

荃银高科(300087)

研究员: 裴雷 执业证书编号: S0570200010031

☎ 025-51863275 ✉ peilei_work@126.com

Ⓜ <http://t.zhangle.com/2603>

种业集团初具雏形 整合元年有待考察

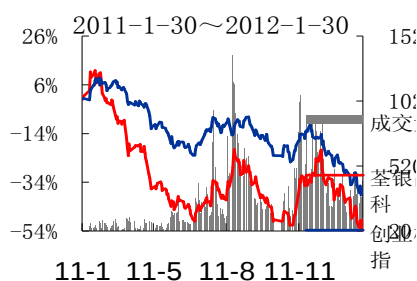
投资评级: 推荐(维持)

种植业 II

当前价格(元): 17.82

目标价格(元): 19

股价走势图



相关研究

1《荃银高科(300087):荃银高科收购华安种业点评》2011.3

投资要点:

◆ 种业集团初具雏形。上市以来公司连续进行了七项股权并购和三个品种权的购买, 公司已经从一个单一经营水稻品种的区域公司, 转变成为一个集水稻、玉米和小麦为一体的种业集团, 2012 年将会成为公司的整合元年。

◆ 作为区域上市龙头企业, 公司有望成为安徽省重点扶持对象, 成为安徽省十二五规划打造 2 家以上种子销售额超 8 亿元的农作物种业集团之一。

◆ 水稻主导产品平稳, 储备品种成长可期。新两优 6 号”虽然 10 年、11 年销售略有回落, 但是平稳增长可期, 母公司 12 年将主推 11 年新通过国审的“新两优 343”, 有望迎来新的增长点。控股子公司荃银欣隆的两优 6326 公司和华安种业的皖稻 153 都具有较好高市场认可度, 同时公司将在荃银湖北子公司主推 11 年新通过国审的“新两优 233”品种, 业绩增长可期。

◆ 布局玉米种业。公司购买了高玉 2067 安徽独家经营权和并购了铁研种业、杨凌登峰, 未来有望成为新的业绩增长点, 但是市场新进入者, 能否打开局面仍有待考察。

◆ 我们预计 2011-2013 年公司 EPS 为 0.22、0.46 和 0.59 元, 该公司 2012 年的动态估值水平为 38 倍, 考虑到子的公司业绩释放, 给予增持评级, 目标价 19 元。2012 年是公司所有子公司并表的整合元年, 我们认为公司营销体系建设和管理整合能否到位, 相关子公司业绩释放与否仍需要进一步考察。

公司基本资料

总股本(万)	10560.00
流通 A 股(万)	4787.76
52 周内股价区间(元)	13.02-71.48
总市值(亿)	18.82
总资产(亿)	7.37
每股净资产(元)	5.09

主要经营指标预测

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(亿)	1.80	2.7	4	5.2
+/-%	10.16	40%	60%	50%
净利润(百万)	32.77	23.32	48.76	62.54
+/-%	2.25	105%	36%	37%
EPS(元)	0.69	0.22	0.46	0.59
P/E	25.83	80.91	38.70	30.17

一、公司基本情况

公司概况

安徽荃银高科种业股份有限公司是集农作物种子科研、生产、加工、国内外营销等业务于一体的高科技种业企业,于2010年5月26日在创业板上市,系我国首家登陆创业板的种业公司。公司是我国籼型两系超级稻种子的主要供应商,安徽省农业产业化龙头企业,主要从事杂交水稻种子研发、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。

具有育繁销一体化经营能力

荃银高科是较早从事两系法杂交水稻制种的企业,有丰富的生产经验和种质资源,公司已形成从中稻到晚稻、从三系到两系的杂交水稻品种线。在水稻育种技术上具有明显的优势,先后取得了1项国家发明专利(具有隐性标记杂交水稻亲本及品种的选育方法)、9个植物新品种权(新安 S、新两优6号、农丰A、Y恢909、YR293、03S、2148S、YR188、新华 S),通过国家级和省级审定的品种达 22个(19 个杂交水稻品种、1 个杂交油菜品种和 2个杂交棉花品种,其中,国审杂交水稻品种 7 个,新两优 223、新两优 343、新两优 901为公司2010年新增的 3 个通过国审的自研杂交水稻品种)。公司的主导产品“新两优 6 号”是农业部 2006 年认定的第一批超级水稻推广品种,同时公司也通过并购其他公司和收购品种方式不断完善其中水稻、玉米和小麦的种源储备。

图表 1: 公司主要种业品种储备

	国审	省审	其他	来源
水稻	新两优 6 号、新优 188、新两优 106、农丰优 909、新两优 223、新两优 343、新两优 901	新两优 821 (桂)、两优 4826 (桂)、农丰优 256 (黔)、皖稻 135 (丰优 909)、皖稻 145 号 (新安 S)、皖稻 201 号 (丰优 188)、新两优香 4 (皖)、两优华 6 (皖)、II 优 293 (皖)、丰优 293 (鄂)、中优 293 (豫)、两优 036 (湘)	新安 S、农丰 A、Y 恢 909、YR293、03S、2148S、YR188、新华 S、YR1671、荃紫 S、YR602	原有
	两优 6326	新强 8 号 (皖)	强两优 2 号	安徽荃银欣隆
	皖稻 153、II 优 52	协优 58 (皖)、皖稻 185、皖稻 199 (皖)、徽两优 3 号、双优 3404 (皖)、徽两优 6 号		安徽华安种业
	明优 98	籼杂优 0401 (皖)、天香 58 (皖)、明两优 6 号 (皖)、皖稻 90 (皖、常规粳稻)	天香 58	安徽皖农种业
		竹丰优 009 (川、黔、陕、滇)、竹丰优 28 (陕、滇)	竹丰优 219、授权开发品种: B 优 838、B 优 827、红优 2009、冈优 2009、C 优 2040、B 优 0801	四川竹丰
		常规水稻新品种“五山丝苗”(粤)	潭两优 143	购买

玉米	铁单 20 号、铁研 26 号		铁糯 1 号	辽宁铁研种业
		农 1 号 (陕)、登峰 1 号 (陕)、高农 901 (冀、豫、陕)	高试 129、登峰 8 号、登峰 2008、DF402、DF208	陕西荃银登峰
		皖糯 2 号 (皖)		安徽华安种业
		高玉 2067 号品种		购买
小麦		皖麦 47 (皖)、皖麦 54 (皖)、安农 0305 (皖)、罗麦 8 号 (沪)、罗麦 10 号 (沪)		安徽皖农种业
		登峰 168 (陕)		陕西荃银登峰

公司拥有完善的种子质量控制体系, 通过 ISO9001 质量管理体系认证, 在全国 16 个省建立了较为健全的市场网络营销体系, 与东南亚多个国家和地区建立了贸易合作关系。经过多年业务发展, 公司已与江苏省庆丰种子站、福建建宁邓大进、贵州岑巩惠农种业等多家受托制种方建立了长期稳定、互惠互利的合作关系, 目前制种基地面积达到 5 万多亩。公司亲本繁殖地点主要为海南三亚和安徽合肥, 目前在海南三亚用于亲本繁殖的租赁土地约 690 亩, 在安徽合肥用于亲本繁殖的租赁土地约 120 亩。公司下设市场部 and 国贸部, 分别负责国内和国外种子的销售业务, 在国内市场, 公司围绕“立足安徽, 面向全国, 跻身世界”, 建立健全国内市场营销网络, 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, 种子销售以自主品种为主。

图表 2: 国内营销网络布局



资料来源: 公司招股说明书, 华泰证券研究所

图表 3: 海外营销网络布局



资料来源: 公司招股说明书, 华泰证券研究所

价值营销, 打造全新业务模式

公司作为研发起家的种业公司, 正积极加强营销队伍和经销商体系建设, 公司正极力推行的“价值营销模式”, 继续推进“公司+经销商+农技推广部门”三方参与的营销服务模式, 公司利用农机推广中心, 通过不断的售后技术服务支持和其他增值服务, 提高了农民的种植收益, 从而增加农民需求粘性, 农民对公

司种子需求量增加的正回馈使得公司的品种推广减轻对经销商的过度依赖。经销商为了能够代理公司的品种,乐于对农民进行技术服务支持。同时,产品价格的提升使得种业企业再收回研发成本的前提下可以有更多的资金投入售后服务和新种研发的过程中,到从而形成整个生产销售体系的良性循环。

二、积极推进外延式扩张

政策推动下的区域性整合机遇

近期,安徽省人民政府“关于加快推进现代农作物种业发展的实施意见”推出。《意见》内容主要包括:

(一)到 2015 年把安徽省打造成长三角及华东地区最具影响力的农作物种业强省,其主要目标包括:(1)培育 10 个以上自主创新、具有突破性的主要农作物新品种,全省农作物品种更新换代 1 次,主要农作物良种覆盖率达到 98%以上。(2)打造 5 家以上产值超亿元的育繁推一体化种业企业,其中 2 家以上种子销售额超 8 亿元农作物种业集团。全省种子销售额达到 60 亿元以上。(3)建设 100 万亩标准化、规模化、集约化、机械化的优势种子生产基地,良种生产能力稳定在 5.5 亿公斤以上,实现主要农作物种子自给率 95%以上,实行种子生产基地用地保护。

(二)到 2020 年,把安徽省打造成全国最具影响力的农作物种业强省。建立并完善科研分工合理、产学研结合、资源集中、运行高效的育种新机制,培育 20 个以上自主创新、具有突破性的主要农作物新品种,主要农作物良种覆盖率达到 100%。打造 10 家以上产值超亿元的育繁推一体化种业企业,其中培育 3 家以上种子销售额超 10 亿元、具有国际影响力的现代农作物种业集团。全省种子销售额在 2010 年基础上实现翻一番,达到 80 亿元以上。建设 120 万亩标准化、规模化、集约化、机械化的优势种子生产基地及配套的现代化种子仓储、加工、物流中心,良种生产能力稳定在 6 亿公斤以上,主要农作物种子自给率稳定达到 100%。

(三)通过鼓励种业企业兼并重组,扶持种业企业做大做强。启动省级育繁推一体化种业企业认定工作,省级育繁推一体化企业注册资本 6000 万元以上,其中固定资产不少于 3000 万元。

(四)实施企业税收信贷优惠政策。对符合条件的育繁推一体化种业企业的种子生产经营所得,免征企业所得税。对企业兼并重组涉及的资产评估增值、债务重组收益、土地房屋权属转移等给予税收优惠。

(五)强化农作物种业基础性公益性研究。省级科研院所和高等院校要重点开展种质资源搜集、鉴定、保护以及育种材料的改良与创制,重点开展育种理论方法和技术、分子生物技术、品种检测技术、种子生产加工和检验技术、常规农作物品种选育等基础性、前沿性、公益性研究。

根据中国种业协会最新数据,目前种子生产许可证发证所在地为安徽省的企业数量为 269 家;种子经营许可证发证所在地为安徽省的企业数量为 331 家,注册资本金在 3000 万以上的只有 9 家,其中包括荃银高科控股子公司安徽荃银欣隆种业有限公司。我们预计荃银高科有望成为安徽省重点扶持对象。

图表1: 安徽省当前有效的注册资本不小于3000万元的经营许可证企业（非上市公司）

公司	注册资本	经营范围与方式	公司简介
安徽喜洋洋农资连锁有限公司	3070(万元)	农作物常规种子批发、零售	专业从事农资销售和服的连锁企业
濉溪县五铺农场	8530(万元)	农作物常规种子批发、零售	主要从事农作物种子引进、培育、试验示范、繁殖推广
巢湖春友种业科技有限公司	3000(万元)	农作物常规种子批发、零售	集良种科研、繁育推广、种子低温低湿储存于一体的初具规模的新型企业
安徽皖垦种业有限公司	3000(万元)	农作物常规种子批发、零售	隶属于安徽省农垦集团公司,主要负责种子对外销售
安徽隆平高科种业有限公司	3000(万元)	农作物常规种子批发、零售	集科研、生产、加工、销售为一体的专业化农作物种子子公司
安徽省紫芦湖良种繁殖场	3200(万元)	农作物常规种子批发、零售	
安徽荃银欣隆种业有限公司	3000(万元)	农作物常规种子批发、零售	
安徽徽商农家福有限公司	5000(万元)	农作物常规种子批发、零售	徽商集团投资控股的专业农资分销连锁企业,全国农资连锁经营重点企业
泗县洋湖原种场	4078(万元)	农作物常规种子批发、零售	集良种引进、试验、示范、繁育、加工、检验、销售及技术服务于一体的种子产业化生产体系

资料来源: 中国种业协会, 华泰证券研究所

借助并购实现外延式扩张

公司自上市以来,把握行业整合机遇,积极开展并购,截至目前已经进行了7次股权收购和3个品种权的购买,类别上涵盖玉米、水稻和小麦等主要品种,地域上涉足华东、东北、华中、西南等主要区域,各类被收购子公司的制种面积已逾3万亩。在收购上将既有针对品种互补互促的考虑,也有规模上的考虑,同时会结合产品相互之间的差异化。我们认为,在种业新政的导向下,结合公司自身发展战略意图,未来公司将主要借助并购实现外延式扩张。

图表2: 公司近年来收购情况

品种	市场	时间	收购对象	涉及金额	所占股权比例	收购情况（可行性报告）	影响
水稻	制种基地	2010.08	四川竹丰种业	979.2万	51%	注册资本500万,侧重于三系杂交水稻,如竹丰优009、竹丰优28等,与公司两系杂交水稻优势将形成互补。制种面积在5000~10000亩之间,2010年杂交水稻种子销量约100万公斤。新公司将在目前制种面积5000多亩的基础上,增加到8000——10000亩,同时把制种基地逐步向周边县市扩展,3年内实现在四川的水稻制种基地达到20000亩以上,种子的生产经营数量达到400万公斤以上,实现利润	制种基地,对于利润贡献相对有限

						800万元以上。同时加大在西南片区玉米种子市场的拓展,争取3年内玉米种子经营数量达到60万公斤以上,实现利润200万元以上。	
	华东华中	2010.11	荃银欣隆	1530万	51%	注册资本3000万,主要经营我国四大两系杂交水稻主推品种之一的两优6326,以及新强8号等杂交水稻品种,该品种主要市场安徽和湖北尚存在增长空间,在其他地区如广西、湖南尚未进行规模化销售布局。预计合资公司未来三年(2011年起)实现净利润分别为680、856.8、3876万元。	德农正成承诺2012年年底不再生产两优6323,2013年6月不再销售
	华东华南	2011.03	华安种业	2205万	52%	注册资本560万,主营皖稻153和徽两优6号,华安种业拥有水稻所选育的协优58等八个杂交水稻品种的独占使用权,其技术依托单位-即控股股东“安徽农科院水稻研究所”拥有一批享誉国内外的水稻研究专家。杂交水稻品种已在湖南、湖北、浙江、江西、江苏、河南、福建、云南、广西等省份广泛销售,建立了稳定可靠的销售网络,预计2011-2015年,年均净利润总额511万元	皖稻153市场认可度高
	华中地区	2011.07	湖北荃银	180万	66%	注册资本3000万元,吴中华在杂交水稻新品种的选育与开发方面有一定的专长,具备快速开发湖北市场的基本条件。新公司将以建成“育繁推”一体化的以杂交水稻种子为主导的现代化种业公司为目标,实施公司在杂交水稻种植面积较大的华中地区长远战略布局,抓住不育系选育和抗性选育等关键育种技术,以荆州为中心,辐射和带动公司在两湖平原及周边地区杂交水稻种子市场的渗透与扩张。预期未来三年经营年度可实现净利润分别为200万元、700万元和1200万元,年投资回报率分别为6.7%、23.3%和40%。	主推新通过国审新两优223,将成为公司利润增长点
	品种使用权	2011.06	潭两优143独占使用权	80	100%	填补公司杂交早稻品种的空白	
		2011.10	“五山丝苗”独占使用权	280	100%	感温型常规稻新品种“五山丝苗”2009年已通过广东省审定,现正在参加国家华南稻区早籼稻区试,预计未来推广面积可达1000万亩以上,创造6000万以上利润。目前中国市场上是杂交水稻种子和常规水稻种子“两分天下”的格局,常规稻品种未来仍有着较大的市场份额。	
玉米		2010.11	陕西杨凌登峰	1120万	56%	注册资本500万,具有适宜各类生态区的优势玉米品种,如高试129、高农1号、高农901、登峰1号、登峰8号;登峰种业是在陕西高效农业研究所(1992年成立)的基础上发展起来的科研型种业企业,数十年的研究积累,使得公司拥有比较丰富的玉米育种资源;兼顾小麦、油菜等,可年产玉米、小麦良种200万公斤。陕西荃银登峰种业的新品种小麦“登峰168”在2006—2009年参加陕西省关中灌区小麦新品种预试、区试和生产试验中均比对照小偃22增产,位居试验第一名。2009年,2010年亏损。	研发中心定位
	东北和黄淮海	2011.12	铁研种业	2348万	54%	注册资本3031万,以玉米、大豆育种研究为主,铁研种业是铁岭农科院研发品种的优先转化平台,共同培育的各类	玉米品种有望成为公司增长

						品种或自交系近50个;玉米品种有铁单20号、铁研26号等20余个(中国审品种2个)等。其“铁”牌系列杂交玉米品种播种面积已占辽宁省玉米种植面积的20%,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,自2011年起,10年期内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)。公司2010年净利润99万元。	的重点
	品种使用权		高玉 2067(安徽省独家使用)	300万		安徽省省审品种,若“高玉2067”购买成功,2012年公司计划安排1000亩制种保底亩产300公斤,直接成本10元/公斤,加上包衣、加工、包装费用等总成本约为12元/公斤。按照4600粒/亩/袋测算约为1.2公斤袋,共25万袋。按20~24元/袋的价格结算,销售收入约为500~600万元,扣除总成本360万元,净利润约为150万元。	
小麦	华南	201107	皖农种业	2397万	54%	皖农在江苏、安徽等地建立了稳定的小麦制种基地约3万亩,现生产和经营的小麦品种有皖麦47、皖麦54、安农0305、罗麦8号、罗麦10号,均已通过省级或国家级审定,品种表现良好。其中,皖麦47、皖麦54、安农0305等品种。销售区域覆盖安徽、江苏、浙江、江西、河南、湖北、湖南、福建、广西等省区;拥有一家控股子公司——安徽省新加农业机械科技有限公司,持股90%,原股东承诺:未来四个经营年度(指2011年8月1日—2015年7月31日)税后净利润(审计后)分别达到600、1200、1600、1800万元。	标的公司原股东保证荃银高科四年内收回投资款2378.7万元,不足部分由标的公司原股东用现金补齐。

资料来源:公司公告,华泰证券研究所

三、种子行业迎来快速发展期

“十二五”政策扶持,生物育种行业迎来黄金时期

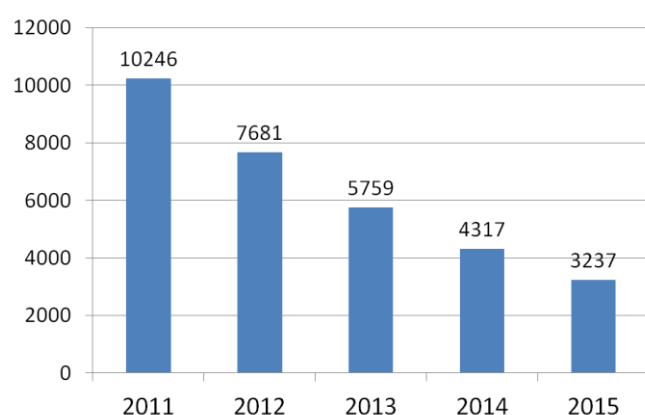
2012年中央“一号文件”继续关注“三农”领域,重点落于“农业科技”,今年整个一号文件共分为六个部分,其中第二、第三和第四个部分均强调农业科技。农业科技创新及应用的重点包括:以种业为代表的生物育种、农业机械相关产业。《国务院关于加快推进现代农作物种业发展的意见》,大力支持“育繁推一体化”的大型种业公司。《意见》的出台,对加快推进我国现代农作物种业发展具有跨时代的意义。《意见》明确和强化了科研院所和高校的基础性公益性研究地位和身份,重点开展种质资源搜集、保护、鉴定、育种材料的改良和创制,重点开展育种理论方法和技术、分子生物技术、品种检测技术、种子生产加工和检验技术等基础性、前沿性和应用技术性研究以及常规作物育种和无性繁殖材料选育等公益性研究。推进实施转基因生物新品种培育重大专项,公共研究成果的共享机制,可以为种子企业提供科技支撑,使广大种子企业节约研发成本,专注于市场化开发与运用。《意见》提出建立商业化育种体系,鼓励发展“育繁推一体化”种子企业,推动大型种业公司兼并重组,支持企业参与种子储备任务投标,开拓国际市场,国家鼓励科研人才向企业倾斜,科技资源向企业流动。同时,对符合条件的“育繁推一体化”种子企业给予一定税收优惠政策。

“十二五”期间,国家将通过各种政策利好,重点扶持一批在“育繁推一体化”方面具有优势的企业做大做强,从而提升我国农业科技创新水平,增强农作物种业竞争力,满足建设现代农业的需要。农业部2月6日就“全国农业科技促进年活动”方案召开新闻发布会,农业部科技教育司副司长杨雄年透露,《全国现代农作物种业发展规划》已制定完成,正在报国务院审批。在产业方面,今年将围绕粮食、种业等方面开展科技促进行动,其中发展现代种业是重点。农业部今年要推动出台一批种业的扶持政策,涉及种子储备、种子生产保险、种子检验检测、制种大县奖励、良种繁育补贴、强化经费保障、加强队伍建设等方面,特别是要推动这些政策支持商业化育种。

种业迎来整合期

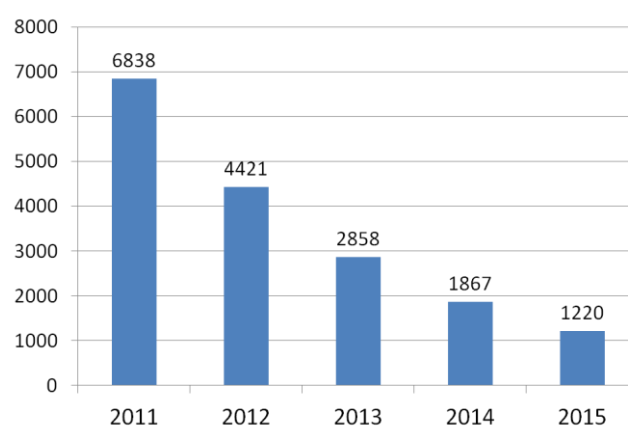
2011年农业部令第3号文件《农作物种子生产经营许可证管理办法》出台。新管理办法规定:1)申请杂交水稻、杂交玉米经营许可证的门槛大幅度提高(500%),由500万提高到3000万,符合条件的企业由6838家变为现在的256家。2)申请杂交水稻、杂交玉米生产许可证的门槛大幅度提高(500%),由500万提高到3000万;符合条件的企业由10246家变为现在的2639家。新《农作物种子生产经营许可证管理办法》出台,将使种业行业集中度大幅提升,我们预计到2015年种业公司的数量将缩减为现有数量的1/4-1/3。其中,将有2386家公司经营许可证将于2011年9月25日至2012年9月25日到期,占经营许可证发放总量的34.9%;将有2351家公司生产许可证于2011年9月25日至2012年4月1日到期,占生产许可证发放总数的22.9%。

图表3: 2015年具备生产许可证条件的企业数



资料来源: 华泰证券研究所

图表4: 2015年具备经营许可证条件的企业数



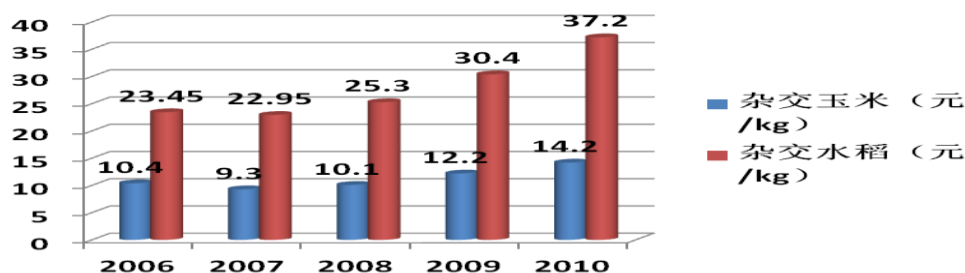
资料来源: 华泰证券研究所

行业利润向种子公司倾斜

《国务院关于进一步加快推进现代农作物种业发展的意见》进一步加强对“育繁推”一体化企业的扶持力度,并且明确了企业是种业发展的主体,提出要引导和积极推进科研院所和高等院校逐步退出商业化育种,不再参加种子评审工作,我们预期拥有优势品种的种子公司的议价能力将得到大幅提升,行业集中度较明显提升。据不完全统计,中国目前种粮比约为2-8倍,而国际市场上的种粮比普遍超过25倍,美国约为40-50

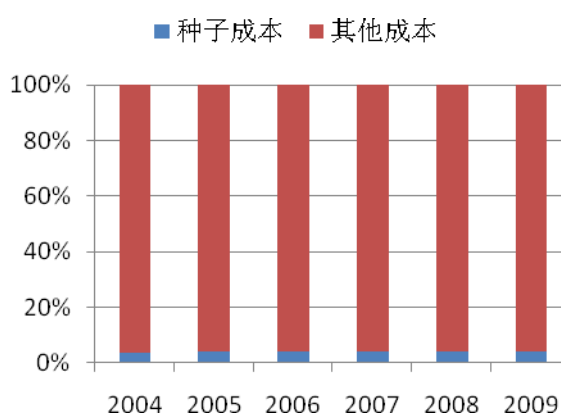
倍。目前玉米的生产成本中售价最高的种子成本占比为 5.8%，水稻的生产成本中售价最高的种子成本占比为 4.3%，而美国农民的粮食生产成本中种子成本占比约为 12.7%。考虑到种子在农作物成本中的占比和种粮比等因素，目前国内种子价格具有较大的提升空间。同时，种业公司营销模式的变革导致部分种子由按斤卖转为按粒卖，农民种植方式变得更加科学，种地时往每个坑中所撒的种子量减少，这也有利于种子价格的提升。

图表 8：杂交玉米、杂交水稻种子价格走势



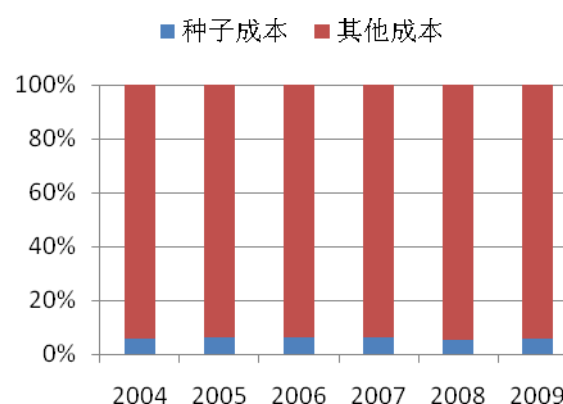
资料来源：华泰证券研究所

图表 9：水稻种子价格占水稻成本比例



资料来源：WIND，华泰证券研究所

图表 10：玉米种子价格占玉米成本比例



资料来源：WIND，华泰证券研究所

多重因素助推种子市场容量稳步增长

2010 年我国杂交水稻市场容量为 127 亿，杂交玉米市场容量为 196 亿。在保持现有播种面积、亩均用种量、商品化率和出口占比稳定的情况下，在谷物最低收购价上调，制种成本上升，农民对种子价格不敏感、单粒播、精品种子推广带来的产品结构调整等多重因素推动下，我们预计到 2015 年，我国杂交水稻种子市场容量将达到 190 亿左右，杂交玉米种子市场容量将达到 280 亿左右。市场容量分别增长 54%和 47%。

图表 5: 杂交水稻种子市场规模预测 (杂交水稻种子均价增长率: 10.5%, 出口金额占比 6.5%)

	均价 (元/公斤)	播种面积 (亿亩)	亩均用种量 (公斤/亩)	商品化率 (%)	出口占比 (%)	市场容量 (亿元)
2011	48.73	2.45	1.0	100%	6.5%	127.15
2012	53.84	2.45	1.0	100%	6.5%	140.48
2013	59.51	2.45	1.0	100%	6.5%	155.28
2014	65.75	2.45	1.0	100%	6.5%	171.56
2015	72.65	2.45	1.0	100%	6.5%	189.56

资料来源: 华泰证券研究所

图表 6: 杂交玉米种子市场规模预测 (杂交玉米种子均价增长率: 9.4%, 出口金额占比 0)

	均价 (元/公斤)	播种面积 (亿亩)	亩均用种量 (公斤/亩)	商品化率 (%)	市场容量 (亿元)
2011	23.73	4.6	1.8	100%	196.48
2012	25.96	4.6	1.8	100%	214.95
2013	28.40	4.6	1.8	100%	235.16
2014	31.07	4.6	1.8	100%	257.26
2015	33.99	4.6	1.8	100%	281.44

资料来源: 华泰证券研究所

四、公司经营状况分析

种业集团初具雏形

上市以来公司连续进行了七项股权并购和三个品种权的购买, 公司已经从一个单一经营水稻品种的区域公司, 转变成为一个集水稻、玉米和小麦为一体的种业集团, 母公司以及控股子公司现拥有10多个水稻国审品种, 2个玉米的国审品种, 同时在2011年-2012年分别购买了潭两优 143、常规水稻新品种“五山丝苗”(粤)两个水稻品牌, 和高玉2067号的安徽独家经营权, 我们认为公司品种储备充足, 强化营销队伍、强化经销商体系建设, 强化集团内部优势资源的整合将成为公司未来成长的关键, 2012年将会成公司整合年。

水稻主导产品平稳, 储备品种成长可期

根据中国种子协会统计, 公司近年市场地位逐年提高, 杂交水稻种子市场份额已由 2006 年的 0.85% 增长到 2008 年的 2.21%, 行业排名也由第 23 名提升到第 6 名。本公司主导产品籼型两系杂交水稻新品种“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,新两优6号自2007年通过国审以来,凭借其优良农艺性状已进入相应种植区域,推广面积逐年增加,2006年的187万亩增加至2009年的456万亩,增长了144%,市场占有率随之增加,在所有杂交水稻品种中的排名从2006年的18名跃居2009年的第2名,成长迅速。08、09年的销量增速分别为14.39%、24.64%,加之价格也不断上涨,基本保持22-45%增长,2009、2010年因制种花期出现高温导致两系水稻制种减产以及单位成本提高,10年、11年销售有所回落,收入增速放缓。

“新两优6号”平稳增长可期。公司主导品种“新两6号”在06年-09年取得前期优异的销售成绩,公司未来会进一步强化营销队伍和经销商队伍建议,公司目前也正与国内知名粮商洽谈订单农业,以增长“新两优6号”营销拉力。按照杂交水稻品种推广期限8年的规律,我们认为新两优6号还会有2-3年的稳定增长期,我们预计正常年份(没有特别自然灾害影响),未来三年中“新两优6号”销售收入年均增长速度可以达到15%。

2011年新通过国审的“新两优343”有望成为主推品种。公司主导产品为“新两优6号”,同时“新两优香4”、“新优188”、“农丰优909”等为代表的一批两系和三系杂交水稻品种已展现出快速跟进的良好发展态势。2010年公司新增国审品种新两优223、新两优343、新两优901,产量表现突出,未来都有成为主力品种的潜力。公司加大了“新两优343”推广力度,2012年市场推广情况值得期待。

控股子公司的优秀品种,也开始有所贡献。(1)荃银欣隆的两优6326是国内四大两系杂交水稻主推品种之一,该品种稳产、高产,高抗倒伏,适应性广,米质优良,享有“泰国香米的品质,超级杂交稻的产量”之誉,得到大米加工企业和广大农户的普遍认可。由于其优越的品种表现,“两优6326”于2007年通过国审。由于该品种拥有权存在一定的司法诉讼,德农正成种业已经承诺2012年年底停止生产,2013年6月底停止销售“两优6326”,可以预期荃银欣隆有在2012年、2013年会有一个的业绩释放过程。(2)华安种业的皖稻153目前市场处于供不应求的状态,预期未来较可以保持较快的成长速度。(3)湖北荃银是由“湖北荆州营销中心项目”转成与自然人吴中华等的合资公司,公司将新通过国审的“新两优223”放到湖北荃银推广,并充分发挥湖北荃银在当地营销和育种优势,有望获得整合优势。

图表 13: 公司主要竞争对手情况

	公司概况	与公司“新两优6号” 同类的品种	市场容量 (亿元)
隆平高科	亚洲最大的种子公司之一 科研资金实力强	国审“Y两优1号” 国审“两优0293”	2008年推广面积分别为113万亩和86万亩, 主要分布在湖南和安徽
丰乐种业	中国种子行业第一家上市公司 主要生产玉米、水稻、西甜瓜、棉花	“丰两优1号”	2008年推广面积551万亩 主要分布在安徽、湖北和广西
北京金色农华种业 科技有限公司	主营杂交水稻和杂交玉米种子	“扬两优6号”	2008年推广面积549万亩 主要分布在湖北、安徽、河南及江西
湖北省种子集团有 限公司	湖北省最大的专业化国有种子企业 重点发展水稻、棉花、油菜、玉米种子	“两优287”	2008年推广面积为92万亩 主要分布在湖北、湖南和江西
四川国豪种业有限 公司	经营的主要水稻品种为725系列、国豪杂 交稻系列	“冈优725”	2008年推广面积360万亩 主要分布在四川及湖北

资料来源:华泰证券研究所

图表 14: “新两优 6 号” 历年推广面积以及排名

	2006		2007		2008		2009	
	品种	面积	品种	面积	品种	面积	品种	面积
1	两优培九	1157	两优培九	706	丰两优 1 号	551	扬两优 6 号	541
2	金优 402	802	金优 207	630	扬两优 6 号	549	新两优 6 号	456
3	金优 207	691	丰两优 1 号	597	金优 207	506	两优 6326	426
4	金优 463	625	扬两优 6 号	570	两优培九	497	丰两优 1 号	420
5	丰两优 1 号	600	金优 402	474	天优 998	393	岳优 9113	390
6	冈优 725	426	冈优 725	423	金优 402	391	天优 998	383
7	金优 974	360	II 优 838	336	岳优 9113	383	冈优 188	371
8	II 优 838	352	金优 463	324	冈优 725	360	两优培九	353
9	扬两优 6 号	308	天优 998	320	新两优 6 号	356	金优 207	329
10	II 优明 86	284	新两优 6 号	274	Q 优 6 号	298	金优 402	305
18	新两优 6 号	187						

资料来源: 全国农技推广中心

玉米业务值得期待。

玉米是一个商品化率最高的大田作物,也是种业中效益水平最好一块的业务,公司上市以来积极布局玉米业务,已经并购了杨凌登峰和铁研种业两家种业研发机构,其中杨凌登峰作为研发基地,铁研种业作为玉米业务拓展平台,充分发挥荃银的营销优势,争取在东北平原和黄淮海平原取得突破性进展,2010年铁研实现收入3374万元,利润99万元,未来的业绩有望取得较快的提升。

母公司12年1月13日又公告,新购买了高玉2607号品种在安徽区域的永久性独占生产经营权,该品种于2011年10月通过安徽审定,2007-2008年的试验种植表明,比照郑单增产10%以上,目前安徽只有两个通过省审的玉米品种,母公司也成立专门玉米拓展小组,积极拓展玉米业务,公司公告称2012年公司计划安排1000亩制种,保底亩产300公斤,直接成本10元/公斤,销售收入约为500-600万元,净利润有望达到150万元。

小麦业务为公司提供规模扩张

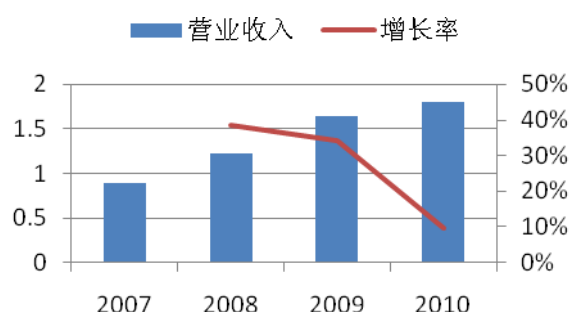
我国小麦目前以自留种的品种为主,但是商品化率正在逐年提高,目前平均每亩用种量在15公斤,单价毛利水平也相对较低,公司并购了皖农种业,拥有皖麦47、皖麦54、安农0305等品种,该公司在江苏、安徽等地建立了稳定的小麦制种基地约3万亩,销售区域覆盖安徽、江苏、浙江、江西、河南、湖北、湖南、福建、广西等省区,并与母公司签订了承诺经营目标,皖农种业保证原股东保证荃银高科四年内收回投资2378.7万元,不足部分由标的公司原股东用现金补齐,我们预期该业务增长相对确定。

2011 年公司业务处于低谷

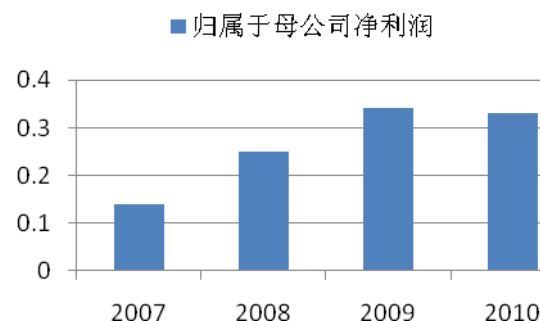
公司最新公告预计2011年净利润为2065万元至2458万元,同比下降25%至37%,2011年度公司业绩与去年同期相比有所下降的主要原因系:(1)为了公司长期可持续发展,加大了科研投入,使得研发费用增加较快;(2)公司目前处于市场多元化建设初级阶段,玉米、小麦等大田作物的经营处于起步阶段,增加了玉米、小麦等品种的经营费用,并购公司的盈利尚未全面体现;(3)由于去年制种花期出现高温导致两系

水稻制种减产以及单位成本提高, 导致产品毛利率下降。

图表 157: 公司营业收入情况 (亿元)



图表 16: 公司归属母公司净利润 (亿元)



资料来源

源: WIND, 华泰证券研究所

资料来源: WIND, 华泰证券研究所

企业加速扩张, 投资现金流出增速明显

不同的发展阶段企业的现金流结构差别很大, 2007 年荃银高科投资现金净流出 191 万, 到 2010 年增长到 2302 万, 年均增长率接近 300%, 体现出企业近年来的高速扩张态势。从荃银高科的现金流量结构可以看出企业的筹资现金流入呈现逐年增长态势, 由 2008 年的 145 万增长到 2010 年的 39546.29 万, 表明企业近年来通过大量筹集资本进行固定资产投资, 控股投资等活动。

图表 17: 荃银高科、丰乐种业及隆平高科现金流量结构变化 (单位: 万元)

		2007	2008	2009	2010
荃银高科	经营现金流	2,874.52	3,070.97	1,027.26	-2,450.46
	投资现金流	-191.64	-677.57	-1,178.50	-2,302.09
	筹资现金流	-1,011.37	145.1	2,526.27	39,546.29
丰乐种业	经营现金流	16,378.66	12,496.71	11,907.72	-2,597.66
	投资现金流	-2,649.79	-4,794.52	-6,269.29	-1,939.59
	筹资现金流	-8,050.60	-6,784.93	-4,116.41	45,227.91
隆平高科	经营现金流	10,366.16	15,240.34	17,087.66	15,839.96
	投资现金流	-66.98	-20,255.57	-9,731.45	-15,578.01
	筹资现金流	8,097.00	-4,893.50	17,733.05	-7,315.95

资料来源: WIND, 华泰证券研究所

四、盈利预测与估值

基本假设:

公司已经从一个水稻种业企业转变成一个种业集团公司,由于2012年是全部子公司并表的第一年,2011年之前的报表数据无法作为业绩预测的基准,我们将母公司的业务和子公司分开进行预测:

1、未来三年中母公司2011年-2013年的收入增速分别为16%、21%和17%,其中“新两优6号”销售收入年均增长速度为15%,未来三年其他水稻种子如“新两优343”的销售收入年均增长速度为30%。

2、水稻业务毛利水平2011年有所下降,因为2010年制种问题导致成本上升,预期2012、2013年会逐渐回升。

3、财务费用和销售费用保持原有的增速水平,管理费用回归到2010年上市之前的增速水平。

我们预测未来母公司三年杂交水稻销售收入分别为:1.92亿、2.34亿和2.74亿,未来三年母公司的EPS分别为0.13, 0.27, 0.34元。

图表 19: 母公司利润表预测 (单位: 百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	118	161	165	192	234	274
YoY(%)		36	2	16.36	21.88	17.09
减: 营业成本	66	92	99	130.56	149.76	172.62
毛利	52	69	66	61.44	84.24	101.38
毛利率(%)	44	43	40	32	36	37
主营业务税金及附加	0	0	0	0	0	0
销售费用	18	22	23	25	29	35
管理费用	10	14	23	27	31	35
财务费用	1	1	-2	0	0	0
资产减值损失	0	2	0	0	0	0
加: 公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
营业利润	23	30	22	9.44	24.24	31.38
营业外收支	1	4	6.65	5	6	7
利润总额	24	34	29	14.44	30.24	38.38
减: 所得税	1	0.75	0.6	1	1.2	2
减: 少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	23	33	26	13.44	29.04	36.38
EPS(元)	0.22	0.31	0.25	0.13	0.27	0.34

子公司成长可期，玉米业务和“两优 6326”有看点

在 2010-2011 年间，荃银高科收购大量种业公司，我们以收购时原始股东对盈利增长的承诺为依据，结合各项业务发展定位和品种的市场地位，给出各个子公司业绩增长预测。我们判断目前公司水稻业务子公司中荃银欣隆、华安种业和湖北种业的水稻业务和皖农种业的小麦业务未来增长相对确定，考虑到玉米作为新业务，我们给予一个相对平稳的增长预期。

我们预期 11-13 年子公司贡献给母公司利润为 1281 万元、2090 万元和 2699 万元，未来业绩成长超预期的业务有望来自于玉米业务和“两优 6326”。公司通过收购方式先后获得陕西杨凌登峰种业和辽宁铁研种业，从而拥有成熟的玉米种子研发平台，未来如果整合成功，作为商品化最高的大田作物，也很容易释放业务，目前基数较少，未来业务拓展情况仍需要进一步考察；另外荃银欣隆的“两优 6326”也将在 2013 年 6 月获得品种的独家经营权，也有望迎来一个业绩快速成长期。

图表20：公司未来三年营业利润预测（单位：万元）

子公司	并购时间	股权比例	2010A	2011E	2012E	2013E	预测根据
安徽荃银科技种业	201108	0.6	167.49	184.24	202.66	222.93	预测 10%的增长率
四川竹丰种业	201008	0.51	299.19	329	361	397	制种基地，维持
荃银欣隆	201011	0.51	0	600	856	1149	预期增长 30%，2013 年业绩释放
华安种业	201103	0.52	568	602	782	1016.6	预期增长 30%
湖北荃银高科	201107	0.66	-0.18	200	260	338	预期增长 30%
铁研种业	201112	0.54	99	100	200	300	预期增长
皖农种业	201107	0.54	50.59	400	900	1200	预期增长
合计				2415.24	4930.07	4623.53	
并表利润				976.722	1914.506	2483.93	

资料来源：华泰证券研究所

图表21：公司并购子公司可行性研究报告承诺经营年度收益（单位：万元）

子公司	并购时间	股权比例	2011-2012 经营年度	2012-2013 经营年度	2013-2014 经营年度
安徽荃银科技种业	201108	0.6	184	202.66	222.93
四川竹丰种业	201008	0.51	329	329	329
荃银欣隆	201011	0.51	680	856.8	1800
华安种业	201103	0.52	602	602	602
湖北荃银高科	201107	0.66	200	700	1200
铁研种业	201112	0.54			
皖农种业	201107	0.54	600	1200	1600

资料来源：华泰证券研究所

五、投资建议

预计未来三年公司的 EPS 分别为 0.22, 0.46, 0.59 元

我们预测未来三年公司的EPS分别为0.22, 0.46, 0.59元, 其中子公司归属母公司2011-2013年的每股收益分别为0.097、0.19、0.247元, 母公司水稻及其他业务的2011-2013年的每股收益为0.13, 0.27, 0.34元。考虑到公司之前未涉足玉米业务, 我们对于母公司高玉2067品种和铁研的玉米业务均给予了相对保守的估计, 未来需要进一步考察公司玉米业务的进展情况调整公司业绩预期。

建议密切关注子公司在 2012 年业务进展情况

该公司2012年的动态估值水平为38倍, 考虑到子公司业绩成长空间, 给予增持评级, 目标价19元。2012年仍是公司所有子公司并表的整合元年, 公司管理和营销整合能否到位值得考察, 如果2012年各项业务如期开展, 玉米业务进展顺利, 同时“两优6326”在2013年进入业绩释放期, 我们认为该公司值得重点关注, 2012年下半年根据子公司各项业务进展情况确定是否成为重点推荐品种。

六、风险提示

制种风险

公司作为农业企业, 制种过程受到天气、气温和日照等自然因素的影响, 两系水稻又是光敏和温敏品种, 制种的亩产水平有不确定性因素, 会影响公司的毛利水平。

品种替代的风险

公司销售的品种存在市场替代风险, 农户和经销商有不断尝试新品种的要求和习惯, “新两优6号”能否继续维持市场优势地位, 新推进的品种两优343能否快速为市场接受存在不确定性。

整合风险

由于公司近期扩张较快, 而对新控股公司的整合是一个长期过程, 子公司业绩能否如期释放存在不确定性, 玉米业务作为新进入的市场, 未来业务拓展和业绩取得存在不确定性。

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

- 报告发布日后的6个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;
- 投资建议的评级标准
 - 买入：相对强于市场表现20%以上;
 - 推荐：相对强于市场表现5% ~ 20%;
 - 观望：市场表现在-5% ~ +5%之间波动;
 - 卖出：相对弱于市场表现5%以下。

免责声明:

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、完整性或可靠性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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情的范围内,与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。在法律许可的情况下,本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

报告版权仅为本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华泰证券研究所”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格,经营许可证编号为: Z23032000。