

抓住种业整合机遇：进军三系 迈向长江上游

——荃银高科收购竹丰种业51%股权公告点评

2010年8月19日

推荐/维持

农林牧渔

事件点评

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：

公司 18 号晚间发布公告，利用超募资金收购竹丰种业 51%的股权，收购标的资产的定价以竹丰种业截至 2010 年 6 月 30 日经评估的全部净资产 1920.75 万元为基础，协商确定 51%股权的价款总额 979.20 万元。本次股权受让款分两期支付，第一期在公司董事会审议通过且正式签订股权转让协议后 15 个工作日内支付 195.84 万元；第二期在本次受让股权变更登记完成后 15 个工作日内支付 783.36 万元。

观点：

1.公司借助竹丰种业进军三系稻市场，进一步开拓东南亚市场

我国目前杂交水稻品种以三系为主，但两系杂交稻品种因其产量和米质等综合性状较好，市场需求旺盛，增长潜力大。受去年气温较低影响，公司今年上半年二系稻种销量低于预期，而同期其他公司三系稻销量并未受影响，我们认为公司已经认识到单一品种经营的风险较大且覆盖区域较窄，此次通过收购竹丰种业股权可填补公司三系稻空白，同时借助已有的生产经营经验和销售渠道可较为快速地进入三系稻市场。竹丰种业所在的四川地区在杂交水稻制种特别是三系稻方面具有天然地理优势，每年除满足省内用种外，还有 4000 多万公斤以上的种子销往省外和东南亚等国际市场，出口量占到全国杂交水稻种子出口总量的 60%左右，这也与公司出口业务占比大相契合，有利于未来开拓亚洲市场、提高出口销量。

2.拓展长江上游及西南片区，形成完整的长江上、中、下游和华南地区 4 个营销中心

公司目前的销售市场主要集中在长江中下游，而竹丰种业立足四川在长江上游尤其是西南片区具有较好的制种优势和销售基础，收购后竹丰种业作为公司的一个种子生产与销售型的控股子公司，将进一步扩大其在长江上游地区的覆盖面积，重点开拓四川、重庆、贵州、云南及陕西汉中市场。公司也可以利用竹丰的区位优势扩大西南片区的育种基地，通过研发适合当地的杂交水稻品种来拓展市场份额，最终达到公司长江上游、长江中游、长江下游及华南地区“四个营销中心”的战略发展规划。

3.制种基地的扩大为公司产销量增长提供了有力支撑

四川省内的三系水稻制种基地主要分布在绵阳、德阳两个区域，常年制种面积在 15-20 万亩之间，业内俗称“全国三系看四川，四川看两阳”，绵阳、德阳的三系杂交水稻制种占全国总量 20%以上，竹丰种业正处于这两个区域之中。收购和适当规模的增资扩股完成后，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 年内实现在川水稻制种基地 20000 亩以上，种子生产经营数量 400 万公斤以上，实现利润 800 万元以上。由于制种面积的增加只能通过收购和夺食的方式进行，近年来公司制种面积基本稳定，此次收购后公司制种面积将由原来的 5 万亩扩张到三年内 7 万亩的水平，40%的增幅为公司未来产销量的扩大提供了有力支撑。

4.玉米种子将成为公司“多品种”战略的开拓者

从国外经验看，大型公司在种子经营上多采用以一种或几种作物种子为主、兼营其他多种作物种子的经营模式。这种多元化的经营模式既可确保主导种子在市场上的垄断地位，又可确保其在一般商品种子中的市场份额，还可以保持其必要的相关技术开发能力和新目标市场开拓能力。西南片区对杂交玉米种子等有着巨大的市场需求，并购竹丰种业后将为公司“多市场、多品种”的跨越式发展开辟一条通道，预计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。

结论：

公司收购竹丰种业 51% 的股权后可借助竹丰种业在三系杂交水稻的制种优势，较为便捷的进军三系稻市场，完善公司种子类型、降低单一品种的经营风险；通过竹丰种业在四川周边的区位优势，公司可开拓长江上游和西南片区市场，完善长江上、中、下游和华南地区四个营销中心；收购完成后，3 年新增 2 万亩制种基地，公司制种面积将由原来的 5 万多亩提高到 7 万多亩，为未来产销量的增长提供了有力的保障。公司本着“多市场、多品种”的发展战略，将新开发玉米种子，形成以水稻种子为主、兼营玉米、小麦、棉花等多种作物种子的经营模式。在当前种业市场需求量巨大、竞争激烈的背景下，公司借助此次收购良机扩大制种规模和品种，不断发挥自身“产学研相结合、育繁推一体化”优势，将进一步巩固和提高市场占有率，增强品牌影响力和竞争力，为走向全国市场奠定基础。我们看好公司的长期发展，暂时维持此前的盈利预测，但由于今年天气异常，且当前正是中晚稻生长的关键期，温度和多雨都会影响种子质量，若天气恶劣影响制种则会反映在明年上半年的销量中，后期天气情况值得特别关注。预计 2010 和 2011 年 EPS 为 0.81 元和 1.09 元，对应 PE 为 46 倍和 34 倍，给予推荐评级。

表 1：竹丰种业未来三经营利润估算表

简称	2010. 7-12E	2011E	2012E	2013E
营业收入	850	1700	1700	1700
营业成本	510	1020	1020	1020
营业利润	340	680	680	680
净利润	193.8	329.46	329.46	329.46

资料来源：公司公告，东兴证券

表 2：投资组合盈利预测和估值

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。