

深度报告

农业
种业

荃银高科(300087)

合理价位: 28.70-32.00 元 发行价: 元

2010年5月12日

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	39.60/0.00
流通 B 股/H 股(百万股)	0.00/0.00
上证综指/深圳成指	2,698.76/10,264.05
发行价格(元)	0.00
发行股本(百万股)	13.20

财务数据

净资产值(百万元)	87.49
每股净资产(元)	2.21
资产负债率	54.57%

相关研究报告:

分析师: 黄茂

电话: 0755-82130646

E-mail: zhangru@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号: s0980209080407

联系人: 张如

电话: 021-60933151

E-mail: zhangru@guosen.com.cn

新股分析

图谋全国的区域稻种龙头

●杂交水稻种业前景广阔

我国国内的杂交水稻种业市场容量非常大,潜在的杂交稻种需求量为 7 亿斤左右。长期来看,粮食安全问题将会推动我国的杂交稻种需求量不断增加。同时,国外巨大的杂交稻种技术落后于国内水平,国际出口市场有待优势种业公司进一步开发。国际市场未来可能成为中国水稻种业需求新的激增空间。

●精耕杂交水稻种业的区域龙头

公司是一家专注于杂交水稻种子业务的区域性种业龙头企业,主要产品为“新两优 6 号”等优质两系杂交水稻品种。近年来公司依托研发优势,偏重发展高毛利率的两系种子,良好的产品结构致使公司盈利能力高于行业平均水平。同时,公司市场营销能力强,主营业务规模迅速扩张,近 3 年的年均复合增长率超过 30%。

●募集资金项目分析

公司本次拟向社会公众公开发行人民币普通股 1320 万股,占发行后总股本的 25%。募集的资金将主要投资于“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。

●风险提示

公司的主导品种“新两优 6 号”被其它更优秀的品种替代;跟进品种的增长速度低于我们的预期;气候因素影响公司的种子产量,进而影响公司的销售收入。

●建议询价在 28.7~36.00 元/股之间

预测未来 3 年 EPS 分别为 0.8、0.92、1.08 元,公司合理价值为 28.70~36.00 元/股,建议在此区间询价。考虑创业板块的估值环境以及种业板块目前的平均估值水平,预计上市首日的股价区间可能在 40.00~48.00 元/股之间。

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

盈利预测和财务指标

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	122.26	163.62	197	229	266
(+/-%)	39.33%	33.83%	20.4%	16.5%	15.8%
净利润(百万元)	24.51	33.83	42	49	57
(+/-%)	71.01%	38.04%	24.1%	16.2%	17.0%
每股收益(元)	0.82	0.85	0.80	0.92	1.08
EBIT Margin			21.5%	22.3%	22.4%
净资产收益率(ROE)	43.96%	38.67%	40.3%	39.4%	38.9%
市盈率(PE)					
EV/EBITDA					
市净率(PB)					

内容目录

内容目录	2
图表目录	3
估值与投资建议	4
绝对估值法：28.7~29.9 元/股	4
相对估值法：32.0~36.0 元/股	4
结论：询价区间 28.7~36.00 元，股价区间 40.00~48.00 元	5
公司概况	6
杂交水稻种业前景广阔	7
我国种业的历史与现状	7
杂交水稻种业市场容量巨大	8
国内市场稳定增长	8
国外市场将成为未来新的激增空间	9
精耕杂交水稻种业的区域龙头	10
主要产品以及经营情况	10
优秀的产品结构	11
强大的研发能力	12
创新的营销模式	12
灵活高效的激励机制	13
募集资金项目分析	13
盈利预测：未来三年快速增长	14
基本假设	14
核心判断的主要风险	14
附表 1：财务预测与估值	15
国信证券投资评级	16
免责条款	16

图表目录

表 1: 三阶段模型的主要假设.....	4
表 2: 绝对估值的基本假设条件.....	4
表 3: FCFF 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股).....	4
表 4: FCFE 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股).....	4
表 5: 国内种子上市公司 PE 水平一览.....	5
表 6: 近期部分创业板公司上市首日涨幅、估值水平一览.....	5
图 1: 公司股权结构.....	6
图 2: 09 年主营业务构成 (%).....	7
图 3: 各项业务毛利率.....	7
图 4: 我国种业发展的三个阶段.....	7
图 5: 我国种业的市场规模.....	8
图 6: 我国 50 强种子公司的市场占有率.....	8
图 7: 我国稻谷种植面积及单产.....	9
图 8: 杂交水稻种子产种量情况.....	9
表 7: 我国杂交水稻种子的潜在市场规模.....	9
图 9: 我国杂交稻种适用国家的水稻种植面积.....	10
表 8: 公司的主导产品.....	10
图 10: 公司近 3 年的营业收入.....	11
图 11: 公司的行业地位变化.....	11
表 9: 行业内比较.....	11
图 12: 公司两系杂交稻种的比例.....	11
图 13: 同业公司种子业务毛利比较.....	11
图 14: 公司近 3 年的研发投入.....	12
图 15: 研发投入的行业内比较.....	12
表 10: 2009 年南方稻区国家区试情况.....	12
表 11: 各个主体的优势与劣势.....	13
图 16: 公司“三位一体”营销模式.....	13
表 12: 募投项目分析.....	14
表 13: 利润预测表 (百万).....	14

估值与投资建议

绝对估值法：28.7~29.9 元/股

我们采用三阶段模型，对公司价值进行 DCF 折现。预计公司在 2011 年之前将获得高于行业发展的速度，出于谨慎的目的，我们假设在最后几年增长率不再增加。据此得到荃银高科绝对估值的合理区间在 28.70~29.90 元之间，价值中枢为 29.30 元。

表 1: 三阶段模型的主要假设

会计年度截止日: 12/31	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
销售收入增长率	20.39%	16.48%	15.83%	12.21%	7.16%	7.16%	7.29%	7.35%	7.44%	5.00%	5.00%	5.00%
销售成本 / 销售收入	55.94%	55.86%	56.29%	55.62%	55.60%	55.61%	55.61%	55.62%	55.63%	55.64%	55.64%	55.64%
管理费用 / 销售收入	8.20%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	8.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%	6.00%
所得税税率	2.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%
股利分配比例	60.00%	60.00%	60.00%	60.00%	60.00%	60.00%	60.00%	60.00%	60.00%	60.00%	60.00%	60.00%

资料来源：国信证券经济研究所

表 2: 绝对估值的基本假设条件

永续增长率	2.50%	实际所得税率 T	2%
无风险利率	2.50%	Ke	7.41%
行业平均 Beta	0.79	风险溢价	6.00%
公司市值 (E)	/	E/(D+E)	87.05%
债务总额(D)	154000	D/(D+E)	12.95%
Kd	5.5%	WACC	7.3%

资料来源：国信证券经济研究所

表 3: FCFF 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股)

	7.5%	8.0%	8.54%	9.0%	9.5%
3.5%	25.12	22.56	20.52	18.85	17.45
3.0%	23.29	21.16	19.42	17.96	16.74
2.5%	21.83	20.01	18.49	17.21	16.12
2.0%	20.63	19.05	17.71	16.57	15.58
1.5%	19.63	18.23	17.04	16.01	15.12

资料来源：国信证券经济研究所

表 4: FCFE 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股)

	7.9%	8.4%	8.94%	9.4%	9.9%
3.5%	22.10	19.80	17.94	16.39	15.09
3.0%	20.50	18.56	16.94	15.58	14.43
2.5%	19.21	17.52	16.10	14.90	13.85
2.0%	18.12	16.65	15.39	14.30	13.35
1.5%	17.21	15.90	14.76	13.78	12.91

资料来源：国信证券经济研究所

相对估值法：32.0~36.0 元/股

我们预测荃银高科 10-12 年每股盈利为 0.80、0.92 和 1.08 元，动态市盈率为 40 倍、34.78 倍和 29.62 倍。我们结合行业比较估值以及板块相对估值两种方法，试图对公司的合理价值做出正确判断，在分析过程中我们同样假设现有股东的利益

不被摊薄。

行业比较

国内种业上市公司相对估值水平普遍高于农业板块平均水平（整体法：09 年 52.94 倍，10 年 36.58 倍）：

表 5：国内种子上市公司 PE 水平一览

公司名称	09 年 EPS	5 月 12 日收盘价	2009 年 PE	2010E	2011E
登海种业	0.53	50.45	94.84	47.00	31.65
敦煌种业	0.16	19.47	120.59	32.93	21.88
隆平高科	0.30	13.66	54.68	33.01	23.74
丰乐种业	0.18	23.54	134.62	117.54	81.95
平均				57.62	39.81

资料来源：国信证券经济研究所

单纯从动态市盈率看，荃银高科的 2010 年动态 PE 估值可给与 40~60 倍，但考虑到种子公司的盈利能力的强周期特性以及同公司规模、成长性之间的差异，我们认为荃银高科合理的估值应该区间的下沿——40~45 倍之间，以 2010 年 0.8 元的收益来估算，相对估值的合理价值区间在 32.00~36.00 元/股之间。

创业板比较

由于荃银高科登陆的是创业板，与已上市的种业公司的市场环境存在较大差异，因此，我们在对公司进行估值时，同时考虑该因素。

表 6：近期部分创业板公司上市首日涨幅、估值水平一览

公司名称	09 年 EPS	首日开盘价	首日涨跌幅	2009 年 PE	2010 E
碧水源	0.97	145.00	120.00	159.28	93.59
华谊嘉信	0.71	39.99	71.80	65.78	46.78
三聚环保	0.71	50.60	73.47	91.61	69.13
当升科技	0.67	73.58	73.83	102.23	59.83
华平股份	1.46	106.00	42.51	62.28	45.79
				96.24	63.02

资料来源：国信证券经济研究所（PE 以 5 月 11 日收盘价格为计算依据）

从创业板平均 PE 水平看，我们给与荃银高科 40~45 倍的估值区间可能偏低。如果以创业板的平均估值标准衡量，公司上市后的股价区间可能显著高于 36.00 元/股，将有可能落在 40.00~48.00 元/股之间（对应 2010 年动态 PE 在 50~60 倍之间）。

结论：询价区间 28.7~36.00 元，股价区间 40.00~48.00 元

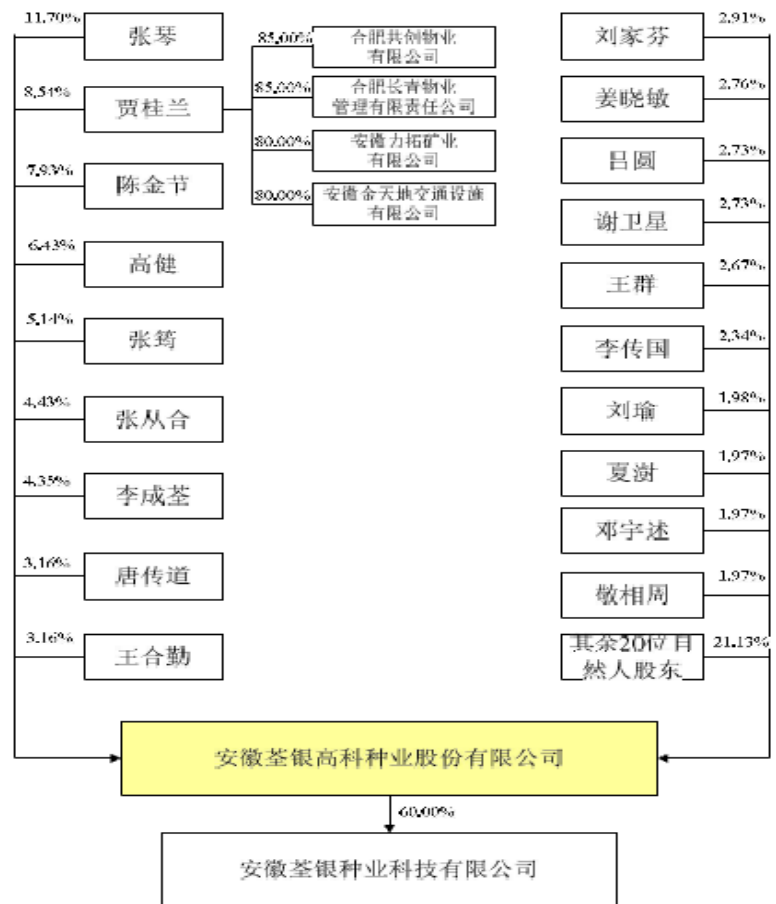
综合绝对估值和相对估值的结果，公司合理价值为 28.7~36.00 元/股，价值中枢为 32.35 元/股，建议在此区间询价。

考虑创业板块的估值环境以及种业板块目前的平均估值水平，预计上市首日的股价区间可能在 40.00~48.00 元/股之间。

公司概况

荃银高科种业股份有限公司于 2008 年 2 月改制成立，注册资本 3960 万元。其前身是安徽荃银禾丰种业有限公司，成立于 2002 年 7 月。公司的核心资产与业务均发源于自然人张海银、李成荃等人共同创办的荃银研究所，主营业务一直是以水稻为主的种子研发、繁育、推广与服务。公司此次将于创业板实施 IPO，面向社会公开发行 1320 万股，届时的总股本将扩大至 5280 万股。

图 1: 公司股权结构

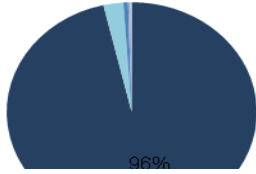


资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所

目前，公司主要从事杂交水稻种子的研发、繁育、推广及服务，是我国主要的籼型两系超级稻种供应商之一，是安徽省的农业产业化龙头企业。公司 2009 年实现营业收入 16362 万元，其中来自种子产品的收入占总收入比例达 99% 以上，水稻种子占总收入的比例为 96% 以上。

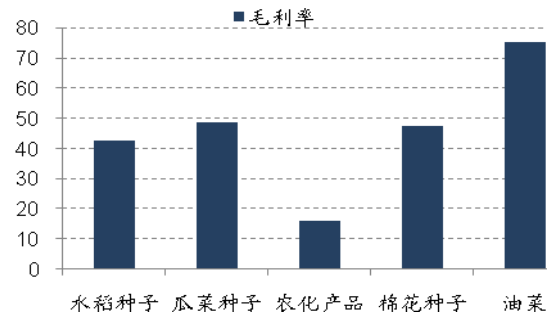
图 2: 09 年主营业务构成 (%)

水稻种子 瓜菜种子 农化产品 棉花种子 油菜



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

图 3: 各项业务毛利率



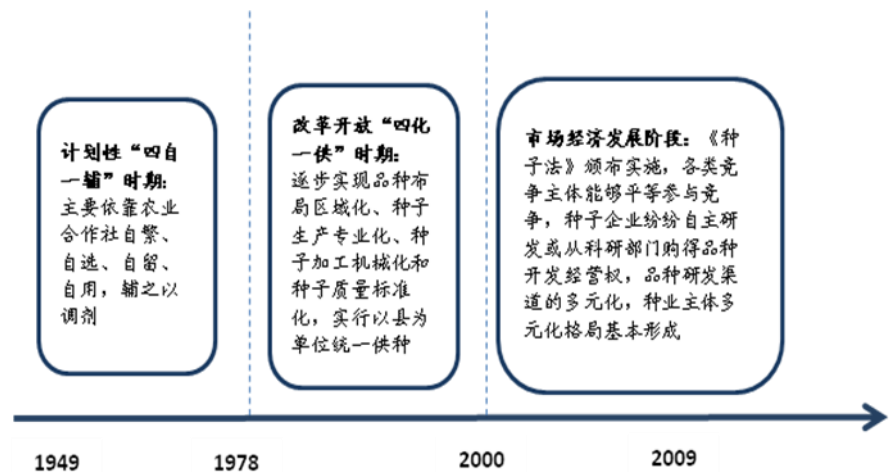
资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

杂交水稻种业前景广阔

我国种业的历史与现状

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。在农业中，种子是技含量最高的产品之一，是农业发展的核心竞争力所在。建国以来，我国的种业发展可以大致分为以下三个阶段。

图 4: 我国种业发展的三个阶段



资料来源: 招股说明书, 国信证券经济研究所

2000 年《种子法》的实施拉开了我国种业产业化、市场化的大幕，自此以后，我国种业进入了一个高速发展的时代，呈现出空前繁荣的局面。

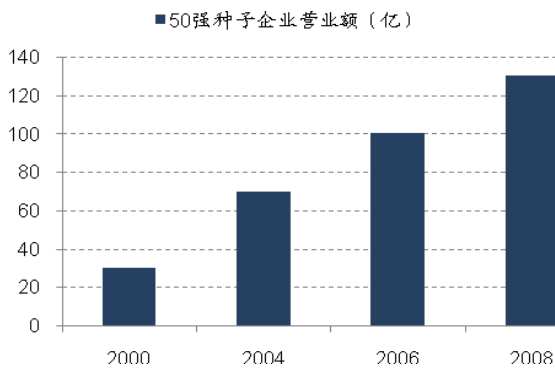
目前，我国的种业发展有以下几个特点：

- 市场规模快速增加。经过 10 多年的发展，我国种业的市场规模有了大规模的增加。截止到 2008 年，前 50 强种子企业的营业额达到了 130 亿元，

与 2000 年的这一数值相比增加了 4 倍多。

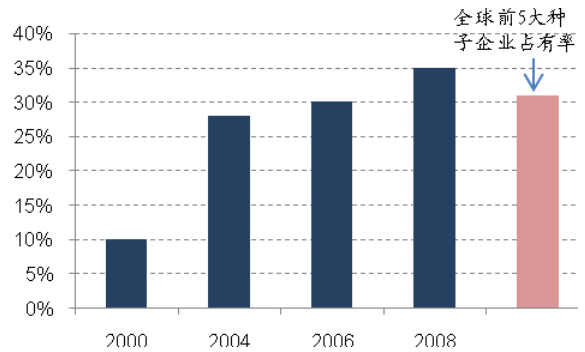
- 产业集中度较低。近年来，随着我国种业市场化进程的不断推进，种业的产业集中度有了较大幅度的提高，但是与国外成熟的市场相比，我国的种子行业集中度仍然偏低。
- 内外资竞争加剧。近年来，外资进入步伐加快。我国种业市场潜力大，劳动力资源丰富，土地租赁价格低廉，对外资种业具有巨大的吸引力。在过去的 10 多年里，诸如孟山都、杜邦先锋、先正达等大型跨国农业集团均在我国设立了分公司，农业部共发放外商投资种子经营许可证 76 个。

图 5：我国种业的市场规模



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

图 6：我国 50 强种子的市场占有率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

杂交水稻种业市场容量巨大

➤ 国内市场稳定增长

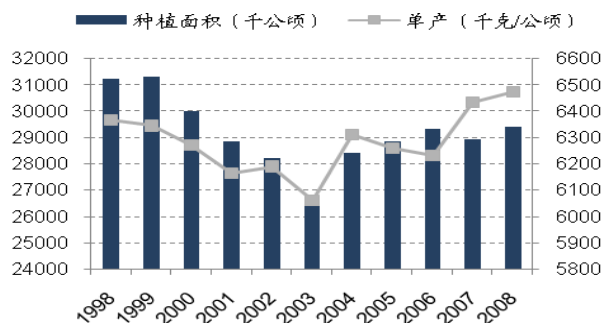
粮食是经济发展和社会稳定的基础，而粮食安全的关键是口粮。在我国，口粮的主体是水稻。水稻的生产发展对于保障我国的粮食供给具有重要意义。长期来看，我国耕地减少、水资源短缺的问题是不可避免的，水稻增产的难度越来越大；但随着人口的刚性增长以及人民生活水平的提高，畜牧业和粮食加工业的快速发展，水稻等粮食的消费量在未来必将继续增加，未来的粮食安全面临危机。

我国是世界上最早种植水稻的国家，种植历史长达 7000 多年，大米始终是我国人民消费的主食。近年来，全国稻谷的播种面积始终徘徊 2900 万公顷左右，总产量也保持近 20000 万吨水平。

要提高我国的水稻产量，只有两种途径：一是增加水稻种植面积；二是提高稻谷单产。长期来看，种植面积的增加幅度有限，致力于提高单产才是真正的出路。相比于常规稻种，杂交稻种的产量更加稳定，单产也更高。所以在未来，为了提高水稻的产量，我国的杂交稻种植比例将不断增加。

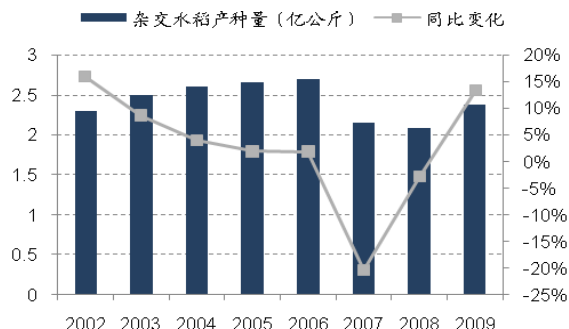
根据农业部统计，目前杂交水稻品种仍以三系为主，但两系杂交稻品种的产量和米质等综合性状都要优于三系，市场需求旺盛，增长潜力大，未来两系对于三系的替代将是大势所趋。

图 7：我国稻谷种植面积及单产



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

图 8：杂交水稻种子产种量情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所

我们对中国杂交水稻种子的潜在市场规模进行了简单的估算：按照 09 年的亩均用量、价格以及种植面积，如果水稻种子的商品化率达到 100%，那么我国的杂交稻种需求量将达到 7.1 亿斤，对应的销售额为 53.1 亿元。如果在未来，杂交稻种的种植比例进一步提高（假设增加到 3 亿亩），那么杂交稻种的需求量将达到 9 亿亩，市场份额为 67.5 亿元，同比增加 27%。由此可见，我国的杂交稻种潜在市场规模巨大，而且尚有广阔的成长空间。

表 7：我国杂交水稻种子的潜在市场规模

	亩均用量 (斤)	价格 (元/斤)	种植面积 (亿亩)	种子需要量 (亿斤)	理论销售额 (亿元)	市场份额变化
杂交种子	3	7.5	2.4	7.1	53.1	
常规种子	8	1.5	2	16.2	24.3	
杂交水稻种子占比进一步提高后						
杂交种子	3	7.5	3	9	67.5	27%
常规种子	8	1.5	1.4	11.2	16.8	

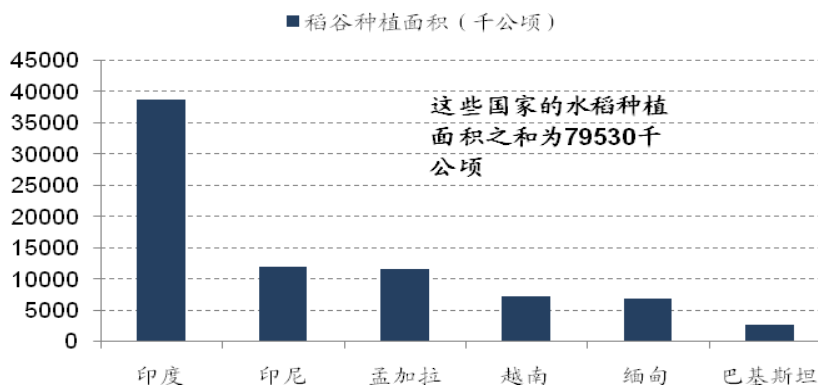
资料来源：国信证券经济研究所

➤ 国外市场将成为未来新的激增空间

全球范围内，种植水稻的国家有 110 多个。除了我国之外，全球每年的水稻种植面积约为 1.1 亿公顷。我国现有的杂交水稻组合在越南、孟加拉、印度、印度尼西亚、巴基斯坦、缅甸等国家可以直接种植，而对于其他的东南亚、南亚、南美等产稻国家则缺少适用的组合。

目前，国外杂交水稻的推广面积目前尚不足 2%。这是一个非常广阔的市场，仅东南亚几个主要国家的水稻种植面积之和就超过我国国内水稻种植面积的 2 倍。如果能够成功的打开国外的杂交稻种市场，那么我国的杂交稻种产业将有望迎来持续、高速的增长。

图 9: 我国杂交稻种适用国家的水稻种植面积



资料来源: 招股说明书, 国信证券经济研究所

精耕杂交水稻种业的区域龙头

主要产品以及经营情况

公司的主营产品为两系以及三系杂交水稻种子。其中, 主导产品为“新两优 6 号”, 同时, “新两优香 4”、“新优 188”、“农丰优 909”等一批两系和三系品种也已经展现出了良好的发展势头。

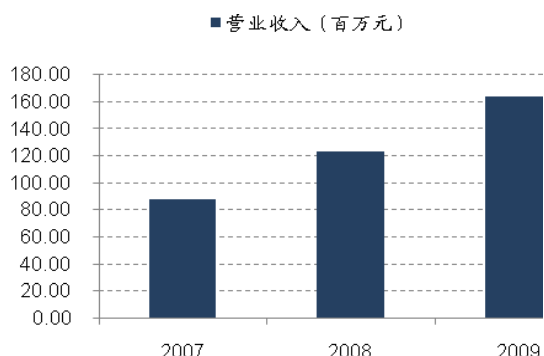
表 8: 公司的主导产品

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	两系中 籼稻	平均亩产 572.39 公斤	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
新两优香 4	熟期适中, 高产、 优质, 具香味		平均亩产为 585.05 公斤	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
新优 188	熟期适中, 产量较 高, 米质优	三系晚 籼稻	平均亩产 491.16 公斤	稻瘟病综合指数 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
农丰优 909	熟期较迟, 产量较 高, 米质一般	三系晚 籼稻	平均亩产 523.48 公斤	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

资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

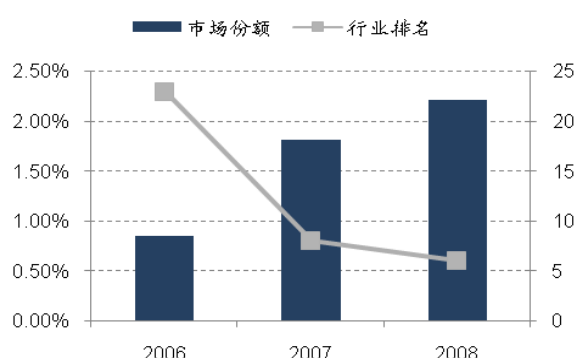
近几年, 公司的主营业务规模高速增长, 行业地位迅速提升。营业收入从 07 年的 8875 万元增长到了 09 年的 16362 万元, CAGR 为 36.6%; 公司在杂交水稻行业内的排名也从 06 年的 23 位上升到了第 6 位。

图 10: 公司近 3 年的营业收入



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

图 11: 公司的行业地位变化



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

然而, 与行业内的其他大型种子公司相比, 公司的稻种推广面积以及主营收入都还有不小的差距。目前, 公司的优势区域主要集中于安徽及其周边, 是典型的区域性种子龙头企业。

表 9: 行业内比较

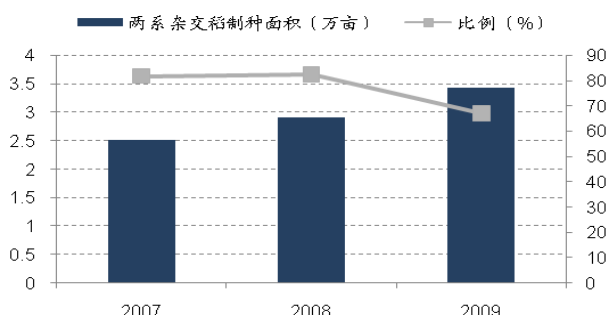
公司名称	主推稻种推广面积	优势区域	08 年收入份额 (%)
隆平高科	705	安徽、两湖、江苏、江西、浙江	9.54
丰乐种业	551	湖北、安徽、广西	3.04
荃银高科	356	安徽、两湖	2.21

资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

优秀的产品结构

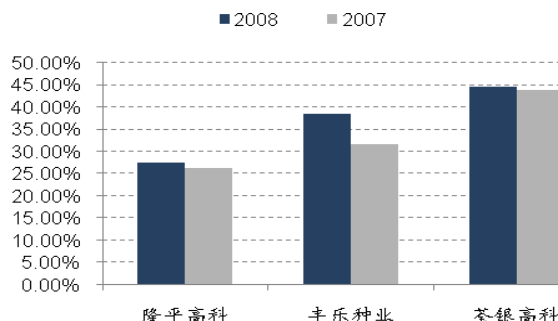
与三系杂交水稻相比, 两系杂交水稻具有配组自由、生产成本低的优势。从三系、两系到一系是杂交水稻种子未来的技术发展趋势 (一系技术尚未成熟)。与行业内的其他种子企业相比, 公司两系杂交水稻种子的比例更大。两系杂交稻种的利润水平要高于三系杂交稻种, 因此, 公司的毛利率水平和净利率水平都要显著高于行业内的其他公司。

图 12: 公司两系杂交稻种的比例



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

图 13: 同业公司种子业务毛利比较

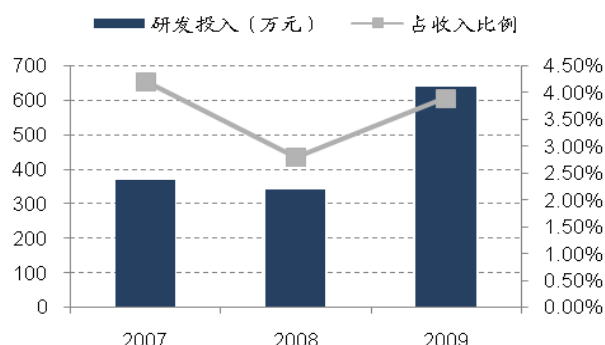


资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

强大的研发能力

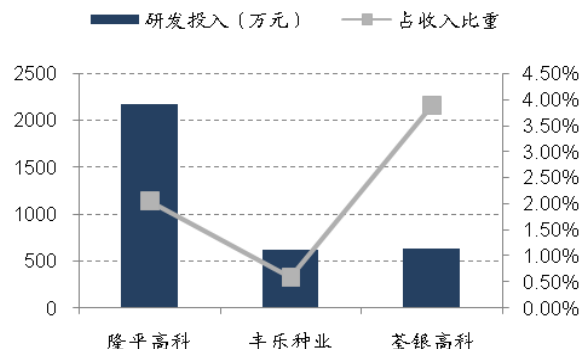
研发能力是种子企业的生命线,只有具有较强自主研发能力的企业才能保持持续的高增长。公司自设立以来,一直坚持“以科研为源头、以市场为导向、产学研相结合、育繁推一体化”的发展之路,公司每年的科研经费投入占总收入的比重在3%左右,在同类种子企业中名列前茅。

图 14: 公司近 3 年的研发投入



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

图 15: 研发投入的行业内比较



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

公司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(具有隐性标记杂交水稻亲本及品种的选育方法)、5 个植物新品种权(“新安 S”、“新两优 6 号”、“农丰 A”、“Y 恢 909”、“YR293”),2009 年公司又有 4 个植物新品种权(“03S”、“2148S”、“YR188”、“新华 S”)的申请被审查通过。公司现有国家级和省级审定的种子品种 19 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。

表 10: 2009 年南方稻区国家区试情况

审定阶段	隆平高科	丰乐种业	金色年华	湖北种子集团	四川国豪	荃银高科
区域试验	4	4	2	0	1	5
生产试验	2	0	1	0	0	3

资料来源: 中国农作物品种网, 国信证券经济研究所

注: 正常情况下,在各省表现优秀的方有资格参加国家区试,区试通常是连续两年,表现突出的可以在第二年参加区试的同时参加生产试验,生产试验为一年。一般情况下,能进入生产试验的有望在次年通过国审

创新的营销模式

目前,我国的种业市场还不够成熟,种子公司的市场营销和产品服务等方面的专业化程度不够,与其他行业存在较大差距,“专业化产品,非专业购买”是种子行业典型的特征。而且,种子终端零售商对农民的购种选择有较大的影响,同时,受种子公司人力物力限制的影响,种业企业无法提供田间的适时技术指导和服务,导致良种良法不配套,在一定程度上影响了农作物的产量。

针对种子企业在营销和服务方面存在的弊端,公司结合农技推广部门的公益职能,创新性地建立了“公司+经销商+农技推广部门”三位一体的良种推广及售后服务新模式。

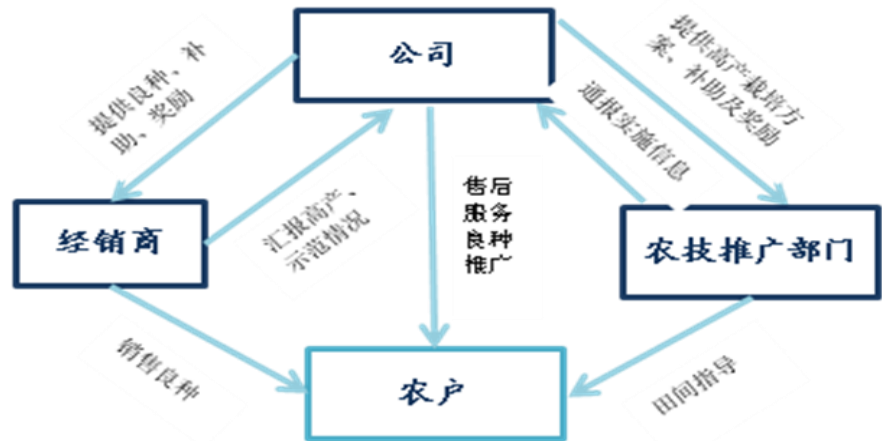
表 11: 各个主体的优势与劣势

参与方	优势	劣势
公司	科研创新能力强, 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: 公司公告, 国信证券经济研究所

“公司+经销商+农技推广部门”三位一体的良种推广及售后服务模式将企业、农技推广部门、经销商结合在一起, 充分发挥了三方的资源优势, 疏通良种与农户需求之间的渠道, 激活了当地农业技术推广机构的人力资源, 实现了良种良法配套, 实现了多方共赢, 具有很强的实用性。公司自 2008 年开始实施这种新模式, 各县(区)响应积极, 效果显著。截至目前, 公司已与安徽省内 20 个县(区)签订了协议, 大大提高了公司的种子销量。

图 16: 公司“三位一体”营销模式



资料来源: 国信证券经济研究所

灵活高效的激励机制

公司的股权结构比较分散, 发行前前 10 名自然人股东人均持股比例为 5.78%, 个人股东最高持股比例仅为 11.70%。股权的分散与制衡, 有利于提高公司重大决策的科学性、合理性。另外, 公司作为一家管理层持股的民营企业, 其经营体制更加灵活, 有利于公司根据市场发展的最新动态, 及时地调整经营战略。

募集资金项目分析

公司本次拟向社会公众公开发行人民币普通股 1320 万股, 占发行后总股本的 25%。募集的资金将主要投资于“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。

“高产、优质、广适型杂交水稻的育繁推产业化项目”

主要包括 5 个子项目, 分别为合肥育种及展示中心建设、海南建设育种繁殖基

地、合肥种子精加工及仓储中心扩建、湖北建设销售中心、以及科研和生产仪器和设备购置。总投资额 10,030.46 万元，项目达产后，预计生产期内年平均销售收入为 14,000 万元，年利润总额 3,543.13 万元，项目的内含收益率为 27.42%，投资回收期 5.69 年（含建设期 2 年）。

表 12: 募投项目分析

项目名称	总投资	投资回收期	内含收益率	达产年收入	达产年净利润
高产、优质、广适型杂交水稻的育繁推产业化项目	100	5.69 年	27.42%	140	30
其他与主营业务相关的营运资金项目					
增加种子研究开发及产业化能力，全面提升公司核心竞争力					

资料来源：招股说明书，国信证券经济研究所

盈利预测：未来三年快速增长

基本假设

根据对公司基本面的分析，我们假设公司 2010-2012 年的营业收入增长率分别为：20.39%、16.48%和 15.83%，而销售费用分别同比增长 12.32%、11.54%和 11.21%，管理费用分别同比增长 13.64%、15.83%和 12.21%；营业成本增长 17.90%、16.32%和 16.74%，根据这些假设，我们预计公司 10-12 年的 EPS 分别为 0.80、0.92 和 1.08 元。

表 13: 利润预测表（百万）

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	164	197	229	266
营业成本	93	110	128	150
营业税金及附加	0	0	0	0
销售费用	22	28	31	35
管理费用	14	17	19	22
财务费用	1	2	3	3
投资收益	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(2)	0	0	0
其他收入	0	0	0	0
营业利润	31	41	48	57
营业外净收支	4	3	3	3
利润总额	35	43	51	59
所得税费用	1	1	2	2
少数股东损益	0	0	0	1
归属于母公司净利润	34	42	49	57

资料来源：国信证券经济研究所预测

核心判断的主要风险

- 1、公司的主导品种“新两优 6 号”被其它更优秀的品种替代；
- 2、其它跟进品种的增长速度低于我们的预期；
- 3、气候因素影响公司的种子产量，进而影响公司的销售收入。

附表 1：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	69	80	80	70
应收款项	18	16	19	22
存货净额	73	77	84	86
其他流动资产	5	6	7	8
流动资产合计	165	179	190	186
固定资产	13	58	99	102
无形资产及其他	15	14	14	13
投资性房地产	1	1	1	1
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	194	253	304	303
短期借款及交易性金融负债	36	76	98	61
应付款项	22	18	20	24
其他流动负债	48	53	61	70
流动负债合计	106	147	179	154
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0
长期负债合计	0	0	0	0
负债合计	106	147	179	154
少数股东权益	1	1	1	2
股东权益	87	104	124	147
负债和股东权益总计	194	253	304	303

关键财务与估值指标	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.85	0.80	0.92	1.08
每股红利	0.21	0.48	0.55	0.65
每股净资产	2.21	1.98	2.34	2.78
ROIC	37%	26%	24%	27%
ROE	39%	40%	39%	39%
毛利率	43%	44%	44%	44%
EBIT Margin	21%	22%	22%	22%
EBITDA Margin	22%	23%	25%	25%
收入增长	34%	20%	16%	16%
净利润增长率	38%	24%	16%	17%
资产负债率	55%	59%	59%	52%
息率	0.5%	1.6%	1.8%	2.2%
P/E	46.8	50.3	43.3	37.0
P/B	18.1	20.3	17.1	14.4
EV/EBITDA	47.5	49.8	40.5	33.9

资料来源：国信证券经济研究所预测

利润表（百万元）	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	164	197	229	266
营业成本	93	110	128	150
营业税金及附加	0	0	0	0
销售费用	22	28	31	35
管理费用	14	17	19	22
财务费用	1	2	3	3
投资收益	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(2)	0	0	0
其他收入	0	0	0	0
营业利润	31	41	48	57
营业外净收支	4	3	3	3
利润总额	35	43	51	59
所得税费用	1	1	2	2
少数股东损益	0	0	0	1
归属于母公司净利润	34	42	49	57

现金流量表（百万元）	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	34	42	49	57
资产减值准备	2	(2)	0	0
折旧摊销	1	3	5	7
公允价值变动损失	2	0	0	0
财务费用	1	2	3	3
营运资本变动	(26)	(4)	(1)	6
其它	(2)	3	0	0
经营活动现金流	12	41	53	71
资本开支	(1)	(46)	(46)	(10)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	2	(46)	(46)	(10)
权益性融资	5	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(8)	(25)	(29)	(34)
其它融资现金流	20	40	21	(37)
融资活动现金流	10	15	(8)	(71)
现金净变动	24	11	0	(10)
货币资金的期初余额	45	69	80	80
货币资金的期末余额	69	80	80	70
企业自由现金流	7	(5)	8	61
权益自由现金流	28	34	27	22

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所研究团队(含联系人)

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82133339	赵 谦	021-60933153	郑 武	0755- 82130422
林松立	010-82254212	崔 嵘	021-60933159	陈建生	0755- 82130422
		廖 喆	021-60933162	岳 鑫	0755- 82130422
		黄学军	021-60933142	高 健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021-68864597	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	黄海培	021-60933150
谈 煊	010- 82254212	黄道立	0755-82130833	陈 玲	0755-82133400
				杨 森	0755-82133343
				李筱筠	010-82254205
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010-82254160	孙菲菲	0755-82133400
左 涛	021-60933164	秦 波	010-66026317	吴美玉	010-82252911
				祝 彬	0755-82131528
基础化工		医药		石油与石化	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-60875160
陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755-82130678	严蓓娜	021-60933165
邱 斌	0755-82130532	陈 栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
				谢鸿鹤	0755-82130646
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	程 峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晨	0755- 82130761
邵 达	0755-82132098				
电子元器件		纺织服装		农业	
		方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82133476	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148				
煤炭		建筑		固定收益	
李 然	010-66026322	邱 波	0755-82133390	李怀定	021-60933152
苏绍许	021-60933144	李遵庆	0755-82133343	高 宇	0755-82133528
陈 健	010-66215566			侯慧娣	021-60875161
				张 旭	010-82254210
				蔺晓熠	021-60933146
				刘子宁	021-60933145
指数与产品设计		投资基金		量化投资	
焦 健	0755-82131822	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
王军清	0755-82133297	黄志文	0755-82133928	董艺婷	021-60933155
彭甘霖	0755-82133259	彭怡萍	0755-82133528	秦国文	0755-82133528
阳 瑾	0755-82131822	刘舒宇	0755-82131822	林晓明	021-60933154
周 琦	0755-82131822	康 亢	010-66026337	赵斯尘	021-60875174
赵学昂	0755-82131822			程景佳	021-60933166
				徐左乾	0755-82133090
				戴 军	

国信证券机构销售团队

华南区			华东区			华北区		
万成水	0755-82133147		盛建平	021-60875169		王立法	010-82252236	
	13923401205			15821778133			13910524551	
	wancs@guosen.com.cn			shengjp@guosen.com.cn			wanglf@guosen.com.cn	
邵燕芳	0755-82133148		马小丹	021-60875172		王晓建	010-82252615	
	13480668226			13801832154			13701099132	
	shaoyf@guosen.com.cn			maxd@guosen.com.cn			wangxj@guosen.com.cn	
林 莉	0755- 82133197		郑 毅	021-60875171		谭春元	010-82254209	
	13824397011			13795229060			13810118116	
	Linli2@guosen.com.cn			zhengyi@guosen.com.cn			tancy@guosen.com.cn	
王昊文	0755-82130818		黄胜蓝	021-60875173		焦 骥	010-82254202	
	18925287888			13761873797			13601094018	
	wanghaow@guosen.com.cn			huangsl@guosen.com.cn			jiaojian@guosen.com.cn	
甘 墨	0755-82133456		刘 塑	021-60875177		李锐	010-82254212	
	15013851021			13817906789			13691229417	
	ganmo@ guosen.com.cn			liusu@guosen.com.cn			lirui2@guosen.com.cn	
			叶琳菲	021-60875178		徐文琪	010-82254210	
				13817758288			13811271758	
				yelf@guosen.com.cn			xuwq@guosen.com.cn	
			孔华强	021-60875170				
				13681669123				