号文件”。近年来，国家出台一系列促进农业发展的政策，推行“粮食保护价”制度，实行农村税费改革，颁布《农村土地承包法》，逐步取消农业税，同时国家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。

图表 18 中央相关农业政策

时间	事件	内容
2004年	一号文件	《中共中央国务院关于促进农民增收若干政策的意见》 《中共中央国务院关于进一步加强农村工作提高农业综合生产能力若干政策的意见》，坚持“多予少取放活”，稳定、完善和强化各项支农政策
2005年	一号文件	
2006年	一号文件	《中共中央国务院关于推进社会主义新农村建设的若干意见》
2006年	《十一五规划纲要》	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十一个五年规划纲要》：土地利用规划，严守18亿亩耕地红线
2007年	一号文件	《中共中央国务院关于积极发展现代农业扎实推进社会主义新农村建设的若干意见》提出把发展现代农业作为社会主义新农村建设的首要任务

2008年	一号文件	《中共中央国务院关于切实加强农业基础设施进一步促进农业发展农民增收的若干意见》
2008年	十七届三中全会决议	《中共中央关于推进农村改革发展若干重大问题的决定》，土地流转
2008年	国务院常务会议	《国家粮食安全中长期纲要（2008-2020年）》，实施包括生物育种专项、种子工程等在内的粮食生产能力建设重点工程，使良种覆盖率稳定在95%左右
2009年	一号文件	《中共中央国务院关于2009年促进农业稳定发展农民持续增收的若干意见》
2009年	国务院常务会议	《全国新增1000亿斤粮食生产能力规划（2009-2020年）》，到2020年我国粮食生产能力达到11000亿斤以上，包括选育推广优良品种等6项措施

资料来源：招股说明书，南京证券研究所

八、盈利预测和估值

图表 19 公司营业收入和营业成本拆分假设

项目	2007年	2008年		2010E	2011E	2012E
		2008年	2009年			
新两优6号						
销量（万公斤）	240.61	275.23	342.05	400	500	575
单价（元/公斤）	20.58	22.13	25.68	30.8	32	33
收入（百万元）	49.53	60.91	87.85	123.2	160	189.75
单位成本（元/公斤）	10.94	12.23	13.2	14.78	16	17
成本（百万元）	26.3	33.7	45.2	59.12	80	97.75
毛利（百万元）	23.2	27.2	42.7	64.08	80	92.00
毛利率	46.80%	44.70%	48.60%	52.01%	50.00%	48.48%
新两优香4						
销量（万公斤）	16.61	21.01	28.56	42.8	65	85
单价（元/公斤）	21.88	21.87	23.78	27.35	28.5	30
收入（百万元）	3.63	4.59	6.79	11.71	18.53	25.50
单位成本（元/公斤）	13.65	12.3	18.1	19.90	21.30	22.36
成本（百万元）	2.27	2.58	5.17	8.52	13.85	19.01
毛利（百万元）	1.36	2.01	1.62	3.19	4.68	6.49
毛利率	37.54%	43.70%	23.87%	27.24%	25.26%	25.47%
新优188						
销量（万公斤）	2.87	23.37	21.36	25.00	26.00	27.00
单价（元/公斤）	14.25	13.83	14.66	15.39	16.00	16.50
收入（百万元）	0.41	3.23	3.13	3.85	4.16	4.46
单位成本（元/公斤）	9.85	8.76	10.15	11.00	11.50	12.00
成本（百万元）	0.28	2.05	2.17	2.75	2.99	3.24
毛利（百万元）	0.13	1.18	0.96	1.10	1.17	1.22
毛利率	30.88%	36.66%	30.76%	28.53%	28.13%	27.27%
农丰优						
销量（万公斤）	9.05	17.29	12.24	14.00	15.00	16.00

909	单价 (元/公斤)	14.19	13.68	14.77	15.30	16.00	16.50
	收入 (百万元)	1.28	2.37	1.81	2.14	2.40	2.64
	单位成本 (元/公斤)	9.91	9	10.99	12.00	12.50	13.00
	成本 (百万元)	0.90	1.56	1.35	1.68	1.88	2.08
	毛利 (百万元)	0.39	0.81	0.46	0.46	0.53	0.56
	毛利率	30.16%	34.21%	25.59%	21.57%	21.88%	21.21%
丰优 293	销量 (万公斤)	9.52	7.99	164.55	197.00	230.00	260.00
	单价 (元/公斤)	10.79	16.72	13.14	13.80	14.00	15.00
	收入 (百万元)	1.03	1.34	21.62	27.19	32.20	39.00
	单位成本 (元/公斤)	9.05	9.67	8.97	9.00	9.20	9.40
	成本 (百万元)	0.86	0.77	14.76	17.73	21.16	24.44
	毛利 (百万元)	0.17	0.56	6.86	9.46	11.04	14.56
	毛利率	16.13%	42.17%	31.74%	34.78%	34.29%	37.33%
其他自产种子	销量 (万公斤)	42.22	49.71	84.47	100.00	120.00	150.00
	单价 (元/公斤)	14.59	17.31	17.12	17.50	17.50	17.50
	收入 (百万元)	6.16	8.60	14.46	17.50	21.00	26.25
	单位成本 (元/公斤)	8.02	7.52	6.5	8.50	8.50	8.50
	成本 (百万元)	3.39	3.74	5.50	8.50	10.20	12.75
	毛利 (百万元)	2.77	4.86	8.96	9.00	10.80	13.50
	毛利率	45.03%	56.54%	61.97%	51.43%	51.43%	51.43%
自产水稻合计	收入 (百万元)	62.04	81.04	135.66	185.58	238.29	287.60
	成本 (百万元)	33.99	44.40	74.14	98.30	130.07	159.27
贸易种子	收入 (百万元)	23	33	21	25.00	30.00	35.00
	成本 (百万元)	14	19	16	17.50	22.00	25.50
	毛利 (百万元)	10	14	5	7.50	8.00	9.50
	毛利率	41.89%	41.74%	25.11%	30.00%	26.67%	27.14%
水稻种子合计	收入 (百万元)	85.04	114.04	156.66	210.58	268.29	322.60
	成本 (百万元)	47.99	63.40	90.14	115.80	152.07	184.77
	毛利 (百万元)	37.05	50.64	66.52	94.78	116.22	137.83
	毛利率	43.56%	44.40%	42.46%	45.01%	43.32%	42.73%
瓜菜种子	收入 (百万元)	0.7	1.8	4.2	5.00	7.00	8.50
	成本 (百万元)	0.6	1.2	2.2	2.75	3.71	5.10
	毛利 (百万元)	0.1	0.6	2	2.25	3.29	3.40
	毛利率	12.80%	32.80%	48.60%	45.00%	47.00%	40.00%
棉花种子	收入 (百万元)	0.13	0.33	0.46	0.65	0.85	1.10
	成本 (百万元)	0.12	0.18	0.24	0.35	0.45	0.60
	毛利 (百万元)	0.01	0.15	0.22	0.30	0.40	0.50
	毛利率	10.08%	45.45%	47.83%	46.15%	47.06%	45.45%
油菜种子	收入 (百万元)	0.31	0.48	0.3	0.30	0.30	0.30
	成本 (百万元)	0.34	0.32	0.07	0.20	0.20	0.20
	毛利 (百万元)	-0.03	0.16	0.23	0.10	0.10	0.10

	毛利率	-9.68%	33.33%	76.67%	33.33%	33.33%	33.33%
农化产品	收入(百万元)	0.55	5.49	0.99	0.00	0.00	0.00
	成本(百万元)	0.23	3.28	0.83	0.00	0.00	0.00
	毛利(百万元)	0.32	2.21	0.16	0.00	0.00	0.00
	毛利率	58.18%	40.26%	16.16%	0.00	0.00	0.00
主营合计	收入(百万元)	87.20	122.00	163.10	216.53	276.44	332.50
	成本(百万元)	49.30	68.20	93.40	116.35	152.72	185.57
	毛利(百万元)	37.80	53.80	69.70	100.18	123.72	146.93
	毛利率	43.40%	44.10%	42.70%	46.27%	44.75%	44.19%

资料来源：南京证券研究所

图表 20 公司利润表

	2007年	2008年	2009年	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	87.75	122.26	163.62	216.53	276.44	332.50
减：营业成本(百万元)	49.31	68.23	93.48	116.35	152.72	185.57
营业税金及附加(百万元)	0.03	1.77	0.14	0.15	0.16	0.17
主营业务利润(百万元)	38.41	52.26	70	100.03	123.56	146.76
减：营业费用(销售费用)(百万元)	14.38	17.61	22.02	30.31	38.70	46.55
管理费用(百万元)	7.31	9.68	13.89	21.65	27.64	33.25
财务费用(百万元)	0.42	0.54	0.66	0.8	0.8	0.8
资产减值损失	0.07	-0.02	2.33	0.5	0.5	0.5
加：公允价值变动损益(百万元)	0.1					
投资收益(百万元)	0.55	-0.11	0	0	0	0
营业利润(百万元)	16.88	24.34	31.1	46.77	55.91	65.66
营业外收入(百万元)	0.21	1.63	4.16	4	4	4
减：营业外支出(百万元)	0.08	0.33	0.36	2	2	2
利润总额(百万元)	17.01	25.63	34.9	48.77	57.91	67.66
减：所得税(百万元)	2.68	1.07	0.75	0.5	0.5	0.5
净利润	14.33	24.57	34.14	48.27	57.41	67.16
减：少数股东损益(百万元)		0.06	0.31	0.5	0.52	0.62
归属于母公司净利润(百万元)	14.33	24.51	33.83	47.77	56.89	66.54
摊薄股本(百万股)	52.8	52.8	52.8	52.8	52.8	52.8
EPS(元)	0.27	0.46	0.64	0.90	1.08	1.26

资料来源：南京证券研究所

以7月16日31.6元的收盘价计算，对应2010年、2011年和2012年的PE分别为35.11、29.25和25.07。我们认为这个估值水平相对合理，短期内给予中性评级。考虑到公司的成长性，中长期给予公司推荐评级，建议在股价回调时介入，我们认为种业的机会可能出现在四季度。

图表 21 公司股价和农林牧渔走势比较



资料来源: Wind资讯, 南京证券研究所

九、风险提示

- 1、天气风险: 据我们了解, 本次水灾对公司的影响很小, 但是不排除灾情扩大, 影响公司的业绩。
- 2、产品推广面积低于预期。
- 3、公司的出口业务拓展低于预期。
- 4、政策风险: 国家对农业的扶持和补贴低于预期。

南京证券上市公司投资评级标准:

- 强烈推荐: 六个月内预计涨幅大于 30%;
- 推荐: 六个月内预计涨幅为 10%-30%之间;
- 中性: 六个月内预计涨幅为-10%- 10%之间;
- 回避: 六个月内预计涨幅为-10%及以下。