



外延扩张高速 二系水稻地位更巩固

——荃银高科（300087）2010 年报点评

2011 年 4 月 6 日

推荐/维持

荃银高科

财报点评

刘家伟 食品饮料行业首席分析师 执业证书编号：S1480510120001
联系人：王昕 010-66507312 wangxin@dxzq.net.cn wangxin200810@hotmail.com

事件：

公司 4 月 6 日发布 2010 年报：全年实现营业收入和利润总额分别为 180.25 百万元和 35.58 百万元，同比增长 10.16% 和 1.95%，10 年实现净利润 32.77 百万元，同比下降 3.13%，每股收益 0.69 元，略低于预期。利润分配预案为每 10 股转增 10 股，并派现 3 元（含税）。

公司分季度财务指标

指标	08	09	10Q1	10Q2	10Q3	10Q4
营业收入（百万元）	122.26	163.62	34.30	19.03	14.53	112.39
增长率	39.33%	33.83%	1.72%	-19.90%	59.27%	15.84%
毛利率	44.20%	42.87%	39.57%	65.89%	20.87%	38.97%
期间费用率	22.76%	22.35%	26.02%	31.65%	40.06%	20.71%
营业利润率	19.91%	19.01%	13.64%	35.42%	-20.63%	18.29%
净利润（百万元）	24.51	33.83	5.65	6.59	-2.96	25.63
增长率	71.01	38.04	13.90%	21.51%	29.22%	-1.62%
每股盈利（季度，元）	0.68	0.88	0.142	0.122	-0.061	0.453
资产负债率	56.00%	54.57%	37.97%	4.94%	7.31%	8.94%
净资产收益率	56.34%	47.24%	6.01%	1.25%	-0.56%	4.55%
总资产收益率	26.10%	22.09%	3.73%	1.19%	-0.52%	4.14%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

评论：

积极因素：

- **营销网络拓展推动水稻、棉花和瓜果销售收入同比分别增长 6.56%、80.12% 和 89.66%**。2010 年公司水稻、棉花和瓜果销售收入分别为 167.45 百万元、0.83 百万元和 7.99 百万元，其中占收入比例最大的水稻产品的增长主要依靠公司市场营销网络的拓展和管控，同时多方面的营销政策也调动了市场销售和购买的积极性。
- **制种基地增长 5.27%**。2010 年公司共落实制种面积 5.39 万亩，比 09 年的 5.12 万亩增长 5.27%，覆盖了四川、广东、广西、江西、福建、安徽、江苏等多个省份，制种基地的增长和多地区覆盖起到了优化和稳定生产的作用，也降低了水稻制种集中的风险。
- **研发收入占比增至 4.94%**。科研能力是衡量种子核心竞争力的重要指标，公司坚持“以科研为源头”

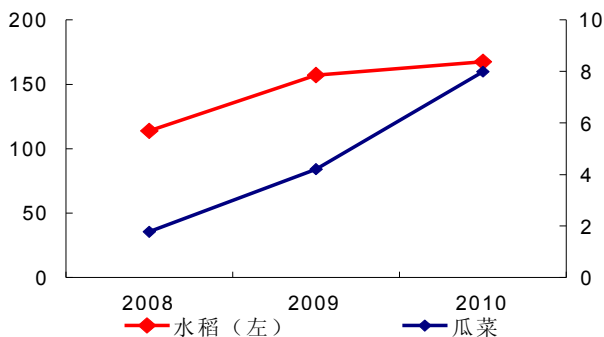
的发展理念，2010年进一步加大了杂交水稻研发投入，研发项目总支出889.67万元，占营业收入的4.94%，比2009年的637.85万元（占营业收入的3.89%）增长了39.48%。

➤ **种业全覆盖，拓展水稻主业、建立玉米、棉花、油菜、瓜菜等其他种子产业布局。**公司以二系水稻为主，2010年收购以三系杂交稻为主的四川竹丰种业，扩大了公司杂交水稻品种系列，增强了公司在西南片区的制种和市场拓展能力；投资控股设立以二系为主的安徽荃银欣隆种业，强化了公司二系品牌；控股收购安徽华安种业，将铁杆水稻纳入旗下，同时借助省水稻研究所进一步增加了研发实力（华安种业是安徽省农科院水稻研究所科研成果的优先转化平台）；控股收购杨凌登峰种业，借力其玉米研发能力弥补了公司玉米研发的空白，同时建立玉米品种研发中心也为公司进军玉米市场提供科研基础；瓜菜种子产业是公司已有业务，2010年已实现盈利。

消极因素：

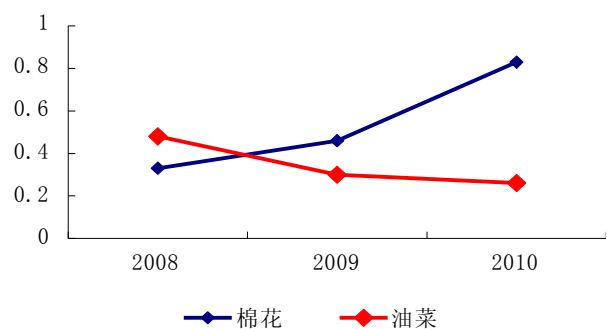
- **水稻毛利率下降5.01%。**去年水稻制种基地受天气影响有所减产，虽然水稻收入增长6.56%，但成本增幅更大达10.53%，拖累毛利率下降5.01个百分点至40.5%。
- **期间费用增长20.44%。**2010年公司销售费用和管理费用分别为22.95百万元和23.44百万元，同比增长4.24%和68.79%，主要是发行费用、研发支出增加所致，发行费用的增加为一次性支出，未来管理费用将有下降。

图 1：近三年公司水稻和瓜菜营业收入



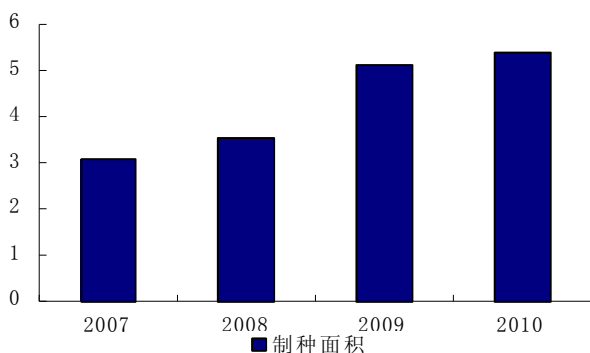
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 2：近三年公司棉花和油菜营业收入



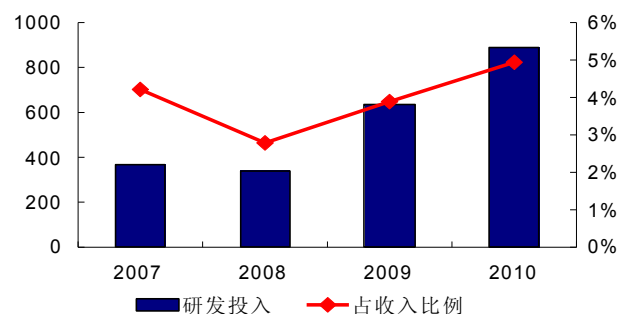
资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 3：近四年公司制种面积变化



资料来源：公司公告，东兴证券研究所 单位：万头

图 4：近四年公司研发投入及占收入比例



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

业务展望:

- **种业进入整合期，公司作为“育繁推”一体化企业将受益。**目前我国种子企业面临规模小，行业竞争混乱的格局，随着国家对农业前端一种业的不断重视和规范，类似公司具有科研和推广能力的企业将通过行业整合并购而逐渐壮大。科研方面，公司将打造科研平台，建立分子标记辅助育种实验室，提升育种手段和方法，培育有市场竞争力、适应性广的早、中、晚稻配套品种。市场拓展方面，公司将稳固现有制种基地，拓展新的优质基地；加强公司营销网络建设，实行区域代理制，分品种代理销售，加大营销力度，扩大市场份额。
- **拓展海外市场，巩固国内项目。**公司海外业务重点将围绕东南亚地区贸易市场，巩固孟加拉国市场，扩大巴基斯坦、印尼、越南等国的种子出口业务。国内方面主要是推进合肥种子精加工中心项目、建立广西分公司、完善育种繁殖基地，以扩大杂交水稻种子市场份额、增强企业核心竞争能力。
- **继续实施并购重组战略，实现产业多元化。**公司可利用已上市的有利条件，在做强做大水稻种子产业的同时，通过并购重组等方式进军玉米、小麦等种子产业，实现产业多元化。

盈利预测与投资建议

公司原有二系水稻科研实力突出，所拥有的新两优 6 号处在成长期，去年经过多次收购整合后公司不仅拥有更多稳定的二系品种，而且通过四川竹丰种业也取得了三系品种权，开始向长江上游进军，形成了两系为主、全面涵盖两系、三系的扩张路线。我们预计公司未来仍将以水稻为主，同时开展玉米、小麦等多产业的并购重组，已收购的公司经过整合将逐渐贡献利润，预计 2011 年和 2012 年 EPS 分别为 1.09 元和 1.41 元，4 月 1 日股价 48.5 元，对应 PE 为 44 倍和 34 倍，参考创业板当前平均 55 倍 PE 水平，公司 11 年目标价可达 56 元左右，鉴于上半年是公司销售和业绩形成的主要时期，给予六个月目标价 52 元，对应 PE48 倍，与当前价尚有 10%左右空间，故维持此前“推荐”评级。

风险提示

天气反常变化会导致水稻种子减产，造成种子产销量的大幅波动。

公司盈利预测

简称	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	163.62	180.25	271.95	380.85
(+/-)%	33.83%	10.16%	50.9%	40.0%
经营利润 (EBIT)	31.10	28.97	53.68	70.28
(+/-)%	27.79%	-6.83%	85.3%	30.92%
净利润	34.14	34.91	57.67	74.57
(+/-)%	38.04%	-3.13%	75.9%	29.3%
每股收益 (元)	0.88	0.69	1.09	1.41

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

王昕

英国伯明翰大学经济学硕士，从事农林牧渔行业研究，2009 年加盟东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。