



分析师

周松

电话: 010-88085961

Email: zhousong@hysec.com

丰乐种业 (000713)

增持(首次)

农林牧渔/调研报告

种业稳步扩张 农化突破瓶颈

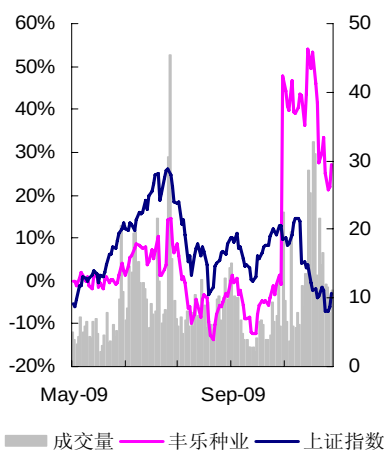
公司数据

总股本(万股)	27000
流通股(万股)	27000
每股净资产	2.20
主要股东	合肥市建设投资控股(集团)有限公司
主要股东持股比例	37.76%

交易数据

一年价格波动区间	9.7~16.61
半年绝对表现	11.40%
半年相对表现	28.31%
半年换手率	5.78%

市场表现



投资要点:

- **突出主营业务种业农化。**丰乐种业以种业和农化为主的战略目标更加清晰,通过募投项目的实施,种业和农化将从 2010 年开始进入快速扩张时期,支撑未来 2-3 年业绩增长。
- **种子行业景气与政策扶持。**在种子行业景气回升,以及政府政策大力扶持的背景下,公司积极进取东北玉米市场,并大力开拓华中华南水稻市场,将助推公司种子业务规模扩张。
- **种业品种更新持续稳健。**公司杂交水稻种子科研有着长期的实力积累和竞争优势,玉米种子研发积极与科研院所进行合作。自主研发与经营权购买相结合,将继续支撑公司不断推出优良新品种。
- **农化将突破产能瓶颈。**公司农化产业随着循环经济园项目的建成投产将逐步消除产能瓶颈,生产规模迅速扩张,加上公司产品结构与市场结构的调整,农化产业的盈利贡献将进一步凸显。
- **给予“增持”评级。**预计公司 10-11 年 EPS 分别为 0.40 元和 0.57 元(不考虑非公开增发摊薄),对应 PE 分别为 30 倍和 21 倍。考虑到公司未来 2-3 年良好的成长性,给予“增持”评级。

相关研究:

主要经营指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	941	1046	1354	1612	1977
同比增长率	-1.88%	11.17%	29.36%	19.09%	22.66%
净利润	31	67	109	155	238
同比增长率	-18.42%	116.13%	62.69%	42.20%	53.55%
每股收益(元)	0.13	0.30	0.40	0.57	0.88
净资产收益率	5.64%	11.96%	15.71%	18.21%	21.02%

目录

1. 公司战略转型突出种业农化	3
2. 种业龙头地位将进一步得到巩固	5
2.1 杂交水稻种子继续保持业内领先	5
2.2 杂交玉米种子积极开拓东北市场	5
2.3 募投项目将进一步突出公司主业	6
2.4 政策扶持与行业景气	7
3. 农化产业将突破产能瓶颈	7
4. 公司其他业务	9
4.1 丰乐香料	9
4.2 丰乐大酒店	9
4.3 丰乐房地产	10
4.4 丰乐生态园	10
4.5 徽商银行股权投资	10
5. 盈利预测与投资建议	10
6. 风险提示	11

1. 公司战略转型突出种业农化

丰乐种业是中国种子行业第一家上市公司，农业产业化国家重点龙头企业。公司是以种业为主导，种子育、繁、销一体化，跨地区、跨行业的综合性公司，形成了以种业为主体，农用化工、香料为两翼，同时兼营房地产、酒店等产业的一体化运作格局。在实际控制人的主导下，公司对发展战略进行了梳理和调整。未来几年，公司将定位成以种业和农化为主体的农业产业化集团，公司主营业务将更加突出，发展战略目标更加清晰。

公司增发预案中拟募集资金将全部用于种业和农化业务，表明公司收缩多元化经营布局，突出主业的意图。

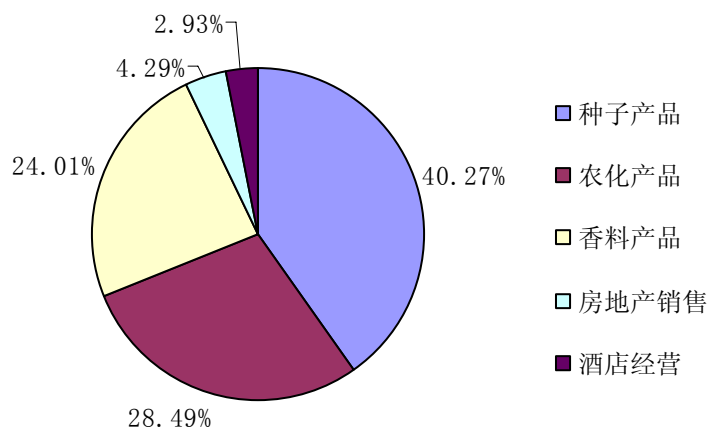
表 1：公司拟募投项目

项目	拟投入募集资金（万元）	建设期（年）
化工中间体项目	11000	1.5
农药环保新制剂生产项目	8500	1.5
种子生产加工包装建设项目	13200	1.5
企业技术中心创新能力建设项目	4000	1.5
种子储备基金项目	8000	-
合计	44700	

资料来源：公司公告

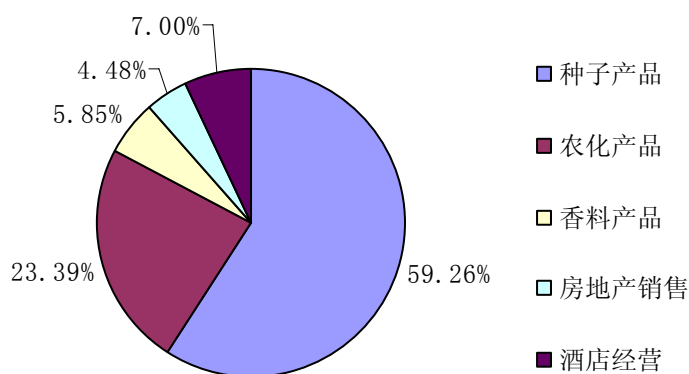
募投项目中，种子生产加工包装项目将降低种业的物流运输成本，并扩大种子销量；农化项目将有助于解除公司的产能瓶颈。

图 1：丰乐种业 2009 年主营业务收入构成



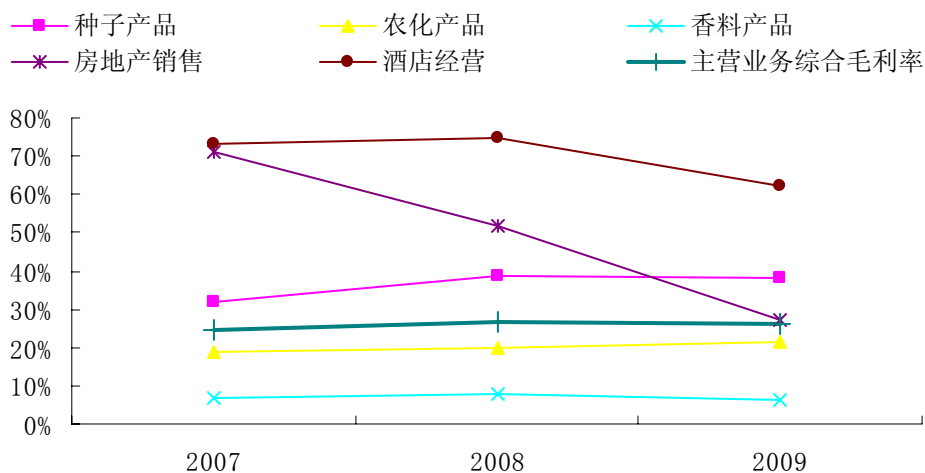
资料来源：公司公告，宏源证券研究所

图 2：丰乐种业 2009 年主营业务利润构成



资料来源：公司公告，宏源证券研究所

图 3：丰乐种业 2007-2009 年主营业务毛利率



资料来源：公司公告，宏源证券研究所

2. 种业龙头地位将进一步得到巩固

丰乐种业拥有各类品种制种基地及农产品生产基地 2 万公顷，生产玉米、水稻、小麦、西甜瓜、棉花等几十个种类 500 多个品种。2006 年 9 月，丰乐玉米种子获“中国名牌产品”称号。2007 年 9 月，丰乐水稻种子再获“中国名牌产品”称号，“丰乐”商标被认定为“中国驰名商标”。目前，公司是国内产销量最大的“两系”杂交水稻种子公司和西甜瓜种子公司，也是中国种子行业唯一一家同时拥有“中国驰名商标”和两项“中国名牌产品”的企业。公司的种子主导产品杂交玉米品种“浚单 20”、杂交水稻品种“丰两优 1 号”连续多年被农业部列为主推品种。公司主导产品的玉米产量比我国平均亩产高 125 公斤、水稻产量比我国平均亩产高 75 公斤。

2.1 杂交水稻种子继续保持业内领先

丰乐种业是国内产销量最大的两系杂交水稻种子公司，两系水稻种子供不应求。公司年销售两系杂交水稻种子 750 万公斤以上，销售量占全国市场份额 15%。公司拥有水稻品种 38 个，其中，7 个品种通过国审。其中，“丰两优 1 号”是国内推广面积最大的两系杂交水稻品种之一。“丰两优 4 号”“丰两优香 1 号”，被农业部认定为超级水稻品种。2009 年“丰两优 4 号”（两系）、“丰优 989”（三系）、“丰两优晚三”（两系）3 个水稻品种通过国审，9 个品种通过省级审定，3 个品种申请植物新品种权保护。

公司的杂交水稻种子新品种以自主研发为主，公司两系水稻种子研发技术处于国内领先水平。丰乐种业在国内首创两系杂交水稻制种质量安全控制技术体系，有效解决了两系杂交水稻应用推广的技术瓶颈。在转基因水稻研究方面，公司具有多年积累的优势。公司水稻科研基地位于安徽长丰（双墩基地）、四川成都、和三亚南繁基地（亲本繁殖）等地。

公司下属子公司成都丰乐是集科研、制种、销售于一体的全资子公司，是丰乐种业在西南地区的生产、营销、配货中心。成都丰乐制种生产基地 3 万亩以上，在西南地区建立了以县级为主的独家区域代理制营销网络。武汉丰乐是公司下属的销售服务型子公司，丰乐种业以武汉为中心辐射华中华南市场。未来三年，公司水稻产业将以长江中下游市场为基础，拓展华南和西南市场，全面开发国内水稻主产区市场。

2.2 杂交玉米种子积极开拓东北市场

2009 年，丰乐种业提出“举公司之力发展玉米产业”。公司杂交玉米种子年销

售 2500 万公斤以上，主要销售区域为黄淮海市场，市场占有率约 10%。杂交玉米种子主要产品为浚单 20，占公司销售量 50%以上，推广面积 1200 万亩。

公司玉米制种基地主要位于河西走廊地区。张掖市丰乐种业有限公司是丰乐种业的全资子公司，采取“公司+农户”的经营方式，与行政村和种植大户签订协议。公司拥有 10 万多亩稳定的制种基地和大型种子仓储、加工、检验中心，年产杂交玉米种子 4000 多万公斤，仓储能力 6000 万公斤，种子晒场 70 万平方米，年加工能力 8000 万公斤。

公司拥有杂交玉米种子品种 14 个，其中 6 个通过国审。公司杂交玉米种子新品种主要靠合作开发和购买品种经营权取得。玉米种子品种自主研发需要长期的积累和投入，公司在科研方面不具备较强的传统优势，与科研院所合作，是取得优秀品种的捷径。

2010 年 4 月，公司与山东农科院签订合作开发协议，取得超级玉米新品种“鲁单 818”的全国生产经营权。“鲁单 818”是由山东省农科院最新育成的超级杂交玉米新品种。该品种已通过山东省审定，并进入了 2010 年国家黄淮海区试。山东地区销售占公司玉米种子销售的 30%以上，该品种的推广将利于公司巩固和提升在黄淮海地区玉米种子市场的优势。

公司玉米产业在巩固提升黄淮海市场的基础上，将迅速拓展占全国玉米播种面积 36%的东北市场，形成黄淮海、东北、西南三大市场并进格局。公司已在东北初步建立起品种与市场网络布局。

2.3 募投项目将进一步突出公司主业

公司拟募投项目将在合肥、张掖、武汉改扩建及新建种子生产加工包装设施，项目总投资 1.32 亿元。

表 2：公司拟募投种子生产加工包装建设项目

项目	投资额（万元）	新增生产能力（万吨）
合肥水稻种子生产加工包装项目	6200	0.55
合肥常规种子生产加工包装项目	800	2
武汉水稻种子生产加工包装项目	2200	0.2
张掖玉米种子生产加工包装项目	4000	2
合计	13200	4.75

资料来源：公司公告

水稻种子项目的实施，将提高公司水稻种子生产加工包装的自动化程度，并解决公司的生产规模瓶颈。项目投产后，杂交水稻种子将改变以往生产加工分散化的状况，有利于提高种子质量，可降低产品的加工成本和物流运输成本。公司的杂交水稻种子产业将以合肥为中心辐射华东市场，以武汉为中心辐射华中、华南市场，扩大丰乐杂交水稻种子销售量，提高市场占有率。

张掖项目的实施，有利于稳定种子生产基地，迅速扩大公司玉米种子产业规模，也为公司积极进取东北市场和拓展西南市场提供基础性支持。

目前，我国小麦等常规种子市场总量很大，且较为稳定。公司可利用“丰乐”品牌在广大农户中较高的知名度，通过规模化经营小麦等常规种子，与主推的杂交玉米、杂交水稻种子一起，产生市场协同效应。

2.4 政策扶持与行业景气

近年来，国家政策对种业的扶持力度显著加大。2010 中央一号文件提出“切实把农业科技的重点放在良种培育上，加快农业生物育种创新和推广应用体系建设”、“推动国内种业加快企业并购和产业整合，引导种子企业与科研单位联合，抓紧培育有核心竞争力的大型种子企业。”

国家良种补贴政策对于稳定粮食播种面积，对于支撑种子需求起到了基础性作用。种子行业长期以来历史形成的地方市场割据的格局正在逐步瓦解，国家政策鼓励培育有竞争力的大型种子企业，公司为国有控股的股东背景，在行业整合与企业并购的进程中，将占据一定优势。公司将抓住机遇，实现做大做强。生物育种已被列为国家七大新兴产业之一，公司以两系水稻种子为代表的研发优势将助推公司在新兴产业发展中持续竞争力。农业部将 2010 年列为种子“执法年”，严格市场准入，整顿市场秩序，规范品种管理，将有利于种子行业健康规范的发展，以及丰乐种业等龙头企业的进一步扩张。

目前，国内种业发展的外部环境向好。经过近几年的市场调整，种子行业的供大于求的状况有所改善。供需改善与政策扶持共同助推种业发展步入景气回升的通道。

3. 农化产业将突破产能瓶颈

公司下属子公司安徽丰乐农化有限责任公司从事农药制剂、原药和中间体的生

产。丰乐农化是国家农药定点生产骨干企业，在全国 2600 多家农药企业中，丰乐农化位列百强，排名安徽前三，公司已通过安徽省第一批“国家高新技术企业”认定。

丰乐农化具有较强的新产品开发、技术创新和产业化能力。公司 2000 年以来承担并完成了 15 项国家及省、市科技产业化项目，获得 11 项省级科技进步奖、8 个国家重点新产品、4 项国家发明专利。公司拥有 60 多个制剂产品登记证，16 个原药产品登记证，国外原药登记 10 个批次、制剂 12 个批次。公司旱地除草剂技术居于国内领先水平。

丰乐农化的产品涵盖除草剂、杀虫剂、杀菌剂三大系列，适用于玉米、水稻、小麦等大田作物，以及大豆、棉花、油菜等经济型作物。旱地除草剂是丰乐农化公司的主要产品，产品优势明显，在市场上供不应求，主要有精喹系列和磺隆系列除草剂及原药，“精喹禾灵”除草剂在全国市场占有率 50% 以上。公司与康普顿、杜邦、先正达等跨国企业建立了稳定的业务关系，有较好的国际市场基础，海外市场稳步拓展。

2009 年，公司农化产品实现销售收入 2.98 亿元，占丰乐种业营业收入的 28%，成为公司的第二大支柱产业。公司原药出口业务受金融危机冲击较大，公司调整产品结构和市场结构，加大了剂型产品的生产销售，并加大对国内市场的开拓。

目前公司生产基地靠近市区，周边居民增加，环保压力增大，成为制约公司农化产业发展的主要因素。根据合肥市规划化工企业搬迁至化工园区内（现为合肥市循环经济园），集中化工产业，引进污水处理厂等企业和设施进行集中处理。

公司农化产业制剂产能 8000 吨，受制于产能的限制，市场规模一直难有突破性增长，丰乐农化将在合肥循环经济园的募投项目投产后将改变这一现状。公司募投项目将新增 1.5 万吨制剂产能和 2000 吨化工中间体产能。农化循环经济园 2009 年开工建设，2010 年公司加快实施该项目，今年将实现部分投产，产能瓶颈将逐步消除。

表 3：公司拟募投种子生产加工包装建设项目

项目	新增产能
化工中间体项目	
二氯化物	800 吨/年
甲基三嗪	500 吨/年
烟磺酰胺	500 吨/年

吡啶环	200 吨/年
农药环保新制剂生产项目	15000 吨/年
水分散粉粒剂	
悬浮剂	
水剂的加工与包装	

资料来源：公司公告

在主营业务战略调整之后，公司未来还将继续加大农化产业市场拓展力度。在保持和扩大以除草剂为主的传统优势市场的同时，扩大杀虫剂杀菌剂市场，并积极推广高效、低毒、低残留环保型农化产品。海外市场方面，公司将加强产品在国外登记，并加强与跨国公司合作，拓展高端市场。

4. 公司其他业务

4.1 丰乐香料

成立于 1998 年的子公司安徽丰乐香料有限公司，是我国天然薄荷产品最大的生产经营企业。2009 年，丰乐香料“年产 2500 吨高纯薄荷脑、薄荷素油等系列天然香料及合成香料”项目完工投产，扩大了公司香料产能。

公司薄荷脑生产原料主要来自印度，经过公司生产加工再出口。金融危机之前，公司产品约 70%销往国外，30%在国内销售。2009 年，国际市场萎缩，产品价格下降，原料市场波动较大，香料公司调整市场结构，加大国内市场开拓力度，目前国内外销量约占各半。公司在调整国内外市场结构的同时，还积极调整产品结构。由于天然香料利润较低，公司推进产品转型，开发合成香料，其利润率更为可观。

2009 年末，公司在原料价格处于低位时，加大原料储备，今年原料价格步入上行通道，公司储备原料的成本将增厚公司香料业务利润。

预计 2010 年香料市场原材料价格、销售价格波动幅度较大，公司调整市场结构和产品结构等措施将取得积极效果。预计公司香料业务毛利率维持在 7%以上，加上公司新增香料产能释放，2010 年香料业务预计实现收入增长达 20%。

4.2 丰乐大酒店

丰乐种业全资子公司丰乐大酒店有限责任公司经营公司酒店资产。2004 年开业的丰乐国际大酒店，是合肥市西区最大的四星级酒店。公司近三年酒店经营收入稳定在三千万至四千万元，营业利润率较高，达 60%以上。2009 年，受酒店门前修建

高架桥等因素影响，经营业绩有所下滑，随着高架桥修建进展，影响因素将逐步减弱。预计 2010 年，酒店经营业绩将保持较为稳定增长。

4.3 丰乐房地产

丰乐种业下属子公司丰乐房地产开发有限公司开发的“丰乐世纪公寓”项目，将于上半年全部交付，确认销售。销售均价约 4600 元/平米，销售面积 5 万平米。此外，公司在合肥长江西路和蜀山路还有约 30 亩土地的住宅项目已开工建设，预计 2012 年之前确认销售。

4.4 丰乐生态园

2007 年 11 月开业的丰乐生态园，最初是公司生产实验基地，后来利用生态优势打造农业观光和生态旅游。生态园功能定位对公司而言，主要是生产实验基地，此外还能带来一定门票收入。

4.5 徽商银行股权投资

丰乐种业对徽商银行的股权投资，持股比例为 0.68%，初始投资额 1000 万元，投资收益颇为可观，2009 年度录得现金红利 390 万元。徽商银行在安徽地区市场有较好的发展机会和发展空间，预计徽商银行的股权投资将继续为丰乐种业带来较为稳定的分红收益。

5. 盈利预测与投资建议

丰乐种业以种业和农化为主的战略目标更加清晰，通过募投项目的实施，种业和农化将从 2010 年开始进入快速扩张时期，支撑未来 2-3 年业绩增长。

在种子行业景气回升，以及政府政策大力扶持的背景下，公司积极进取东北玉米市场，并大力开拓华中华南水稻市场，将助推公司种子业务规模扩张。

公司杂交水稻种子科研有着长期的实力积累和竞争优势，玉米种子研发积极与科研院所进行合作。自主研发与经营权购买相结合，将继续支撑公司不断推出优良新品种。

此外，受天气等因素影响，2010 年杂交水稻种子供应偏紧，价格上涨超过 20%，杂交水稻种子价格上涨有望提高公司盈利。

公司农化产业随着循环经济园项目的建成投产将逐步消除产能瓶颈，生产规模迅速扩张，加上公司产品结构与市场结构的调整，农化产业的盈利贡献将进一步凸显。

预计公司 10-11 年 EPS 分别为 0.40 元和 0.57 元（不考虑非公开增发摊薄），2010 年 5 月 24 日收盘价 11.91 元，对应 PE 分别为 30 倍和 21 倍。考虑到公司未来 2-3 年良好的成长性，给予“增持”评级。

6. 风险提示

自然灾害风险。公司的制种生产基地分布广泛，面积较大，如果发生严重自然灾害，将影响到制种的单产和种子质量，从而影响到公司业绩。

募投项目不能按时投产的风险。如果公司募投项目不能按计划进度时间完工，那么公司业绩可能大幅低于预期水平。

表 4：丰乐种业收入与成本预测

单位：万元	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
种业						
营业收入	40,413.72	37,598.72	42,132.11	51,098.75	62,457.18	81,125.63
同比增长	11.21%	-6.97%	12.06%	21.28%	22.23%	29.89%
营业成本	27,566.42	23,107.50	26,043.88	31,016.94	37,162.02	47,328.69
毛利	12,847.30	14,491.22	16,088.23	20,081.81	25,295.16	33,796.94
毛利率	31.79%	38.54%	38.19%	39.30%	40.50%	41.66%
农化						
营业收入	23,534.03	27,586.86	29,811.04	37,263.80	50,306.13	65,397.97
同比增长	16.86%	17.22%	8.06%	25.00%	35.00%	30.00%
营业成本	19,117.55	22,114.18	23,459.91	29,829.67	40,219.75	51,566.30
毛利	4,416.48	5,472.68	6,351.13	7,434.13	10,086.38	13,831.67
毛利率	18.77%	19.84%	21.30%	19.95%	20.05%	21.15%
香料						
营业收入	25,740.23	24,259.72	25,118.31	30,141.97	33,909.72	37,300.69
同比增长	24.10%	-5.75%	3.54%	20.00%	12.50%	10.00%
营业成本	24,057.02	22,394.19	23,529.28	27,962.71	31,363.10	34,503.14
毛利	1,683.21	1,865.53	1,589.03	2,179.26	2,546.62	2,797.55
毛利率	6.54%	7.69%	6.33%	7.23%	7.51%	7.50%
酒店						
营业收入	3,727.14	4,141.80	3,067.08	3,373.79	3,744.90	4,194.29

同比增长	-39.64%	11.13%	-25.95%	10.00%	11.00%	12.00%
营业成本	1,008.19	1,051.52	1,165.45	1,012.14	1,048.57	1,090.52
毛利	2,718.95	3,090.28	1,901.63	2,361.65	2,696.33	3,103.78
毛利率	72.95%	74.61%	62.00%	70.00%	72.00%	74.00%
房地产						
营业收入	2,504.45	471.53	4,490.88	13,472.64	10,778.11	9,700.30
同比增长	NA	-81.17%	852.41%	200.00%	-20.00%	-10.00%
营业成本	717.85	227.40	3,273.49	9,430.85	6,466.87	4,850.15
毛利	1,786.60	244.13	1,217.39	4,041.79	4,311.24	4,850.15
毛利率	71.34%	51.77%	27.11%	30.00%	40.00%	50.00%
公司合计						
营业收入	95,919.58	94,120.63	104,632.52	135,350.95	161,196.05	197,718.88
同比增长	14.96%	-1.88%	11.17%	29.36%	19.09%	22.66%
营业成本	72,467.05	68,894.79	77,472.01	99,252.30	116,260.31	139,338.80
毛利	23,452.53	25,225.84	27,160.51	36,098.65	44,935.73	58,380.09
毛利率	24.45%	26.80%	25.96%	26.67%	27.88%	29.53%

资料来源：公司公告，宏源证券研究所

表 5：丰乐种业利润表预测

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	941	1046	1354	1612	1977
减：营业成本	689	775	993	1163	1393
营业税金及附加	5	5	6	8	9
销售费用	116	109	136	167	201
管理费用	70	75	89	107	125
财务费用	19	11	10	5	2
资产减值损失	23	27	17	12	10
加：投资收益	8	4	5	6	10
营业利润	27	50	108	157	246
加：营业外收入	6	31	15	17	19
减：营业外支出	3	3	3	3	3
利润总额	30	78	120	171	262
减：所得税	(0)	11	11	16	24
净利润	31	67	109	155	238
减：少数股东损益	2	(1)	1	1	1
归属于母公司所有者的净利润	29	67	108	154	237
每股收益（元）	0.13	0.30	0.40	0.57	0.88

资料来源：公司公告，宏源证券研究所

销售经理

曾利洁

Email: zenglijie@hysec.com

Tel: 010-88085790

雷增明

Email: leizengming@hysec.com

Tel: 010-88085989

刘爽

Email: liushuang@hysec.com

Tel: 010-88085798

李晔

Email: liye@hysec.com

Tel: 010-88085956

免责条款：

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本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任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

宏源证券评级说明	类别	评级	定义
投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后6-12个月的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数涨跌幅为标准。	公司评级	买入	未来 6-12 个月跑赢上证综指+15%以上
		增持	未来 6-12 个月跑赢上证综指+5%~+15%
		持有	未来 6-12 个月与上证综指偏离-5%~+5%
		减持	未来 6-12 个月跑输上证综指 5%以上
	行业评级	增持	未来 6-12 个月跑赢上证综指+5%以上
		中性	未来 6-12 个月与上证综指偏离-5%~+5%
		减持	未来 6-12 个月跑输上证综指 5%以上