

农业/种植业

华冠科技 600371
增持

2006/12/1110

首次评级 — 增持

收获玉米商品牛市

当前股价 2006/12/08
RMB 9.45
基础数据

总股本 (百万股)	155.00
流通 A 股 (百万股)	64.27
流通 B 股 (百万股)	N/A
可转债 (百万元)	N/A
流通 A 股市值 (亿元)	6.07

财务数据

市净率 06Q3 (X)	4.97
资产负债率 06Q3 (%)	51.60
每股净资产 06Q3 (元)	1.94
股息率 05A (%)	0.00
TRACING P/E (X)*	91.57

*最近四季盈利计算。

相关研究

 分析师
刘树坤
 (0755) 8249 3617
 liusk@lhzq.com

经营预测与估值

	2005A	2006Q3	2006E	2007E
主营收入 (百万元)	337.2	480.9	585.9	781.41
主营利润 (百万元)	104.1	141.99	174.5	232.70
净利润 (百万元)	8.2	16.9	27.0	89.0
增长率 (%)	73.05	84.53	227.79	229.63
EPS (元)	0.05	0.11	0.17	0.57
P/E (X)	177.82	91.57	55.59	16.58

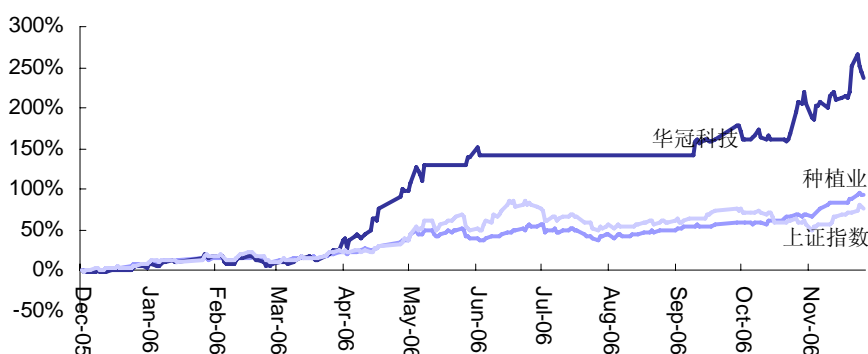
■ 玉米价格持续上涨,使农业行业可能出现类似于有色金属商品牛市带来的机会。但行业特性的不同导致机会各异,我们认为玉米行业的机会主要存在于种业公司,而华冠科技是玉米商品牛市中很好的投资品种。

■ 公司拥有很好的业绩来源。它拥有本世纪推广面积最大的玉米品种——“郑单 958”的经营权,由于该品种具有高产、稳定性、多抗、适用性、综合农艺性状好等全面的优势,其推广面积快速增长推动公司业绩快速增长。较多的优秀品种储备使公司拥有较为乐观的前景。

■ 大股东增持流通股揭示了公司良好业绩基础。由于 4130 万高额的减值计提,使公司今年的真实业绩没有显现出来,实际上今年种业贡献的每股收益将超过 0.40 元。

■ 行业环境良好及产品的强势表现使公司明年的销售收入增长有望超过 30%,加上非经常性损失的减少,公司 07 年将展现出其良好的经营业绩。预计 07、08 年的每股收益将分别大幅增长至达到 0.57 元、0.80 元。

■ 我们认为公司不仅仅是成长性好及估值具有吸引力,而且是农业板块中稀缺的战略性投资品种,因此给予公司股票“增持”投资评级。我们认为每股的合理价值为 13.1~14.3 元。

最近 52 周股价表现 -2006/12/08


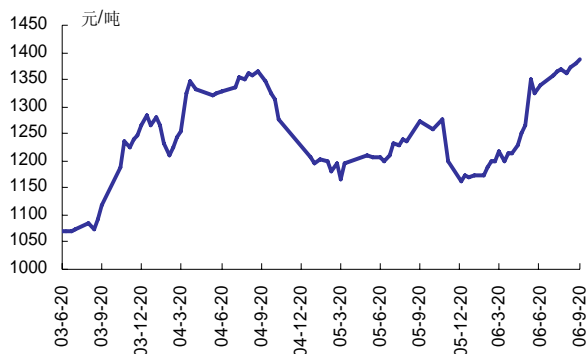
玉米商品牛市带来更多的投资机会？

近期，国内外市场玉米期货价格屡创新高，大连期货交易所9月合约的价格最高达到1700元/吨以上。虽然玉米现货市场涨幅及不上期货，但8月份以来的价格也基本保持在1350元/吨以上。并且，随着工业用量的增加，国内玉米供需形势可能会进一步趋紧，导致玉米价格面临继续攀升，或至少将保持在较高的位置。

玉米价格持续上涨，可能给农业带来新的投资机会

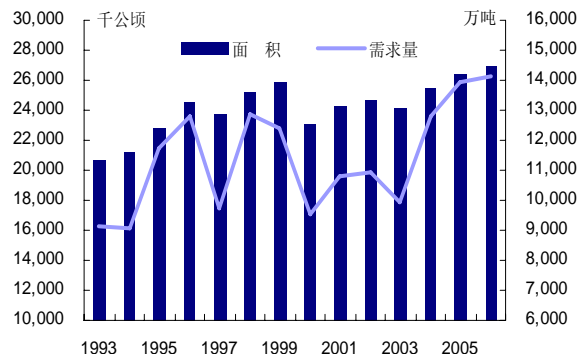
而在有色金属价格暴涨过程中，与其生产及加工有关的企业大多获益丰厚，从而给投资有色金属企业的投资者带来不菲的回报。因此玉米价格的较大幅度上涨，自然容易让人想到农业领域可能出现的投资机会。

图1 国内玉米价格走势



资料来源：国家粮食局 联合证券研究所整理

图2 国内玉米种植面积及需求量



资料来源：农业部 联合证券研究所整理

产业特性不同，使产品涨价给玉米带来的机会与有色金属有所差异

但是，由于玉米产业与有色金属的产业特性有较大的差异，产品价格涨价带来的机会也不尽相同。其中最主要不同在于两者的生产供应格局，有色金属行业上游的矿产资源相对集中掌握在为数不多的企业手中，金属价格的大幅度上涨所带来的利润由拥有资源的企业所分享。而玉米的供给最接近完全竞争市场，尤其在国内，玉米生产者极其分散，人均耕地面积不足1.5亩，相关生产企业的生产规模有限，难以获得过多少涨价带来的收益。尤其在已经上市的农业企业中，并没有以玉米生产为主业的企业。因此玉米商品牛市给股票市场带来的影响要比有色金属涨价的影响小得多。但我们并不是因而便认为玉米涨价无法给股票市场带来投资机会。

玉米牛市的机会在于玉米种业公司

事实上，玉米牛市的机会在于玉米种业公司。种子产业是种植的上游产业，进入壁垒及可商业化程度高。而玉米价格上涨将拉动种子价格上涨和种子需求，同时推动种植向优品种、销售向优势企业集中。也就是说，种子产业能够因粮食（玉米）景气程度上升而获益。更为重要的是，种子产业所获得的利润能够集中于数量较少的优势企业手中，使该行业的机会能为投资者所把握。

拥有优秀玉米品种种子企业将存在较大投资机会

依上述思路，我可以确认拥有优势玉米品种的优秀种子企业将是可能存在较大投资机会。目前已经上市的涉及玉米种子经营的主要上市公司有华冠科技、登海种业、奥瑞金、隆平高科、丰乐种业、敦煌种业等。其中前三家企业拥有现阶段使用的主流品种，因此玉米种子的主要机会将在于它们之中。尤其是其中的华冠科技，拥有当前推广面积最大的玉米品种——“郑单 958”的品种经营权，并且郑单 958 的推广面积仍在继续扩大，值得重点关注。

“郑单 958” 成就的玉米领先公司

华冠科技已经成为玉米种子销售规模最大的公司

华冠科技上市之初主业是玉米深加工，2003 年收购北京德农种业之后才开始涉足玉米种子业务。并且，公司在收购德农之后迅速进行业务调整，将种业作为公司最核心业务，到 2005 年，公司种业占收入比重已经占到 90%以上，在业务上实现成功转型。到 2006 年，公司种子的销售额则达到约 5.8 亿元，短短 4 年时间则成为销售规模最大的玉米种子公司。

郑单 958 “走红” 的赢家

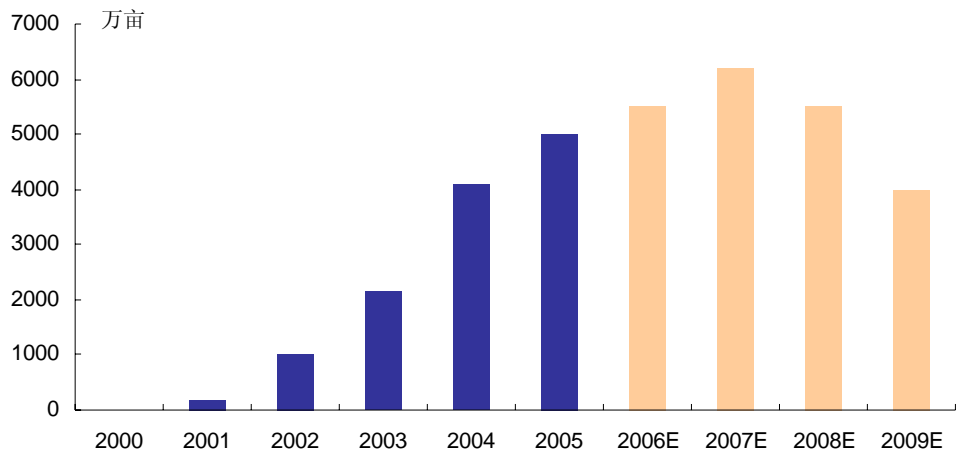
公司的玉米种子业务经营方面取得的不俗业绩，与玉米品种“郑单 958”的优异表现息息相关。

郑单 958 是公司迅速成长的主要功臣

郑单 958 所表现出来的优势是全方位的，包括品种的高产、稳定性、多抗、适用性、综合农艺性状好等特性。到 2004 年，在“郑单 958”在推广的第四个年头，其播种面积便达到 4 千万亩，超越了当年的头号玉米品种——“农大 108”，成为当之无愧新的冠军品种。到 06 年，郑单 958 的推广面积达到 5500 万亩，成为迄今为止表现最为优异的玉米品种，种植面积也创下单一品种推广面积的历史纪录。

郑单 958 的推广面积将继续扩大

图 3 郑单 958 全国推广面积



资料来源：全国农业技术推广服务中心 联合证券研究所整理

该品种的育种单位是河南省农业科学院粮食作物研究所，其品种生产及销售权为河南农科院粮作所科技发展有限公司、河南农科院种业有限公司、北京德农种业股份有限公司、河南金博士种业有限公司 4 家共同拥有。

四家企业共同运作，维持了良好的经营秩序及盈利水平

而公司下属的德农种业是四家拥有“郑单 958”品种经营权中实力最强且市场化程度最高的企业，其它三家体制和规模均和德农相去甚远而且。尤其是在吸取了以前的市场经验，四家企业能够较好地协调市场定价及制种等方面的问题，使“郑单”没有出现恶性竞争局面，保持了良好的市场运作及盈利水平。

由于德农对于郑单 958 品种具有较高的市场话语权，自该品种推广以来，公司的种子销售量基本上超过其它三家的销售总合，因此能够较好维护该品种的市场经营秩序。很显然，在“958”推广面积迅速上升的同时，公司成为最大的受益者，获得快速成长自然水到渠成。

更多优秀品种增厚公司发展底蕴

郑单 958 仍然没有达到生命周期的顶点

根据我们的研究，优秀玉米品种的生命周期一般在 10 年以上，高峰其持续时间能够达到 5~6 年。郑单 958 表现出的非常明显全面优势，今年其推广面积继续上升的态势仍然十分强劲，目前来看它仍然没有达到生命周期的顶点。

因此我们认为至少在未来 3~5 年内，郑单 958 主流品种的地位将仍然难以动摇，能够成为公司一个稳定的利润来源。

较多优秀品种储备使拥有良好的持续发展能力

长远来看，能否拥有足够多的优秀品种储备将决定公司未来的持续发展能力。从这方面来看，至少可以认为公司短期无忧。公司旗下的浚单 20、新垦 3、硕秋 8 硕秋 5、丰禾 10，锐步 1 号等品种已经表现出良好的发展态势。尤其是浚单 20，是继郑单 958 之后成长起来的另一个最具市场影响力的品种，并迅速成为推广面积名列前茅的品种。目前，浚单 20 正处于上升期，很有可能在郑单走下坡路之后成为取而代之的另一个玉米品种“巨星”。06 年公司浚单 20 的销售量已经超过 1000 万公斤，而新垦 3、硕秋等品种的销量也已经达到 300~500 万吨，有效缓解公司利润过度依赖郑单 958 的问题。

而尽管公司自己的品种研发实力仍不尽如人意，但由于拥有很强的新品种甄别能力，并且最近几年已经储备了相当数量的优秀玉米品种，因此其后续发展潜力将值得寄以更高的期望。

07 年业绩开始展现绩优本色

万向三农增持背后可看得到的信心基础

从近期公告来看，公司的最大股东万向三农已经开始履行股改增持承诺，并且 11 月份增持价格已经明显高于股改承诺价，可见大股东对公司发展前景比其它投资者更有信心。

大股东对公司发展前景充足的信心来自于良好的业绩基础

只要仔细分析公司的财务状况，并不难发现大股东增持的信心基础。尽管公司前三季度公司的净利润仅有 1694 万元，但该期计提了 4130 万元的资产减值准备，如果不考虑减值计提这个非经常性因素，1~9 月份的真实业绩则达到 0.38 元（5824 万元）。此外，如果考虑公司大股东股改承诺——股价低于 7.5 元则万向三农增持 1550 万股，从动机上来看，我们认为公司业绩释放也会有所保留。

而由于种业的行业的经营周期为每年的 6 月份到第二年度的 6 月份，与通常的财务年度并不一致，使每年业绩的在财务处理上具有较大的灵活性。据我们了解，今年郑单 958 的市场形势较为乐观，从公司财务报表我们也可见一斑，第三季度的预收帐款已经达到 2.08 亿元，约比去年增加了一倍。因此我们预计 06~07 年度公司玉米种子的销售量将有望达到 1.2 亿吨，销售收入同比超过 30%。

真实业绩明年开始展现

减值计提完毕及销售继续向好使明年的业绩将能够得以展现出来

06 年度的调整已经给公司明年发展奠定很好的基础，我们认为明年的业绩应该能够反映出实际的经营情况。一方面，今年的高额计提之后，公司的资产质量明显改善。减值计提主要来自于公司下属控股子公司大庆华通公司，前三季度该项长期投资共计提减值 3500 万，占公司投入华通总资本的 90%。目前公司的股权投资基本集中在德农种业，不存在需要进行大量计提。而另一方面，公司约 2 亿元的应收帐款，表现出良好的销售态势。明年公司无需太多的计提和消化其它非经常性损失需要消化，因此我们预计业绩应该能够正常释放。

此外，07 年公司拥有较好的多行业环境。首先是得益于玉米加工业的迅速发展，消费旺盛，玉米价格有望持续旺盛，对于促进玉米种植面积扩大及玉米种子价格提升都有较大的帮助。另一方面，郑单 958 是本世纪最优秀的玉米品种，目前尚未其它的品种能够与其相抗衡，并且其推广仍处于上升期，预计给公司带来的收益也将继续增长。

业绩预测：07年EPS将达到0.57

预计07年EPS将达到0.58元

预计明年玉米种子市场的销售形势将相对乐观，且目前郑单958的销售订单情况较好，估计郑单958在07年的销售收入将达到4.8亿元，继续给公司带来可观的利润贡献。浚单20、新垦3、硕秋系列、锐步1号等品种新秀的销售总量能够接近郑单958的一半，并贡献的更高的毛利率。因此，预计07年的主营利润总额将达到2.32亿元，实现净利润8900万元，实现每股收益0.57元，而08年的每股收益将达到0.80元。

表1 利润预测简表

	2004	2005	2006E	2007E	2008E
一、主营业务收入	356.51	337.22	585.9	781.41	947.94
减：折扣与折让			0.0	0.00	0.00
减：主营业务成本	260.28	232.84	411.3	548.55	659.77
主营业务税金及附加	0.03	0.32	0.1	0.16	0.19
二、主营业务利润	96.2	104.07	174.5	232.70	287.98
营业费用	43.13	43.08	57.4	77.36	91.00
管理费用	45.68	52.61	51.0	68.37	78.68
财务费用	9.43	6.32	5.4	7.03	7.58
三、营业利润	-2.34	2.49	59.2	79.94	110.72
加：投资收益	-3.81	-4.37	-42.64	-4.69	-2.84
补贴收入	19.81	19.17	29.8	39.54	48.16
四、利润总额	11.96	14.52	45.9	114.8	156.0
减：所得税	0.35	1.21	10.0	14.07	17.06
减：少数股东损益	6.85	5.07	9.0	11.72	14.69
五、净利润	4.76	8.24	27.0	89.0	124.3
总股本	155	155	155.0	155.0	155.0
EPS	0.03	0.05	0.17	0.57	0.80

资料来源：联合证券研究所估计

价值未被市场充分挖掘 建议“增持”

基本面情况已经发生很大的改善，导致07、08年业绩将出现较大幅度增长

作为一家种业的后起之秀，经过近几年的调整，其基本面情况已经发生很大的改善。我们认为凭借旗下“郑单958”玉米品种的强势表现，未来几年它的业绩应该会有不俗的表现。而其它优秀玉米品种储备也能够支持公司获得持续发展。此外，另一家玉米种子龙头登海种业的今年经营出现低谷也给公司提供较好的市场发展环境。

预计从07年起，非经常性项目损失减少以及主业玉米种子销售强劲上升两方面因素将促使公司在07、08年出现大幅增长。

对领先的种子经营企业应该给予更高的估值

估值方面，因为种业是农业领域中具有最高进入壁垒和技术壁垒的行业，其商业化程度高，领先企业容易形成自己的核心竞争力，我们认为对种子经营的领先企业应该给予更高的估值。

每股的合理价值为 13.1~14.3 元

国内的具有代表性种业上市公司是隆平高科和登海种业两家，登海种业由于业绩处于低谷，目前看 pe 不具有好的代表性；但从历史数据来看，市场长期以来给予这两家公司的 pe 估值一般都在 30 倍以上。因此，我们认为花冠科技的合理 pe 也至少应该在 23~25 倍以上。根据 06 年 0.57 元业绩预测计算，可得每股的合理价值为 13.1~14.3 元。与目前接近 10 元的股价相比，其真实价值显然没被市场充分认识。

给予公司“增持”投资评级

作为玉米种子龙头企业，我们认为公司的亮点不仅仅是成长性好及估值有吸引力，在当前国家加大三农扶持力度，玉米消费旺盛、价格持续上涨的产业背景下，优秀的种子企业将成为农业板块中稀缺的战略性投资品种。因此我们给予公司“增持”投资评级，建议积极参与。

表 2 相关上市公司估值比较

		EPS (元/股)			P/E (X)			P/B (X)
		2005A	2006E	2007E	2005A	2006E	2007E	
000998	隆平高科	0.269	0.22	0.24	43.28	35.23	32.29	1.45
002041	登海种业	0.978	0.11	0.17	18.12	80.55	52.12	2.35
000713	丰乐种业	0.108	0.10		39.70	42.70		2.19
600598	北大荒	0.280	0.32	0.34	18.87	17.94	16.88	2.12
600371	华冠科技	0.053	0.17	0.59	185.54	58.00	16.71	5.33

资料来源：联合证券研究所整理

联合证券股票评级标准

增 持	未来 6 个月内股价超越大盘 10%以上
中 性	未来 6 个月内股价相对大盘波动在-10% 至 10%间
减 持	未来 6 个月内股价相对大盘下跌 10%以上

联合证券行业评级标准

增 持	行业股票指数超越大盘
中 性	行业股票指数基本与大盘持平
减 持	行业股票指数明显弱于大盘

深 圳

深圳深南东路 5047 号深圳发展银行大厦 10 层 邮政编码: 518001

TEL: (86-755) 8249 2080 FAX: (86-755) 8249 3318

E-MAIL: LZRD@LHZQ.COM

上 海

上海浦东陆家嘴东路 161 号招商局大厦 34 层 邮政编码: 200121

TEL: (86-21) 5840 6452 FAX: (86-21) 5840 6254

E-MAIL: LZRD@LHZQ.COM

重要申明 — 本报告中的信息均来源于公开资料, 本公司力求但不保证这些信息的准确性及完整性。本报告为联合证券研究所对研究对象一定时期的分析研究, 其中观点或陈述可能因时间的变化而变化或与事实不完全一致, 如欲了解对该对象最新情况的评述, 谨请参阅本公司最近期相关报告。本报告所载信息均为个人观点, 并不构成所述证券的买卖建议。© 联合证券有限责任公司研究所, 2006。版权所有, 未经授权不得复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容, 务必联络联合证券有限责任公司研究所。