

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

- **水稻种子迎来行业春天** 我们认为水稻种子行业将会是给我们带来不断超预期的行业。我们认为未来仅靠农化来实现粮食增产来解决世界粮食危机的可能性较小，而良种则可能成为关键性要素；随着我国杂交水稻种子的去库存化的完成和 09 年低温导致两系杂交水稻制种量的下降，2010 年我国杂交水稻，尤其是优质的两系杂交水稻出现了价格的大幅上涨。由于杂交水稻种子价格和商品稻价格的比价在 10:1，所以我们预计未来随着粮食价格的不断上涨，杂交水稻的价格也将出现上涨态势。我国目前种业市场尚处在初级阶段，市场集中度极低，随着国家对种业的重视度的提高，我国种业将出现一轮大范围的行业内并购重组，使得我国种业集中度大幅度提高，在我国出现几个大型的民族种业公司。我国拥有领先全球 20 年的杂交水稻技术，我国杂交水稻因高亩产的特性并誉为“东方魔稻”，目前我国杂交水稻目前已经推广至东南亚、南亚、南美、非洲、北美等地。据专家预测，随着杂交水稻不断走向世界，2020 年中国以外地区杂交水稻种植面积将达到 7.5 亿亩，较 09 年的 4500 万亩，存在 1567 倍的提升空间。
- **新两优六号进入快速推广期，新两优 106 紧随其后** 目前公司中稻品种新两优 6 号是公司的主打产品，2006 年被认定为我国第一批超级稻，由于其本身具有天然的褐色防伪，可以使农户容易分辨出种子的真伪，加之种子本身的高产、优质和适应性广的特性，新两优 6 号在市场上推广取得了可喜的成绩。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。我们认为未来丰两优 6 号仍将成为公司主推品种，推广面积将会进一步扩大。而公司的晚稻新品种新两优 106 于 2008 年通过国审，并开始进行市场推广，从目前市场表现来看，种子的高产、稳定性和适应性等性能都较好，我们认为新两优 106 将有可能成为公司晚稻品种的新两优 6 号，成为公司晚稻品种的利润贡献主力军。
- **研发能力保证公司后续品种跟进** 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。目前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。新品种的不断为公司后续市场的扩张提供了基础，也为公司未来业绩的高速增长提供了保障。
- **并购竹丰种业完善战略布局** 公司并购了地处我国制种大省四川的竹丰种业，除了表明公司未来在大力发展两系杂交水稻业务的基础上，快速扩张三系杂交水稻市场外，还完成了公司在长江上游、中游和下游，以及华南地区的四个营销中心的战略布局。除杂交水稻外，西南地区还对杂交玉米种子也有着巨大的市场需求，公司并购竹丰种业也为公司“多市场、多品种”的跨越式发展开辟一条通道，也是公司未来进军杂交玉米等其他种子的重要一步。
- **快速增长的国外市场** 由于我国杂交水稻在印度、越南、孟加拉等东南亚国家的高产表现，使得杂交水稻近几年来认可度和种植面积快速增加。公司借此契机积极拓展海外市场，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。考虑公司出口的先发优势带来的稳定的客户资源、公司出口品种的优良表现，以及东南亚对杂交水稻种子的需求仍存在巨大的空间，我

们预计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 1.91 亿元、2.88 亿元和 3.53 亿元，净利润分别为 0.39 亿元、0.64 亿元和 0.82 亿元。对应的 EPS 分别为 0.74 元、1.20 元和 1.55 元。考虑到公司未来的成长性，我们上调公司评级至“买入”。

□ **风险提示** 恶劣的天气环境、制种量大幅度下降、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	164.00	191.62	287.52	353.47
增长率 YOY	34.43%	16.84%	50.04%	22.94%
净利润	34	39	64	82
增长率 YOY	38.78%	15.95%	62.24%	28.60%
EPS（元）	0.64	0.74	1.20	1.55

目录

水稻种子迎接行业性春天.....	5
良种成为解决粮食危机的唯一出路.....	5
两系水稻市场份额快速扩大.....	6
优质良种领涨水稻种子价格.....	7
种业整合大势所趋.....	8
杂交水稻出口空间巨大.....	9
公司拥有高效的管理团队.....	11
新两优 6 号进入快速推广期.....	11
新两优 106 将成为公司另一朵奇葩.....	13
研发能力保证公司优质品种的持续提供.....	14

收购竹丰种业完善战略布局.....	15
国外市场空间巨大.....	17
公司盈利能力好于上市同行业公司.....	18
估值与盈利预测.....	19

图目录

图 1 全球稻谷库存消费比一直维持在 18%左右.....	5
图 2 2020 年我国粮食需增产 417 亿公斤.....	5
图 3 耕地面积逼近 18 亿亩红线	6
图 4 我国耕地面积质量偏低	6
图 5 两系水稻推广面积快速上涨	7
图 6 01-07 年长江中下游两系杂交稻推广面积翻倍.....	7
图 7 我国杂交水稻种子制种面积和产量	7
图 8 我国杂交水稻种子库存	7
图 9 我国逐年加大良种补贴力度	8
图 10 我国不断提高水稻最低收购价	8
图 11 2020 年除中国外杂交水稻种植面积为 7.5 亿亩.....	10
图 12 16 年内越南杂交水稻种植面积扩大 60 倍.....	10
图 13 杂交水稻已在全球逐步推广	10
图 14 公司上市前股权结构图	11
图 15 07 年-09 年公司营业收入和毛利情况	12
图 16 新两优 6 号营收和毛利率情况	12
图 17 07 年-09 年公司研发费用的投入	14
图 18 公司研发费用在同类企业中名列前茅	14

图 19	未来三年竹丰种业制种面积扩大 4 倍	15
图 20	公司原有营销布局集中在长江中下游及华南地区	15
图 21	公司布局的华东、华中和华南占据我国水稻种植面积 86%....	16
图 22	公司海外的营销网络	18
图 23	07-09 年公司出口业务快速增长.....	18
图 24	公司杂交水稻种子毛利率高于其他公司	18

表目录

表 1	两系和三系制种法优劣势比较	6
表 2	并购重组成为孟山都成功的核心因素之一	9
表 3	公司行业竞争力不断提升	12
表 4	新两优 6 号盈利能力预测	12
表 5	新两优 106 的情景预测	13
表 6	2009 年南方稻区国家区试情况.....	15
表 7	三方各自优劣势	16
表 8	三方各自的职责	17
表 9	公司每股销售收入高于同类上市公司	18
表 10	公司盈利能力好于同类上市公司	19
表 11	分业务销售预测	19
表 12	盈利预测表	21

水稻种子迎接行业性春天

良种成为解决粮食危机的唯一出路

粮食安全成为全球关注的核心。随着今年的灾害不断频出，粮食安全已经成为了全球的关注热点。根据 USDA 最新预测数据，2010/2011 年度全球稻谷的库存消费比仅为 21.39%，临近 18% 的安全警戒线。而根据《国家粮食安全中长期规划纲要》中预测，2020 年我国粮食需求量将达到 5725 亿公斤，我国 2009 年粮食产量为 5308 亿公斤，也就是说，如果 2020 年我国粮食需要达到供需平衡，我国粮食则至少还要在 2009 年的基础上增加 417 亿公斤，增幅达到 7.86%。

图 1 全球稻谷库存消费比一直维持在 18% 左右

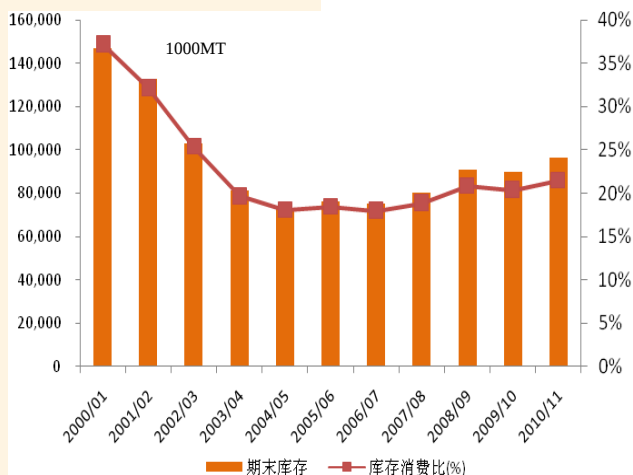
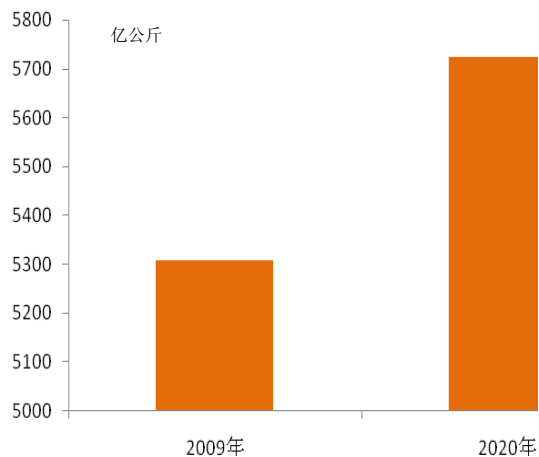


图 2 2020 年我国粮食需增产 417 亿公斤



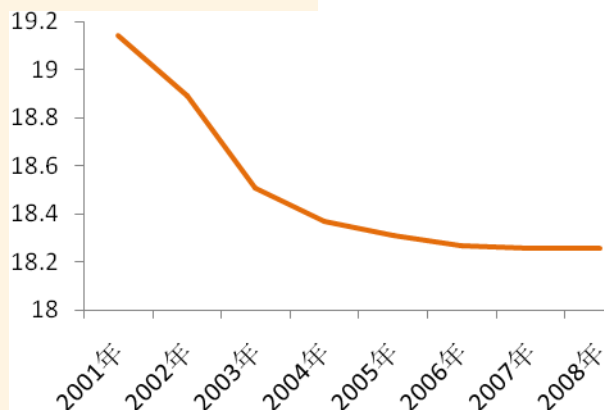
数据来源：湘财证券研究所

良种成为提高粮食产量的关键性因素。我们认为未来只有种子才能为粮食增产带来实质性的改善。主要基于以下三方面原因：第一，提高耕地面积难度较大。耕地面积的多少和粮食产量有着高度的相关性。由于我国工业化和城镇化等建设，使得我国耕地数量一直保持持续下滑阶段。1999 年我国耕地面积为 19.38 亿亩，2008 年我国耕地面积下滑到 18.26 亿亩，十年间，我国耕地面积减少了 1.12 亿亩，逼近了国家规定的 18 亿亩红线。目前我国人均耕地面积仅为 1.38 亩，约为世界平均水平的 40%。随着我国工业化和城镇化进程的进一步进展，我国耕地仍将继续减少。第二，耕地质量总体偏低。在耕地面积不断下滑的同时，我国的耕地质量也不容乐观。根据我国进行的耕地质量等级调查和评定成果显示，我国耕地平均等级为 9.80 等，总体偏低，其中优、高、中、低等耕地面积占全国耕地评定总面积比例分别为 2.67%、29.98%、50.64% 和 16.71%。第三，不断频发的自然灾害。我国地处环太平洋和中纬度欧亚大陆两大灾害带的交汇部，多地震与地质灾害；大部分国土为大陆性季风气候，季节与年际变化都很大，旱、涝、冷冻、风雹、热浪等气象灾害频繁。

我国拥有世界顶尖的水稻研发实力。目前我国的杂交水稻研发技术在全球处于绝对领先的地位，从产业上来判断至少领先 20 年。目前全球有一半人口以大米为主食，

随着全球粮食问题的越发突出，尤其是口粮需求的不足，将会加大全球对杂交水稻种子的需求，从而使水稻种子，尤其是杂交水稻种子行业迎来超预期的机会。

图 3 耕地面积逼近 18 亿亩红线



数据来源：湘财证券研究所

图 4 我国耕地面积质量偏低

等级	质量	占比
1-4 等	优	2.67%
5-8 等	高	29.98%
9-12 等	中	50.64%
13-15 等	低	16.71%

两系水稻市场份额快速扩大

两系杂交水稻将进入市场份额快速提升期。杂交水稻的制种技术有两系制种法和三系制种法之分。根据 2005 年-2008 年长江中下游杂交稻区国家水稻品种区试结果表明，两系杂交水稻组合的总体平均产量较三系杂交水稻组合高出 2.2%。依据主要米质指标的国标优质达标率，两系杂交水稻组合的米质总体上略优于三系杂交水稻组合。

表 1 两系和三系制种法优劣势比较

	制种原理	优点	缺点
三系法制种	三系法杂交制种是指雄性不育系、保持系和恢复系三系配套的杂交育种方法	制种过程中对温度要求相对较低	产量和米质均低于两系法制种
两系法制种	两系法杂交制种是指雄性不育系和恢复系配套的杂交育种方法	1) 配组自由，选配到优良组合的机率大大高于三系法；2) 不育系一系两用，能简化繁殖，制种程序，降低种子生产成本；3) 产量和米质均高于三系制种	对气候条件要求较高，温度较低会导致不育系自交结实。

数据来源：湘财证券研究所

1995 年我国独创的“两系”法杂交稻技术配套成熟，并开始应用于生产。截止到 2004 年底，我国两系杂交水稻的推广面积已经达到了 6000 万亩，占全国杂交水稻种植面积的 23% 左右。根据年推广面积在 10 万亩以上的主要杂交水稻组合推广面积的统计资料，2001-2007 年长江中下游稻区三系组合推广面积由 1.2855 亿亩下

降至 0.9968 亿亩，减幅达到了 22.46%；而同期两系组合推广面积从 1500 万亩上升到 2955 万亩，增幅高达 97%。截止到 2007 年，长江中下游稻区推广面积在 10 万亩以上的主要杂交水稻组合中两系组合的推广面积仅为 22.90%，而三系组合占 77.10%。我们认为由于两系水稻整体上优于三系的特性，未来两系水稻的推广面积会逐步增大，最终与三系杂交水稻平分秋色。

图 5 两系水稻推广面积快速上涨

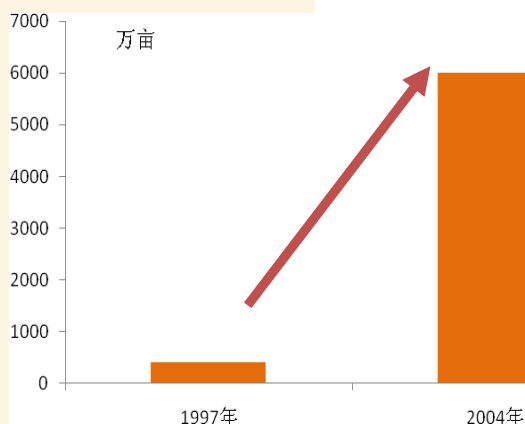
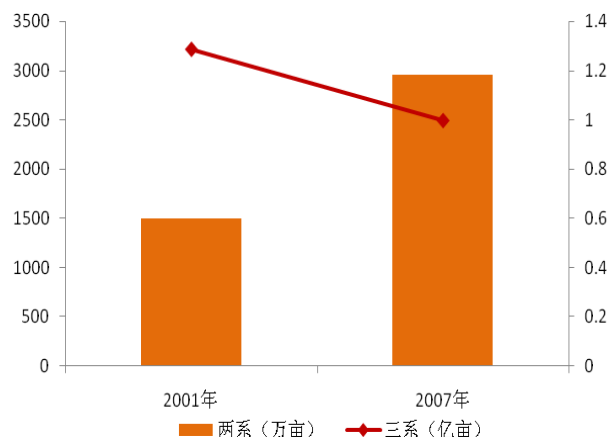


图 6 01-07 年长江中下游两系杂交稻推广面积翻倍



数据来源：湘财证券研究所

优质良种领涨水稻种子价格

两系杂交水稻种子出现了结构性的供不应求。由于两系杂交水稻制种对温度的敏感性较高，而 2009 年江苏和安徽两省均受到了极端气候的影响，遭受自然灾害，制种亲本育性转换，自交结实严重，造成部分种子报废。2009 年两系法制种量约在 4500-4800 万公斤，加上库存则有 5300-5500 万公斤，而由于近年来两系杂交水稻种植面积上升较快，2010 年两系杂交稻需种量约在 5000-5400 万公斤，基本达到供需平衡。

图 7 我国杂交水稻种子制种面积和产量

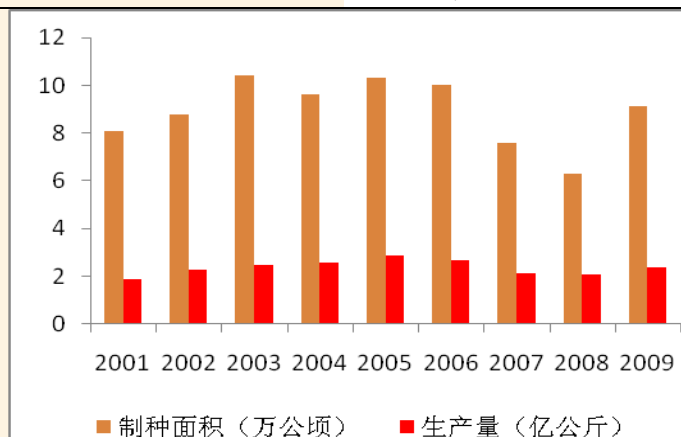
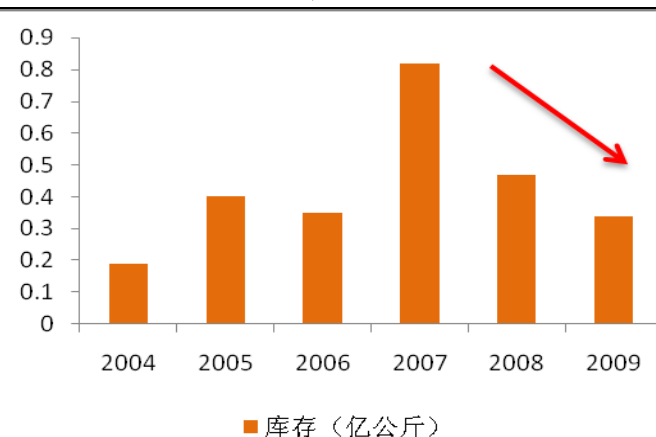


图 8 我国杂交水稻种子库存



数据来源：湘财证券研究所

在两系种子供需基本平衡的情况下，我们需要特别注意的是两系良种已经部分出现了供不应求的情况，这种情况的出现主要来源于以下几方面的原因：第一，良种补贴。我国为了提高良种使用率，对我国部分指定良种进行良种补贴政策（早稻 10 元/亩，中稻和晚稻 15 元/亩），降低了农民的种子成本，也促进了农民购买国家指定良种的积极性；第二，良种种植效益较普通种子高。一般良种较普通种子可以增产 50 公斤/亩，按照我国最低收购价格 0.97 元/斤，则每亩可增加收入 97 元。从各地区了解情况来看，各地方的收购企业都会对优质良种优先收购，并提高 10% 左右的收购价格，进一步刺激了农民购买优质良种的积极性。

从今年各地的两系杂交水稻种子的销售价格也佐证了我们的观点。优质的两系杂交水稻种子的终端价格涨幅普遍高于一般两系杂交水稻种子价格的涨幅，部分杂交水稻终端价格涨幅高达 80%。

我们预计未来杂交水稻种子的价格仍然维持上涨态势，而优质良种的价格上涨幅度将会高于行业水平。支持我们观点的有三大原因：第一，随着国家从政策上对良种的大力推广和良种在田间的优秀表现，农民对购买良种的积极性会越来越高；第二，制种面积大幅提高难度较大。随着我国可用耕地的不断减少，加之制种技术对参与制种农民的要求较高，制种效益并没有显著提高，我国制种面积一直出现下滑态势，从与多家种业公司交流中也能看出制种面积的扩大难度逐步加大；第三，一般而言，杂交水稻种子价格和商品稻价格的比价在 10:1 左右，随着未来我国粮价的稳步提高，我们预计杂交水稻种子价格也将进入上升通道。

图 9 我国逐年加大良种补贴力度

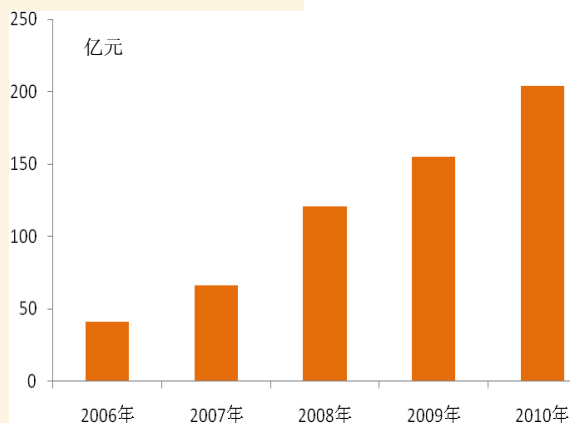
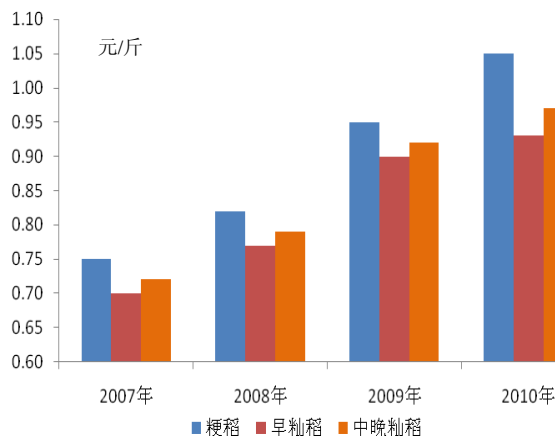


图 10 我国不断提高水稻最低收购价



数据来源：湘财证券研究所

种业整合大势所趋

未来种业整合步伐将会加速。近几年，我国种子企业产业集中度明显提高。繁育推一体化企业由 2001 年的十多家增加到目前的九十多家。种业前 50 强的种子经营额也由 2001 年 30 多亿提高到目前 140 多亿元，市场份额也由 15% 提高到 25%。但是从目前我国种业的行业情况来看，我国种业集中度仍然较低，中小型种子企业数量较多，目前我国持证种子企业有 8700 多家，而美国仅 1100 多家，印度仅 600

多家。从市场集中度来看，目前我国前十家种子企业仅占国内市场份额的 13%，而美国前 20 家种子企业垄断了其 70% 的市场。

我国种业进入市场目前尚属初级阶段，我们认为随着国家对种子行业战略性地位的高度重视，和做大做强民族种业的决心，未来几年我国种业的集中度必然会出现逐年提升的局面，种业公司的并购重组步伐也将越来越快。

表 2 并购重组成为孟山都成功的核心因素之一

时间	事件
1982 年	收购了大豆种子知名公司 Jacob Hartz Seed
1995-1997 年	收购大豆和玉米的种子龙头企业 Asgrow Agronomics (1996); 与生产棉花种子的龙头企业 Delta & Pine 公司 (1996); 收购世界第二大大豆种子企业 Monsoy,，进入巴西大豆种子市场 (1996); 收购世界领先的 Holden's 基础种子公司, (1997); 拥有全美第二大大种子公司 DeKalb 基因公司的主要股份 (1997)
2004 年	孟山都成立了美国种子公司 (ASI)，并兼并 Channel Bio Corp，获得三个种子品牌: Crows Hybrid Corn, Midwest Seed Genetics and Wilson Seeds.
2005 年	兼并了全球领先的蔬菜水果的种子 Seminis 公司 收购 Stoneville 棉花公司，并获得它的品牌 NexGen。 美国种子公司 (ASI) 收购 NC+ Hybrids 公司。 孟山都旗下的美国种子公司 (ASI) 收购了四家公司，它们均为 CORE 公司的股东。 ASI 收购东部玉米种植带的领导企业 Specialty Hybrids 公司。
2006 年	美国种子公司 (ASI) 收购 Fielder' s Choice Direct 种子公司 美国种子公司 (ASI) 收购美国 12 家地区性的种子公司
2007 年	孟山都收购 DPL 种子公司 美国种子公司 (ASI) 收购 9 家美国地区性的种子公司 孟山都收购两家欧洲的蔬菜和水果种子公司

数据来源：孟山都网站，湘财证券研究所

杂交水稻出口空间巨大

杂交水稻的潜在全球市场巨大。由于杂交水稻单产比常规稻有着大幅度的提高，因此杂交水稻也被誉为“东方魔稻”。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、斯里兰卡、柬埔寨等十国杂交水稻推广协作网，为杂交水稻在世界的推广提供了良机 and 条件。截止到 2009 年，全世界种植水稻的国家有 110 多个，除中国外，全球每年水稻种植面积有 16.5 亿亩，而其中杂交水稻的种植面积仅为 4500 万亩。据专家预测，随着杂交水稻不断走向世界，2020 年中国以外地区杂交水稻种植面积将达到 7.5 亿亩。

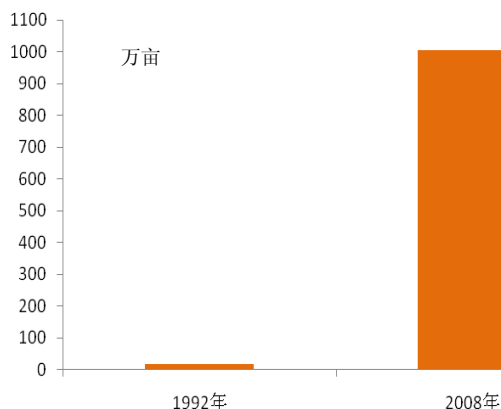
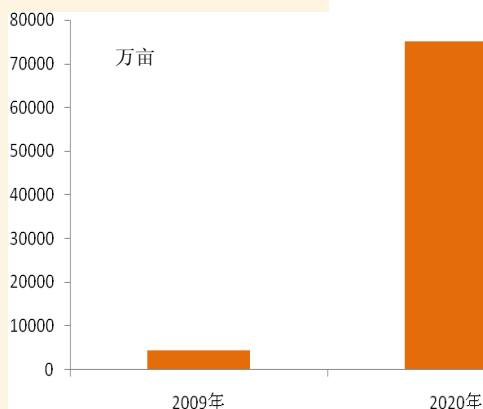
越南是除中国以外最早推广杂交水稻的国家，1992 年开始，越南北部地区开始试种中国杂交水稻并取得成功后，开始大量引进杂交水稻。杂交水稻的种植面积从 16.5

万亩快速增长到 2008 年的 1005 万亩。

孟加拉由于粮食短缺成为了近年来发展杂交水稻最快的国家。孟加拉水稻种植面积 16500 万亩，目前杂交水稻种植面积达到 750 万亩，仅为水稻种植面积的 4.55%。目前孟加拉水稻区域试验中，所有杂交水稻均来自中国，每年有近 20 个品种通过认定和进口许可。

印尼全国人口绝大部分以大米为主要粮食，由于稻米生产不能满足需求，近年来印尼每年进口大米 200-300 万吨，为此，印尼政府决定通过扩大种植面积，引种良种和改善耕作技术等措施，提高水稻产量，以期尽快实现粮食自给。

图 11 2020 年除中国外杂交水稻种植面积为 7.5 亿亩 图 12 16 年内越南杂交水稻种植面积扩大 60 倍



数据来源：湘财证券研究所

近年来，我国杂交水稻不仅仅在东南亚国家推广，在南亚、南美、非洲、北美等地已有四十多个国家和地区引种和种植杂交水稻，且增产效益十分显著，尤其是在非洲等地，由于当地粮食的极度缺乏，加之非洲大陆有广阔的未开发土地和丰富的可利用的水资源，例如，撒哈拉以南非洲的 1.3 亿公顷可耕地中，目前实际种植面积只有 390 万公顷。我们预计非洲将为成为未来杂交水稻的另一个重要的推广市场。

图 13 杂交水稻已在全球逐步推广



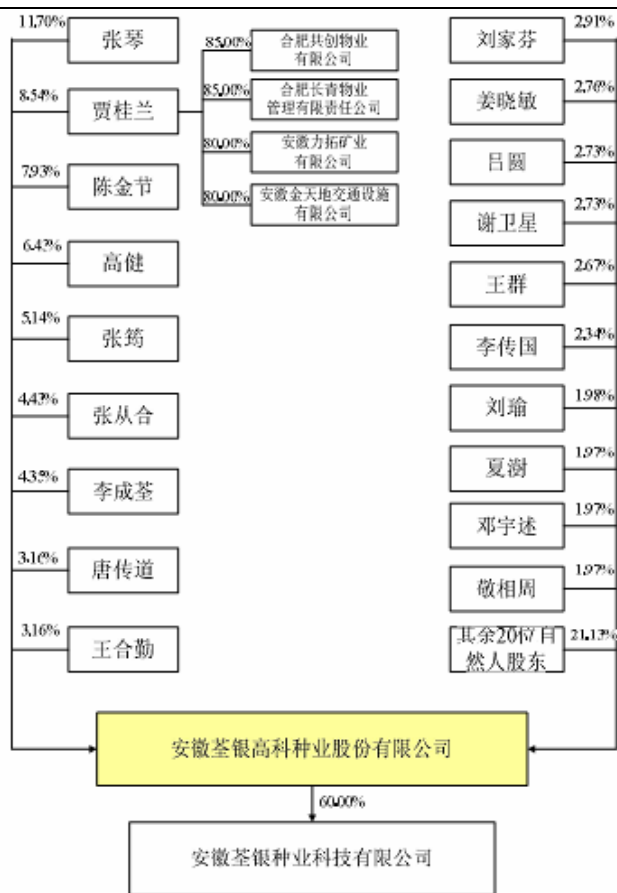
数据来源：湘财证券研究所

公司拥有高效的管理团队

安徽荃银高科种业股份有限公司主要从事高产、优质杂交水稻种子的研发、繁育、推广及服务，是我国两系水稻种子的主要供应商之一，目前公司水稻种子是公司营业收入的绝对来源，其收入和毛利均占比达到 90%以上。

公司做大做强意愿强烈，分散股权帮助公司决策合理化。公司目前股权结构较为分散，发行前前十名自然人股东持股比例均为 5.78%，个人持股最高比例仅为 11.70%。资本市场上普遍认为公司分散的股权结构会给公司的决策带来不利，我们对此观点不同，我们认为公司股权分散恰恰将成为公司的优势。公司目前已经充分认识到了种业的发展前景和目前的所处环境，公司做大做强企业的意愿十分强烈，公司的发展战略也得到了高管们的一致认可，在公司战略目标明确的情况下，公司的股权结构帮助公司在重大决策中能够快速科学的做出决策。

图 14 公司上市前股权结构图



数据来源：湘财证券研究所

新两优 6 号进入快速推广期

新两优 6 号未来仍有较大的推广空间。新两优 6 号属于两系中籼稻，2006 年被农

业部认定为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，种子本身具备的天然褐色成为了最易识别的防伪标记，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。目前新两优6号已经成为公司的利润贡献核心，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%。

表 3 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
2006年	0.85%	23	187	0.82%	18
2007年	1.81%	8	284	1.25	10
2008年	2.21%	6	356	1.49%	9

数据来源：招股说明书，湘财证券研究所

图 15 07年-09年公司营业收入和毛利情况

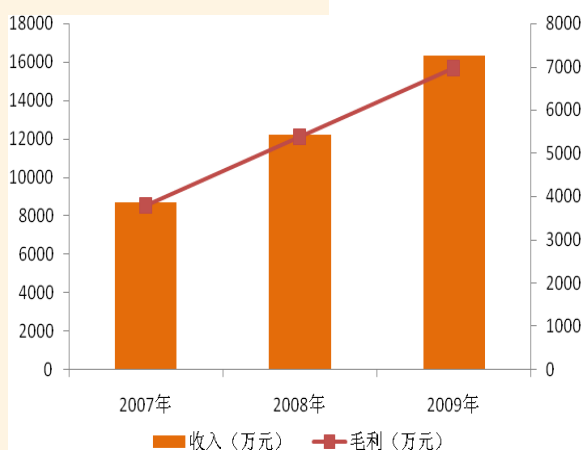


图 16 新两优6号营收和毛利率情况



数据来源：湘财证券研究所

新两优6号不仅具有防伪功能、优质高产的特性，而且具有很好的丰产性、稳定性和广泛的适应性，所以我们认为未来丰两优6号仍将具备较好的销售前景。我们预计2010年、2011年和2012年销量分别为334万公斤、500万公斤和521万公斤，继续成为公司主要利润贡献点。

表 4 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	3.7
每亩单产（公斤/亩）	150	150	139	150	150	150

产量（万公斤）	345.00	375.00	388.42	450.00	495.00	555.00
销量（万公斤）	240.61	275.22	342.05	311.17	487.35	555.08
库存（万公斤）	100.81	231.00	272.00	375.75	363.83	380.18
销售价格（元/公斤）	20.58	22.13	25.68	30.82	33.90	37.29
收入(万元)	4951.75	6090.62	8783.84	9589.13	16520.00	20697.28
单位成本（元/公斤）	10.94	12.23	13.20	15.18	16.39	17.71
总成本（万元）	2632.27	3365.94	4515.06	4723.62	7989.81	9828.13
总毛利（万元）	2319.48	2724.68	4268.78	4865.51	8530.18	10869.15
毛利率（%）	46.84%	44.74%	48.60%	50.74%	51.64%	52.51%

数据来源：湘财证券研究所

新两优 106 将成为公司另一朵奇葩

新两优 106 将有可能成为公司晚稻领域的主力军。新两优 106 是两系晚稻，于 2008 年通过国审。2006 年参加长江中下游早熟晚粳组品种区域试验，平均亩产 503.3 千克，比对照金优 207 极显著增产 7.78%；2007 年续试，平均亩产 502.7 千克，比对照金优 207 增产极显著 3.56%；两年区域试验平均亩产 503.0 千克，比对照金优 207 增产 5.63%，增产点比例 80.8%。2007 年生产试验，平均亩产 531.1 千克，比对照金优 207 增产 4.10%。

新两优 106 从 2008 年开始进入市场推广，凭借优质高产的性能，市场上销量可喜，考虑到新两优 106 为晚稻品种，与公司中目前主力推广的中稻品种新两优 6 号没有重叠性，不会在市场上产生相互竞争替代关系，所以我们认为未来新两优 106 有可能在晚稻领域成为公司另一个新两优 6 号。

表 5 新两优 106 的情景预测

		悲观			中性			乐观		
		2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E
制种面积（万亩）	0.1	0.3	0.5	0.2	0.5	0.8	0.4	0.8	1.2	
产量（万公斤）	15.00	45.00	75.00	30.00	75.00	120.00	60.00	120.00	180.00	

销量（万公斤）	14.78	23.64	53.19	19.21	42.85	87.17	28.07	76.83	135.93
价格（元/公斤）	23.42	25.75	28.34	24.65	27.11	29.83	25.88	28.47	31.32
收入（万元）	345.99	608.84	1507.32	473.46	1161.60	2600.36	726.59	2187.00	4257.53
成本（万元）	224.28	387.56	941.78	291.57	702.46	1543.47	426.14	1259.58	2406.77
毛利（万元）	121.71	221.27	565.55	181.90	459.14	1056.88	300.45	927.42	1850.76

数据来源：湘财证券研究所

研发能力保证公司优质品种的持续提供

公司研发实力居行业前列。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 17 07 年-09 年公司研发费用的投入

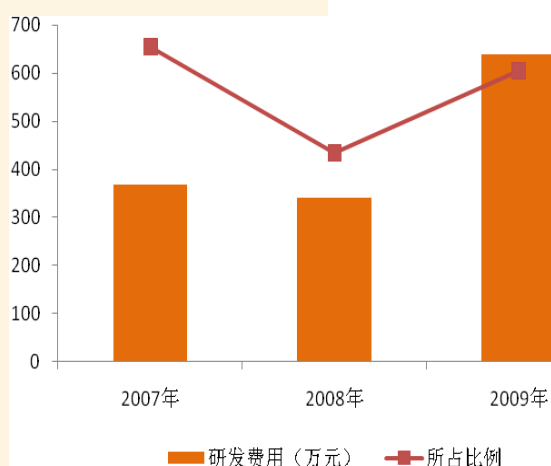
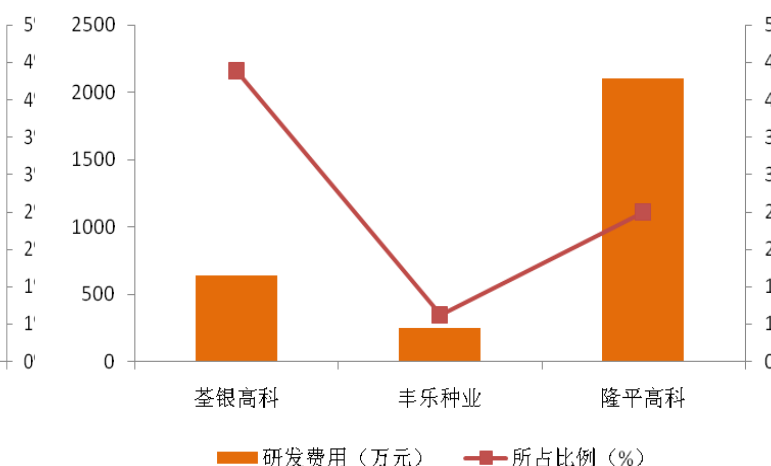


图 18 公司研发费用在同类企业中名列前茅



数据来源：湘财证券研究所

后续品种的不断推出将会成为公司未来业绩的强力支撑。种子新品种必须经过区域试验和生产试验两个阶段，均通过后才可以进行市场推广。一般情况下，杂交水稻种子需在各省表现优秀的品种才有资格参加国家区试，区试时间一般为两年，区试通过后参加为期一年的生产试验，部分品种由于在区试过程中表现优秀，则

有可能在第二年参加区试的同时参加生产试验。一般情况下，能进入生产试验的品种有望在次年通过国审。目前公司新选育的杂交水稻种有 8 个品种参加了 09 年的南方稻区国家区试，其中有 5 个处于区域试验阶段，有 3 个处于生产试验阶段，从目前 3 个处于生产试验阶段的品种表现来看，今年可通过国审将成为大概率事件，未来也将成为公司业绩贡献的主力军，带动公司业绩的大幅增长。

表 6 2009 年南方稻区国家区试情况

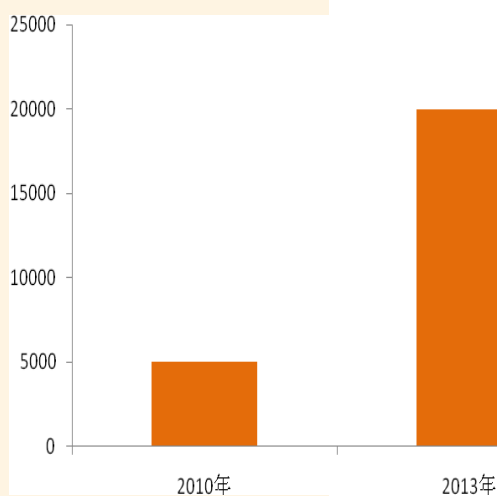
	隆平高科	丰乐种业	金色农华	湖北种子集团	四川国豪	荃银高科
区域试验	4	4	2	0	1	5
生产试验	2	0	1	0	0	3

数据来源：湘财证券研究所

收购竹丰种业完善战略布局

公司近日公告收购四川竹丰 51% 的股权，表明了公司未来将在大力推广两系杂交水稻的基础上，快速拓展三系杂交水稻市场。影响水稻生长发育的气候因素主要有温度、降水和光照等。气候温暖，降水充足，光照适宜对水稻的稳产和增产极为重要。四川地形以盆地为主，与同纬度地区相比，年平均温度明显偏高，无霜期也较同纬度地区长。封闭的盆地，且四周山区东南部相对较低，有利水汽进入，西北部山区相对较高不利于水汽的散失，空气温度高。由于特殊的地理位置，使得四川省在杂交水稻制种方面的优势较为明显。每年四川省销往外省和东南亚等国家市场的杂交水稻种有 4000 多万公斤，出口量占到全国杂交水稻种子出口总量的 60% 左右。竹丰种业有限公司地处四川省绵阳、德阳区域之中，这两块区域是四川省内三系水稻制种的主要基地，常年制种面积在 15-20 万亩左右。竹丰目前拥有制种面积为 5000 亩，未来 3 年内，公司规划制种面积上升到 2 万亩。

图 19 未来三年竹丰种业制种面积扩大 4 倍



数据来源：湘财证券研究所

图 20 公司原有营销布局集中在长江中下游及华南地区



公司收购竹丰公司也表明了公司的全国杂交水稻销售网络基本完成。我国稻区可以划分为6个稻作区和16个稻作亚区。其中包括苏、沪、皖、赣、湘、鄂、川8省（市）的全部或大部 and 陕、豫两省南部的华东和华中稻区，是我国最大的稻作区，占全国水稻面积的68%。包括闽、粤、桂、滇的南部以及台湾省、海南省和南海诸岛全部的华南双季稻区占全国水稻种植面积的18%。

图 21 公司布局的华东、华中和华南占据我国水稻种植面积 86%



数据来源：湘财证券研究所

公司对水稻种子的战略发展规划是“建立长江上游、长江中游、长江下游及华南地区四个营销中心”。位处四川省的竹丰种业在长江上游具有较好的制种优势和销售渠道基础，将进一步完善公司对长江上游片区的覆盖，加之公司原有的长江中游和下游以及华南地区的营销布局，使得公司基本完成了营销网络的总体布局。

除杂交水稻外，西南地区还对杂交玉米种子也有着巨大的市场需求，公司并购竹丰种业也为公司“多市场、多品种”的跨越式发展开辟一条通道，也是公司未来进军杂交玉米种子等其他种子的重要一步。

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。

表 7 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	受规模限制，人力、财力制约，无

		超级稻，产品质量好，对品种性能熟悉	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 8 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；兑现农技推广部门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

国外市场空间巨大

公司已经率先拥有国外客户资源。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。

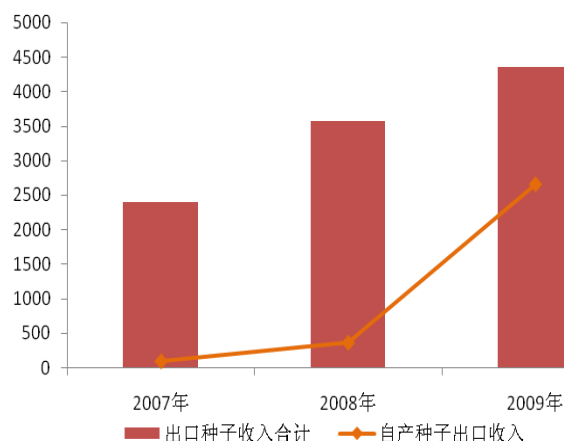
据海关统计，公司已经连续 3 年位居种子出口前三名。2007 年公司杂交水稻出口量为 233.70 万公斤，收入为 2401.75；2009 年公司杂交水稻出口量为 296.91 万公斤，营业收入为 4351.66 万元，分别较 07 年增长了 27.05%和 81.19%。

巨大的国外潜在市场为公司的出口奠定基础。由于公司的先发出口的优势，以及种子的较好市场反应，使得公司目前掌握了一批较强的海外客户资源，加之考虑到东南亚对杂交水稻种子的需求仍存在巨大的空间，也为后续公司继续扩大海外业务奠定了基础，所以我们预计未来公司出口业务有望维持快速增长。

图 22 公司海外的营销网络



图 23 07-09 年公司出口业务快速增长

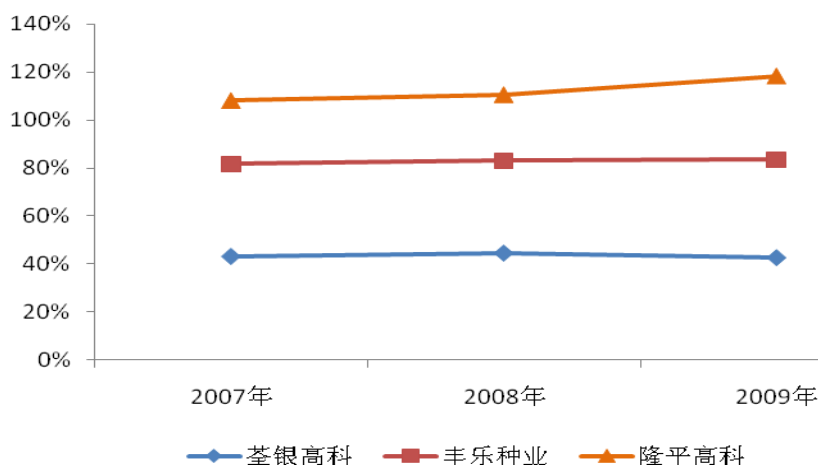


数据来源：湘财证券研究所

公司盈利能力好于上市同行业公司

目前上市公司中主营杂交水稻种子的公司有荃银高科、丰乐种业和隆平高科，我们对比了三家公司的杂交水稻种子业务的销售毛利率，我们发现 2007 年-2009 年公司的销售毛利率均高于其他两个公司，表明公司的种子品种中以中高端品种为主，由于公司具有较强的研发实力，我们认为公司后续中高端产品的提供不会成为公司发展的瓶颈，未来公司仍然保持较高的中高档种子的占比，维持较高的毛利率。

图 24 公司杂交水稻种子毛利率高于其他公司



数据来源：湘财证券研究所

表 9 公司每股销售收入高于同类上市公司

	市值 (亿)	营业收入 (亿元)	每股销售收入 (元)
--	--------	-----------	------------

荃银高科	20.66	1.64	3.11
隆平高科	68.75	5.58	2.01
丰乐种业	45.95	3.94	1.46

数据来源：湘财证券研究所

表 10 公司盈利能力好于同类上市公司

	投入资本回报率			总资产报酬率			净资产收益率			销售净利率		
	2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009	2007	2008	2009
荃银高科	38.48	48.53	36.14	23.93	26.1	22.09	59.52	56.34	48.32	16.33	20.09	20.87
丰乐种业	4.14	3.52	8.16	6.17	4.13	6.66	7.18	5.64	11.96	4.01	3.26	6.39
隆平高科	3.74	3.17	3.19	3.1	5.1	5.01	5.12	4.8	5.55	6.7	6.11	7.66

数据来源：Wind，湘财证券研究所

估值与盈利预测

假设前提：

- 1、我们假设未来杂交水稻种子根据品种不同价格涨幅在 5%-10%之间；
- 2、我们假设 10 年、11 年和 12 年的制种面积为 5.3 万亩、6 万亩和 7 万亩；
- 3、我们假设公司新两优 6 号 10 年、11 年和 12 年销量分别为 334 万公斤、500 万公斤和 521 万公斤，新两优 106 的推广情况我们采用情景模式中的中性预测；
- 4、我们假设公司贸易水稻种子保持 10%左右的增速；
- 5、我们暂不考虑目前 3 个处于生产试验阶段的新品种等其他事宜给公司未来业绩带来的贡献。

表 11 分业务销售预测

		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
	收入（百万元）	50	60.90	87.84	95.89	168.56	206.97
	成本（百万元）	26	33.66	45.15	47.24	81.52	98.28
	毛利（百万元）	23	27.25	42.69	48.66	87.03	108.69

	毛利率 (%)	46.8%	44.74%	48.60%	50.74%	51.64%	52.51%
其他自产水稻种子	收入 (百万元)	13	20	48	65	83	105
	成本 (百万元)	8	10	29	39	46	55
	毛利 (百万元)	4	10	19	25	37	50
	毛利率 (%)	35.4%	48.3%	39.6%	39.10%	44.82%	47.62%
贸易水稻种子	收入 (百万元)	23	33	21	24	28	32
	成本 (百万元)	14	19	16	18	20	23
	毛利 (百万元)	10	14	5	6	7	9
	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	7	9	10
	成本 (百万元)	1	5	3	5	5	6
	毛利 (百万元)	0.4	3	3	2	4	4
	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	191.62	287.52	348.93
	成本 (百万元)	49.3	68.2	93.4	110.33	158.37	189.82
	毛利 (百万元)	37.8	53.8	69.7	81.29	129.15	159.11
	毛利率 (%)	43.4%	44.1%	42.7%	42.42%	44.92%	45.60%

数据来源：湘财证券研究所

我们预计公司 10 年、11 年和 12 年公司营业收入分别为 1.91 亿元、2.88 亿元和 3.53 亿元，净利润分别为 0.39 亿元、0.64 亿元和 0.82 亿元。对应的 EPS 分别为 0.74 元、1.20 元和 1.55 元。考虑到公司未来的成长性，我们上调公司评级至“买入”。

表 12 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	88.00	122.00	164.00	191.62	287.52	353.47
YOY		38.64%	34.43%	16.84%	50.04%	22.94%
营业成本	49.00	68.00	94.00	110.33	158.37	191.05
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	25.49	38.82	47.72
管理费用	7.30	9.70	13.90	15.90	24.15	29.69
财务费用	0.40	0.50	0.70	0.57	0.72	0.78
资产减值损失	0.10	0.00	2.30	1.00	1.00	1.00
资产净收益	1	0	0	0	0	0
营业利润	17.40	24.30	31.00	38.23	64.26	82.93
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	40	65	84
所得税	2.7	1.1	0.8	0.8	1.3	1.7
净利润	14.80	25	34	39	64	82
YOY		65.54%	38.78%	15.95%	62.24%	28.60%
少数股东损益	0	0	0	0	1	1
EPS（元）	0.28	0.46	0.64	0.74	1.20	1.55

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。