



剥离地产，专注种业和农化

——丰乐种业（000713）调研报告

近1年该股与沪深300指数走势



基础数据

总股本（百万股）	270
实际流通A股（百万股）	270
实际流通A股市值（亿元）	35.24

研究员：任睿

电话：025-83367888-3205

邮箱：rren@njzq.com.cn

研究员：尹建辉

投资咨询证书号：S0620207050048

邮箱：jhyin@njzq.com.cn

● 内容提要

公司评级：中性

- 剥离地产，短期影响收益，长期利好公司发展。剥离前：按我们对房地产的测算，丰乐世纪公寓将在今年全部确认销售，预计占公司2010年全部毛利润的25%左右，按房地产23%的净利润率计算，贡献EPS约0.20元。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，2011-2012年该项目将为公司贡献营业收入1.57亿元和6.3亿元，对应毛利率7500万元和3亿元，贡献EPS0.13元和0.54元。剥离后：房地产业务对公司的业绩贡献仅限于对该资产评估转让所带来的营业外收入和上半年确认的房地产收入。假设上半年确认2.3亿元收入，全年地产业务贡献EPS在0.2元左右，出售房地产业务贡献EPS0.08元。短期来看，剥离房地产业务会对公司业绩有着较为明显的影响。但是长期来看，剥离房地产业务后，公司将更加专注主业农化和种子，有利于公司的长远发展。
- 农化业务，产能逐步释放。公司目前农化产品制剂产能约8000吨，公司将通过自有资金和募投资金新增三条生产线产能制剂15000吨，中间体2000吨，预计第一条生产线今年下半年投产试运行。可以有效解决丰乐农化的生产规模瓶颈问题。
- 种子业务，稳步增长。种业市场稳定，产业集中度低，提高市场占有率将提升公司业绩，玉米和水稻齐头并进，募集资金投入提升公司生产能力。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，进而完成全国布局，玉米将重点进军东北市场。
- 酒店业务将逐步扭亏，香料业务稳定。公司酒店业务2009年实现营业收入3067万，毛利62%，净利润亏损422万元。营业收入比2008年有明

显的下降，主要原因是酒店所在地区修路，交通不便导致酒店业绩亏损，今年下半年修路将逐步恢复，预计明年酒店业务可能会逐步扭亏，但从几年的酒店业务营业收入同比增长来看，下滑比较明显，我们认为酒店对公司的业绩贡献有限。香料业务营业收入和毛利率稳定，来料加工量大，但是利润小，毛利率低，汇率影响比较大，业绩波动明显。

- 区域优势与政策扶持，有利于公司做大做强。
- 估值和投资建议：预计2010年、2011年和2012年公司EPS分别为0.47元、0.37元和0.47元，以7月20日收盘价13.05元计算，对应2010年、2011年、2012年PE分别为27.76倍、35.27倍和27.77倍，如果剔除2010年房地产收益，对应2010年PE超过60倍，给予中性评级。

正文目录

一、剥离地产，短期影响收益，长期利好公司发展.....	3 -
二、农化业务，产能逐步释放.....	5 -
三、种子业务，稳步增长.....	8 -
1、种业市场稳定，产业集中度低，提高市场占有率将提升公司业绩- 8	
-	
2、玉米和水稻齐头并进，募集资金投入提升公司生产能力	10 -
3、积极拓展全国市场.....	11 -
四、酒店业务将逐步扭亏，香料业务稳定.....	13 -
五、区域优势与政策扶持，有利于公司做大做强.....	14 -
六、盈利预测与估值.....	15 -
七、风险	18 -

图表目录

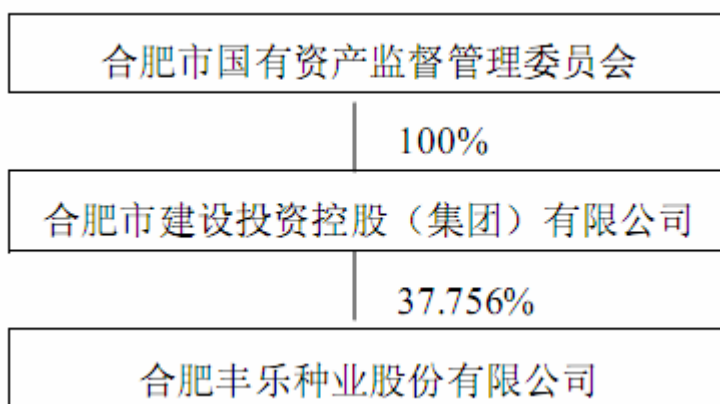
图表 1 公司股权结构.....	3 -
图表 2 剥离前房地产业务对公司的业绩贡献.....	4 -
图表 3 2009 年度公司控股子公司经营情况.....	4 -
图表 4 2009 年公司分产品收入.....	6 -
图表 5 农化产品近年来收入和同比增长.....	6 -
图表 6 近年来农化业务毛利和毛利率变化.....	7 -
图表 7 募集投入的农化项目	7 -
图表 8 农化项目投入资金和建设期.....	8 -
图表 9 水稻播种面积及同比增长.....	9 -
图表 10 农产品价格指数.....	9 -
图表 11 公司各项收入占比.....	10 -
图表 12 募集资金投入和建设期.....	10 -
图表 13 募集资金投入后新增产能.....	10 -
图表 14 募投项目情况.....	11 -
图表 15 公司种业分类收入占比.....	12 -

图表 16 公司主要种子历年来营业收入.....	- 12 -
图表 17 公司主要种子历年毛利率.....	- 12 -
图表 18 酒店业务营业收入及同比增长.....	- 13 -
图表 19 香料业务营业收入和毛利率.....	- 14 -
图表 20 我国农业政策.....	- 15 -
图表 21 收入成本拆分 1	- 15 -
图表 22 收入成本拆分 2.....	- 16 -
图表 23 利润表.....	- 17 -
图表 24 丰乐种业近半年和农林牧渔指数走势比较.....	- 18 -

一、剥离地产，短期影响收益，长期利好公司发展

2010 年6 月28 日，公司与合肥城改投资建设（集团）有限公司（以下简称“合肥城改”）签订了《股权转让协议》，拟将实际持有的100%合肥丰乐房地产开发有限公司（以下简称“丰乐房地产”）股权转让给合肥城改。合肥丰乐种业股份有限公司出资2,400万元，占96%股；安徽丰乐大酒店有限公司出资100万元，占4%股权。

图表 1 公司股权结构



资料来源：公司公告、南京证券研究所

2007年以来，丰乐房地产公司利用存量商业用地进行“丰乐世纪公寓”项目建设。丰乐世纪公寓总面积5.55万平方米，已全部完工并交付，确认了收入。丰乐世纪公寓期末账面余额为657.58万元，期末余额系3#楼车库（即：丰乐世纪公寓3号楼架空地上车库12个；地下车位186个，其中：人防车位32个，自然车位49个，机械车位105个）尚未出让的318.72平方按面积应分摊的成本。下一步丰乐房产拟开发“丰乐-蜀湖湾”项目，项目占地21,331.33平方米，该项目已取得土地使用权及建设用地规划许可证，尚未取得建筑工程规划许可证、房地产预售许可证。截止2009年12月31日，丰乐房地产资产总额25,729.31万元，净资产3,835.82万元。2009年实现主营业务收入4,490.88万元，净利润584.15万元。近三年（2007-2009年），丰乐房地产收入在本公司总收入中占比分别为2.61%、0.50%和4.29%，毛利贡献占比分别为7.62%、0.97%和4.48%。

按我们之前对房地产的测算，丰乐世纪公寓总占地面积16亩，建筑面积为6万平方米，销售均价为4600元/平方米，将在今年全部确认销售，预计确认销售面

积约5万平方米，毛利率48%左右，毛利润1.1亿，占公司2010年全部毛利润的25%左右，按房地产23%的净利润率计算，贡献EPS约0.20元。此外，丰乐房地产开发有限公司在合肥长江西路和蜀山路区域仍有30亩住宅项目，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，净利润率23%计算，2011-2012年该项目将为公司贡献营业收入1.57亿元和6.3亿元，对应毛利率7500万元和3亿元，贡献EPS0.13元和0.54元。

图表 2 剥离前房地产业务对公司的业绩贡献

房地产

单位：万元	2007 年	2008 年	2009 年	2010E	2011E	2012E
营业收入	2,504.45	471.53	4,490.88	23000	15700	63000
营业成本	717.85	227.4	3,273.49	11960	8164	32760
毛利	1,786.60	244.13	1,217.39	11040	7536	30240
毛利率	71.34%	51.77%	27.11%	48.00%	48.00%	48.00%
净利润	612.61	77.15	584.15	5290	3611	14490
净利润率	24.46%	16.36%	13.01%	23%	23%	23%
总股本（万股）	27000	27000	27000	27000	27000	27000
贡献 EPS（元/股）	0.02	0.00	0.02	0.20	0.13	0.54

资料来源：南京证券研究所

剥离后房地产业务对公司的业绩贡献仅限于对该资产评估转让所带来的营业外收入和上半年已经确认的销售收入。转让股权价格以2010年6月20日为评估基准日，经安徽国信资产评估有限公司信资评报字（2010）第143号《评估报告》评估测定的净资产评估值6,274.30万元为交易价格，增值3,053.27万元，增值率为94.79%。增值部分全部计入投资收益，考虑所得税影响仅为0.08元。假设上半年销售收入2.3亿元全部结算完毕，上半年地产贡献EPS约0.20元。短期来看，剥离房地产业务会对公司业绩有着较为明显的影响，但是长期来看，剥离房地产业务后，公司将更加专注主业农化和种子，有利于公司的长期发展。从公司的控股子公司来看，公司的子公司众多，必然分散公司管理上的精力。

图表 3 2009 年度公司控股子公司经营情况

单位：万元 2009 年

控股公司名称	主营业务	注册资 本	营业收入	净利润	公司股 权占比
安徽丰乐农化有 限公司	农药、精细 化工专用肥 料添加剂、 植物生长调 节剂、种衣 剂土壤调理	6000	29,604.38	2,253.79	100%

	剂					
农化研究院	科研开发	300	0	-0.01		
安徽丰乐化工科技公司	农化科研开发	500	498.95	11.22	100%	
武汉丰乐种业有限责任公司	种子、农化产品	1000	5,892.21	0.8	100%	
皖东丰乐种业有限责任公司	种子、农化产品	700	0	-30.98	100%	
中科丰乐生物技术有限公司	生物技术产品研制	3000	0	-33.66	65%	
成都丰乐种业有限公司	种子生产及经营	500	4,673.58	14.61	100%	
丰乐大酒店有限责任公司	酒店、餐饮	12000	2,310.35	-422.62	100%	
安徽丰乐香料有限公司	薄荷、香料	3500	25,118.31	539.72	100%	
张掖丰乐种业有限公司	种子生产和销售	1000	11,673.69	-5.63	100%	
三亚丰乐实业有限公司	科研种子、农化	1000	160.71	-38.78	100%	
丰乐房地产开发有限公司	房地产开发	2500	4,490.88	584.15	100%	
长乐物业有限公司	物业管理	50	136.88	-1.16	100%	
丰乐生态园有限公司	科研、服务	600	542.77	-1,193.86	100%	
阜阳丰乐种业有限责任公司	种子销售	1120			51%	
肥东丰乐种业有限责任公司	种子销售	552.28			51%	

资料来源：公司年报，南京证券研究所

丰乐种业控股子公司数量达到了16个，剥离地产业务后，控股子公司数量将缩减为14个，另外控股51%的阜阳丰乐种业和肥东丰乐种业也在清算中，届时公司控股子公司数量将变为12个。

二、农化业务，产能逐步释放

我国是全球最大的农药生产国，近年来的产销量增幅均稳定在10%以上，未来行业严格的延续核准制度及同质化的激烈竞争，将促使竞争乏力无自主创新能力的中小企业被淘汰出局，行业集中度将逐渐提高。公司农化产业在旱地除草剂领域优势明显，产品供不应求，与部分国外著名跨国公司建立了稳定的业务关系，有

较好的国际市场基础，但受制于产能的限制，市场规模一直难有突破性增长，未来丰乐农化在合肥循环经济园的项目投产后将改变这一现状，增强公司市场竞争力。

在全国2600多家农药企业中，丰乐农化位列百强。具有较强的新产品开发、技术创新和产业化能力。丰2000年以来承担并完成了15项国家及省、市科技产业化项目，连续8年共获得11项省级科技进步奖、8个国家级重点新产品、4项国家发明专利、2项外观设计专利、12项进入实质性审查的发明专利，其中涉及到原药合成和中间体合成技术创新发明7项，分析检测技术创新1项，农药产品复配技术5项，申请注册商标35件；拥有原药产品登记证16件，制剂产品登记证60件，国外原药登记10个批次、制剂12个批次，在同类农药企业中处于领先水平。乐农化的产品涵盖除草剂、杀虫剂、杀菌剂三大系列，广泛适用于玉米、水稻、小麦等大田作物，同时也适用于大豆、棉花、油菜等经济型作物，能够满足我国大部分地区主要农作物主要病虫害的防治需求。

丰乐农化产销量一直保持10-20%的递增速度，2008年实现销售收入2.75亿元，占丰乐种业营业收入的29%，成为公司的第二大支柱产业。2009年实现销售收入2.98亿，占到整个销售收入的近30%。

图表 4 2009 年公司分产品收入

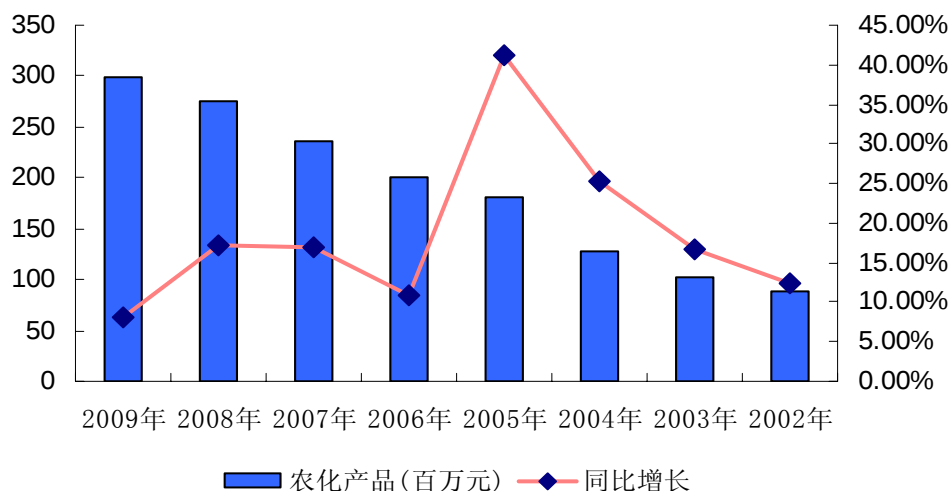
2009 年

分行业或分产品	营业收入	营业成本	毛利率（%）
种子产品	42,132.11	26,043.88	38.19%
农化产品	29,811.04	23,459.91	21.30%
酒店经营	3,067.08	1,165.45	62.00%
香料产品	25,118.31	23,529.28	6.33%
房地产销售	4,490.88	3,273.49	27.11%

资料来源：公司公告、南京证券研究所

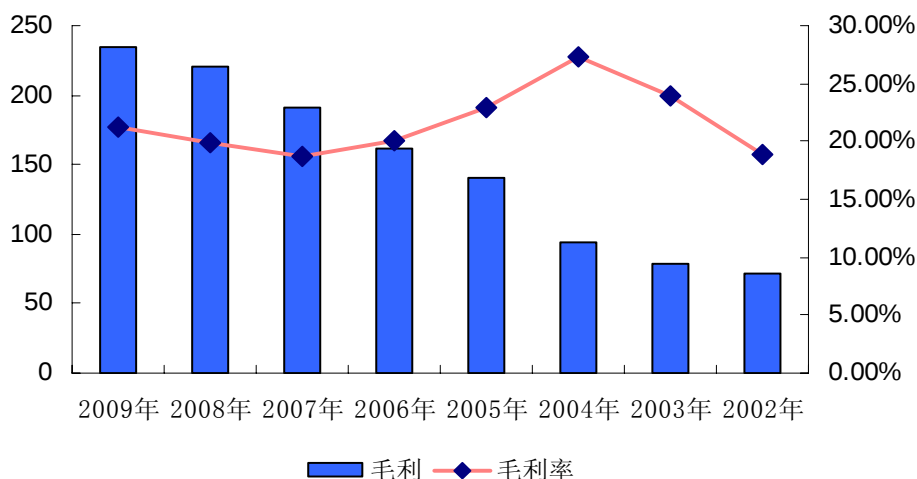
近年来农化销售收入增长迅速，毛利率水平基本稳定。

图表 5 农化产品近年来收入和同比增长



资料来源：南京证券研究所

图表 6 近年来农化业务毛利和毛利率变化



资料来源：南京证券研究所

公司目前农化产品制剂产能约8000吨，公司将通过自有资金和募投资金新增三条生产线产能制剂15000吨，中间体2000吨，预计第一条生产线今年下半年投产试运行。项目建在安徽省化工园里，占地300多亩，目前已经动工，一期100亩左右，现在制剂已经具备了生产条件，等待相关配套设施的完善。

图表 7 募集投入的农化项目

项目 名称	备 案 文 件	文 件 号	环 保 文 件	项目地 点
2000 吨/年化工中间体项目	安徽省发展和改革委员会关于安徽丰乐农化有限责任公司年产 2000 吨化工中间体	安徽省发展和改革委员会发改工业【2007】1304 号	安徽省环境保护局关于安徽丰乐农化有限责任公司年产 2000 吨化工中间体项目环境影响报告书批复的函	合肥循环经济示范园

项目备案的函

合肥市发展和
 改革委员会关
 于安徽丰乐农 合肥市发展
 化有限公司农 和改革委员
 15000 吨/年农 药环保新制剂 会发改备
 药环保新制剂 生产项目备案 【2009】479 环保审批工作正在进
 生产项目 的通知 号 行 合肥循
 示范园

资料来源：公司公告、南京证券研究所

中间体和制剂投入资金近2亿元，建设期1.5年。化工中间体项目总投资11,000万元，项目建成后可具备800吨二氯化物/年、500吨甲基三嗪/年、500吨烟磺酰胺/年、200吨吡啶环/年的生产能力。本项目成功实施后，可以有效解决丰乐农化的生产规模瓶颈，有利于进一步开拓国内、国际市场；化工中间体产品可以向国际跨国公司和国内大型企业销售，优化丰乐农化的收入结构，培育新的利润增长点；农药环保新制剂产品，在满足客户需求的同时，可迅速扩大公司经营规模，提高公司的盈利能力。同时可以整合农化和种业的营销渠道，提高销售效率，拓展销售渠道，节省销售成本。

图表 8 农化项目投入资金和建设期

项目名称	拟投入募集资金（万元）	建设期（年）
化工中间体项目	11,000	1.5
农药环保新制剂生产项目	8,500	1.5

资料来源：公司公告、南京证券研究所

三、种子业务，稳步增长

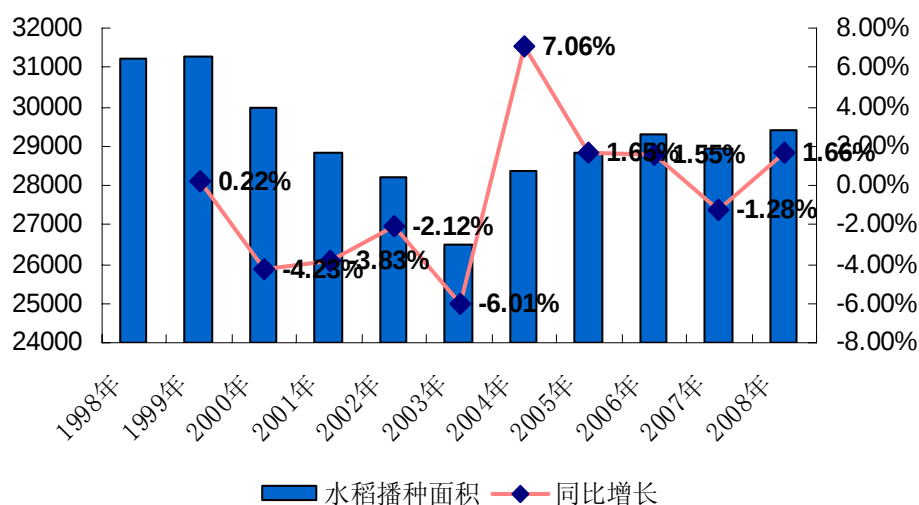
1、种业市场稳定，产业集中度低，提搞市场占有率 将提升公司业绩

目前，我国商品种子约60亿公斤，基本实现了精选加工、包装和标牌销售，但与发达国家相比，种子商品化率偏低，仅为50%，而且附加值不高，而美国等发达国家种子商品化率高达90%以上。现阶段，我国种子年销售额约500亿元，未来五至十年将达到800亿元以上，年增长率约10%，可见，我国的种子市场还有很大的发展空间。国内种子产业行业集中度较低，种业前五十家企业累计销售额不到

100亿元。

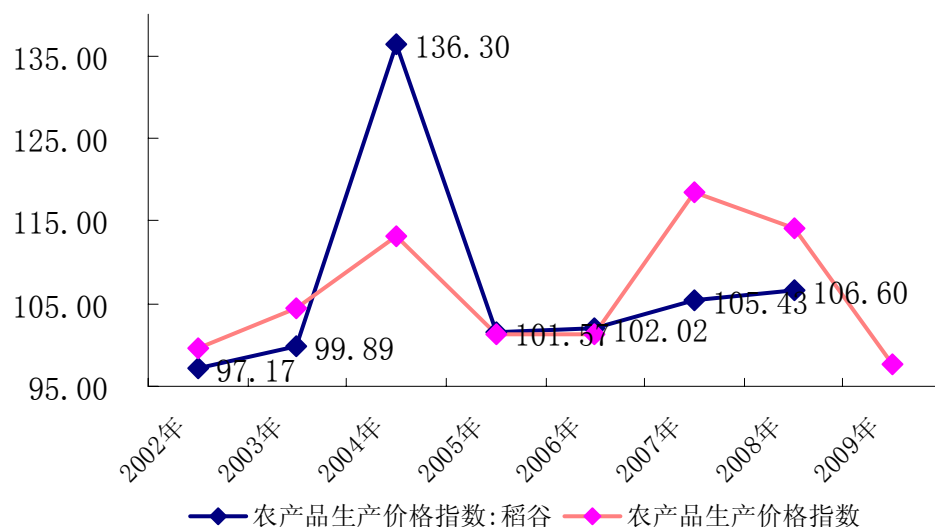
虽然市场容量整体趋于稳定，但是种业的市场相当分散。从中国种业50强企业的经营额来看，2000年为约30亿元，2004年约70亿元，2006年接近100亿元。这些企业的市场占有率2000年约10%，2004年约28%。前10家大型种子企业的市场占有率不足全国市场份额的20%，水稻的占有率更低，品种更加分散。2008年销售额超过1亿元的种子企业仅30家，排序前10名的企业销售总额只有48亿元，仅相当于全球10强种业企业销售额的6%。

图表 9 水稻播种面积及同比增长



资料来源：南京证券研究所

图表 10 农产品价格指数

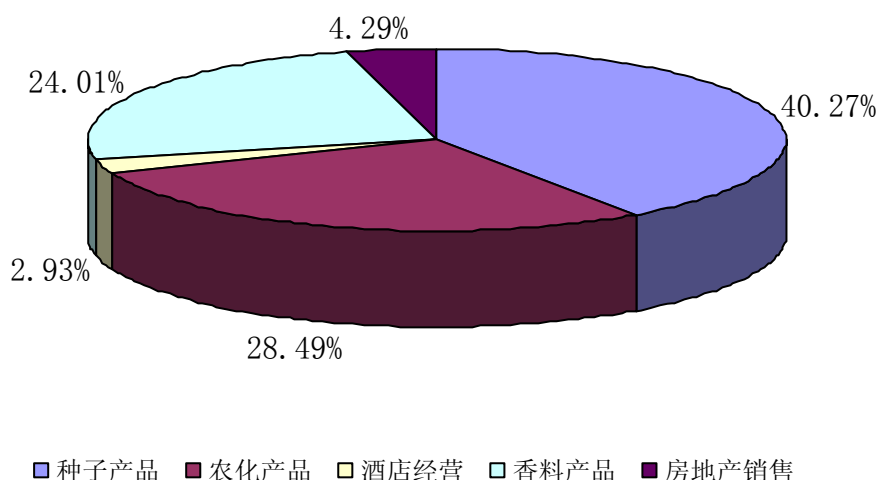


资料来源：南京证券研究所

2、玉米和水稻齐头并进，募集资金投入提升公司生产能力

公司是国内唯一一家同时具有水稻种子、玉米种子两块“中国名牌产品”，种子业务在主营业务收入占比超过40%，2009年实现销售收入42,132.11万元，较上年同期增长12.06%。

图表 11 公司各项收入占比



资料来源：南京证券研究所

公司募集资金有1.32亿投入到种子生产包装中。

图表 12 募集资金投入和建设期

项目名称	拟投入募集资金（万元）	建设期（年）
化工中间体项目	11,000	1.5
农药环保新制剂生产项目	8,500	1.5
种子生产加工包装建设项目	13,200	1.5
企业技术中心创新能力建设项目	4,000	1.5
种子储备基金项目	8,000	
合 计	44,700	

资料来源：公司公告、南京证券研究所

项目完成后，公司种子的包装能力将大幅度提升。

图表 13 募集资金投入后新增产能

项目内容	投资额（万元）	新增生产能力（吨）	实施单位
合肥水稻种子生产加工包装项目	6,200	0.55	合肥丰乐种业股份有限公司
合肥常规种子生产加工包	800	2	合肥丰乐种业股份有限

装项目			公司
张掖玉米种子生产加工包			张掖市丰乐种业有限公司
装项目	4,000	2	司
武汉水稻种子生产加工包			
装项目	2,200	0.2	武汉丰乐种业有限公司
合计	13,200	4.75	

资料来源：公司公告、南京证券研究所

图表 14 募投项目情况

项 目 名 称	备 案 文 件	文 件 号	项 目 地 点
合肥种子生产加工包装项目	合肥市发展和改革委员会关于合肥丰乐种业股份有限公司种子加工包装项目备案的通知	合肥市发展和改革委员会发改备【2009】475号	长丰县双墩镇
张掖种子生产加工包装项目	张掖市发展和改革委员会关于张掖市丰乐种业有限公司玉米种子加工线扩建项目登记备案的通知	张掖市发展和改革委员会张发改工业（备）【2009】58号	甘州区明永乡已签订土地确认书（已划款），土地合同以及土地证正在办理中
武汉水稻种子加工包装项目	湖北省企业投资项目备案证	登记备案项目编码2009010005190210	

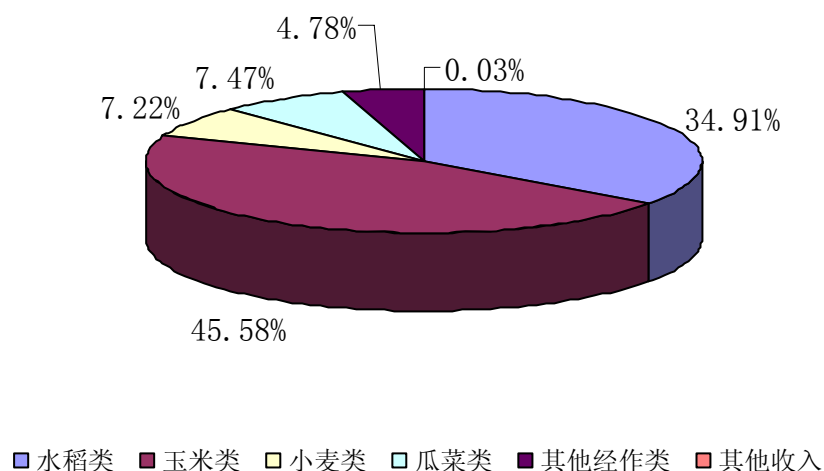
资料来源：公司公告、南京证券研究所

3、积极拓展全国市场

种子收入中水稻和玉米占到整个收入的80%以上，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。公司的种子主导产品杂交玉米品种“浚单20”连续多年被农业部列为主推品种。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。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，进而完成全国布局。玉米将重点进军东北市场，目前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。

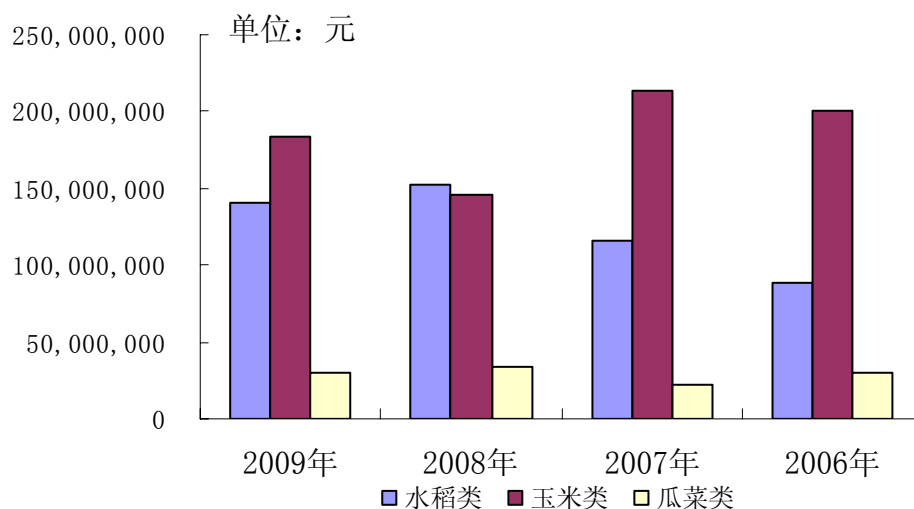
图表 15 公司种业分类收入占比



资料来源：南京证券研究所

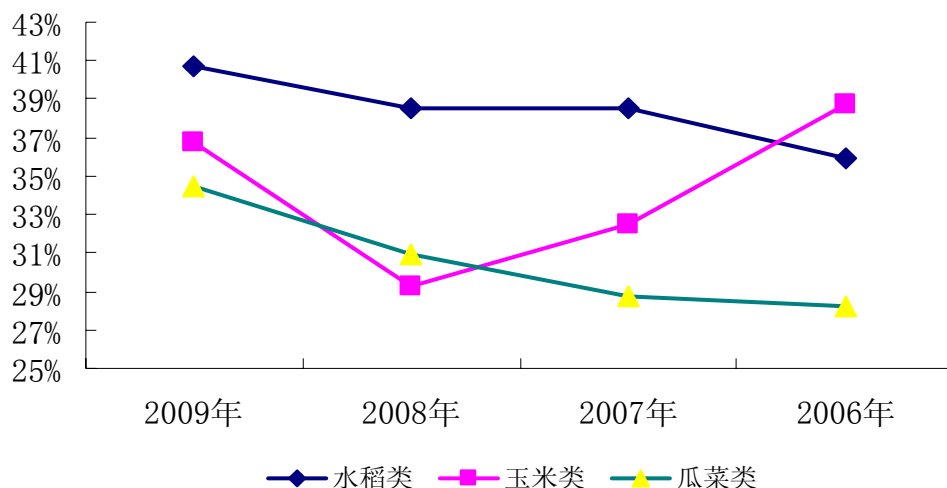
公司主要种子的营业收入增长并不明显，但是近几年来毛利率增长比较明显。

图表 16 公司主要种子历年来营业收入



资料来源：南京证券研究所

图表 17 公司主要种子历年毛利率

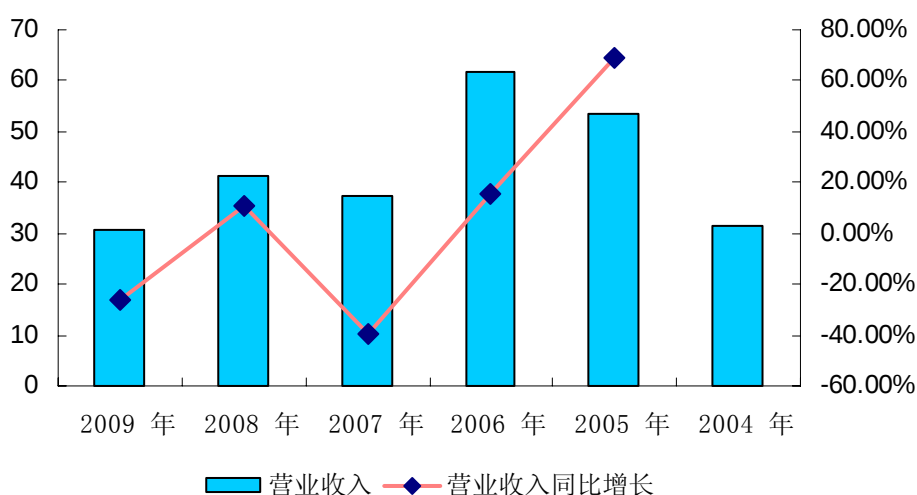


资料来源：南京证券研究所

四、酒店业务将逐步扭亏，香料业务稳定

酒店业务将逐步扭亏，公司酒店业务2009年实现营业收入3067万，毛利62%，净利润亏损422万元。营业收入比2008年有明显的下降，主要原因是酒店所在地区修路，交通不便导致酒店业绩亏损，今年下半年修路将逐步恢复，预计明年酒店业务可能会逐步扭亏，但从几年的酒店业务营业收入同比增长来看，下滑比较明显，我们认为酒店对公司的业绩贡献有限。

图表 18 酒店业务营业收入及同比增长



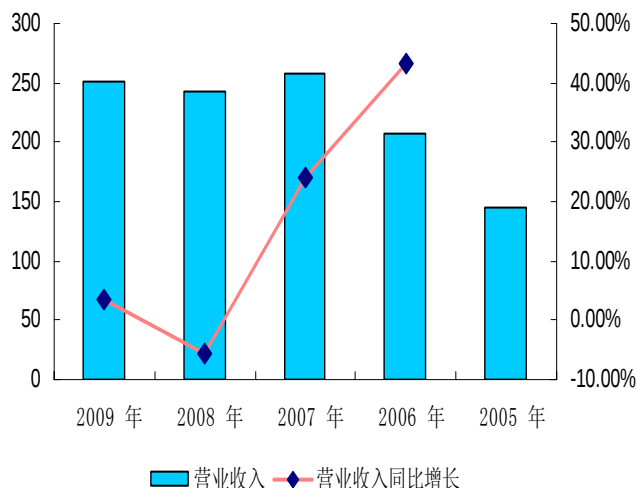
资料来源：南京证券研究所

香料业务营业收入和毛利率稳定。印度进口薄荷脑再加工，还有一部分合成香料，合成的比较少。来料加工量大，但是利润小，毛利率低，汇率影响比较大。目前

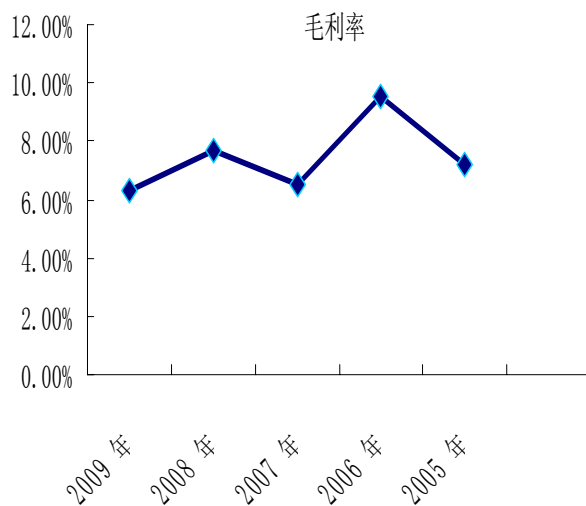
有3500万吨的加工能力，加工厂在合肥高新区，享受15%的所得税税率。香料和农化现在内销的比例在逐步增大，出口部分毛利率高于内销部分，但是波动性会比较大。

图表 19 香料业务营业收入和毛利率

香料业务营业收入及同比增长



香料业务毛利率



资料来源：南京证券研究所

五、区域优势与政策扶持，有利于公司做大做强

由于种子在农业生产中有着不可替代的重要作用，是农业增产增收的根源，因此国家对于农作物品种的选育和推广实行严格的管理。但由于相关准入门槛较低，我国的种子生产和销售及其分散。根据《农作物种子生产经营许可证管理办法》，申请领取种子生产许可证的，生产常规种子(含原种)和杂交亲本种子的，注册资本100万元以上；生产杂交种子的，注册资本500万元以上。申请领取杂交种子经营许可证的，注册资本500万元以上。

目前，我国境内共有种子零售商近18万个，其中育繁推一体化的、覆盖全国的企业近100家，具有进出口权的种子企业90多家，外商投资种子企业70多家，行业集中度低，市场经营品种“散、乱、杂”的现象广泛存在。这种现象不利于保护农民的利益和促进行业的长远发展。

自2004年以来，党中央、国务院连续出台了7个指导“三农”工作的“一号文件”。近年来，国家出台一系列促进农业发展的政策，推行“粮食保护价”制度，实行农村税费改革，颁布《农村土地承包法》，逐步取消农业税，同时国家也加

大了对农业的投入，2008年全年中央财政用于“三农”的投入5,955亿元，比2007年增加1,673亿元，增长37.9%，其中粮食直补、农资综合补贴、良种补贴、农机具购置补贴资金达1,030亿元，比2007年增长一倍。2009年，中央财政将进一步加大农作物良种补贴力度，实行水稻、小麦、玉米、棉花良种补贴全覆盖。

图表 20 我国农业政策

时间	事件	内容
2004 年	一号文件	《中共中央国务院关于促进农民增收若干政策的意见》
2005 年	一号文件	《中共中央国务院关于进一步加强农村工作提高农业综合生产能力若干政策的意见》，坚持“多予少取放活”，稳定、完善和强化各项支农政策
2006 年	一号文件	《中共中央国务院关于推进社会主义新农村建设的若干意见》
2006 年	《十一五规划纲要》	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十一个五年规划纲要》：土地利用规划，严守 18 亿亩耕地红线
2007 年	一号文件	《中共中央国务院关于积极发展现代农业扎实推进社会主义新农村建设的若干意见》提出把发展现代农业作为社会主义新农村建设的首要任务
2008 年	一号文件	《中共中央国务院关于切实加强农业基础设施进一步促进农业发展农民增收的若干意见》
2008 年	十七届三中全会决议	《中共中央关于推进农村改革发展若干重大问题的决定》，土地流转
2008 年	国务院常务会议	《国家粮食安全中长期纲要（2008-2020 年）》，实施包括生物育种专项、种子工程等在内的粮食生产能力建设重点工程，使良种覆盖率稳定在 95%左右
2009 年	一号文件	《中共中央国务院关于 2009 年促进农业稳定发展农民持续增收的若干意见》
2009 年	国务院常务会议	《全国新增 1000 亿斤粮食生产能力规划（2009-2020 年）》，到 2020 年我国粮食生产能力达到 11000 亿斤以上，包括选育推广优良品种等 6 项措施

资料来源：南京证券研究所

公司地处安徽地区，作为农业大省和农业生产基地，安徽在《皖江城市带承接产业转移示范区规划》中，明确了六类重点扶持的产业，分别为装备制造业、原材料产业、轻纺产业、高科技产业、现代农业和服务业。在政策的支持下，有利于公司做大做强。

六、盈利预测与估值

图表 21 收入成本拆分 1

		单位：元		
	产品名称	水稻类	玉米类	小麦类
2009A	营业收入	140,511,671.42	183,427,295.82	29,067,375.57
	营业成本	83,280,263.44	116,099,897.56	24,739,139.42

	毛利率	40.73%	36.71%	14.89%	
	营业收入	168,614,005.70	220,112,754.98	31,974,113.13	
	营业成本	96,605,105.59	136,997,879.12	26,965,661.97	
2010E	毛利率	42.71%	37.76%	15.66%	
2011E	营业收入	210,767,507.13	275,140,943.73	35,171,524.44	
	营业成本	124,620,586.21	169,877,370.11	29,662,228.16	
	毛利率	40.87%	38.26%	15.66%	
2012E	营业收入	252,921,008.56	316,412,085.29	38,688,676.88	
	营业成本	145,806,085.87	198,756,523.03	32,628,450.98	
	毛利率	42.35%	37.18%	15.66%	
	产品名称	瓜菜类	其他经作类	其他收入	合计
	营业收入	30,082,739.89	19,240,230.23	131,000.00	402,460,312.93
	营业成本	19,698,672.14	13,197,538.58		257,015,511.14
2009A	毛利率	34.52%	31.41%		36.14%
	营业收入	31,586,876.88	19,817,437.14	144,100.00	472,249,287.84
	营业成本	20,880,592.47	13,461,489.35		294,910,728.50
2010E	毛利率	33.89%	32.07%		37.55%
2011E	营业收入	33,166,220.73	20,411,960.25	172,920.00	574,831,076.28
	营业成本	22,133,428.02	13,798,026.59		360,091,639.09
	毛利率	33.27%	32.40%		37.36%
2012E	营业收入	34,824,531.77	23,473,754.29	207,504.00	666,527,560.78
	营业成本	23,572,100.84	15,867,730.57		416,630,891.29
	毛利率	32.31%	32.40%		37.49%

资料来源：南京证券研究所

图表 22 收入成本拆分 2

单位：万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
种业						
营业收入	40,413.72	37,598.72	42,132.11	48,224.93	57,640.04	66,641.07
同比增长	11.21%	-6.97%	12.06%	14.46%	19.52%	15.62%
营业成本	27,566.42	23,107.50	26,043.88	29,791.07	36,309.16	41,510.97
毛利	12,847.30	14,491.22	16,088.23	18,433.86	21,330.87	25,130.09
毛利率	31.79%	38.54%	38.19%	38.22%	37.01%	37.71%
农化						
营业收入	23,534.03	27,586.86	29,811.04	34,282.70	44,567.50	57,937.76
同比增长	16.86%	17.22%	8.06%	15.00%	30.00%	30.00%
营业成本	19,117.55	22,114.18	23,459.91	27,682.69	36,541.16	47,868.91
毛利	4,416.48	5,472.68	6,351.13	6,600.00	8,026.35	10,068.84
毛利率	18.77%	19.84%	21.30%	19.25%	18.01%	17.38%
香料						
营业收入	25,740.23	24,259.72	25,118.31	26,876.59	28,220.42	29,631.44
同比增长	24.10%	-5.75%	3.54%	7.00%	5.00%	5.00%
营业成本	24,057.02	22,394.19	23,529.28	25,270.45	26,483.43	27,754.63
毛利	1,683.21	1,865.53	1,589.03	1,606.14	1,736.99	1,876.81
毛利率	6.54%	7.69%	6.33%	5.98%	6.16%	6.33%

酒店

营业收入	3,727.14	4,141.80	3,067.08	3,000.00	4,000.00	4,000.00
同比增长	-39.64%	11.13%	-25.95%	-2.19%	33.33%	0.00%
营业成本	1,008.19	1,051.52	1,165.45	1,188.76	1,248.20	1,310.61
毛利	2,718.95	3,090.28	1,901.63	1,811.24	2,751.80	2,689.39
毛利率	72.95%	74.61%	62.00%	60.37%	68.80%	67.23%

房地产

营业收入	2,504.45	471.53	4,490.88	23000	0.00	0.00
同比增长		-81.17%	852.41%	412.15%	0.00	0.00
营业成本	717.85	227.4	3,273.49	11960	0.00	0.00
毛利	1,786.60	244.13	1,217.39	11,040.00	0.00	0.00
毛利率	71.34%	51.77%	27.11%	48.00%	0.00	0.00

公司合计

营业收入	95,919.58	94,120.63	104,632.52	135,384.22	134,427.96	158,210.27
同比增长	14.96%	-1.88%	11.17%	29.39%	-0.71%	17.69%
营业成本	72,467.05	68,894.79	77,472.01	95,892.97	100,581.94	118,445.13
毛利	23,452.53	25,225.84	27,160.51	39,491.24	33,846.02	39,765.14
毛利率	24.45%	26.80%	25.96%	29.17%	25.18%	25.13%

资料来源：南京证券研究所

图表 23 利润表

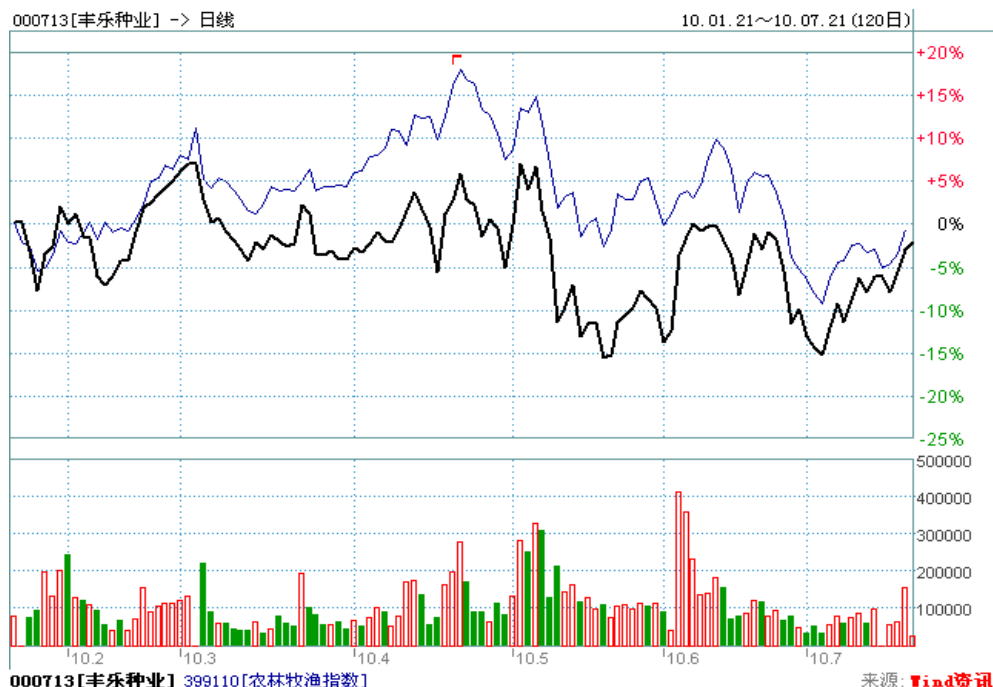
	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	941.21	1046.33	1353.84	1344.28	1582.10
减：营业成本(百万元)	688.95	774.72	958.93	1005.82	1184.45
营业税金及附加(百万元)	4.78	4.6	5.2	6	7
主营业务利润(百万元)	247.48	267.01	389.71	332.46	390.65
减：营业费用（销售费用）(百万元)	115.62	108.57	150	120	140
管理费用(百万元)	70.17	74.87	98.00	99.00	113.85
财务费用(百万元)	19.08	11.21	7	5	0
资产减值损失	23.17	26.61	20.00	20.00	20.00
加：公允价值变动损益（百万元）	0	0	0	0	0
投资收益(百万元)	7.69	3.9	5.00	5.00	5.00
营业利润(百万元)	27.13	49.65	119.71	93.46	121.80
营业外收入(百万元)	6.14	30.96	50.00	20.00	20.00
减：营业外支出(百万元)	2.93	2.95	20.00	3.00	3.00
利润总额(百万元)	30.32	77.66	149.71	110.46	138.80
减：所得税(百万元)	-0.32	10.85	31.00	10.00	12.50
净利润	30.65	66.81	118.71	100.46	126.30
减：少数股东损益(百万元)	1.53	-0.64	0.00	0.00	0.00
归属于母公司净利润(百万元)	29.11	67.45	118.71	100.46	126.30
摊薄股本(百万股)	225	225	270	270	270
EPS（元）	0.13	0.30	0.44	0.37	0.47

注：出售房地产业务所带来的3000万增值计入营业外收入。

资料来源：南京证券研究所

以7月20日收盘价13.05元计算，对应2010年、2011年、2012年PE分别为29.66倍、35.27倍和27.77倍，如果剔除2010年房地产收益，对应2010年PE超过60倍，我们认为估值偏高，给予中性评级。

图表 24 丰乐种业近半年和农林牧渔指数走势比较



资料来源: WIND资讯, 南京证券研究所

七、风险

- 1、据了解，水灾对公司影响甚微。如果灾害进一步扩大，公司的农化和种业有可能受到影响；
- 2、汇率波动带来汇兑损失超出我们的预期风险；
- 3、募集项目不能按时完成，影响公司收入；
- 4、公司的酒店业务和生态园亏损超预期。生态园由于承担了科研等用途，使得亏损成为常态，酒店由于修路带来亏损，这两部分我们预计2010年亏损会有所下降，不排除存在亏损扩大带来的业绩风险。

南京证券上市公司投资评级标准：

强烈推荐：六个月内预计涨幅大于 30%；

推荐：六个月内预计涨幅为 10%-30%之间；

中性：六个月内预计涨幅为-10%- 10%之间；

回避：六个月内预计涨幅为-10%及以下。