

分析师: 乔洋 (8621)65799581 qiaoyang@cjsc.com.cn 执业证书编号: S0490510120007联系人: 叶思阳 (8627)65799581 yesy@cjsc.com.cn

荃银高科：溢价收购铁研种业布局玉米种子业务

事件描述

荃银高科 (300087.SZ) 近日公告, 公司拟于 2011 年 9 月 12 日使用 IPO 超募资金 2348 万元受让北京嘉农种业有限公司所持辽宁铁研种业科技有限公司 54.05% 的股权 (受让价款按标的账面净资产溢价 1.319 倍计算)。其中, 铁研种业发起人铁岭农科院承诺将继续在新品种研发方面支持铁研种业发展, 2011 ~ 2021 年期间铁岭农科院争取为铁研种业提供 20 个玉米新品种 (其中国审品种 4 个)。收购对象简介:

⊗ 铁研种业注册资本 3031 万元, 主要从事玉米和大豆等品种的育繁推一体化经营, 2010 年度公司资产总计 6165.14 万元, 净利润 99.59 万元, 收购发生后荃银高科控股 54.05%, 铁岭农科院持股 45.95%;

我们认为, 公司的核心竞争力在于全面的管理团队以及丰富的品种资源。在种业改革的浪潮中, 通过并购的方式快速占领市场不失为一种好的成长模式。2011 年, 公司处于集中投入期, 之前的收购项目、之后的并购计划以及新业务的拓展给公司带来沉重的费用负担, 拖累了今年的业绩带来相对偏高的估值。我们预测 2010-2012 年 EPS 为 0.36、0.61 和 0.81 元, 维持“谨慎推荐”评级。我们看好公司未来的发展, 将持续跟踪。

事件评论

第一, 依托铁岭农科院逐步推进玉米种子战略, 预计收购效果出现“1+1>2”的局面

2004 年, 辽宁铁研种业科技有限公司由铁岭市铁研种业有限责任公司变更成立, 铁研种业董事长由铁岭农科院院长杨德忠兼任, 并且铁研种业与铁岭农科院合署办公并充当农科院科研成果转化平台。背靠农科院, 目前铁研种业拥有玉米推广品种 20 余个 (其中国审品种 2 个), 大豆品种 10 个, “铁”系列品牌玉米种子约占辽宁省玉米种植面积 20%, 并在国内其他 7 个省份也有推广。

本次收购的亮点一方面在于打开了公司在东北玉米种植区的局面, 公司将以东北地区玉米市场为中心向黄淮海地区、西南地区扩展; 更重要的在于开启了与具备玉米研发实力的铁岭农科院的合作通道, 为荃银高科建立全国玉米种子产业体系提供科研支撑。由于铁研种业本身市场推广能力有限造成, 在公司丰富的经营经验及营销能力注入下, 铁研种业的玉米种业务有望快速发展。

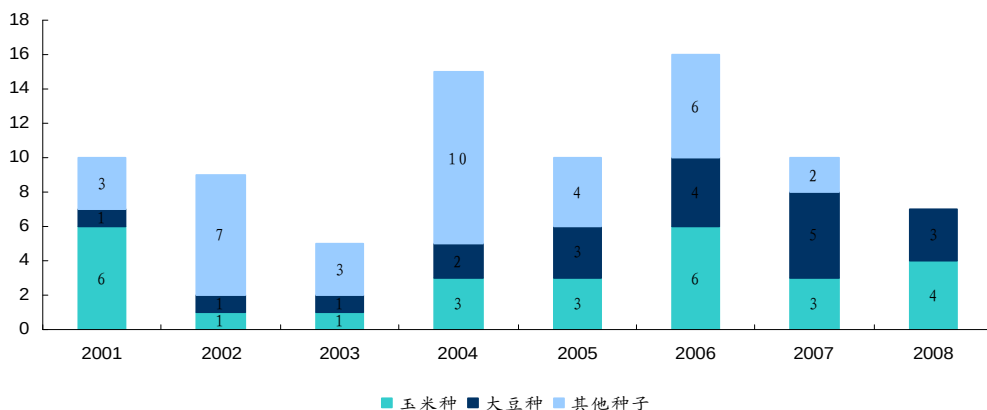
⊗ 铁岭农科院拥有较强的种子研发能力

铁岭市农业科学院暨辽宁省铁岭大豆科学研究所, 前身为铁岭市农业科学研究所, 始建于 1958 年 10 月。铁岭市农业科学院专注于大豆、玉米品种选育 50 余年, 下属国家大豆改良中心辽宁分中心、国家专用玉米原种扩繁基地。其主要成果“铁丰 18 号”大豆品种获国家发明一等奖, “铁单 4 号”玉米品种获国家农业部科技进步二等奖, “铁春 1 号”

小麦品种获农业部科技进步二等奖。其研发品种在全国 20 个省市均有推广，成立以来累计创收 195 亿元，目前研发的大豆、玉米品种推广面积分别占辽宁省 50% 和 20% 市场份额。

2001~2008 年间，铁岭农科院累计育成玉米品种 27 个，大豆品种 20 个，水稻、高粱、花生等品种 35 个，成立以来累计共取得科研成果 236 项。

图 1：2001~2008 年铁岭农科院玉米、大豆等品种选育数量（个）



资料来源：公开信息，长江证券研究部

在近日公布的《中国农业知识产权创造指数报告（2010 年）》中，铁岭农科院的植物品种权申请量排名第 17 位，授权品种数量排名第 16 位，整体来说在农业科研研究机构中实力不俗。

表 1：2010 年教学科研单位植物品种权申请及授权数量排名

申请人	数量	品种权人	数量
1 黑龙江省农业科学院	224	黑龙江省农业科学院	98
2 中国农业科学院	126	中国农业科学院	89
3 山东省农业科学院	110	吉林省农业科学院	70
4 吉林省农业科学院	106	山东省农业科学院	67
5 江苏省农业科学院	101	江苏省农业科学院	60
6 云南省农业科学院	91	河南省农业科学院	58
7 河南省农业科学院	83	绵阳市农业科学研究所	51
8 丹东农业科学院	76	湖南杂交水稻研究中心	46
9 绵阳市农业科学研究所	76	四川农业大学	45
10 安徽省农业科学院	74	丹东农业科学院	45
11 四川农业大学	74	河北省农林科学院	41
12 四川省农业科学院	64	云南省农业科学院	40
13 南京农业大学	58	四川省农业科学院	38
14 湖南杂交水稻研究中心	57	安徽省农业科学院	36
15 河北省农林科学院	56	南京农业大学	35
16 上海市农业科学院	54	铁岭市农业科学院	34
17 铁岭市农业科学院	47	通化市农业科学研究院	31

资料来源：《中国农业知识产权创造指数报告（2010 年）》，长江证券研究部

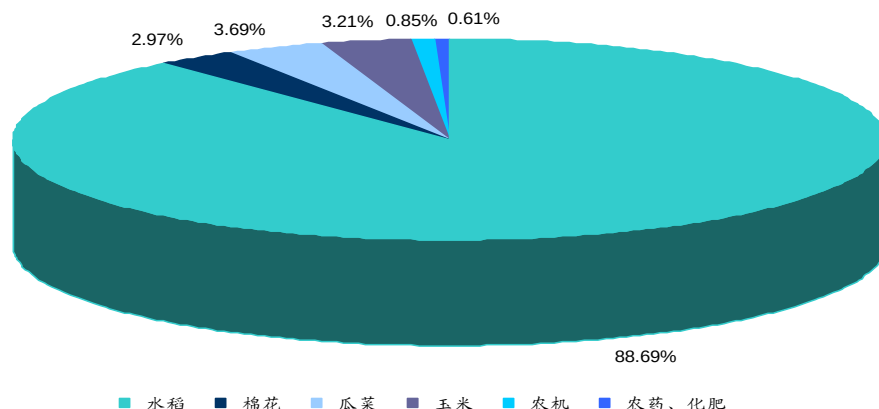
🌾 铁岭农科院承诺提供玉米新品种，玉米种业务注入新动力

铁岭农科院承诺 2011~2021 年期间争取为铁研种业提供 20 个玉米新品种（其中国审品种 4 个），这是公司在玉米种子业务方向并购的第一步，一定程度上缓解了玉米品种缺乏的局面。

根据“以做强杂交水稻为主，同时发展玉米、小麦等限制性相关多元化产业”的战略思想，公司在今年初开始推进玉米种生产及销售，上半年取得 225.57 万元的营业收入及 42.97 万元的营业利润，毛利率为 12.95%。在玉米种业务布

局中，公司目前已有 2010 年 11 月公司成立的控股子公司安徽荃银欣隆种业有限公司以及 2010 年 11 月收购的杨凌登封种业两大业务主体。

图 2：2011 年上半年公司营业收入构成



资料来源：公开信息，长江证券研究部

收购铁研种业后，公司的玉米品种来源将更加丰富。在 2004~2008 年间，铁岭农科院选育玉米新品种 17 个，通常玉米品种的市场从开始推广到退出市场一般在 6~8 年左右，因此，这期间推出的玉米品种尚处于上升及成熟期，在公司的营销体系下“铁”系列玉米品种推广面积有望快速提升。

表 2：2004~2008 年铁岭农科院玉米品种选育成果

年份	研发品种	数量
2008	铁研（115）、铁研（120）、铁研（124）、铁研（309）	4
2007	铁单 15 号、自交系 C8605-2	2
2006	自交系 C8605-2、铁研 26 号、铁研 27 号（铁 307）、铁研 28 号（铁 306）、铁糯 1 号、铁单 20 号	6
2005	铁研 23 号、铁研 24 号、铁研 25 号	3
2004	铁单 21 号、铁单 22 号	2

资料来源：公司网站，长江证券研究部

假设玉米每亩需种量 3 公斤，玉米种单价 10 元/公斤，销售净利率为 5%，我们对铁研种业主推玉米品种做一个简单测算，以“铁”牌玉米品种在辽宁省市占率 20%为基准，即“铁”牌在东北和黄淮海地区市场占有率为 1.82%（以 2009 年的玉米播种面积测算），当荃银高科在东北和黄淮海玉米种植区市场份额达到 2.62%时，可以增厚 EPS0.12 元。

表 3：铁牌玉米种市场推广对 EPS 敏感性测算

市场份额	1.82%	2.02%	2.22%	2.42%	2.62%
玉米种销量（万公斤）	1,767.69	1,962.03	2,156.37	2,350.71	2,545.04
玉米种销售收入（万元）	17,676.90	19,620.29	21,563.67	23,507.06	25,450.44
玉米种销售净利润（万元）	883.85	981.01	1,078.18	1,175.35	1,272.52
增厚 EPS（元/股）	0.08	0.09	0.10	0.11	0.12

资料来源：长江证券研究部

第二，“并购专家”频频出手，顺应国家政策也符合公司战略布局

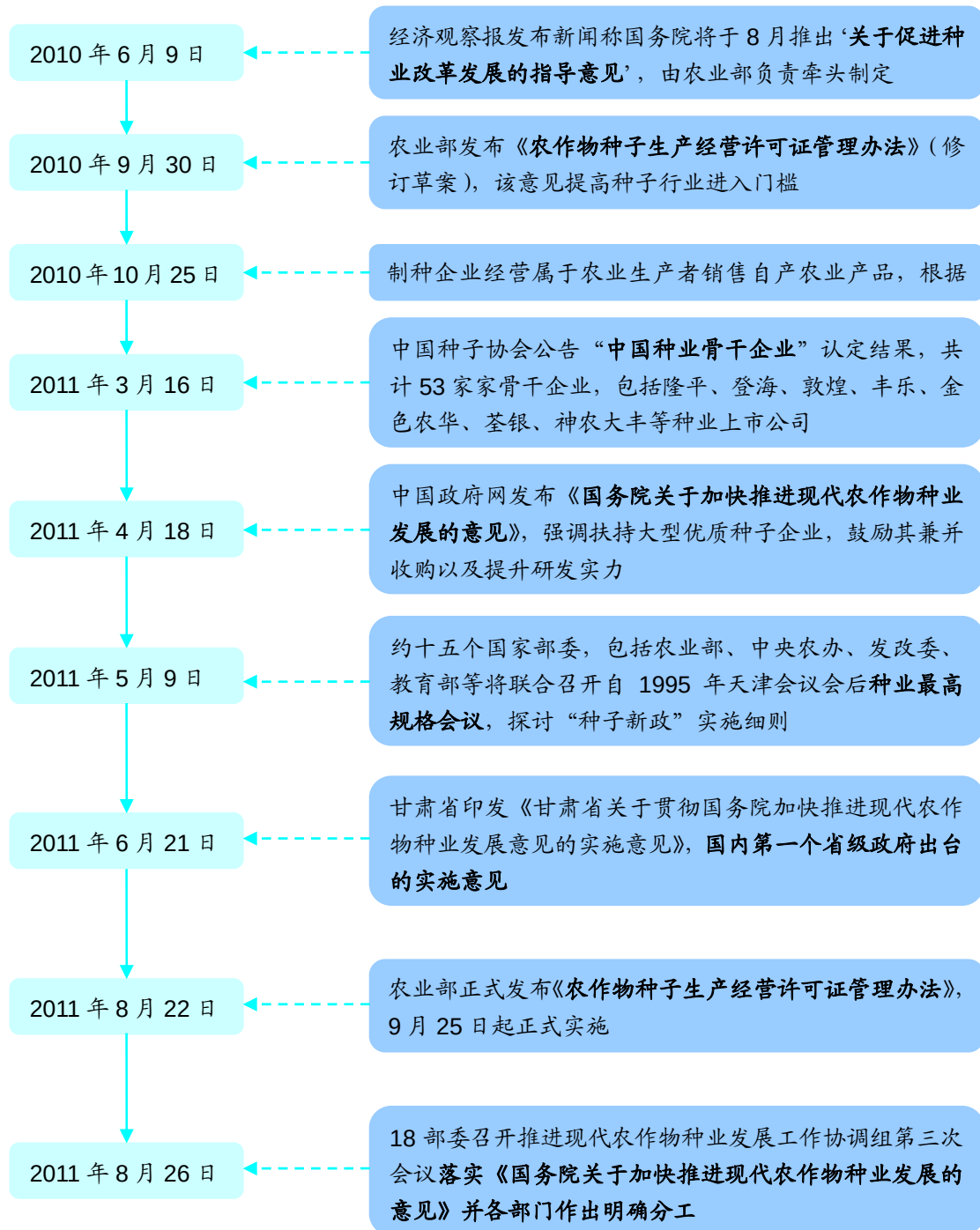
④ 种业改革浪潮逐步推进，顺应种业兼并重组大趋势

当前距离 2010 年 9 月 30 日农业部发布《农作物种子生产经营许可管理办法》（修订草案）公开征求意见稿已近一个年头，期间依次经历今年 4 月份中国政府网发布《国务院关于加强推进现代农作物种业发展的意见》，以及 5 月份十五部委联合召开自 1995 年天津会议会后种业最高规格会议，以及 8 月底农业部正式推出《农作物种子生产经营许

可证管理办法》，种业门槛有了实质性提高。推动种业兼并重组、规范行业发展是目前种业投资的主要线索，而伴随各省市种业指导意见实施意见逐渐出台，全国范围内的种业改革浪潮已经掀起。

8月26日，农业部等18部位召开了推进现代农作物种业发展工作协调组第三次会议，就落实《国务院关于加强推进现代农作物种业发展的意见》并各部门作出明确分工，据媒体报道各部门须在12月10日前将今年已经启动和开展的推进种业工作进展、成效以及明年的工作打算等情况报送农业部，由农业部汇总于年底之前向国务院报告，种业并购重组的实质性扶持措施或已经在酝酿过程中。

图 3：种业政策历史事件回顾

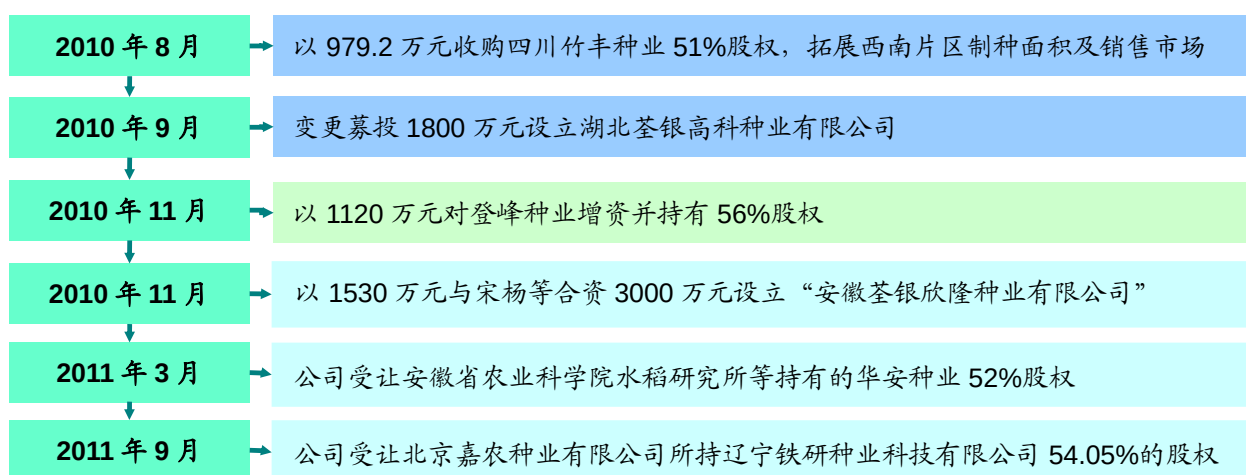


资料来源：长江证券研究部

多次并购扩充水稻种子规模以及玉米产业布局

公司在上市以来经历多次并购大力扩张版图，子公司数量由上市前的 1 家变成目前的 7 家。公司快速并购一方面是为了抓住国家对种业并购重组的政策机遇，另一方面还是为了快速做大产业布局。在收购铁研种业之前主要是对水稻业务的补充，比如收购四川竹丰种业和华安种业，本次收购铁研种业对公司的玉米产业布局至关重要。我们预计，公司将继续以并购为主要方式进行横向扩张，快速获取品种资源以及销售渠道资源。

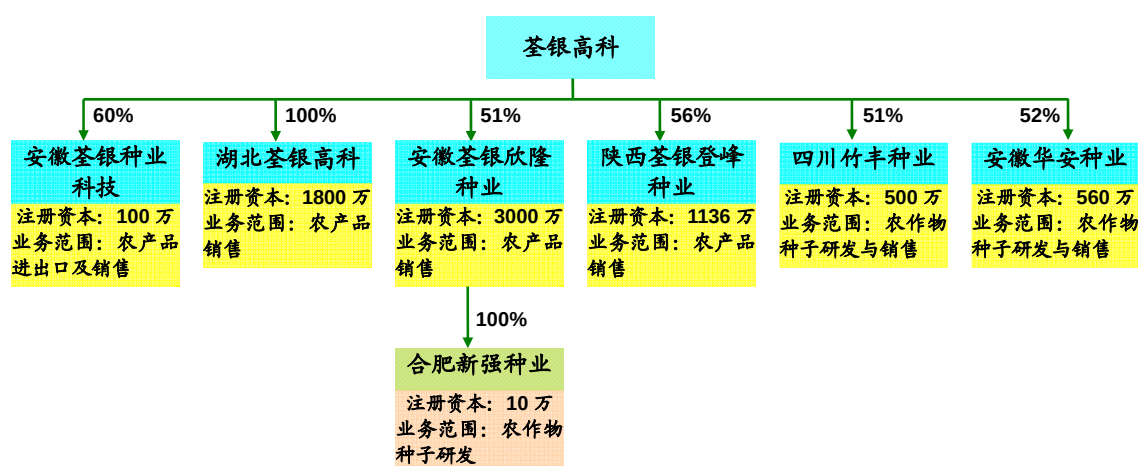
图 4：公司上市以来的并购历程



资料来源：公司公告，长江证券研究部

目前公司拥有 6 家控股子公司，以及荃银欣隆全资控股的 1 家孙公司合肥新强种业，是种子行业响应国家政策最积极的上市公司。在收购完铁研种业之后，公司超募资金剩余数量为 16,752.86 万元，后续横向并购可能性较大。

图 5：公司子公司结构（不包括铁研种业）



资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 4：超募资金投资项目及具体金额

时间	投资项目	使用超募资金（万元）
2010-8-17	收购四川竹丰种业（51%）	1006.2
2010-11-25	设立荃银欣隆（51%）	1530

2010-11-25	增资控股杨凌登峰（56%）	1120
2011-1-14	补充流动资金	3200
2011-3-29	收购华安种业（52%）	2194
2011-6-2	收购“潭两优 143”品种	80
2011-6-24	补充流动资金	3000
2011-7-14	收购安徽皖农种业（54%）	2378.7
2011-8-25	增资荃银科技	420
2011-9-15	收购铁研种业（54.05%）	2348
合计		17276.9
剩余超募资金		16,752.86

资料来源：长江证券研究部

全面的管理团队保证并购后的稳定经营

公司前身为安徽荃银农业高科技研究所，于 2001 年成立。董事长李成荃为我国杂交水稻国际开发专家组成员、农业部杂交水稻专家顾问组顾问成员，在安徽省农科院作物所从事水稻研究 50 余年，其中杂交水稻育种 30 余年。因此公司拥有丰富的专业研发人员资源和育种资源，这是种子行业关键制胜点之一，也是获得持续竞争力的条件之一。副总经理王群曾是合肥丰乐种业股份有限公司水稻事业部副经理、经理，四川禾丰种业有限公司副总经理。研发和营销全面覆盖，公司的管理团队在行业内拥有一定的核心竞争力。

表 5：核心技术人员的专业资质及重要科研成果

姓名	专业资质	重要科研成果及获得的奖项
李成荃	研究员，农业部杂交水稻专家顾问组顾问成员	1979 年“三系杂交籼稻应用与推广”项目获安徽省政府二等成果奖（第一人）；1981 年“水稻数量性状遗传距离测定及其在预测杂种优势上的应用”项目获农业部技术改进一等奖（第二人）；1986 年“杂交粳稻新组合当优 C 堡”项目获省科技进步二等奖（第一人）；1994 年“光敏核不育系 7001S 的选育与应用”项目获安徽省科技进步一等奖（第一人）；2008 年获袁隆平基金农业重大贡献奖。1989 年获安徽省农牧渔业厅“制种技术能手”；1993 年“秦油二号制种技术研究”项目获安徽省星火计划二等奖、合肥市科学技术进步三等奖；1997 年获合肥市科技兴农先进个人一等奖；2000 年获合肥市农业科技十佳农技人员二等奖；2004 年“印水型水稻不育胞质的发掘及应用”项目获浙江省科学技术进步一等奖；2005 年“印水型水稻不育胞质的发掘及应用”获国家科学技术进步一等奖；2009 年获合肥市科技进步一等奖。
陈金节	高级农艺师	曾荣获合肥市农林局杂交水稻制种先进工作者称号；1998 年荣获合肥市政府科技兴农二等奖；2002 年荣获“合肥市青年岗位能手”称号；2009 年荣获合肥市科技进步一等奖；在国家级和省级重点专业学术刊物上发表论文 19 篇。
张从合	高级农艺师	荣获安徽省、合肥市科技进步奖各一项。在《杂交水稻》、《安徽农业科学》、《安徽农业》、《安徽农学通报》等省级以上专业学术刊物上发表论文 10 多篇。
王合勤	高级农艺师	自 1993 年起历任肥西县种子分公司经理，合肥丰乐种业股份有限公司水稻事业部副经理、经理；，四川禾丰种业有限公司副总经理；2002 年 7 月至今任本公司副总经理。
王群	农艺师	

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

第三，盈利预测

我们认为，公司的核心竞争力在于全面的管理团队以及丰富的品种资源。在种业改革的浪潮中，通过并购的方式快速占领市场不失为一种好的成长模式。2011 年，公司处于集中投入期，之前的收购项目、之后的并购计划以及新业务的拓展给公司带来沉重的费用负担，拖累了今年的业绩带来相对偏高的估值。我们预测 2010-2012 年 EPS 为 0.36、0.61 和 0.81 元，维持“谨慎推荐”评级。我们看好公司未来的发展，将持续跟踪。

财务报表及指标预测

利润表（百万元）					资产负债表（百万元）				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	180	291	442	648	货币资金	417	363	320	295
营业成本	107	182	270	400	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	73	109	173	248	应收账款	16	25	38	56
% 营业收入	40.5%	37.5%	39.0%	38.3%	存货	122	206	306	454
营业税金及附加	0	0	0	0	预付账款	6	10	15	22
% 营业收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	23	37	56	83	流动资产合计	561	605	680	829
% 营业收入	12.7%	12.7%	12.7%	12.7%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	23	38	58	84	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	长期股权投资	11	11	11	11
财务费用	-2	-1	-1	-1	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	-1.3%	-0.5%	-0.3%	-0.2%	固定资产合计	27	62	103	111
资产减值损失	0	0	0	0	无形资产	19	18	17	16
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	1	0	0	0
营业利润	29	36	60	82	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	16.1%	12.2%	13.6%	12.7%	资产总计	619	696	812	968
营业外收支	7	6	10	10	短期贷款	0	0	0	0
利润总额	36	42	70	92	应付款项	11	19	28	42
% 营业收入	19.7%	14.3%	15.8%	14.2%	预收账款	31	50	76	111
所得税费用	1	1	1	2	应付职工薪酬	6	9	14	21
净利润	35	41	69	91	应交税费	0	0	0	0
归属于母公司所有者					其他流动负债	8	14	20	30
的净利润	32.8	38.3	64.5	85.1	流动负债合计	55	92	138	204
少数股东损益	2	2	4	6	长期借款	0	0	0	0
EPS（元/股）	0.31	0.36	0.61	0.81	应付债券	0	0	0	0
现金流量表（百万元）					递延所得税负债	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	其他非流动负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	-25	-17	3	-9	负债合计	55	92	138	204
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	552	591	655	740
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	11	14	18	24
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	564	604	673	764
固定资产投资	-9	-39	-47	-16	负债及股东权益	619	696	812	968
其他	-14	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-23	-39	-47	-16		2010A	2011E	2012E	2013E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.310	0.362	0.611	0.806
股权融资	470	0	0	0	BVPS	10.46	11.18	6.20	7.01
银行贷款增加（减少）	-36	0	0	0	PE	86.35	73.96	43.85	33.27
筹资成本	1	1	1	1	PEG	2.31	1.98	1.17	0.89
其他	-39	0	0	0	PB	2.56	2.40	4.32	3.82
筹资活动现金流净额	395	1	1	1	EV/EBITDA	84.02	63.89	38.23	28.07
现金净流量	348	-54	-43	-25	ROE	5.9%	6.5%	9.9%	11.5%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看 好： 相对表现优于市场 中 性： 相对表现与市场持平 看 淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推 荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中 性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减 持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。