



丰乐种业 (000713)

“种业、农化”双轮驱动，房地产增光添彩

——丰乐种业调研简报

金嫣

执业证书编号: S1230209050109

86-21-64718888

zsyj@stocke.com.cn

报告原因:

近期我们到丰乐种业(000713)进行实地调研,并就公司的经营状况与董秘进行了交流。

投资要点:

■ 两系杂交水稻品种业内领先,玉米品种开拓东北市场

国内水稻种植面积 4.4 亿亩,常规稻种和两系稻种需求各半。根据全国农技中心的测算,2010 年国内两系水稻(两系杂交水稻和三系杂交水稻)需种量约 2.5 亿公斤,其中两系杂交水稻需种量约 5000-5400 万公斤,公司 2009 年销售两系杂交稻种约 750 万公斤,市场份额 15%-13.9%,占有率第一,在两系杂交稻种领域,公司拥有绝对定价权。

公司两系杂交水稻研发优势明显。“丰两优 1 号”是国内推广面积最大的两系杂交水稻品种,2006-2009 年连续 4 年被农业部列为主推品种。“丰两优 4 号”和“丰两优香 1 号”被农业部认定为超级稻种。2009 年“丰两优 4 号”和“丰两优晚 3”通过国审,此外,近年来公司致力于三系杂交水稻品种的研发,2009 年三系品种“丰乐 989”通过国审。目前,公司杂交稻种已经形成“早中晚”、“两系和三系”并举的产品线,进一步确立了公司在国内杂交水稻品种研发推广方面的优势地位。

合肥和武汉项目加速公司内部整合和扩张。去年 12 月募投项目包括合肥 550 万公斤杂交稻和武汉 200 万公斤杂交稻种子生产线,我们认为募投项目建成后有利于公司杂交稻种业务的整合和扩张。其一,杂交稻种改变以往分散生产、初级加工的情形,有利于种子质量提升和加工成本节约;其二,形成以合肥为中心的华东辐射圈,以武汉为中心的华中、华南辐射圈,生产销售模式更趋合理,有利于水稻种子销售规模扩张。

杂交水稻品种价格涨幅超过 20%。09/10 制种季,江西、湖南等地早杂制种前期干旱造成花期不育,江苏、安徽两省两系杂交水稻制种受极端天气影响,造成部分种子报废。2010 种植季两系杂交水稻品种供给偏紧,早中晚稻价格涨幅超过 20%。我们预计 2010 杂交稻种收入同比增长 35%至 1.90 亿元,毛利率 44.2%,同比提升 3.5 个百分点。

积极开拓东北春播区玉米市场。公司目前主推杂交玉米品种为浚单 20,是推广面积仅次于郑单 958 的杂交玉米品种,年推广面积超过 4000 万亩,公司浚单 20 年销售 2500 万公斤,推广面积 1200 万亩,在黄淮海地区的市场占有率超过 10%。不过公司的杂交玉米品种研发优势并不突出,胜在销售渠道。为弥补研发劣势,公司不断与国内相关科研机构展开合作,今年公司与山东农科院签订协议取得鲁单 818 的独家经营权资格,在黄淮海区域的杂交玉米品种更趋多样化。此外,公司借助营销方面的优势,进入东北春播区市场。

评级:

买入

上次评级:

买入

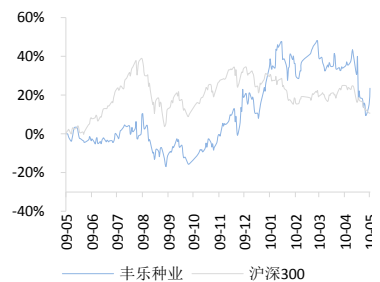
目标价格:

上次预测:

当前价格:

¥ 14.41

单季度业绩	元/股
2Q/2009	0.086
3Q/2009	0.06
4Q/2009	0.10
1Q/2010	0.135



公司简介

丰乐种业位于安徽合肥,是国内最早上市的种业公司。公司的“丰两优”两系水稻品种和“浚单 20”杂交玉米品种目前为市场主流品种,旱地除草剂技术国内领先,产品供不应求。

相关报告

“农化一体化”雏形显现-丰乐种业 2009 年年报点评, 2010/02/10

报告撰写人: 金嫣

数据支持人: 张俊宇





东北春播区玉米播种面积占全国的 36%，假设未来公司市场占有率能到 10%，则其玉米推广面积能再增加 1000 万亩以上，较目前水平几乎翻番。目前公司与黑龙江农科院签订协议取得了龙丹 51 的经营权，借助公司强大的销售优势，公司杂交玉米种子销售有望实现大幅增长。我们预计 2010-2012 年公司杂交玉米种子销售额分别为 2.11 亿元、2.74 亿元和 3.84 亿元，同比增长 15%、30%和 40%，毛利率分别为 36.2%、37.1%和 42.1%。

■ 农化产能大增，未来 3 年农化业务收入复合增长率达到 30%

旱地除草剂、杀虫剂和杀菌剂是公司农化产品主打产品，旱地除草剂运用于玉米、小麦、花生等旱地植物的田间种植管理，杀虫剂和杀菌剂则运用于多种作物的田间病虫害防治。公司目前农化产品制剂产能约 8000 吨，旱地除草剂等制剂产品受限于产能不足处于供不应求的状态，未来公司将通过自有资金和募投资金新增三条生产线产能 15000 吨，预计第一条生产线今年下半年投产试运行，其余两条生产线明年年底能够投入使用。2009 年公司农化产品收入为 2.98 亿元，毛利率 21.3%，我们预计 2010-2012 年农化产品收入分别为 3.58 亿元、4.83 亿元和 6.52 亿元，同比增长 20%、35%和 35%，毛利率分别为 20.6%、20.1%和 20.7%。

■ “农化一体化”雏形已现，成长空间巨大

国外三大种业巨头杜邦、先正达和孟山都均实行“种业”+“农化”并举的经营模式。我们认为好处在于：首先，种子和农化制剂产品具有相同的客户群，两者经营并举，有利于充分挖掘销售渠道优势，而且两种产品具有天生的互补性，容易形成“1+1>2”的效应；其次，在生物技术日益发展的今天，种子和农化制剂已经逐步一体化，种子相对应的种植作物对其他农化制剂具有排他性，对于具有种子资源优势的种业巨头而言更易在农化制剂方面取得超额利润。因此无论从“渠道互补”还是生物技术发展角度而言，我们都看好丰乐种业这种“农化一体化”的经营模式。目前公司正致力于水稻、玉米和小麦等种植作物推广面积的扩张，未来辅以“农化一体化”的经营模式，成长空间巨大。

■ 房地产业务将为 2010-2012 年业绩增光添彩

公司全资子公司丰乐房地产开发公司的“丰乐世纪公寓”项目将在今年上半年全部确认销售，预计确认销售面积约 50000 万平方米，销售单价 4500 元/平方米，毛利率 35%左右，毛利润 7875 万元，占公司 2010 年全部毛利润的 19.7%。此外，丰乐房地产开发公司在合肥长江西路和蜀山路区域仍有 30 亩住宅项目，建筑面积约 60000 平方米，目前已开工建设，预计在 2012 年底销售收入全部确认完毕，按当前售价 7000 元/平方米、毛利率 48%计算，2011-2012 年该项目将为公司贡献 4.2 亿元销售收入和 2 亿元左右的毛利润，占公司全部毛利的比重约为 18%。

■ 维持公司“买入”评级

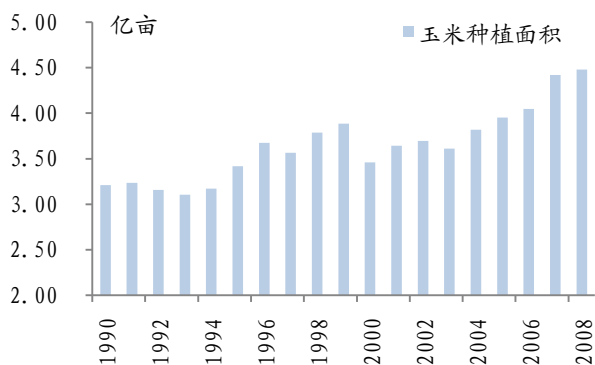
我们预计 2010-2012 年营业收入分别为 14.54 亿元、17.65 亿元和 22.32 亿元，同比增长 39%、21%和 27%，净利润 1.1 亿元、1.65 亿元和 2.36 亿元，同比增长 63%、50%和 43%，不考虑非公开增发摊薄影响，EPS 分别为 0.41 元、0.61 元和 0.87 元，对应目前股价的 PE 为 35.1X、23.6X 和 16.6X，公司相对估值水平和成长性俱佳，维持“买入”评级。

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	1046	1454	1764	2232
同比(%)	11%	39%	21%	27%
归属母公司净利润（百万元）	67	110	165	236
同比(%)	157%	63%	50%	43%
毛利率(%)	26.0%	27.5%	28.0%	28.9%
ROE(%)	12.1%	16.4%	20.2%	22.9%
每股收益(元)	0.30	0.41	0.61	0.87
P/E	44.87	33.08	22.04	15.38
P/B	5.43	5.44	4.45	3.53
EV/EBITDA	38	21	17	12



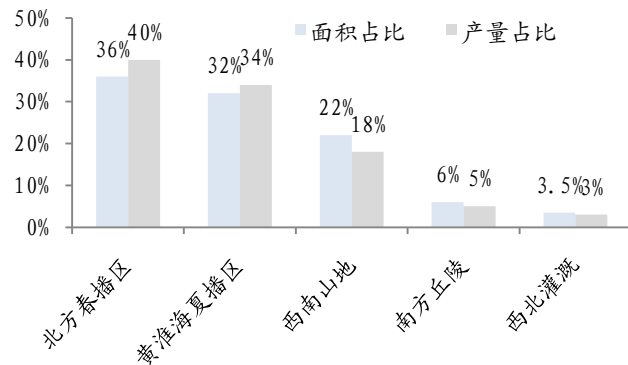


图 1: 我国玉米种植面积



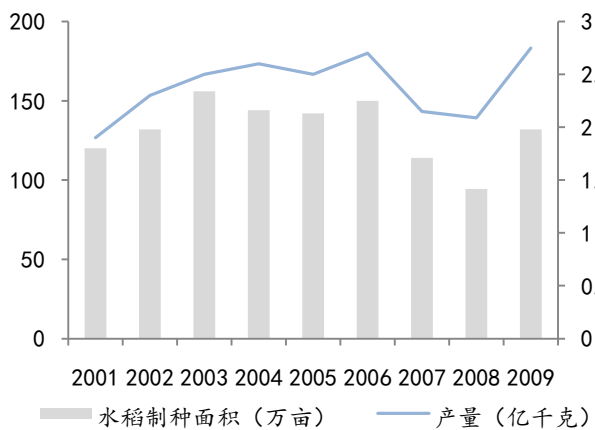
资料来源: wind、浙商证券研究所

图 2: 我国玉米种植分布情况



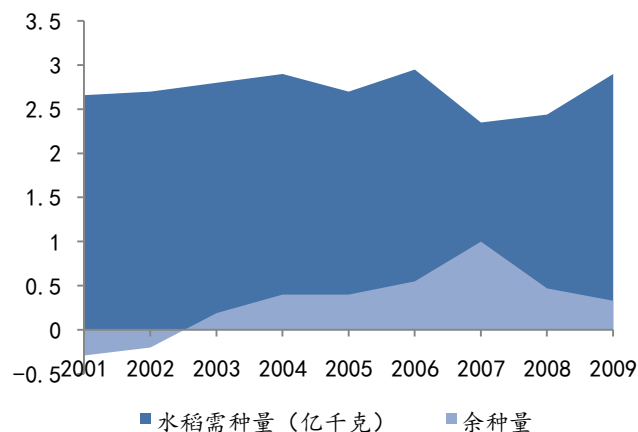
资料来源: 浙商证券研究所

图 3: 两杂水稻制种面积



资料来源: 浙商证券研究所

图 4: 两杂水稻需种量和余种量



资料来源: 浙商证券研究所

				EPS			PE		
名称	代码	股价		2009	2010	2011	2009	2010	2011
国内									
丰乐种业	000713.SZ	RMB	14.41	0.41	0.61	0.87	35.15	23.62	16.56
隆平高科	000998.SZ	RMB	24.09	0.20	0.30	0.36	120.45	80.30	66.92
登海种业	002041.SZ	RMB	54.66	0.98	1.44	1.82	55.78	37.96	30.03
敦煌种业	600354.SH	RMB	21.69	0.60	0.90	1.15	36.15	24.10	18.86
万向德农	600371.SH	RMB	13.48	0.29	0.36	-	46.48	37.44	-
平均							58.80	40.69	33.09
农林牧渔板块							59.41	39.48	30.36
国外									
奥瑞金	SEED US	USD	8.45	0.35	0.88	-	24.14	9.60	-
先正达	SYNN VX	CHF	267.20	17.28	19.40	21.04	15.46	13.77	12.70
孟山都	MON US	USD	59.87	3.06	3.76	4.54	19.57	15.92	13.19

资料来源: wind、bloomberg、浙商证券研究所





丰乐种业经营状况预测表

种业	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(万元)	40,413.72	37,598.72	42,132.11	51,111.75	62,560.17	81,866.77
YOY	11.2%	-7.0%	12.1%	21.3%	22.4%	30.9%
销售成本(万元)	27,566.42	23,107.50	26,043.88	30,906.40	37,961.00	47,826.13
毛利(万元)	12,847.30	14,491.22	16,088.23	20,205.34	24,599.18	34,040.65
毛利率	31.8%	38.5%	38.2%	39.5%	39.3%	41.6%
销售占比	42.1%	39.9%	40.3%	35.1%	35.5%	36.7%
毛利占比	54.8%	57.4%	59.2%	50.6%	49.8%	52.8%
农化	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(万元)	23,534.03	27,586.86	29,811.04	35,773.25	48,293.88	65,196.74
YOY	16.9%	17.2%	8.1%	20.0%	35.0%	35.0%
销售成本(万元)	19,117.55	22,114.18	23,459.91	28,386.49	38,605.63	51,731.54
毛利(万元)	4,416.48	5,472.68	6,351.13	7,386.76	9,688.26	13,465.20
毛利率	18.8%	19.8%	21.3%	20.6%	20.1%	20.7%
销售占比	24.5%	29.3%	28.5%	24.6%	27.4%	29.2%
毛利占比	18.8%	21.7%	23.4%	18.5%	19.6%	20.9%
香料	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(万元)	25,740.23	24,259.72	25,118.31	32,653.80	40,817.25	51,021.57
YOY	24.1%	-5.8%	3.5%	30.0%	25.0%	25.0%
销售成本(万元)	24,057.02	22,394.19	23,529.28	30,352.77	37,637.44	47,423.17
毛利(万元)	1,683.21	1,865.53	1,589.03	2,301.03	3,179.82	3,598.40
毛利率	6.5%	7.7%	6.3%	7.0%	7.8%	7.1%
销售占比	26.8%	25.8%	24.0%	22.5%	23.1%	22.9%
毛利占比	7.2%	7.4%	5.9%	5.8%	6.4%	5.6%
酒店经营	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(万元)	3,727.14	4,141.80	3,067.08	3,373.79	3,711.17	4,082.28
YOY	-39.6%	11.1%	-25.9%	10.0%	10.0%	10.0%
销售成本(万元)	1,008.19	1,051.52	1,165.45	1,188.76	1,212.53	1,236.78
毛利(万元)	2,718.95	3,090.28	1,901.63	2,185.03	2,498.63	2,845.50
毛利率	73.0%	74.6%	62.0%	64.8%	67.3%	69.7%
销售占比	3.9%	4.4%	2.9%	2.3%	2.1%	1.8%
毛利占比	11.6%	12.3%	7.0%	5.5%	5.1%	4.4%
房地产开发	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(万元)	2,504.45	471.53	4,490.88	22,500.00	21,000.00	21,000.00
YOY		-81.2%	852.4%	401.0%	-6.7%	0.0%
销售成本(万元)	717.85	227.40	3,273.49	14,625.00	11,550.00	10,500.00
毛利(万元)	1,786.60	244.13	1,217.39	7,875.00	9,450.00	10,500.00
毛利率	71.3%	51.8%	27.1%	35.0%	45.0%	50.0%
销售占比	2.6%	0.5%	4.3%	15.5%	11.9%	9.4%
毛利占比	7.6%	1.0%	4.5%	19.7%	19.1%	16.3%
公司总体情况	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入(万元)	95,919.58	94,120.63	104,632.52	145,412.59	176,382.48	223,167.37
YOY	15.0%	-1.9%	11.2%	39.0%	21.3%	26.5%
销售成本(万元)	72,467.05	68,894.79	77,472.01	105,459.42	126,966.60	158,717.62
毛利(万元)	23,452.53	25,225.84	27,160.51	39,953.16	49,415.88	64,449.75
毛利率	24.5%	26.8%	26.0%	27.5%	28.0%	28.9%

资料来源：公司公告、浙商证券研究所





附录：三大报表预测值

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	964	1201	1571	2046
现金	210	576	911	1367
应收账款	73	59	63	65
其它应收款	12	23	19	18
预付账款	57	48	47	51
存货	606	491	527	541
其他	6	5	4	5
非流动资产	472	424	382	341
长期投资	16	18	17	17
固定资产	319	293	268	242
无形资产	114	100	88	78
其他	23	13	9	4
资产总计	1436	1625	1953	2387
流动负债	847	934	1114	1336
短期借款	234	280	266	260
应付账款	113	84	90	96
其他	501	569	759	980
非流动负债	14	11	10	9
长期借款	6	3	2	1
其他	8	8	8	8
负债合计	861	945	1124	1344
少数股东权益	11	12	13	13
股本	225	270	270	270
资本公积	137	92	92	92
留存收益	196	306	454	668
归属母公司股东权益	558	668	816	1030
负债和股东权益	1436	1625	1953	2387

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	119	350	358	472
净利润	67	111	166	237
折旧摊销	36	43	37	38
财务费用	11	7	2	-5
投资损失	-4	-5	-6	-5
营运资金变动	8	186	160	211
其它	1	8	-2	-4
投资活动现金流	-63	-20	11	8
资本支出	71	0	0	0
长期投资	-29	23	-4	-5
其他	-21	3	6	4
筹资活动现金流	-41	36	-34	-24
短期借款	-50	46	-14	-6
长期借款	-1	-2	-1	-2
普通股增加	0	45	0	0
资本公积增加	-16	-45	0	0
其他	26	-7	-18	-17
现金净增加额	15	366	334	456

利润表

单位: 百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1046	1454	1764	2232
营业成本	775	1055	1270	1587
营业税金及附加	5	9	9	12
营业费用	109	153	182	228
管理费用	75	97	116	145
财务费用	11	7	2	-5
资产减值损失	27	15	10	10
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	4	5	6	5
营业利润	50	124	181	261
营业外收入	31	14	17	20
营业外支出	3	2	3	3
利润总额	78	135	195	278
所得税	11	24	29	42
净利润	67	111	166	237
少数股东损益	-1	1	1	0
归属母公司净利润	67	110	165	236
EBITDA	97	174	220	293
EPS (元)	0.30	0.41	0.61	0.87

主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	11.2%	39.0%	21.3%	26.5%
营业利润	104.6%	150.6%	45.2%	44.2%
归属于母公司净利润	156.9%	62.8%	50.1%	43.3%
获利能力				
毛利率	26.0%	27.5%	28.0%	28.9%
净利率	6.4%	7.6%	9.3%	10.6%
ROE	12.1%	16.4%	20.2%	22.9%
ROIC	8.7%	30.7%	102.4%	-221.4%
偿债能力				
资产负债率	60.0%	58.2%	57.6%	56.3%
净负债比率	27.83%	29.99%	23.83%	19.37%
流动比率	1.14	1.29	1.41	1.53
速动比率	0.37	0.73	0.91	1.10
营运能力				
总资产周转率	0.78	0.95	0.99	1.03
应收账款周转率	16	22	29	35
应付账款周转率	8.40	10.69	14.59	17.13
每股指标 (元)				
每股收益 (最新摊薄)	0.25	0.41	0.61	0.87
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.44	1.30	1.32	1.75
每股净资产 (最新摊薄)	2.07	2.47	3.02	3.81
估值比率				
P/E	44.87	33.08	22.04	15.38
P/B	5.43	5.44	4.45	3.53
EV/EBITDA	38	21	17	12





浙商证券

浙商证券研究管理团队

副所长·研究策划

吴鹏飞

+86 21 6474 7752

wupengfei@stocke.com.cn

副所长·策略 行业比较

詹诗华

+86 21 6471 3765

zhanshihua@stocke.com.cn

副所长·研究销售

毛亚莉

+86 21 6431 8893

maoyali@stocke.com.cn

副所长·客服中心

吕小萍

+86 571 8790 1937

lvxiaoping@stocke.com.cn

所长助理·金融工程

姚小军

+86 21 6471 7903

yaoxiaojun@stocke.com.cn

宏观·策略团队

首席经济学家

闻岳春

+86 21 6471 6089

wenyuechun@stocke.com.cn

首席策略分析

潘立彬

+86 21 6431 6026

panlibin@stocke.com.cn

宏观经济

陶敬刚

+86 21 6471 8888-1104

taojingang@stocke.com.cn

宏观经济

李瑞

+86 21 6471 8888-1211

lirui@stocke.com.cn

策略

王伟俊

+86 21 6471 8888-1277

wangweijun@stocke.com.cn

策略

张延兵

+86 21 6431 8952

zhangyanbing@stocke.com.cn

行业团队

电力设备行业

史海昇

+86 21 6471 8888-1737

shihaisheng@stocke.com.cn

房地产行业

戴方

+86 21 6471 8888-1219

daifang@stocke.com.cn

商贸行业

程艳华

+86 21 6471 8888-1212

chengyanhua@stocke.com.cn

汽车行业

马春霞

+86 21 6471 8888-1270

machunxia@stocke.com.cn

煤炭行业

田加伟

+86 21 6471 8888-1117

tianjiawei@stocke.com.cn

化工行业

代鹏举

+86 21 6471 8888-1206

daipengju@stocke.com.cn

交通运输行业

李冬

+86 21 6471 8888-1807

lidong@stocke.com.cn

通信行业

徐昊

+86 21 6471 8888-1702

xuhao@stocke.com.cn

有色行业

林建

+86 21 6471 8888-1286

linjian@stocke.com.cn

中药 生物制药行业

金嫣

+86 21 6471 8888-1241

jinyan@stocke.com.cn

银行业金融行业

黄薇

+86 21 6471 8888-1813

huangwei@stocke.com.cn

钢铁行业

范飞

+86 21 6471 8888-1119

fanfei@stocke.com.cn

大宗医药行业

姜恩铸

+86 21 6471 8888-1121

jiangenzhu@stocke.com.cn

食品、饮料行业

葛越

+86 21 6471 8888-1281

geyue@stocke.com.cn

公用事业行业

袁佳平

+86 21 6471 8888-1814

yuanjiaping@stocke.com.cn

机械行业

许光兵

+86 21 6471 8888-1805

xuguangbing@stocke.com.cn

农林牧渔行业

张俊宇

+86 21 6471 8888-1801

zhangjunyu@stocke.com.cn

家电、传媒行业

刘迟道

+86 21 6471 8888-1225

Liuchidao@stocke.com.cn

金融工程团队

金融工程与衍生品

邱小平

+86 21 6471 8888-1701

qiuxiaoping@stocke.com.cn

金融工程与基金

陆靖昶

+86 21 6471 8888-1254

lujingchang@stocke.com.cn

金融工程与债券

鲍翔

+86 21 6471 8888-1105

baoxiang@stocke.com.cn

信息技术

李思明

+86 21 6474 6780

lisiming@stocke.com.cn

信息技术





张雷
+86 21 6471 8888-1740
zhanglei@stocke.com.cn

研究服务团队

研究服务
毛亚莉
+86 21 6431 8893
maoyali@stocke.com.cn

研究服务
魏志羽
+86 21 6471 8888-1106
weizhiyu@stocke.com.cn

研究服务
徐路鹏
+86 21 6471 8888-1700
xulupeng@stocke.com.cn

研究服务
张燕华
+86 21 6471 8888-1287
zhangyanhua@stocke.com.cn

研究服务
金肖男
+86 21 6471 8888-1824
jinxn@stocke.com.cn

浙商证券股票投资评级说明

- 1、买入：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内上涨幅度在 10%以上
- 2、中性：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内变动幅度在 -10%—10%
- 3、卖出：相对于沪深 300 指数，预期未来 6 个月内下跌幅度在 10%以上

浙商证券策略/行业投资评级说明

- 1、买入：预期未来 6 个月内行业股票指数表现优于沪深 300 指数
- 2、中性：预期未来 6 个月内行业股票指数表现与沪深 300 指数持平
- 3、卖出：预期未来 6 个月内行业股票指数表现弱于沪深 300 指数

特别声明：

本报告版权归“浙商证券”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“浙商证券”或“浙商研究”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

浙商证券研究所

上海
上海市长乐路 1219 号长鑫大厦 18 层
邮政编码：200031
电话：(8621)64718888
传真：(8621)64713795

浙商证券网址：www.stocke.com.cn

