

两系杂交稻新星 出口、营销领先

——荃银高科（300087）调研快报

2010 年 7 月 23 日

推荐/首次

农林牧渔

调研快报

银国宏 S1480207120048

联系人：王昕 农林牧渔行业分析师 010-66507312 MSN: wangxin200810@hotmail.com

事件：

近期我们拜访了位于安徽合肥的荃银高科，就公司各项业务的发展与相关领导进行了沟通。

1 公司过硬的技术是保持其高成长的源泉

种子作为农业上游且具有很高科技含量的行业，其技术水平的高低关系农民增产增收和国家粮食安全，发达国家良种的贡献率约 50%，而我国目前仅 40%左右，未来良种研发与推广将不仅是国家粮种政策的主要内容而且也将是种业企业保持可持续发展的源泉。

公司是我国籼型两系超级稻种子的主要供应商之一，自设立以来坚持走“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，储备了较为丰富的杂交水稻种质，目前已取得 1 项国家发明专利；9 个植物新品种权申请通过农业部审查；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。09 年公司通过南方稻区区试和生产试验的品种共有 8 个，高于主要的水稻公司（隆平高科 6 个、丰乐种业 4 个）。

表 1：2006-2008 年公司参加区试和国审情况

品项	数量	占安徽参试品种总数	占全国参试品种总数
参加国家长江中下游杂交水稻联合区域试验	11 个	27%	1.70%
通过国审的杂交水稻品种	4 个	44.40%	2.30%

资料来源：招股说明书、东兴证券

表 2：主要竞争对手和公司新选育杂交水稻品种参加 2009 年南方稻区国家区试情况

	隆平高科	丰乐种业	金色农华	湖北种子集团	四川国豪	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：招股说明书、东兴证券

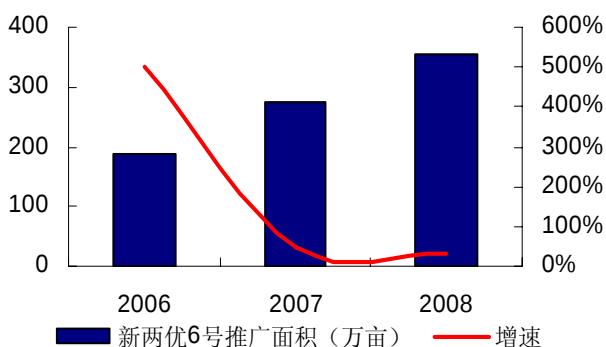
2 近年来两系稻推广面积显著增加，公司两系稻新两优 6 号是未来增长的关键点

两系法杂交稻是我国独创的育种新技术，与三系法相比具有产种简便、优良组合的机率和产量大、米质优的特点，籼型杂交水稻的主栽区长江中下游稻区（湖北、湖南、江西、安徽、江苏和浙江）目前虽仍以三系稻为主，但两系组合的推广面积及所占比率呈现逐步提高的趋势。2001-2007 年，长江中下游稻区两系组合推广面积从 1500 万亩增长至 2955 万亩，增长了 97%，复合增长率达 12%；三系组合推广面积从 12855 万亩降至 9968 万亩，下降了 22%，公司作为两系稻代表企业未来随着推广面积的增大其产销将有所增长。

公司主导产品新两优 6 号于 2005 年通过安徽省区域品种审定之后开始产业化进程，2006 年被农业部列入第一批超级稻推广品种。其推广面积从 06 年的 187 万亩增长至 08 年的 356 万亩，增幅达 90%；市场占有

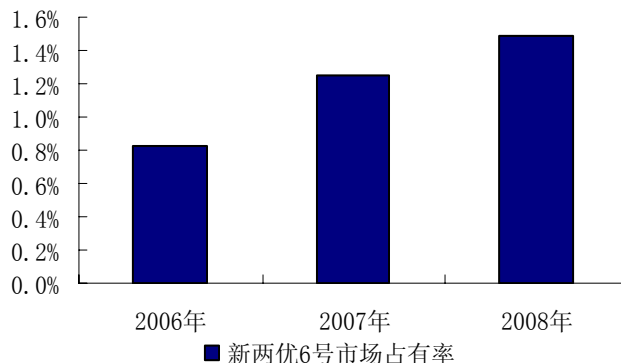
率从 06 年的 0.82% 提高至 08 年的 1.49%；在所有品种中的排名由 18 位升至第 9 位。新两优 6 号 09 年销量占全部品种的 52%，我们认为其高成长性是公司保持快速增长的关键，未来推广面积可保持 20% 左右增速。另外新两优 106 目前处于示范推广期，近年增速也很快，有望成为晚稻产品中的“新两优 6 号”，潜力不可小觑；公司为满足不同地区需要，近年也在推广三系稻品种种植，未来将呈现新两优 6 号为主，其余品种百花齐放的格局。

图 1：新两优 6 号推广面积及增速



资料来源：招股说明书，东兴证券

图 2：新两优 6 号市场占有率



资料来源：招股说明书，东兴证券

表 3：与新两优 6 号可比的其他公司品种

公司名称	品种	08 年推广面积（万亩）	主要分布
	国审 Y 两优 1 号	113	
湖南隆平高科	国审两优 0293	86	湖南、安徽
安徽丰乐种业	丰两优 1 号	551	安徽、湖北和广西
北京金色农华	扬两优 6 号	549	湖北、安徽、河南及江西
公司	新两优 6 号	356	安徽等

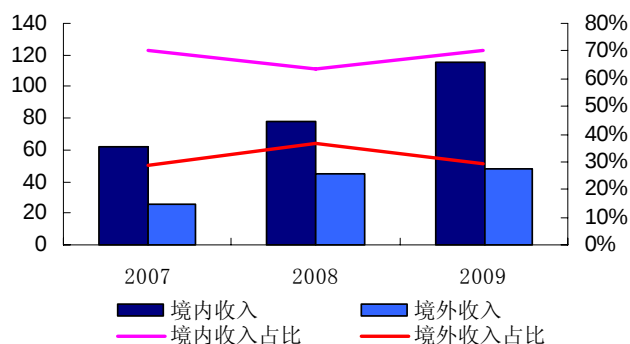
资料来源：招股说明书，东兴证券

3 水稻种子出口量位居全国前三是公司与众不同的亮点

全世界种植水稻的国家有 110 多个，除我国外目前全球每年水稻种植面积有 1.1 亿公顷，而国外杂交水稻的推广面积尚不足 2%。我国在杂交水稻领域处于世界领先地位，目前国内现有杂交水稻组合在越南、孟加拉、印度、印度尼西亚、巴基斯坦、缅甸等国家可直接种植，对其他东南亚、南亚、南美等产稻国家还缺少适用的组合，这些地区都是潜在的市场，未来在保障国家利益和国家粮食安全的前提下，我国杂交水稻种子的国际市场非常广阔（2005-2008 年我国种子出口量为 1.8 万吨、2.6 万吨、2.9 万吨和 3 万吨）

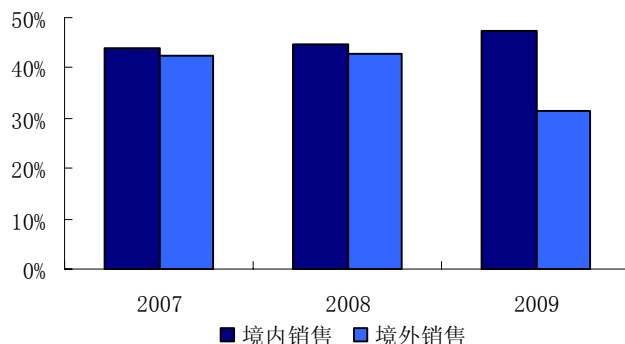
07-09 年公司境外收入位 25.32 百万元、44.5 百万元和 47.83 百万元，占全部收入的 29%、36%和 29%，根据海关统计公司水稻种子出口量位居全国前三，我们认为出口业务领先是公司区别于其他种业公司的一大特色，预计今年收入占比仍会维持在 30%左右。07-09 年境外销售毛利率为 42%、43%和 31%，造成毛利率波动主要是因为出口销售是在制种前谈价格，而制种中可能因气候等原因增加成本进而影响最终毛利率。考虑到这一点，我们认为公司将加大自有品种的出口，因为自有品种具有唯一性可享受一定的定价权，未来自有品种的出口比例保持在 50-60%的水平。

图 3：新两优 6 号推广面积及增速



资料来源：招股说明书，东兴证券

图 4：新两优 6 号市场占有率



资料来源：招股说明书，东兴证券

4 企业+农技推广+经销商的联合销售体系，分散式股权激励结构是公司管理销售的独特之处

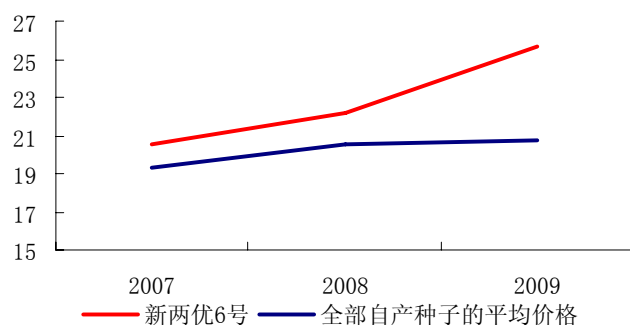
公司通过机制创新将企业、农技推广部门、经销商结合在一起，以“企业搭台、政策引导、农技跟进、农民获益”的形式，建设公司多方参与的市场营销体系和良种推广服务体系，真正实现“育繁推”一体化，改变了种业企业“重销售、轻服务”的现状，开放性地融合企业、农业技术推广服务体系、种子经销商和农户乃至下游的稻米深加工企业，构建起从种植到加工、渠道到品牌、多方共赢的平台，为使公司持续发展提供了广阔的成长空间。08 年 09 年公司在省内 9 个县区试点，结果表明开展此销售体系的地区比没有开展的地区销量增长近 50%，我们预计未来这种三方参与模式将在省内加大力度，短期内暂不会省外拓展。

公司股权结构较为分散，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和合理性。我们了解到公司平均工资水平高于行业其他企业，对技术人员亦有偏重，这也体现出公司以科技为本，创新销售与激励体制联合的管理思路。

5 成本推动与粮食收购价上涨背景下，杂交稻种价格可能上涨

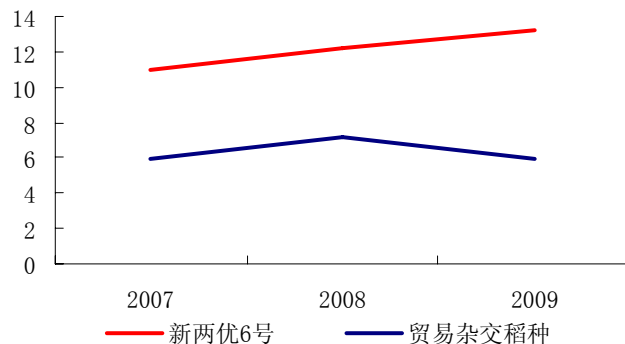
2007-09 年新两优 6 号售价从 20.58 元/公斤涨至 25.68 元/公斤，涨幅达 25%；全部自产种子平均售价从 19.33 元/公斤涨至 20.77 元/公斤，涨幅为 7%。从成本方面看新两优 6 号从 07 年的 10.94 元/公斤涨至 09 年的 13.2 元/公斤，涨幅为 21%，可见种子价格的上涨很大一部分来源于成本的增加。我们认为在 09 年杂交稻制种成本、运输及加工等成本普遍上涨的基础上，再加上粮食收购价格上涨背景下，2010 年杂交稻种市场价格涨幅可能在 10-15% 左右。

图 5：新两优 6 号与自产种子产品价格



资料来源：招股说明书，东兴证券

图 6：新两优 6 号与贸易种子成本价格



资料来源：招股说明书，东兴证券

6 种子行业整合势在必行，公司作为大型企业将受益

我国境内共有持有种子生产经营许可证企业 760 多家，种子零售商 18 万个，但 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%。我们种子企业面临总量大、规模小，技术含量高的大型种业公司少的困境，我们认为出于粮食安全和种业健康发展考虑，未来行业整合势在必行，提高准入门槛限制小企业无序竞争和提高大型企业科研水平将是行之有效的做法，公司作为两系杂交稻龙头将受益行业整合，获得可持续发展。

结论：

公司作为我国籼型两系超级稻种子的主要供应商之一，拥有多项植物新品种权和专利，较为丰富的杂交水稻种质储备为公司长久发展提供了技术源泉。在两系稻种植面积复合增长 12% 下，公司作为两系稻代表企业未来随其推广面积的增大，产销将有所增长，其中主导产品新两优 6 号在推广面积 20% 左右增速下将成为公司快速增长的引擎，辅之精品晚稻新两优 106 和新开发的三系稻品种，公司将呈多品种百花齐放格局。国外杂交水稻推广面积不足 2%，尤其是东南亚市场潜力巨大，公司作为国内杂交稻出口前三的企业，未来将加大毛利率较高的自有品种出口，境外业务将保持 30% 以上占比。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，目前在省内试点已取得良好收效，未来将加强省内实施力度。我们认为在成本推动和粮食收购价格上涨背景下，种子价格可能有 10-15% 的涨幅，同时在行业整合力度加大和扶持大型种业企业思路下，公司将所有受益，看好公司的长期发展。我们预计 2010 和 2011 年 EPS 为 0.81 元和 1.09 元，对应 PE 为 41 倍和 31 倍，给予推荐评级。

表 4：公司盈利预测

万元	2008A	2009A	10E	11E
营业收入	122.26	163.62	209.86	277.34
(+/-)%	39.33%	33.83%	28.26%	32.16%
经营利润（EBIT）	24.34	31.10	43.57	59.32
(+/-)%	44.13%	27.78%	40.10%	36.16%
净利润	24.51	33.83	42.83	57.74
(+/-)%	71.01%	38.04%	26.58%	34.81%
每股净收益（元）	0.68	0.88	0.81	1.09

资料来源：东兴证券

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，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。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自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为东兴证券股份有限公司研究所所有，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。如引用发布，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。东兴证券股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

行业评级体系

公司投资评级:

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。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。