

湘财证券研究所

农林牧渔研究小组

于青青

Tel: 021-68634518-8306

 E-Mail: yqq2836@xcsc.com

徐广福

Tel: 021-68634518-8626

 E-Mail: xgf2388@xcsc.com

投资要点

- **新两优六号进入快速推广期** 目前新两优 6 号是公司的主打产品，2009 年，新两优 6 号的收入占到公司水稻业务收入的 55.90%，毛利则占到 63.71%。2006 年新两优 6 号的推广面积为 187 万亩，在行业排名 18 位。2008 年新两优 6 号的推广面积已经达到了 356 万亩，推广面积增长了 90.37%，而行业排名也跃居到第 9 位。
- **研发能力保证公司持续高成长** 目前公司科研人员占到公司总人数的三分之一，公司每年在科研经费投入占到公司总营业收入 3% 左右，在同类种子企业中名列前茅。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，占安徽省参加品种总数的 27%，占全国参试品种总数的 1.7%。同期，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%。公司新选育的杂交水稻品种中有 8 个品种参加了 09 年南方稻区国家区试，其中有 5 个处于区域试验阶段，有 3 个已处于生产试验阶段，预计 10 年即可通过审定。
- **三位一体的营销模式** 公司创造性的建立了“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模式。该种模式使公司、经销商和农技推广部门充分发挥各自的优势，从而带动销量的增加。该模式 08 年开始实施，实施当年，签订协议的县（区）销量平均增幅达 50%。截至目前，公司共与安徽省内 20 个县（区）签订了协议。我们认为随着此种创新营销模式的完善和深入，能够有望保障未来公司种子销量的快速增长。
- **快速增长的国外市场** 公司积极拓展海外市场，与东南亚多个国家和地区建立了贸易合作关系，累计出口杂交水稻 860 多万公斤，使“荃银”系列杂交水稻良种在东南亚地区享有一定声誉。2009 年公司杂交水稻出口量为 296.91 万公斤，营业收入为 4351.66 万元，分别较 07 年增长了 27.05% 和 81.19%。考虑到东南亚对杂交水稻种子的需求仍存在巨大的空间，所以未来公司出口业务有望维持快速增长。
- **盈利预测** 我们预计公司 10 年、11 年和 12 年公司营业收入分别为 2.23 亿元、2.69 亿元和 3.19 亿元，净利润分别为 0.47 亿元、0.57 亿元和 0.69 亿元。对应的 EPS 分别为 0.90 元、1.08 元和 1.30 元，我们首次给予公司“增持”评级。
- **风险提示** 恶劣的天气环境、种子价格大幅下跌

盈利预测

单位：百万元

	2009A	2010E	2011E	2102E
营业收入	164	223	269	319
增长率 YOY	34.43%	35.69%	20.98%	18.63%
净利润	34	47	57	69
增长率 YOY	38.78%	40.69%	20.71%	19.88%
EPS（元）	0.64	0.90	1.08	1.30

新两优 6 号进入快速推广期

荃银高科主要从事高产、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，是安徽省农业龙头企业。

2007—2009 年公司的营业收入从 0.87 亿元增加到 1.63 亿元，毛利由 2786 万元上升到 6965 万元，复合增长率分别为 36.6%和 35.10%。2009 年公司水稻业务收入占公司总收入 95.35%，毛利则占到总毛利的 96.20%。

图 1 07 年-09 年公司营业收入和毛利情况

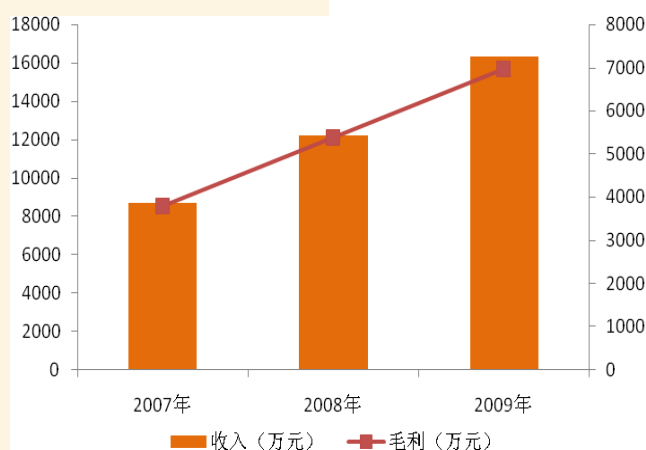
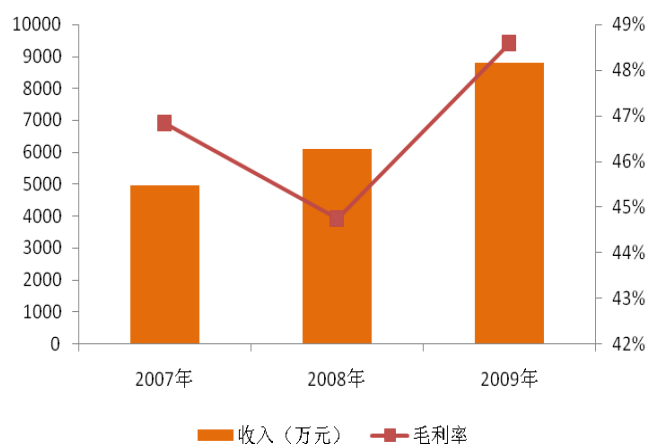


图 2 新两优 6 号营收和毛利率情况



数据来源：湘财证券研究所

新两优 6 号目前是公司的主打产品，2009 年，新两优 6 号的收入占到公司水稻业务收入的 55.90%，毛利则占到 63.71%。新两优 6 号是农业部 2006 年通过的第一批超级稻推广品种，具有单产高、抗病性好、口感优于一般籼稻的特点，天然的褐色防伪种子也为农民买到优质种子提供了保障。2006 年新两优 6 号的推广面积为 187 万亩，在行业排名 18 位。2008 年新两优 6 号的推广面积已经达到了 356 万亩，推广面积增长了 90.37%，而行业排名也跃居到第 9 位。

表 1 公司行业竞争力不断提升

年度	公司市场份额	公司行业排名	新两优 6 号推广面积 (万亩)	新两优 6 号市场份额	新两优 6 号行业排名
2007 年	0.85%	23	187	0.82%	18
2008 年	1.81%	8	284	1.25	10
2009 年	2.21%	6	356	1.49%	9

数据来源：招股说明书，湘财证券研究所

表 2 新两优 6 号盈利能力预测

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
制种面积 (万亩)	2.3	2.5	2.8	3	3.3	3.8

每亩单产（公斤/亩）	150	150	150	150	150	150
产量（万公斤）	341.42	368.79	388.42	450	495	570
销量（万公斤）	240.61	275.22	342.05	416	465.2	537
库存（万公斤）	100.81	194.38	240.75	274.75	304.55	337.55
产销率（%）	70.47%	74.63%	88.06%	92.44%	93.98%	94.21%
销售价格（元/公斤）	20.58	22.13	25.68	29.52	31.92	33.51
收入（万元）	4951.75	6090.62	8783.84	12280.32	14849.18	17659.77
单位成本（元/公斤）	10.94	12.23	13.20	14.75	15.52	16.18
总成本（万元）	2632.27	3365.94	4515.06	6136.00	7219.90	8526.86
总毛利（万元）	2319.48	2724.68	4268.78	6144.32	7629.28	9132.91
毛利率（%）	46.84%	44.74%	48.60%	50.03%	51.38%	51.72%

数据来源：湘财证券研究所

研发能力保证公司持续高成长

研发一直是种子企业的核心所在，一个企业是否能够持续高成长，研发是关键性原因。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。目前公司拥有一支 30 多人（占到公司总员工数三分之一）的专业结构相对合理，学历和学术水平较高、“老中青”结合的科研队伍。公司每年在科研经费投入占到公司总营业收入 3% 左右，在同类种子企业中名列前茅。

图 3 07 年-09 年公司研发费用的投入

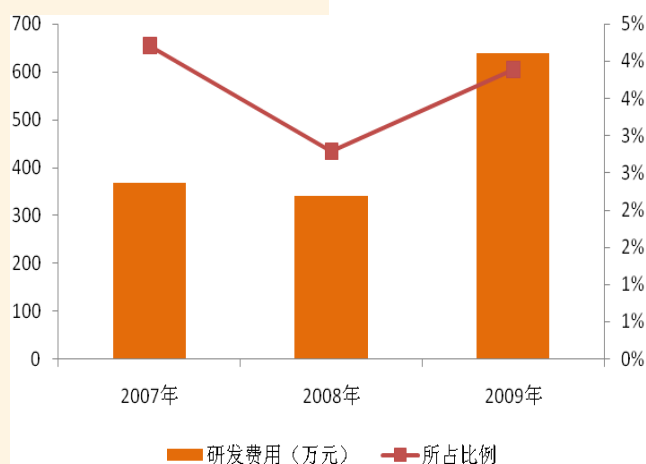
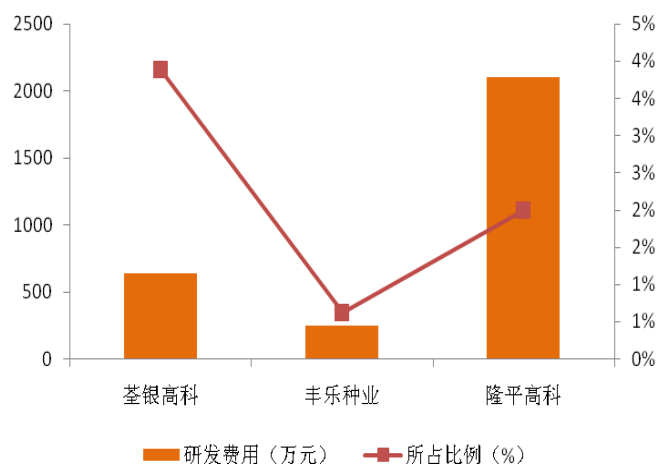


图 4 公司研发费用在同类企业中名列前茅



数据来源：湘财证券研究所

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,占安徽省参加品种总数的 27%,占全国参试品种总数的 1.7%。同期,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%。

公司新选育的杂交水稻品种中有 8 个品种参加了 09 年南方稻区国家区试,其中有 5 个处于区域试验阶段,有 3 个处于生产试验阶段。正常情况下,在各省表现优秀的品种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。从 09 年公司参加国家区试的情况来看,10 年公司可能会有 3 个新品种通过审定。

表 3 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	荃银高科
区域试验	4	4	2	0	1	5
生产试验	2	0	1	0	0	3

数据来源：湘财证券研究所

三位一体的创新营销模式

公司围绕“立足安徽，面向全国，跻身世界”，建立健全国内市场网络。目前公司在安徽、江苏、湖北等16个省（市、区）建立了布局较为合理的营销网络。

图 5 公司在 16 省（市、区）布局较为合理的营销网络



数据来源：湘财证券研究所

公司除了完善了营销网络的建设，还创造性的建立了“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模式。该种模式使公司、经销商和农技推广部门充分发挥各自的优势，从而带动销量的增加。

表 4 三方各自优劣势

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

数据来源：招股说明书，湘财证券研究所

表 5 三方各自的职责

参与方	职责
公司	向经销商统一提供良种；制定高产栽培技术方案，督促农技推广部门；兑现农技推广不么和经销商的补助及奖励。
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。
农技推广部门	向农户推荐和介绍企业优良品种；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。

数据来源：招股说明书，湘财证券研究所

该模式将企业、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。该模式自2008年实施以来，各县（区）响应积极，效果显著，当年就与安徽省内8个县（区）签订了协议，销量平均增幅达50%。截至目前，公司共与安徽省内20个县（区）签订了协议。我们认为随着此种创新营销模式的完善和深入，能够有望保障未来公司种子销量的快速增长。

国外市场增长迅猛

1995 年以来，联合国粮农组织为了支持解决低收入、粮食短缺国家的粮食安全问题，以国际水稻研究所牵头，成立了以中国、印度、越南、印尼、缅甸、泰国、孟加拉、菲律宾、斯里兰卡、柬埔寨等十国杂交水稻推广协作网。这为杂交水稻在世界的研究推广提供了良机 and 条件。目前，世界上有 20 多个国家研究和引进中国杂交水稻，2007 年已达 200 万公顷(不包括中国)。推广应用的国家有印度、越南、印尼、巴基斯坦、缅甸、泰国、孟加拉、菲律宾、斯里兰卡、老挝、柬埔寨、韩国、马来西亚等国。

公司抓住了国外市场的机会，积极拓展海外市场，与孟加拉、巴基斯坦和印尼等东南亚多个国家和地区建立了贸易合作关系，累计出口杂交水稻 860 多万公斤，使“荃银”系列杂交水稻良种在东南亚地区享有一定声誉。2007 年公司杂交水稻出口量为 233.70 万公斤，收入为 2401.75；2009 年公司杂交水稻出口量为 296.91 万公斤，营业收入为 4351.66 万元，分别较 07 年增长了 27.05%和 81.19%。考虑到东南亚对杂交水稻种子的需求仍存在巨大的空间，所以未来公司出口业务有望维持快速增长。

图 6 公司海外的营销网络

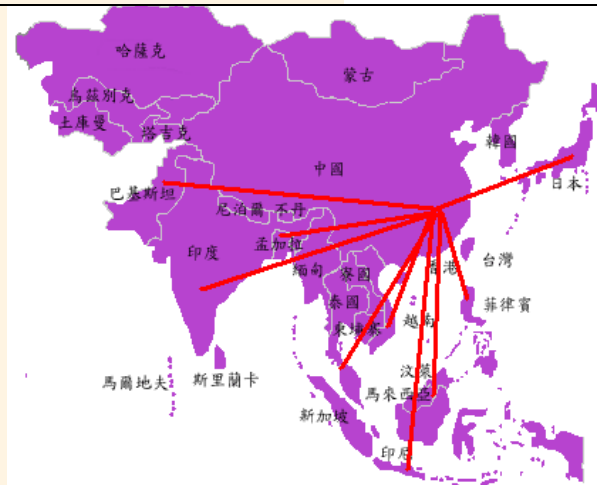
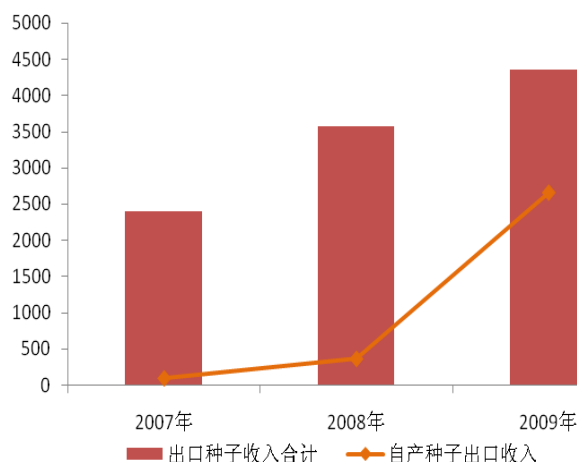


图 7 07-09 年公司出口业务快速增长



数据来源：湘财证券研究所

估值与盈利预测

我们预计公司 10 年、11 年和 12 年公司营业收入分别为 2.23 亿元、2.69 亿元和 3.19 亿元，净利润分别为 0.47 亿元、0.57 亿元和 0.69 亿元。对应的 EPS 分别为 0.90 元、1.08 元和 1.30 元。考虑到公司未来的成长性，我们首次给予公司“增持”评级。

表 6 分业务销售预测

		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
新两优 6 号	收入（百万元）	50	61	88	123	148	177
	成本（百万元）	26	34	45	61	76	91
	毛利（百万元）	23	27	43	61	76	91
	毛利率（%）	46.8%	44.7%	48.6%	50.03%	51.38%	51.72%
其他自产水稻种子	收入（百万元）	13	20	48	66	83	100
	成本（百万元）	8	10	29	42	50	60
	毛利（百万元）	4	10	19	24	33	40
	毛利率（%）	35.4%	48.3%	39.6%	36.2%	39.5%	39.7%
贸易水稻种子	收入（百万元）	23	33	21	25	28	31
	成本（百万元）	14	19	16	18	20	22
	毛利（百万元）	10	14	5	7	7	8
	毛利率（%）	41.9%	41.7%	25.1%	26.52%	26.88%	27.02%
其他业务	收入（百万元）	2	8	6	8	10	12
	成本（百万元）	1	5	3	5	5	6
	毛利（百万元）	0.4	3	3	4	5	5
	毛利率（%）	23.6%	38.4%	44.4%	44.6%	45.6%	46.3%
合计	收入（百万元）	87.2	122.0	163.6	222.53	269.23	319.38
	成本（百万元）	49.3	68.2	93.4	125.89	151.82	179.39
	毛利（百万元）	37.8	53.8	69.7	96.65	117.41	139.98
	毛利率（%）	43.4%	44.1%	42.7%	43.43%	43.61%	43.83%

数据来源：湘财证券研究所

表 7 盈利预测表

利润表	单位: 百万元					
会计年度	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	88	122	164	223	269	319
营业成本	49	68	94	126	152	179
营业税金及附加	0.00	1.80	0.10	0.10	0.20	0.30
营业费用	14.40	17.60	22.00	29.60	35.54	42.16
管理费用	7.30	9.70	13.90	18.47	22.08	26.19
财务费用	0.40	0.50	0.70	0.67	0.67	0.70
资产减值损失	0.10	0.00	2.30	1.00	1.00	1.00
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资净收益	1	0	0	0	0	0
营业利润	17.40	24.30	31.00	46.81	57.92	69.63
营业外收入	0.20	1.60	4.20	3.00	2.00	2.00
营业外支出	0.10	0.30	0.40	1.00	1.00	1.00
利润总额	17.50	26	35	49	59	71
所得税	2.7	1.1	0.8	1.0	1.2	1.4
净利润	14.80	25	34	48	58	69
少数股东损益	0	0	0	0	1	1
归属母公司净利润	15	24	34	47	57	69
EPS (元)	0.28	0.46	0.64	0.90	1.08	1.30

数据来源：湘财证券研究所

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。