

消费品及服务 - 农业

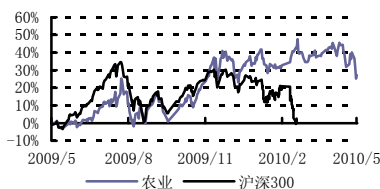
2010 年 5 月 13 日

重要资料

总股本 (百万股)	52.80
流通股 (百万股)	13.20
募集资金总额	469.92
行业 PE (X)	45.64
定价区间 PE (X)	38.9-46.6
第一大股东	张琴
公司网址	http://www.winallseed.com

财务数据	200x	200x	200x
营业收入 (百万)	87.75	122.26	163.62
增长率%	139.0	39.3%	33.8%
净利润 (百万)	14.33	24.57	34.14
增长率%	325.0	71.4%	39.0%
毛利率%	43.8%	44.2%	42.9%
净利率%	16.3%	20.0%	20.7%
ROE	45.9%	44.0%	38.7%
ROA	19.7%	19.2%	17.4%
资产负债率	56.6%	56.0%	54.6%

行业一年期行情比较



表现	1m	3m	12m
农业	-10.51%	-4.13%	27.20%
沪深 300	-15.91%	-13.32%	1.06%

执业证书编号
S1030209090564

梁希民

0755-83199427

liangxm@csc.com.cn

分析师声明

本人, 梁希民, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

具有天然防伪的国家推广超级稻种

— 荃银高科 (300087) 新股定价分析

发行价: 35.6 元 定价区间: 38.9-46.6 元

预测指标	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	163.62	208	261	326
净利润 (百万元)	33.83	43	53	66
每股收益 (元)	0.64	0.81	1.00	1.24
净利润增长率%	38.04%	26.4%	23.4%	24.4%
每股净资产 (元)	1.66	3.54	4.54	5.78
市盈率	66.79	52.78	42.76	34.36
市净率	25.75	12.08	9.42	7.39
PEG	1.75	2.00	1.82	1.41

资料来源: 世纪证券研究所

- 公司要从事高产、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, 是安徽省农业产业化龙头企业。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, 也是全国唯一的防伪型超级稻。公司杂交水稻 2008 年的市场份额占 2.21%, 排名第 6 位。
 - 优质高产杂交水稻的推广应用是实现水稻产量提升的重要途径。由于消费的总量稳步增长以及人均耕地面积的不足, 未来相当一段时期内, 我国水稻供求总体偏紧, 形势不容乐观。国家已明确将“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。
 - 近年公司主导产品的推广面积、市场份额、排名、销售收入和单价都呈现快速增长态势。近三年销售收入复合增长率为 36.55%; 净利润的复合增长率为 53.65%。产品毛利率维持在 42%-44%。预计随着新产品和技术的创新应用投入不断加大, 公司盈利能力将继续稳步提升
 - 募集资金主要用于“高产、优质、广适型两系杂交水稻育繁推产业化”项目。其中包括合肥、海南等育种基地和销售中心等, 进一步加快公司杂交水稻种子育繁推产业化。
 - 盈利预测与估值。预计 2010 年-2012 年公司实现每股收益为 0.81 元、1.00 元和 1.24 元。同行业可比公司 10 年和 11 年的平均估值水平为 45.64 倍和 35.23 倍。考虑到公司作为创业板上市新股, 成长性较好, 股本扩张能力较强, 其合理估值区间应为 38.9 元-46.6 元, 对应 2010 年 PE 水平为 48-57.6 倍。
- 风险提示:** (1) 种子制种的自然风险; (2) 人民币汇率变动风险

公司概况

荃银高科成立于 2002 年 7 月，由安徽荃银禾丰种业有限公司整体变更设立的股份有限公司。截止 2009 年 12 月 31 日，公司的总资产为 1.94 亿元，净资产为 0.88 亿元，资产负债率为 54.6%。

本次 IPO 拟发行股数 1320 万股，发行后总股本 5280 万股，新发行股份约占总股本的 25%。其中，网下发行 260 万股，占发行总数的 19.7%。公司主要股东为 39 个自然人，股权结构较为分散，其中持股 5%以上的股东为张琴等 5 人。发行后，第一大股东张琴的持股比例由 11.7%下降到 8.77%。

Figure 1 发行前后股本情况

股东名称	本次发行前股本结构		本次发行后股本结构	
	数量(万股)	比例 (%)	数量(万股)	所占比例(%)
张琴等 39 名自然人	3,960	100	3,960	75
本次发行流通股	-	-	1,320	25
合计	3,960	100	5,280	100

资料来源：公司招股意向书、世纪证券

Figure 2 前十名股东持股比例

股东名称	持股数量 (万股)	发行前持股比例 (%)	发行后持股比例 (%)
张琴	463.28	11.70	8.77
贾桂兰	338.20	8.54	6.41
陈金节	313.92	7.93	5.95
高健	254.72	6.43	4.82
张筠	203.40	5.14	3.85
张从合	175.48	4.43	3.32
李成荃	172.08	4.35	3.26
唐传道	125.28	3.16	2.37
王合勤	125.28	3.16	2.37
刘家芬	115.20	2.91	2.18

资料来源：公司招股意向书、世纪证券

公司要从事高产、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，是安徽省农业产业化龙头企业。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，也是全国唯一的防伪型超级稻。2008 年，“新两优 6 号”在所有杂交水稻推广品种中排名第 9，公司杂交水稻 2008 年的市场份额占 2.21%，排名第 6 位。

公司杂交水稻种子销售以国内市场为主，国内销售额占比 70%左右，国内市场主要以公司自产种子为主（主要为两系种子）。国际市场主要销往东南亚各国，以外购种子和自产的两系杂交水稻等为主。

Figure 3 公司在行业中的市场占有率和排名

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：公司招股意向书、世纪证券

公司所处行业背景

种子居于农业生产链条的最上端，良种对农作物增产和改善品质起着至关重要的作用。种业在欧美发达国家属于较为成熟的产业，已发展成集科研、生产、加工、销售、技术服务于一体的相当完善、颇具活力的可持续发展的产业体系。

（1）国际种业概况

世界种子市场价值逐年增加，从 1996 年的 300 亿美元增加到 2006 年的 340 亿美元。种子市场价值最大的是美国，达到 70 亿美元，其次是中国、法国、日本、巴西、印度、德国等。2006 年营业额超过 1 亿美元的种子公司有 18 家，其中 4 家公司营业额超过 10 亿美元。

进入 21 世纪以来，通过兼并重组，世界种业发展出现集中化、多元化、国际化的趋势。此外，国际种业巨头特别注重生物技术的开发应用，生物技术已成为当今国际种业巨头间高科技竞争的制胜点，也非常重视生物能源的开发应用，包括新型能源植物物种的发掘、能源作物新品种的选育、利用基因工程技术提高能源植物的产量等。

Figure 4 2006 年营业额超过 1 亿美元的种子公司

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 PineLand	美国	3.78	InVivo	法国	1.16

资料来源：公司招股意向书、世纪证券

(2) 我国种业概况

加入 WTO 和《种子法》实施以后，中国种业呈现空前繁荣局面。目前我国农作物种子常年用种量大约在 100 多亿公斤，其中杂交玉米、杂交水稻、蔬菜、转基因棉花种子等基本实现了商品化。在种子国际贸易方面，2001 年以来，我国进口农作物种子 6 万多吨，与此同时种子出口量也在增加，从 2005-2008 年，种子出口量分别为 1.8 万吨、2.6 万吨、2.9 万吨和 3 万吨。目前出口的种子除了为国外企业代繁代制各类种子以外，主要是杂交水稻种子，世界上有 40 多个国家和地区引进种植，尤其深受东南亚一带国家的欢迎。

目前我国种业发展的特点表现为：1) 产业化与市场化进程加快；2) 种业市场容量快速增加，玉米、稻谷、蔬菜种子约占市场总容量的 70%；3) 产业集中度不断提高，从中国种业 50 强企业的经营额来看，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接近全国市场份额的 20%；4) 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。10 多年里，如孟山都、杜邦先锋、先正达等均在我国设立了公司，农业部共发放外商投资种子经营许可证 76 个。

(3) 未来发展潜力

作为农业大国，我国种子行业具有巨大、稳定的市场需求。2008 年我国耕地保有量人均不足 1.4 亩，为世界平均水平的 40%。粮食的增产增收，

成为确保国家粮食供给安全的根本途径。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。

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。自 2004 年以来，我国水稻生产已实现连续五年增产，基本实现了供需平衡，但未来相当一段时期内，我国水稻供求总体偏紧，形势不容乐观。一是消费总量稳步增长。预计 2015 年，全国人口将达到 13.90 亿，按 2005 年人均消费稻谷 140 公斤测算，总消费量将达到 1.95 亿吨。二是稳定供给压力加大。若按 2007 年稻谷总产与 2015 年稻米消费量比较，将存在 900 万吨左右的缺口。因此，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。

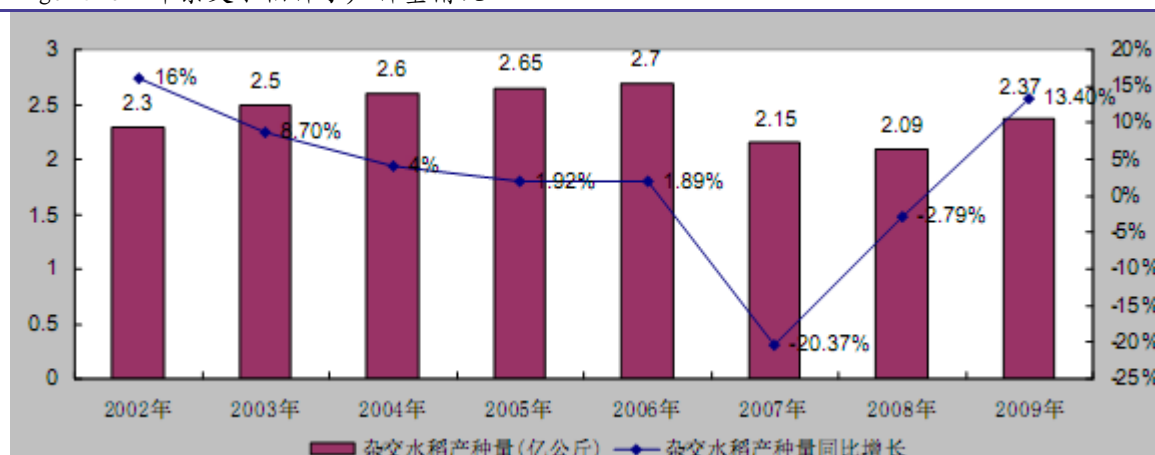
Figure 5 1998-2008 年我国稻谷播种面积和产量一览表（单位：千公顷，千克/公顷，万吨）

年份	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
面积	31214	31284	29962	28812	28202	26508	28379	28847	29295	28920	29400
单产	6366	6345	6272	6163	6189	6061	6311	6260	6232	6433	6473
总产	19871	19849	18791	17758	17454	16006	17909	18059	18257	18603	19300

数据来源：1998-2006 年来源农业部《2007 年中国农业发展报告》，2007 年来源农业部《水稻优势区域布局规划》，2008 年来源国家粮油信息中心。

资料来源：公司招股意向书、世纪证券

Figure 6 年杂交水稻种子产种量情况



资料来源：公司招股意向书、世纪证券

国外市场发展空间巨大。全球每年的水稻种植面积约为 1.1 亿公顷。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。目前，国外杂交水稻的推广面积目前尚不足 2%。如果能够成功的打开国外的杂交稻种市场，我国的杂交稻种产业将有望迎来持续、高速的增长。

公司主营业务分析

公司水稻种子主打品种是“新两优 6 号”，该品种 2006 年 8 月获得“国家首批超级稻示范推广品种”认定后，推广面积、市场份额、排名、销售收入和单价都呈现快速增长态势。目前公司已经形成以“新两优 6 号”为代表的知名度较高、全国性推广品种为核心，其他品种有益补充的产品多样化结构。

Figure 7 “新两优 6 号”的推广面积和市场占有率

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)	23935	8.82%	21995	-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 (%)	1.49	—	1.25	—	0.82	—
“新两优 6 号”在所有品种中的排名	9	—	10	—	18	—

Figure 8 主导品种价格呈现上升趋势

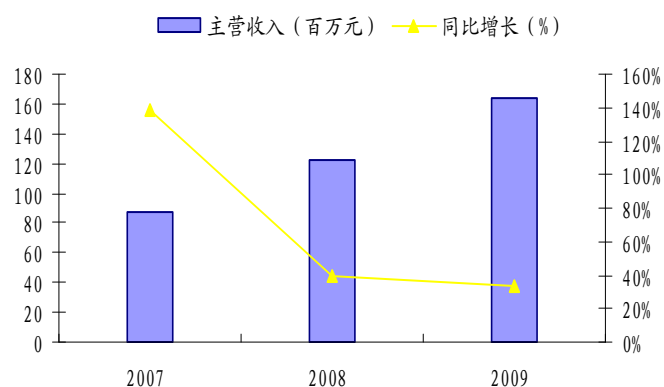
产品售价	2009 年度	2008 年度	2007 年度
新两优 6 号	25.68	22.13	20.58
新两优香 4	23.78	21.87	21.88
农丰优 909	14.77	13.68	14.19
新优 188	14.66	13.83	14.25
全部自产种子的平均价格	20.77	20.54	19.33

资料来源：公司招股意向书、世纪证券

公司近三年收入和净利润增幅较大，销售收入复合增长率为 36.55%；净利润的复合增长率为 53.65%。产品毛利率维持在 42%-44%的水平。

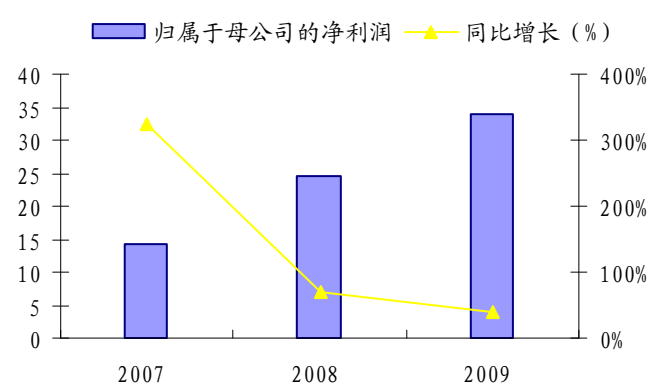
公司业绩持续增长的源动力主要来自水稻种子在种植过程中表现出的优良农艺性状以及创新的“公司+经销商+农技推广部门”三方参与、良种良法相配套的种子推广服务。预计随着新产品和技术的创新应用投入不断加大，公司盈利能力将继续稳步提升。

Figure 9 公司销售收入增长



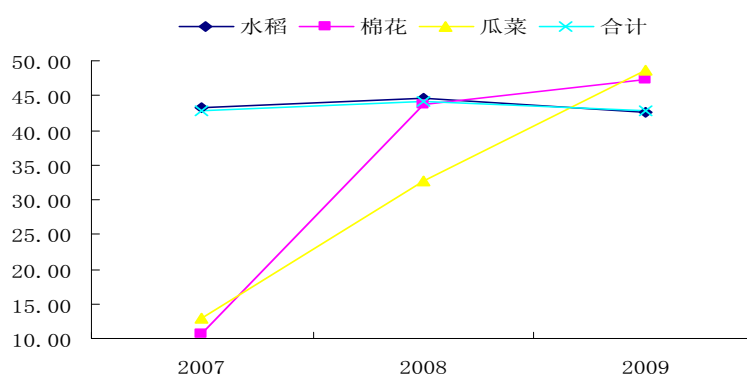
资料来源：公司招股意向书、世纪证券

Figure 10 公司净利润增长



资料来源：公司招股意向书、世纪证券

Figure 11 公司主要产品毛利率



资料来源：公司招股意向书、世纪证券

公司竞争力分析

科研创新优势

公司作为安徽省高新技术企业，农业产业化龙头企业，现有国家级和省级审定的种子品种 19 个（其中包括杂交水稻品种 16 个，杂交油菜品种 1 个，杂交棉花品种 2 个）。杂交水稻生产线完善，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”。

品牌和质量优势

公司经过多年经营，在我国主要水稻产区逐步建立了稳定的市场基础，“荃银”系列的杂交水稻品种得到了广大粮农的认可。其中具有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，可有效防止被假冒的风险。同时，公司为了能够提高种子质量的稳定性，在不同生态地区都布局了种子生产基地，这种合理的分散布局，大大降低了种子的生产中所遭受的气候风险，使得产品质量更为稳定。

营销服务创新优势

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，以“企业搭台、政策引导、农技跟进、农民获益”的形式，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，开放性地融合企业、农业技术推广服务体系、种子经销商和农户，乃至下游的稻米深加工企业，构建起从种植到加工、渠道到品牌、多方共赢的平台，为使公司持续发展提供了广阔的成长空间。

Figure 12 公司主要产品及特点

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	参加国家两年区试，平均亩产 572.39 公斤，比对照 II 优 838 增产 5.71%	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		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
新优 188	熟期适中，产量较高，米质优	三系晚籼稻	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%	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	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

资料来源：公司招股意向书、世纪证券

募集资金投向分析

公司拟募集资金主要用于“高产、优质、广适型两系杂交水稻育繁推产业化”项目，其中包括合肥、海南等育种基地和销售中心等。该募投项目是根据公司长远的规划“立足合肥，面向安徽，走向全国，跻身世界”而制定的为加快公司杂交水稻种子育繁推产业化的系统工程。

项目总投资额 10,030.46 万元，项目达产后将新增杂交水稻种子 720 万公斤，其中，新两优 6 号约为 390 万公斤，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）。

Figure 13 募集资金项目

项目名称	总投资额	使用募集资金量
高产，优质，广适型两系杂交水稻育繁推产业化	10,030.46	10,030.46
其他与主营业务相关的营运资金	-	-

资料来源：公司招股意向书、世纪证券

Figure 14 募集资金子项目

合肥市育种及展示中心	建设以“合肥总部”为战略指挥中心的品种研发和新品种宣传展示基地，提升公司品牌形象和市场影响力，经营竞争力
海南省育种繁殖基地	充分利用热带气候的优势，对合肥育种中心功能加以完善和扩充，提升公司科研育种能力
荆州销售中心	计划以荆州为中心，辐射和带动周边区域杂交水稻种子市场的渗透于扩张，扩大市场销售规模，进一步降低生产和销售成本
合肥种子精加工及仓储中心	解决公司产能不足制约发展的“瓶颈”问题，进一步巩固并提高在安徽省及周边地区杂交水稻种子的市场地位

资料来源：公司招股意向书、世纪证券

盈利预测

基本假设：

(1) 公司按照其战略目标顺利发展，即“争取到 2012 年实现‘335’经营目标，即年销售杂交水稻种子 3000 万斤、营业收入 3 亿元、利税总额 5000 万元，力争公司杂交水稻良种在安徽省的市场占有率达到 20%，全国市场占有率达到 5%”。

(2) 公司自营水稻种子价格未来三年有上升趋势，但考虑到种子生产

成本提高且出口种子的收入比例将上升（出口种子的毛利率低于国内种子）等因素，预计未来三年水稻种子毛利率保持在 43% 的水平。

Figure 15 盈利预测

项目 (单位: 百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
一、营业利润					
营业收入	122	164	208	261	326
减: 营业成本	68	93	118	148	185
减: 营业税金及附加	2	0	1	2	1
减: 营业费用	18	22	29	36	45
减: 管理费用	10	14	17	22	27
减: 财务费用	1	1	0	0	1
加: 投资净收益	0	0	0	0	0
加: 其他	0	0	0	0	0
营业利润	24	31	42	52	65
二、利润总额					
加: 营业外收入	2	4	3	3	3
减: 营业外支出	0	0	0	0	0
加: 其他	0	0	0	0	0
利润总额	26	35	44	54	68
三、净利润					
减: 所得税	1	1	1	1	1
加: 未确认的投资损失	0	0	0	0	0
加: 其他	0	0	0	0	0
净利润	25	34	43	53	66
四、归属于母公司所有者净利润					
减: 少数股东损益	0	0	0	0	1
加: 其他	0	0	0	0	0
归属母公司净利润	25	34	43	53	66
五、股利分配					
总股本	30	40	53	53	53
EPS (摊薄、元)	0.46	0.64	0.81	1.00	1.24

资料来源: 公司招股意向书、世纪证券

预计 2010 年-2012 年公司实现每股收益为 0.81 元、1.00 元和 1.24 元。

估值及投资评级

合理估值区间为 38.9 元-46.6 元，对应 10 年的 PE 水平为 48-57.6 倍。

同行业可比公司 10 年和 11 年的平均估值水平为 45.64 倍和 35.23 倍。

考虑到公司作为创业板上市新股，成长性较好，股本扩张能力较强，其合理估值区间应为 38.9 元-46.6 元，对应 2010 年 PE 水平为 48-57.6 倍。

Figure 16 估值比较

代码	公司	EPS		PE		股价
		2010	2011	2010	2011	
002041	登海种业	1.06	1.59	44.91	29.94	47.60
600354	敦煌种业	0.48	0.60	0.90	31.45	18.87
000998	隆平高科	0.19	0.33	115.79	66.67	22.00
000713	丰乐种业	0.42	0.59	28.95	20.61	12.16
600371	万向德农	0.30	0.36	38.80	32.33	11.64
002385	大北农	0.93	1.36	44.47	30.41	41.36
平均		0.56	0.81	45.64	35.23	
00087	荃银高科	0.81	1.00			

资料来源：公司招股意向书、世纪证券

风险因素分析

- (1) 种子制种的自然风险；
- (2) 人民币汇率变动的风险。

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的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征价。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。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.