

动态报告/公司快评

农业

种业

丰乐种业 (000713)

调研快评

谨慎推荐

(首次评级)

2009 年 1 月 25 日

种业整合+农化扩张，期待下一张好牌

分析师： 张如 Zhangru@guosen.com.cn 021-60933151

事项：

丰乐种业调研快报。

评论：

■ 公司背景——种业龙头公司

公司是中国种子市场排名前十的龙头公司，实际控制人为合肥市国资委。目前主要盈利来源两大业务：种子和农化产品。09 年上半年分占公司主营收入的 46%，26%。此外，公司还有部分旅游、酒店和房地产业务。未来公司的发展重心在于种业和农药。

■ 种子业务胜在渠道，未来期待研发能力

公司种业主要有两大组成部分：以水稻、玉米、小麦种子为主的大田作物种子和以西甜瓜为主的经济作物种子。其中，毛利率最高的杂交水稻、杂交玉米种子是公司种业的主要盈利来源，09 年上半年分别占公司种子主要收入的 50%，40%。经过多年的经营与沉淀，公司水稻种子和玉米种子的市场份额已分别位列国内细分市场的前 10 强。

目前，公司主营的几个杂交品种（丰两优系列、浚单 18、浚单 20 等）均为已经入成熟稳定期的主流品种，市场的认知程度也较高。因此，公司的经营风险相对较低。但同时，市场上相似产品的同质化程度较高，因此公司在玉米品种竞争力上优势并不明显，胜在多年经营累积的经销渠道上的销售优势。公司的水稻种子储备较为丰富，在两系杂交水稻品种研发上优势明显，引领了我国杂交水稻优质化进程，是国内产销量最大的“两系”杂交水稻种子公司，市场占有率在 15%，2009 年公司又有 3 个水稻品种同时获得国审，9 个品种通过省级审定，3 个品种申请植物新品种权保护。静态来看，公司现下主营品种的市场占有率已经较高，未来依托旧有品种进一步提升市场份额存在瓶颈。如果种子业务要实现进一步的增长，需要有适应其他市场的新品种储备与市场开发。

在实际控制人合肥市国资委的支持下，公司对于做大做强种子业务的规划已经有清晰的经营构想，除了继续维护既有的销售渠道优势之外，将加强前端研发能力的投入力度，同时，未来也将考虑与行业内具有研发优势、品种储备优势的公司进行深度合作。在 2010 年度，公司将重点开发东北市场，以玉米品种为主要的切入点。公司和黑龙江、辽宁玉米研究所都有良好的科研合作关系，目前战略开发东北地区的玉米种子品种的选取、销售渠道的建设都已在进行中。由于东北地区是中国最大的玉米种植地区之一（东三省玉米播种面积全国占比 37%），如果顺利，预计 2011 年度起该市场将对公司业绩有明显增厚。动态来看，由于公司在市场销售渠道上具有优势，因此，如果未来公司能够解决现有品种储备研发不足的弱势，增强产业前端力量，未来种子业务将有很大的改善弹性。

■ 农化业务厚积薄发，2011 年产能释放后作为更大

与种业“研发储备弱-销售强”的情况不同的是，公司的农化业务技术基础良好，是国内百强农药企业。公司目前有 60 多个制剂产品登记证，16 个原药产品登记证。其中，旱地除草剂的技术在国内处于领先地位。目前的问题在于产能过小，不能满足市场需求。随着循环经济园项目一期工程的建设完成，公司的制剂产能将由 8000 吨/年增加至 15000 吨/年，随着 2 期、3 期产能投产，预计公司农化业务未来 3 年每年能够至少保持 30%以上的增长。

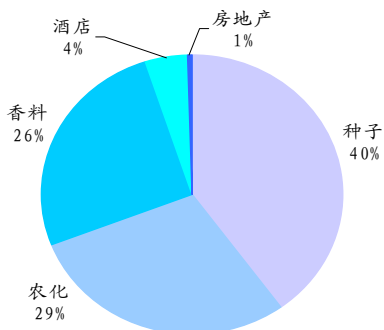
■ 公司拐点已现，未来“产能扩容+渠道整合”双向提升公司竞争能力，首次评级“谨慎推荐”

我们判断种子行业在国家各类良种政策的全力扶植下已出现了明确的拐点，未来 2~3 年行业的盈利能力、企业集中度都将发生较大的变化。有准备的种子公司将有机会趁借行业整合的大好时机扩张自身的规模。

作为老牌国资背景企业，丰乐种业的资产质量良好，两大主营业务的市场基础也比较扎实。目前，公司对于抓住行业的好时光扩张自身经营版图报有很大的决心和详尽的计划。我们看好公司种子业务的整合前景。同时，参照国外发达农-种企业的模式，如果公司能够将现有的种业销售渠道优势与农化业务共享，达到有效整合，公司的农化业务前景将成倍数放大利好，并且远远优于同类公司。

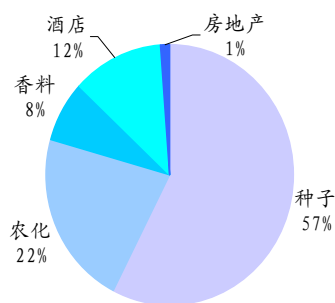
除了两大主营业务之外，房地产业务作为历史“遗留财产”将为公司的净利润带来不小的增厚。2010 年度丰乐世纪公寓将进入结算高峰期，预计将带来 3000~5000 万元的盈利贡献。综合各原因，预计公司 2010、2011 年盈利 0.48 元、0.68 元（不考虑摊薄），首次评级“谨慎推荐”。

图 1：丰乐种业主营收入构成（%）



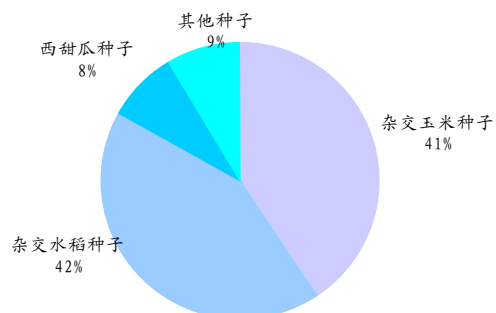
资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

图 2：丰乐种业主营业利润构成（%）



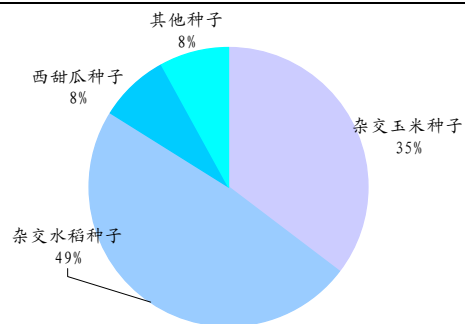
资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

图 3：丰乐种业种子收入务构成（%）



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

图 4：丰乐种业种子利润务构成（%）



资料来源：公司数据，国信证券经济研究所

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 % 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

免责条款:

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。