

中农资源 (600313.SH) 农业综合行业

评级: 增持 维持评级

公司研究

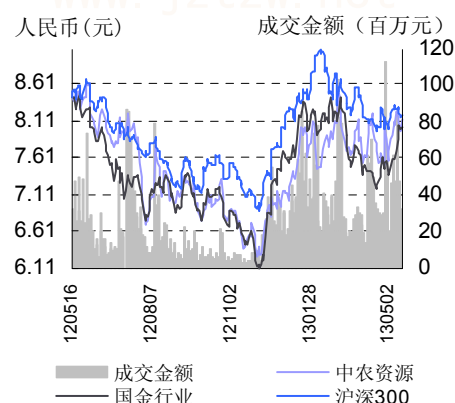
市价(人民币): 8.14 元

目标(人民币): 8.37 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	304.20
总市值(百万元)	29.90
年内股价最高最低(元)	8.61/6.27
沪深 300 指数	2552.71
上证指数	2251.81



收购驱动, 种业领航

公司基本情况(人民币)

项目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	0.026	0.066	0.117	0.155	0.191
每股净资产(元)	1.71	2.73	2.85	3.00	3.19
每股经营性现金流(元)	0.06	0.12	0.64	0.34	0.42
市盈率(倍)	271.86	108.70	70.36	52.93	42.98
行业优化市盈率(倍)	41.16	45.37	50.27	50.27	50.27
净利润增长率(%)	-83.84%	202.40%	77.65%	32.92%	23.16%
净资产收益率(%)	1.53%	2.41%	4.10%	5.17%	5.98%
总股本(百万股)	304.20	367.29	367.29	367.29	367.29

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **历史问题解决后, 公司步入正常经营轨道。**中农资源在 2011 年以前, 由于大股东、二股东之间协调方面的问题, 公司一直无法走在正常的经营轨道上, 随着二股东新华信托于 2011 年 4 月转让股权, 历史问题得到解决; 此后, 随着现二、三股东的减持, 以及向大股东母公司的增发, 公司成为了中农发控股 44.43% 的具有央企背景的企业。
- **收购种业活化账面资金, 公司转型已初步完成。**公司于 2000 年 IPO 募集资金约 4.9 亿元, 加上 2012 年向中农发增发获得资金约 4.6 亿元, 公司的资金充裕, 公司在股权问题解决后, 先后收购河南地神、广西格霖、湖北种子集团三家公司, 目前, 三家子公司成为了公司的绝对利润核心, 转型已经初步完成; 截至 2013Q1, 公司账面现金仍然有约 7.6 亿, 公司仍然在寻找新的种业标的, 目标将以玉米种业为主, 大股东中农发明确提出了打造种业集团的目标, 收购加码种业的脚步还在继续。
- **公司两大看点之一: 外延收购。**公司在全国积极搜罗标的, 思路上是精、强为主, 不绝对的追求规模; 中农发为公司提供了资金支持、人事支持、外部协调支持, 我们认为, 从速度上, 公司的收购节奏仍然会比较快; 从质量上, 公司更有望收购有国有背景的, 在行业业已形成一定地位的成熟企业, 短期的盈利稳定性较高, 此外, 通过签订盈利承诺协议, 也为公司收购增添了另外的盈利保障;
- **公司两大看点之二: 内生增长。**公司目前几块主要资产当中, 我们认为: 格霖有望迎来较快的增长, 核心原因在于, 马铃薯种方面受益广西打造冬种马铃薯基地计划下种植面积快速增长; 甘蔗种随着与相应糖厂合作推进有较大的推广潜力; 其它几块主要资产当中, 华垦受较为强烈的政策限制将以稳定为主, 地神面临着一定的品种老化、行业扩容较难的问题, 预计将以稳定为主, 湖北种子集团在出口方面具有优势, 在海外杂交水稻种子市场仍有潜力可挖。

投资建议

- 我们首次覆盖给予公司 13-15 的盈利预测为 0.117、0.155、0.191 元。给予“增持”评级, 根据分拆分别给予公司化肥业务 0.35 亿, 已有种业资产 16.8 亿, 有望未来收购种业资产 13.58 亿元的估值, 目标价 8.37 元。

钟凯锋 联系人
(8621)60870959
zhongkf@gjzq.com.cn

黄挺 分析师 SAC 执业编号: S1130511030028
(8621)61038218
huangting@gjzq.com.cn

内容目录

投资逻辑	4
公司概况：化肥+种业，公司业务梳理逐步清晰	4
股东内部问题得到解决，经营逐步步入正常轨道	7
股东内部问题逐步解决	7
种业战略明晰：以收购为主线，全面布局	8
明确种业战略	8
资金支持+人事调整，实质性推动公司种业发展	8
收购三家子公司，以并购为主线全面布局种业	8
大股东拥有央企背景，有响应中央文件的内在动力	8
子公司分拆：地神、湖北公司以稳为主，广西格霖最具成长性	9
地神种业：商品化率提升难制约行业成长性，新品种表现仍需观察	9
广西格霖：最具成长性的子公司	14
湖北种子公司	20
华垦公司	22
盈利预测与估值	23
盈利预测	23
估值	24
风险提示	25
附录：三张报表预测摘要	26

图表目录

图表 1：公司收入结构（2000 年）	5
图表 2：公司收入结构（2012 年）	5
图表 3：公司毛利构成（2011 年）	5
图表 4：公司毛利构成（2012 年）	5
图表 5：公司历年收入变化	6
图表 6：公司历年利润变化	6
图表 7：收购的三家种子公司是公司的核心盈利资产	6
图表 8：公司股权结构（2013 年一季报）	7
图表 9：公司股权结构变化概览	7
图表 10：近年来种业政策汇总	9
图表 11：公司的收购三家种业公司基本情况	9
图表 12：公司主要目标省份小麦种植面积变化不大	10
图表 13：近年来麦种价格稳步上升	10
图表 14：小麦最低收购价稳步提升	10

图表 15: 地神种业盈利预测	11
图表 16: 河南省小麦推广前列品种	12
图表 17: 公司位于黄淮海小麦优势区	13
图表 18: 农业部规划中显示把南方地区作为马铃薯新增面积的主要增长点 ..	14
图表 19: 农业部关于马铃薯优势区域布局示意图 (2008-2015)	15
图表 20: 广西马铃薯种植面积预测	16
图表 21: 甘蔗一级健康种新植、宿根产量比较	17
图表 22: 广西格霖盈利预测	18
图表 23: 湖北种子公司盈利预测	20
图表 24: 种业公司 50 强 (2011 年)	21
图表 25: 钾肥价格较 2012 年同期有所下降	23
图表 26: 华垦公司盈利预测	23
图表 27: 收购三家子公司的盈利承诺情况	24
图表 28: 种业公司估值在 30 倍左右	25
图表 29: 公司收购资产 ROE 情况	25
图表 30: 公司估值表	25

中国价值投资网 最
www.jztzw.net

研究报告网

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

投资逻辑

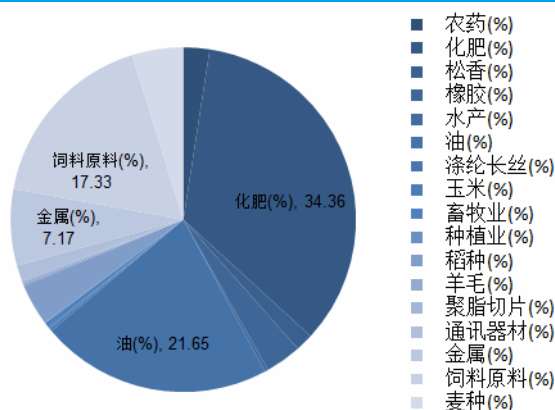
- **历史问题解决后，公司步入正常经营轨道。**中农资源在 2011 年以前，由于大股东、二股东之间协调方面的问题，公司一直无法走在正常的经营轨道上，随着二股东新华信托于 2011 年 4 月转让股权，历史问题得到解决；此后，随着现二、三股东的减持，以及向大股东母公司的增发，公司成为了中农发控股 44.43% 的具有央企背景的企业。
- **收购种业活化账面资金，公司转型已初步完成。**公司于 2000 年 IPO 募集资金约 4.9 亿元，加上 2012 年向中农发增发获得资金约 4.6 亿元，公司的资金充裕，公司在股权问题解决后，先后收购河南地神、广西格霖、湖北种子集团三家公司，目前，三家子公司成为了公司的绝对利润核心，转型已经初步完成；截至 2013Q1，公司账面现金仍然有约 7.6 亿，公司仍然在寻找新的种业标的，目标将以玉米种业为主，大股东中农发明确提出了打造种业集团的目标，收购加码种业脚步还在继续。
- **公司两大看点之一：外延收购。**公司在全国积极搜罗标的，思路上是求精、强为主，不绝对的追求规模；中农发为公司提供了资金支持、人事支持、外部协调支持，我们认为，从速度上，公司的收购节奏仍然会比较快；从质量上，公司更有望收购有国有背景的，在行业业已形成一定地位的成熟企业，短期的盈利稳定性较高，此外，通过签订盈利承诺协议，也为公司收购增添了另外的盈利保障；
- **公司两大看点之二：内生增长。**公司目前几块主要资产当中，我们认为：格霖有望迎来较快的增长，核心原因在于，马铃薯种方面受益广西打造冬种马铃薯基地计划下种植面积的快速增长；甘蔗种随着与相应糖厂合作推进有较大的推广潜力；其它几块主要资产当中，华垦受较为强烈的政策限制将以稳定为主，地神面临着一定的品种老化、行业扩容较难的问题，预计将以稳定为主，湖北种子集团在出口方面具有优势，在海外杂交水稻种子市场仍有潜力可挖。
- 我们首次覆盖给予公司 13-15 的盈利预测为 0.117、0.155、0.191 元。给予“增持”评级，根据分拆分别给予公司化肥业务 0.35 亿，已有种业资产 16.8 亿，有望未来收购种业资产 13.58 亿元的估值，目标价 8.37 元。

公司概况：化肥+种业，公司业务梳理逐步清晰

- **化肥+种业两条主线逐步清晰。**中农资源是一家以农资贸易及农作物种业为主营业务的公司。上市初期，公司的业务较为繁杂，收入排名前 4 位的业务分别是化肥、油、饲料原料、金属，经过多年的梳理，公司的业务逐步清晰，形成了目前化肥、种业两条主线。

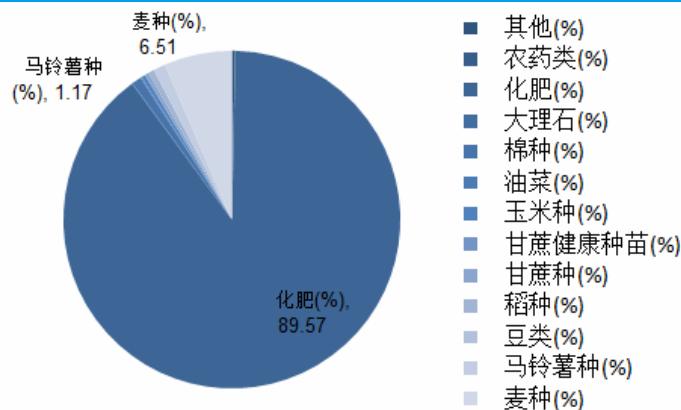
中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

图表1：公司收入结构（2000 年）



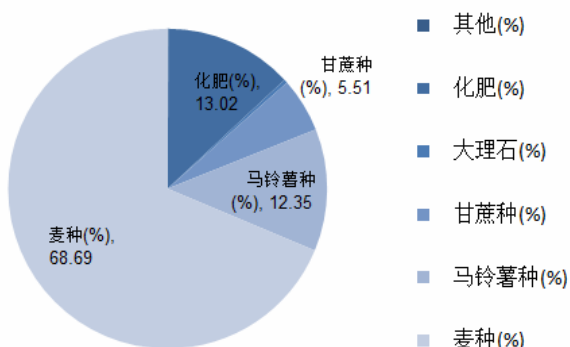
来源：国金证券研究所，公司公告

图表2：公司收入结构（2012 年）



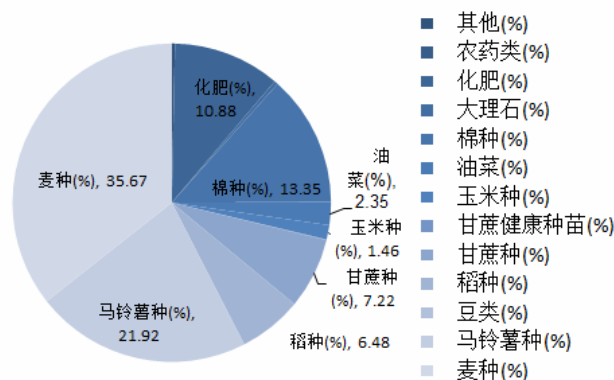
■ 化肥是公司目前的收入核心，种业是公司目前的利润核心。化肥主要依托于华垦公司，收入一直是公司的主要收入来源，近三年（2010-2012）收入占比分别达到 99.19%、87.52%、89.57%。是公司的绝对收入核心；但随着 2011 年以来的三家种业公司的并购，种业的盈利能力显著超越了化肥，2011-2012 年公司的化肥毛利占比分别为 13.02%、10.88%，而前三大种子类的毛利占比达到了 86.55%、71.14%，种业已经成为公司的绝对利润核心。

图表3：公司毛利构成（2011 年）

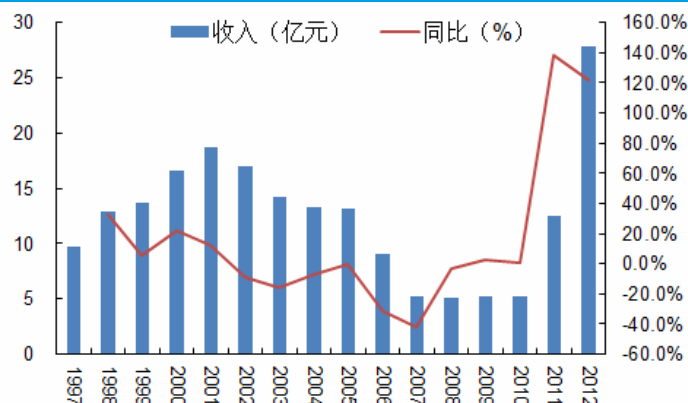


来源：国金证券研究所，公司公告

图表4：公司毛利构成（2012 年）

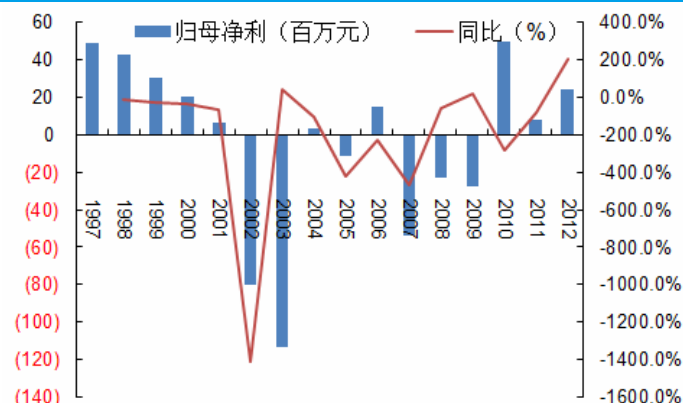


图表5：公司历年收入变化



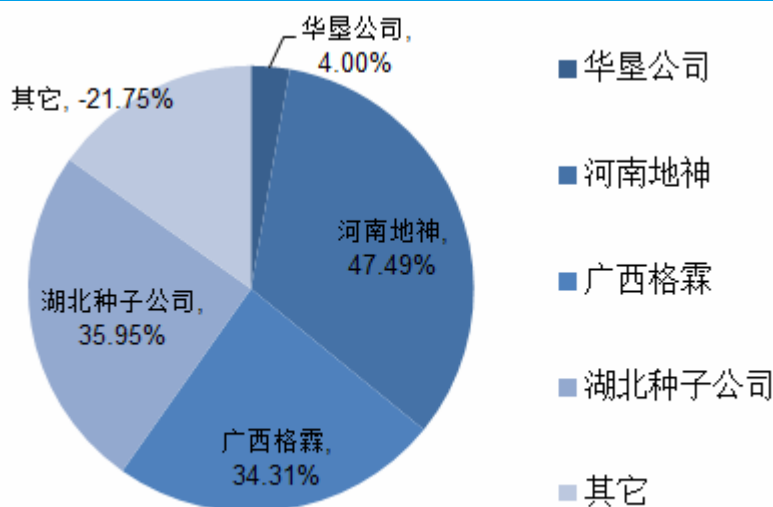
来源：国金证券研究所，公司公告

图表6：公司历年利润变化



- 公司的核心盈利资产主要来自于收购的三家子公司。公司目前的核心资产包括四块，一块是传统的华垦公司，另外三块则是 2011 年 9、11 月，2012 年 12 月分别收购的三家种子子公司河南地神、广西格霖、湖北种子子公司。据 2012 年年报显示，地神、格霖、湖北种子子公司分别占到净利润的 47.49%、34.31%、35.95%，是公司的核心盈利资产，华垦公司主要依托公司的钾肥进口牌照稀缺资源，以贸易为主，具有一定的政治性，盈利能力相对有限且波动较大。

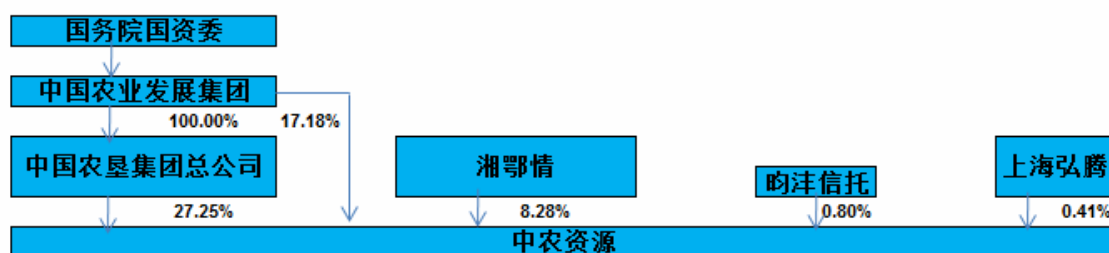
图表7：收购的三家种子子公司是公司的核心盈利资产



来源：国金证券研究所，公司公告

- 公司具有央企背景，中农发是公司的实际控制人。自 2012 年增发完成后，中国农业发展集团（简称“中农发”）直接持股 17.18%，同时，通过全资子公司中国农垦总公司控制公司 27.25% 的股份，总计持有公司 44.43% 的股权，是公司的实际控制人，2011 年股权转让后的原二股东、三股东具有较强的财务投资属性，原三股东湘鄂情持有公司股份下降到了 8.28%，原二股东上海弘腾持有比例下降到了 0.41%，另外昀洋信托一季度新增 293 万股，持有公司股权比例达到 0.80%。

图表8：公司股权结构（2013 年一季度）



来源：国金证券研究所，公司公告

股东内部问题得到解决，经营逐步步入正常轨道

股东内部问题逐步解决

- 上市以来，公司经营一直面临着较大的问题，主要体现为第一大股东、第二大股东之间的分歧长期存在。公司的经营决策难以得到通过执行，从上市之初的二股东江苏农垦、2004 - 2011 年初的新华信托，公司的股东内部之间的协调问题一直没能得到解决。但随着 2011 年 3 月，二股东新华信托将股权转让，以及向控股股东中农发定向增发，公司的股东内部协调问题逐步得到解决，为公司正常经营铺垫好了基础。
- 1999 年 8 月 13 日，中农资源登记注册成立，第一大股东为中国农垦（集团）总公司，持股 10010 万股，第二大股东为江苏省农垦集团有限公司，持股 7105 万股。
- 2004 年 12 月 24 日，江苏农垦将其所持公司 7105 万股国有法人股过户给新华信托投资股份有限公司。转让完成后，新华信托成为公司第二大股东。2006 年 11 月，新华信托披露其持有公司的 7105 万股的委托人是北京海淀科技发展有限公司。
- 2009 年 12 月，公司第一大股东--中垦集团经国务院批准，并入中国农业发展集团有限公司，成为其全资子公司。
- 2011 年 4 月 13 日，新华信托将其持有的公司 7105 万股股份过户转让给上海弘腾投资中心及北京湘鄂情股份有限公司。
- 2012 年 9 月 4 日，公司非公开发行股票获得证监会核准，同年 9 月 26 日，公司完成股份登记手续，中农发持有公司 63,087,248 股新股。非公开发行股票完成后，中垦集团持有公司股份比例为 27.25%，中农发持有公司股份比例为 17.18%。

图表9：公司股权结构变化概览

上市初		2004		2011		2012	
中国农垦（集团）总公司	39.69%	中国农垦（集团）总公司	39.69%	中国农垦（集团）总公司	32.91%	中国农垦（集团）总公司	27.25%
江苏农垦集团总公司	28.17%	新华信托	28.17%	上海弘腾	13.36%	中国农业发展集团总公司	17.18%
				湘鄂情	10%	湘鄂情	8.28%
						上海弘腾	4.01%

来源：国金证券研究所，公司公告

- 大股东的股权集中度提升，决策效率大幅提高。目前大股东的持股比例提升至 44.43%，二股东湘鄂情持股 8.28%，大股东中农发集团控股优势明显，与之前的状况（大股东中农发控股 32.91%，二股东新华信托持股 23.26%）有明显改观，从内部决策分歧风险的角度来看，公司已经基本上解决了这个问题，经营决策效率也明显提升，2011 年以来，公司已经陆续完成了三家公司的收购，一改过去募集资金长期处于停滞使用的状态。

- **大股东概况：中国农业发展集团。**中国农业发展集团总公司系国务院国有资产监督管理委员会直接管理的中央农业企业。
 - 在 2004 年，由中国水产（集团）总公司、中国牧工商（集团）总公司的基础上更名成立中农发集团，此后先后兼并和托管了中国乡镇企业总公司、中国饲料总公司和中国农垦（集团）总公司等农口企业。
 - 中农发集团拥有资产总额约 150 亿元，员工逾 8 万人，其中海外 1 万多人。集团拥有全资及控股子公司 19 家，业务遍及全国各省，在世界 40 多个国家（地区）建立了分支机构或基地，与 80 多个国家（地区）保持经贸来往。
 - 公司拥有境内上市公司三家。分别为中水渔业、中牧股份、中农资源，其中中水渔业源于中国水产（集团）总公司，中牧股份源于中国牧工商（集团）总公司，中农资源源于中国农垦（集团）总公司。

种业战略明晰：以收购为主线，全面布局

明确种业战略

- **集团多次强调种业战略。**作为中农发集团下的唯一种业上市公司平台，集团非常重视公司种业的发展，中农发集团余涤非总经理曾表示：发展种业是集团作为农业企业扩大农村影响力的重要手段，利用中农资源平台建立与发展种业是集团的战略决策，显示了集团对公司种业的清晰战略定位；此外，余涤非总经理还表示公司要结合中农发集团把种业规模做到行业前 3 位的战略定位，明确发展思路与工作目标，采取切实有力的措施，争取实现超常规的发展，显示了集团对种业的重视。

资金支持+人事调整，实质性推动公司种业发展

- **人事调整助力种业战略。**公司于 2011 年 3 月任命陈章瑞为中农资源副总经理，陈章瑞原担任中种集团副总经理，是种业行业内资深人士，此次人事调整，契合公司准备大规模加码种业的时机，是集团对种业实质性支持的体现。
- **资金支持为公司并购之路输血：**公司于 2012 年 9 月底，完成了对大股东中农发集团的定向增发，募得资金 4.58 亿元，使得公司 2012 年三季度货币资金大幅提升到 8.38 亿元。

收购三家子公司，以并购为主线全面布局种业

- **公司目前已完成三家子公司收购，共同设立一家子公司。**公司于 2011 年 9 月收购河南地神 53.99% 的股权，于 2011 年 11 月收购广西格霖，于 2012 年 11 月收购湖北种子集团。于 2012 年 12 月设立中垦种业科技有限公司。至此，公司已经涉足包括水稻、小麦、马铃薯种薯、甘蔗种苗等领域，种业布局步入实质性阶段

大股东拥有央企背景，有响应中央文件的内在动力

- **响应 8 号文号召加码种业。**公司加码种业是在 2011 年 4 月国务院 8 号文件出台以后，这一点与多家其它央企类似，公司积极响应号召，把握政策环境优化良机，通过并购等方式加码种业。
 - **8 号文明确推动种业兼并重组。**2011 年 4 月，国务院发布《关于加快推进现代农作物种业的意见》，将种业提升为国家战略性、基础性产业，并于第九条明确提出“推动种子企业兼并重组，支持大型企业通过并购、参股等方式进入农作物种业，鼓励种子企业间的兼并重组，尤其是鼓励大型优势种子企业整合农作物种质资源，优化资源配置，培育具有核心竞争力和较强国际竞争力的‘育繁推’种子企业”。

图表10：近年来种业政策汇总

时间	事件	主要内容
2011	国务院常务会议	《国务院关于加快推进现代农作物种业发展的意见》：坚持企业主体地位，建立商业化育种体系，推动种子企业兼并重组，加强种子生产基地建设，严格品种审定和保护，强化市场监督管理，加强农作物种业国际交流合作，制定现代农作物种业发展规划，加大对企业育种投入，实施新一轮种子工程
2011	十二五规划	《全国种植业发展十二五规划》：确保粮食基本自给，加快构建现代种业体系，确保供种数量和质量安全，提升种业科技水平，推进新一轮种子工程
2012	一号文件	《关于加快推进农业科技创新持续增强农产品供给保障能力的若干意见》：支持育繁推一体化种子企业，加快建立以企业为主体的商业化育种新机制。优化调整种子企业布局，提高市场准入门槛，推动种子企业兼并重组，鼓励大型企业通过并购、参股等方式进入种业。
2012	种业规划	《全国现代农作物种业发展规划（2012-2020年）》，到2015年，初步形成科研分工合理、产学研结合的育种新机制，科研院所和高等院校基本完成与其所办种子企业“事企脱钩”；以西北、西南、海南为重点，初步建成国家级主要粮食作物种子生产基地，主要农作物良种覆盖率稳定在96%以上；培育一批“育繁推一体化”种子企业，前50强企业的市场占有率达到40%以上；种子法律法规更加完善，监管手段和条件显著改善，通过考核的种子检验机构年样品检测能力达到40万份，例行监测的种子企业覆盖率达到30%。

来源：国金证券研究所，公开资料

- 央企身份特殊，有积极响应号召内在需求。公司于2011年9月、11月，2012年的12月分别收购了河南地神、广西格霖、湖北种子公司的股权收购，显示出对国务院8号文的积极响应。与此类似，在2011年4月8号文公布之后，多家央企均大举加大收购加码种业，中储粮整体收购了甘肃张掖金象种业公司，中粮与中国航天基金会联合启动培育太空粮食种子，中化集团划拨2亿元至中种集团。

子公司分拆：地神、湖北公司以稳为主，广西格霖最具成长性

图表11：公司的收购三家种业公司基本情况

收购标的	收购时间	出资额 (亿元)	股权比例 (%)	2012年净利润 (万元)	归属母公司净利润 (万元)	ROE (%)	备注
河南地神	2011	1.22	53.99%	2410	1301.16	10.67%	
广西格霖	2011	0.79	51%	1741	887.91	11.24%	
湖北种子	2012	1.5	52.05%	1824	949.39	6.33%	2012年12月开始并表

来源：国金证券研究所，公司公告

地神种业：商品化率提升难制约行业成长性，新品种表现仍需观察

- 我们认为：地神种业的发展将以稳为主。公司拥有较强的品牌、渠道优势，保障公司现有品种的销售，但同时公司受到行业容量提升的限制，以及品种老化的问题，预计地神将呈现稳中有升的态势。
- 行业层面。小麦种子不同于水稻种子，其杂交优势并不明显，不能起到很多的提升亩产方面的作用，因此，自留种的比例仍然会比较高，在种植面积基本稳定的情况下，商品化率难以提升，客观上导致行业从量的角度方面难以提升，而从价格方面来看，与整个种子行业一样，受套牌种子、冒牌种子影响，价格的提升过程将是一个相对缓慢的过程，种子价格基本上随着收购保护价上升而缓慢上升。

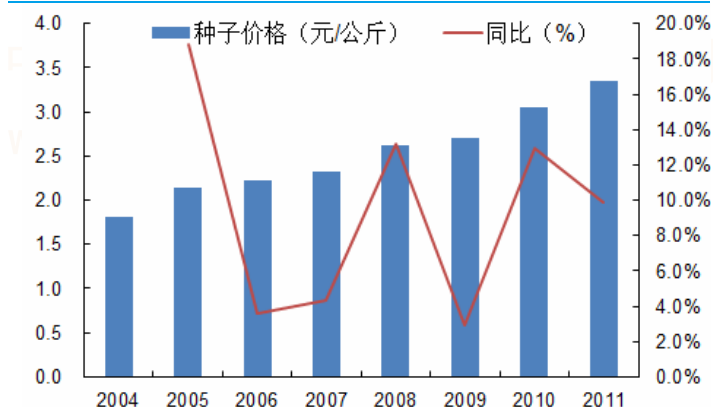
中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

图表12：公司主要目标省份小麦种植面积变化不大

种植面积 (万亩)	山东	安徽	河南	湖北	江苏	五省总面积	同比 (%)
2007	3519.10	2330.27	5213.33	1096.25	2039.12	14198.07	
2008	3525.21	2346.70	5260.00	1000.57	2073.12	14205.60	0.05%
2009	3545.20	2355.27	5263.30	993.36	2077.61	14234.74	0.21%
2010	3561.90	2365.70	5280.00	1000.10	2093.10	14300.80	0.46%
2011	3593.53	2383.00	5323.33	1013.61	2112.41	14425.88	0.87%

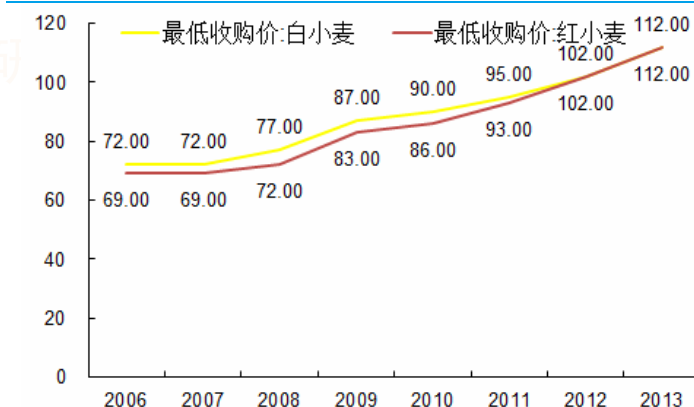
来源：国金证券研究所，同花顺

图表13：近年来麦种价格稳步上升



来源：国金证券研究所,农业部

图表14：小麦最低收购价稳步提升



- **公司层面。**由于公司的品种或多或少存在品种老化的问题，从正面来看，相对而言小麦种子更像玉米而非水稻种子，因为其玉米一样广适性比较强，所以小麦种子的生命周期也比较长，老化的影响不会很大，但作为种企而言，新品种的持续力仍然是持续获得成长动力的关键，因此，未来我们仍需跟踪包括较新品种泛麦 8 号、郑麦 9962 等的品种大田表现以及更重要的新品种的显现。

■ 盈利预测：

- **关键假设。**2013 - 2015 年预计：繁种面积方面，小麦繁种面积达到 13、14、15 万亩，亩产 470、480、490kg，玉米繁种面积达到 4000、4500 亩，亩产分别为 470、480kg；销量预测方面：预计公司麦种销量分别达到 6000、6500、7000 万公斤，玉米种 36、39、43 万公斤；价格方面：预计每公斤麦种售价达到 3.5 元/公斤左右，玉米种子为 20 元/公斤左右；毛利率方面，麦种预计维持在 20%左右，玉米种子毛利率约为 10%左右。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

图表15：地神种业盈利预测

	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
麦种							
销量（万公斤）	4000	4800	4700	6000	6300	7200	8000
价格（元/公斤）	3.03	3.40	2.98	3.02	3.00	3.10	3.30
成本（元/公斤）	2.37	2.52	2.23	2.47	2.55	2.62	2.70
同比增长率（%）		6.41%	-11.52%	10.88%	3.00%	3.00%	3.00%
单公斤毛利（元/公斤）	0.66	0.88	0.75	0.54	0.45	0.48	0.60
收入（亿元）	1.21	1.63	1.40	1.81	1.89	2.23	2.64
毛利率（%）	21.78%	25.92%	25.13%	18.03%	15.10%	15.38%	18.12%
成本（亿元）	0.95	1.21	1.05	1.48	1.60	1.89	2.16
毛利（亿元）	0.26	0.42	0.35	0.33	0.29	0.34	0.48
玉米种							
销量（万公斤）	35.64	40.74	40.00	37.00	36.00	39.00	43.00
价格（元/公斤）	21.00	22.00	23.00	22.00	21.00	21.00	22.00
成本（元/公斤）	14.06	15.84	17.43	18.30	18.85	19.41	19.99
同比增长率（%）		12.69%	10.00%	5.00%	3.00%	3.00%	3.00%
单公斤毛利（元/公斤）	6.94	6.16	5.57	3.70	2.15	1.59	2.01
收入（亿元）	0.07	0.09	0.09	0.08	0.08	0.08	0.09
毛利率（%）	33.06%	27.99%	24.23%	16.83%	10.25%	7.56%	9.12%
成本（亿元）	0.05	0.06	0.07	0.07	0.07	0.08	0.09
毛利（亿元）	0.02	0.03	0.02	0.01	0.01	0.01	0.01
其它							
收入（亿元）	0.02	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
成本（亿元）	0.02	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01	0.01
毛利（亿元）	0.00	(0.00)	0	0	0	0	0
公司合计							
收入（亿元）	1.31	1.74	1.50	1.90	1.98	2.32	2.74
成本（亿元）	1.02	1.29	1.13	1.56	1.68	1.97	2.26
毛利（亿元）	0.29	0.45	0.37	0.34	0.29	0.35	0.49

来源：国金证券研究所，wind

- **公司概况：**地神种业位于河南省周口市西华县黄泛区农场，收购前实际控制人为河南省农业厅。
- **品种情况：**目前公司的主要收入和利润来源于麦种。具体来看，通过自主研发，企业培育出了省级审定的小麦品种：神麦1号、神麦2号、泛麦8号，国审小麦品种：泛麦5号；皖、豫审大豆品种：地神21、地神22、泛豆5号；豫审棉花品种：神棉1号、泛棉3号、泛棉杂8号；豫审玉米品种：泛玉5号、泛玉6号等，同时通过广泛合作，享有对11个优良农作物品种的经营权，目前企业小麦主产品的主推品种如下：
 - **泛麦5号：**品种通过国家品种审定委员会审定，其产量表现为：2002-2003年度参加河南省高肥春水组区试，7点汇总，平均亩产515.4公斤，居12个参试品种第3位；2003-2004年度参加河南省高肥春水II组区试，10点汇总，平均亩产576公斤，居13个参试品种第2位。2003-2004年度参加河南省高肥春水I组生试，7点汇总，平均亩产520.4公斤，居5个参试品种第1位。
 - **泛麦8号：**品种通过河南省农作物品种审定委员会审定，其产量表现为：2005-2006年度参加河南省高肥冬水III组区试，平均亩产474.5公斤；2006-2007年度省高肥冬水III组区试，平均亩产521.7公斤。2007-2008年度参加省高肥冬水1组生试，平均亩产531.4公斤。
 - **神麦1号：**品种通过河南省农作物品种审定委员会审定，产量表现为：2001-2002年参加河南省高冬组区试，17点汇总，平均亩产487.6公斤，居10个参试品种第5位；2002-2003年参加河南省高冬

组区试，15 点汇总，平均亩产 461.9 公斤，居 13 个参试品种第 9 位。2002-2003 年参加河南省高肥春水组生试，8 点汇总，平均亩产 432 公斤，居 5 个参试品种第 3 位；2003~2004 年度续试，7 点汇总，平均亩产 512.5 公斤，居 5 个参试品种第 3 位。

- **神麦 2 号**：品种通过河南省农作物品种审定委员会审定，其产量表现为：2002-2003 年度参加河南省高肥春水组区试，7 点汇总，平均亩产 515.4 公斤，居 12 个参试品种第 3 位；2003-2004 年度参加河南省高肥春水 II 组区试，10 点汇总，平均亩产 576 公斤，居 13 个参试品种第 2 位；2003-2004 年度参加省高肥春水 I 组生试，7 点汇总，平均亩产 520.4 公斤，居 5 个参试品种第 1 位。
- **郑麦 9023**：国家审定品种，获得了国家科技发明一等奖。
- **郑麦 9962**：品种通过国家品种审定委员会审定，其产量表现为：2007~2008 年度参加黄淮海冬麦区南片春水组品种区域试验，平均亩产 578.3 公斤；2008~2009 年度续试，平均亩产 530.2 公斤；2009~2010 年度生产试验，平均亩产 461.9 公斤。

图表16：河南省小麦推广前列品种

	河南小麦种植面积（万亩）		
	2011	2012	变化趋势
矮抗58	2690	2800	+
周麦22	973	1100	+
郑麦366	1015	1057	+
西农979	651	769	+
众麦1号	318	517	+
郑麦9023	252	281	+
豫麦49-198	320	276	-
许科1号	NA	130	
周麦16	216	128	-
衡观35	NA	123	
偃展4110	160	123	-
洛旱6号	112	118	+

来源：国金证券研究所，河南省种子管理站

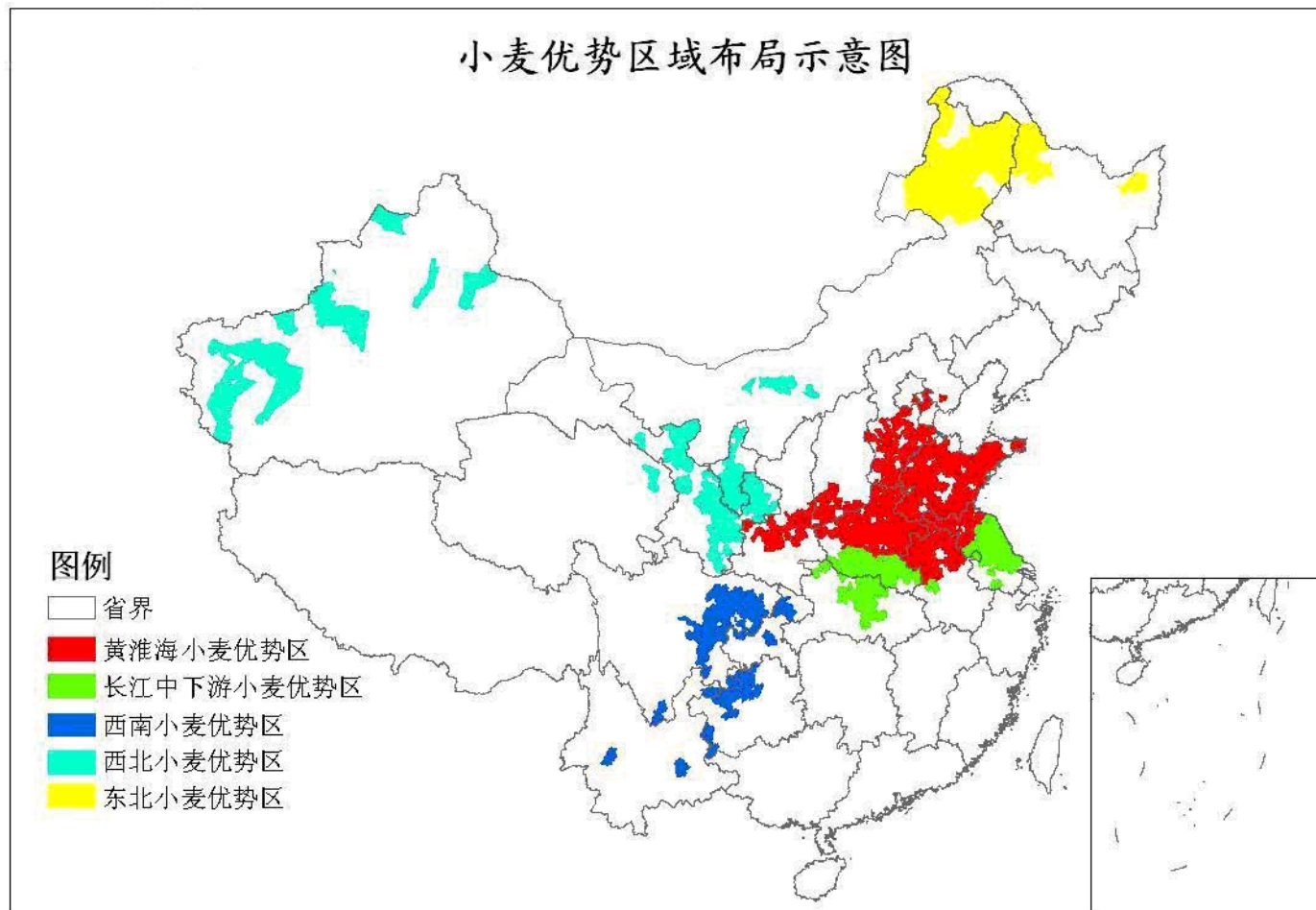
■ 竞争对手。

- 在主要目标市场区域，能与公司形成竞争的种企主要是河南天存种业科技有限公司。“天存种业”主营全部为小麦种子，其主要优势在于科研，但在其它环节即产业链完整性方面不如地神。
- 天存种业背靠周口市农科院，其“周科”牌周麦系列具有比较强的市场影响力，多年来，根据公开资料显示，公司的销量在 2010 年预计超过 1.5 亿公斤。

■ 公司竞争优势：主要体现为品种研发优势、区位优势、渠道优势、生产优势等

- **品牌优势**。“地神”牌商标被评为全省十大农作物著名商标之首，被国家工商总局认定为中国驰名商标。
- **品种研发优势**。公司下设农科所，现有小麦、大豆、玉米、棉花、土壤化验等 5 个科研室，科研用地 300 余亩，在册科研开发人员 45 人，约占员工总人数的 1/3。目前已自主研发出国审品种 2 个，省审品种 13 个。

- 图表17: 公司位于黄淮海小麦优势区



- **销售网络优势。**截至 2011 年 6 月公司已在省内外建立县级网络中心 90 多个, 销售网络销售体系稳步发展壮大, 销售能力不断增强。据河南省统计局信息中心统计, 公司主产品“地神”牌小麦种子销量占全国小麦商品种子市场的 2.2%, 占河南省小麦商品种子市场的 11%, 小麦种子的销售量位于全国前三, 取得了小麦种子市场领先, 销售量达到 5000 公斤以上。
- **生产基地优势。**黄泛区农场为公司提供了强大的基地支持, 小麦种子年生产可以达到 8 万亩以上, 同时河南地神与河南周口监狱农场、商丘民权农场签订了长期合作协议, 基地约 3 万亩。农场土地集中连片、农业基础设施完善、农业机械化水平高、技术力量相对较强、农业职工繁种熟练、行政规范有力等优势, 可以确保种子质量。

目标市场容量。

- **目标市场:** 河南全省、安徽沿淮地区、湖北北部、山东东部以及江苏部分地区。此区域小麦种植面积约为 1 亿亩, 每亩均需种 14 公斤计算, 需种量约为 14 亿公斤, 按价格 3 元/公斤计算, 得出目标市场的麦种容量约为 42 亿元。

广西格霖：最具成长性的子公司

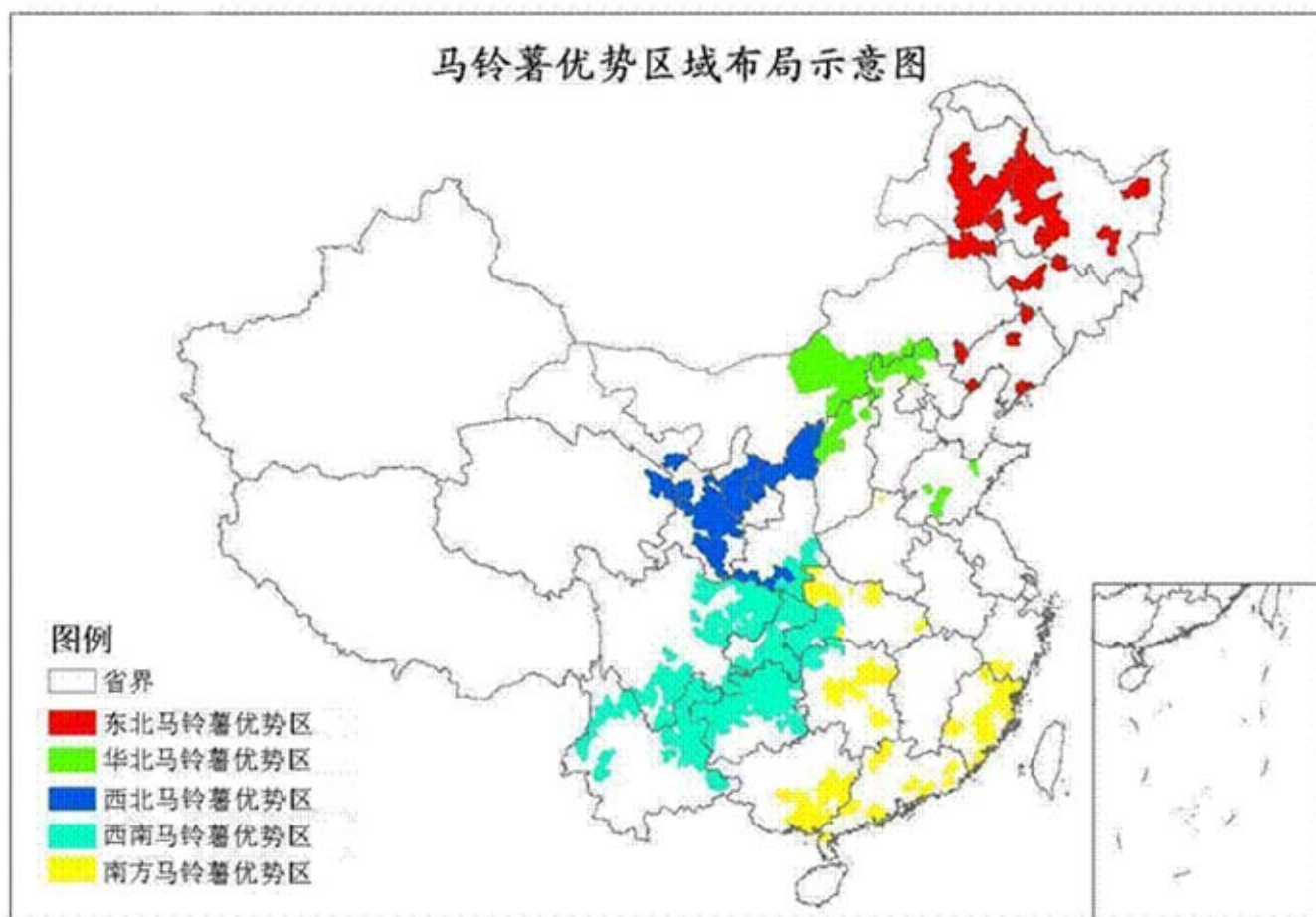
- 我们认为：广西格霖最具有成长性。一方面：马铃薯种受益于广西“冬马铃薯基地”影响种植面积有快速增长的动力；第二方面：甘蔗种通过与相应的终端企业合作有望在未来为公司带来“大客户”效应。
- 马铃薯种：受益“冬马铃薯”基地建设快速发展。
 - 第一：根据农业部马铃薯优势区域布局规划，南方区域为重点种植面积增长来源，一方面，由于在主要农产品收获完毕后，这块区域有大量的冬闲田，有充分利用的价值；第二方面，由于在南方区域 10-12 月播种，1-4 月收获，区别于其它地区 3-5 月收获，可以平滑我国马铃薯供应淡季特征。

图表18：农业部规划中显示把南方地区作为马铃薯新增面积的主要增长点

	2006年种植面积 (万亩)	2015年规划面积 (万亩)	增长比例 (%)	包括区域
东北地区	1018.8	1300	27.60%	黑龙江和吉林2省、内蒙古东部、辽宁北部和西部
华北地区	1551.4	1800	16.02%	内蒙古中西部、河北北部、山西中北部和山东西南部
西北地区	1591.1	1800	13.13%	甘肃、宁夏、陕西西北部和青海东部
西南地区	3156.7	4100	29.88%	云南、贵州、四川、重庆4省(市)和湖北、湖南2省的西部山区、陕西的安康地区
南方地区	550.5	2000	263.31%	广东、广西、福建3省、江西南部、湖北和湖南中东部地区

来源：国金证券研究所，农业部

图表19：农业部关于马铃薯优势区域布局示意图（2008-2015）

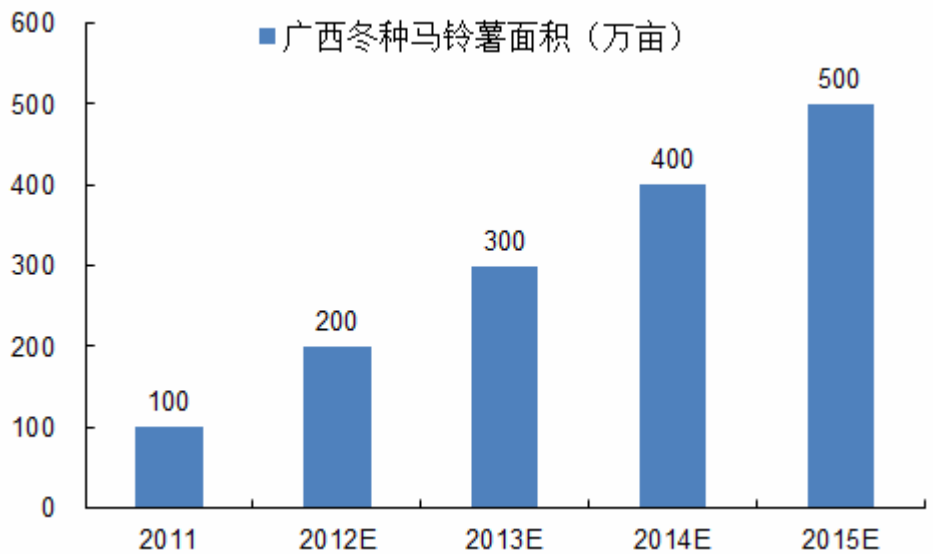


来源：国金证券研究所，农业部

- 第二：具体到广西，广西有冬闲田约 1500 万亩，除蔬菜占到的 700 万亩以外，还有 800 万亩，根据广西发展冬种马铃薯的规划，在“十二五”期间每年增加 100 万亩，到 2015 年到 500 万亩。冬闲田种植拥有不争地，不争时，不争劳力，不争肥力，因此，具有较强的推广意义与推广价值。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

图表20：广西马铃薯种植面积预测



来源：国金证券研究所，公司公告

■ 甘蔗种：积极与糖厂、政府等合作，脱毒甘蔗种仍处于潜伏期，但有较大的增长空间。

- 脱毒种苗的推广在缓慢推进。脱毒种苗有优势：甘蔗属于无性繁殖作物，多年的留种种植后，多种病原物会反复侵染并在植株内积累，导致种性退化严重，主要体现为植株变矮、糖分下降等。而通过组织培养技术培养的健康种苗，可以有效的防止上述病毒，使糖分增加0.5%，平均蔗茎增产15.1%以上，并且连续新宿种植的年限也更长，可达到4-5年；但脱毒种苗推广还存在比较大的阻力，第一，农户习惯了自留种，对新种的接受程度需要一定的过程，特别是直观的示范反映，第二，良种与良法不配套，虽然脱毒种本身有优势，但还是需要与良法配套，栽培技术指导跟不上将会导致示范效果不明显，从而打击推广积极性，第三，成本给农户造成了一定的压力，如采用脱毒种，每亩均0.5吨，单价2500元/吨计算，将会产生成本1250元，与其此同时，如果自留种，则预计只需要250元左右，因此，成本上多出了1000元左右，过高的成本是脱毒种推广较难的主要因素所在。

图表21：甘蔗一级健康种新植、宿根产量比较

品种	蔗茎产量(t/ha)									
	08新植	09新植	平均	相差	比CK±(%)	09宿根	10宿根	平均	相差	比CK±(%)
闽糖69-421脱毒	103.67	74.60	89.135	8.42	10.43	93.45	57.12	75.285	23.565	45.56
CK	94.72	66.71	80.715			71.25	32.19	51.72		
新台糖10号脱毒	98.16	111.80	104.98	28.185	36.70	68.99	137.69	103.34	27.77	36.75
CK	85.58	68.01	76.795			49.13	102.02	75.57		
新台糖16号脱毒	91.23	82.40	86.815	9.87	12.83	91.73	73.49	82.61	14.04	20.48
CK	75.95	77.94	76.945			67.55	69.59	68.57		
新台糖25号脱毒	127.44	113.33	120.385	32.46	36.92	78.86	68.06	73.46	19.83	36.98
CK	109.14	66.71	87.925			50.03	57.23	53.63		
新台糖26号脱毒	107.90	125.84	116.87	30.955	36.03	91.76	74.48	83.12	25.91	45.29
CK	102.36	69.47	85.915			71.73	42.69	57.21		
云蔗89-151脱毒	82.25	68.33	75.275	1.74	2.37	76.04	55.31	65.675	5.62	9.36
CK	78.74	68.33	73.535			75.26	44.85	60.055		
粤糖93-159脱毒	99.33	101.24	100.285	17.325	20.88	68.57	70.62	69.595	18.865	37.19
CK	92.27	73.65	82.96			49.98	51.48	50.73		
桂糖17号脱毒	85.07	142.13	113.60	20.20	21.63	91.02	85.32	88.17	3.77	4.47
CK	68.19	118.61	93.40			86.45	82.35	84.4		

来源：国金证券研究所、《广西蔗糖，2011年第9期》

- 甘蔗种的发展具有潜力，潜化剂仍需等待一段时间。良种补贴方面，2012年底，农业部种子管理局宿文军副局长带领的调研组一行在广西壮族自治区农业厅韦祖汉副厅长的陪同下，深入来宾市兴宾区、崇左市江州区等蔗区，通过走访蔗农、制糖企业以及召开座谈会等形式，调查了解广西蔗糖业发展以及良种推广情况，并就甘蔗良种补贴工作广泛征求意见，为下一步争取国家甘蔗良种补贴惠农政策打实基础。公司方面，公司正在积极通过与糖厂及相应政府合作，在《战略合作框架协议》的指导下，广西省政府将大力支持中农发在甘蔗、马铃薯产业开发的相关工作，公司正在积极与广西的糖厂进行协商合作，推进相应原料供应来源区域的良好覆盖，通过锁定终端的方法倒逼推动在农户种植的良好渗透，目前相应的工作还在推进，具体成形仍需一定的时间。

■ 盈利预测。

- 关键假设 1：甘蔗种。预计公司 2013 - 15 甘蔗种销量分别达到 4650、4794、4810 吨，单价为 2400 元/吨。
- 关键假设 2：马铃薯。预计公司 2013 - 15 甘蔗繁种面积为 1.2、1.6、2 万亩，亩产为 2 吨，按产销相等强假设预测，单价为 4000 元/吨。

图表22：广西格霖盈利预测

	2012	2013E	2014E	2015E
甘蔗种				
繁殖面积（亩）	1020	1500	2000	2500
亩产(吨/亩)	4.9	5	5.1	5.2
产销率（%）	89%	62%	47%	37%
销量（吨）	4448.22	4650	4794	4810
价格（元/吨）	2400	2400	2400	2400
成本（元/公斤）	954.72	983.36	1012.86	1043.25
同比增长率（%）		3.00%	3.00%	3.00%
单公斤毛利（元/公斤）	1445.28	1416.64	1387.14	1356.75
收入（亿元）	0.11	0.11	0.12	0.12
毛利率（%）	60.22%	59.03%	57.80%	56.53%
成本（亿元）	0.04	0.05	0.05	0.05
毛利（亿元）	0.06	0.07	0.07	0.07
马铃薯种				
繁殖面积（万亩）	0.4	0.60	0.8	1.00
亩产(吨/亩)	2	2	2	2
产销率（%）	100%	100%	100%	100%
销量（吨）	0.8	1.2	1.6	2
价格（元/吨）	4000	4000	4000	4000
成本（元/公斤）	1534.80	1580.84	1628.27	1677.12
同比增长率（%）		3.00%	3.00%	3.00%
单公斤毛利（元/公斤）	2465.20	2419.16	2371.73	2322.88
收入（亿元）	0.32	0.48	0.64	0.80
毛利率（%）	61.63%	60.48%	59.29%	58.07%
成本（亿元）	0.12	0.19	0.26	0.34
毛利（亿元）	0.20	0.29	0.38	0.46
其它				
收入（亿元）	0.01	0.01	0.01	0.01
成本（亿元）	0.01	0.01	0.01	0.01
毛利（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
公司合计				
收入（亿元）	0.44	0.60	0.77	0.93
成本（亿元）	0.18	0.25	0.32	0.40
毛利（亿元）	0.26	0.36	0.45	0.53

来源：国金证券研究所，wind

- 公司概况：广西格霖位于广西南宁，收购前实际控制人为李日裕，其持有公司 80%的股权。
- 品种情况：公司主要产品为马铃薯种薯、甘蔗脱毒种苗。
 - 甘蔗主要经销品种是福农 15 号、福农 28 号、福农 30 号、福农 4621 号、福农 3 号、新台糖 22 号、桂柳 1 号、柳城 03/1137 号、粤糖 93/159、粤糖 00/236 和桂糖 31 号等品种。
 - 马铃薯主要品种是大西洋、费乌瑞它、克新系列、中薯系列、思薯 1 号、合作 88 等新品种。
- 目标市场市场容量概况。

- **目标市场广西：蔗种市场容量。**广西甘蔗种植面积较为稳定，大约在 1570 万亩左右，按 4 年更换一次蔗种，每年需种面积为 390 万亩左右，每亩用种约 0.5 吨测算，市场容量约为 195 万吨左右。公司 2012 年产销量约 0.5 万吨，占有率仅为 0.26%。按销售额计算，理论上来说，假设脱毒种价格不会随推广面积增加而下降，按甘蔗种目前 2500 元/吨计算，以及脱毒种推广面积能到 100%，则广西的市场容量约为 48.75 亿元，但实际的情况来看，脱毒种推广仍处于推广阶段，短期难以达到很高的渗透率，另外随着推广面积的增加，脱甘蔗种的价格可能会有所下降，市场容量相对理论值要小。
- **目标市场广西：马铃薯种市场容量。**1、广西马铃薯种植面积处于快速发展当中，由于马铃薯在广西种植与北方不同，其为在生产两季水稻后的冬闲田上种植，广西冬闲田约 1500 万亩，除种蔬菜用去其中一半左右以外，还有约 800 万亩可供种植马铃薯，2010 年，全省种植面积约 100 万亩，预计到 2015 年，至少能达到 300 万亩，甚至有望达到 500 万亩。2、按 2012 年全省 200 万亩种植马铃薯计算，亩均用种 125kg，对应广西用种量达 25 万吨。公司 2012 年产销量约为 1.6 万吨，占全省用量比例为 6.4%，如果以销售额来计算，按平均 4000 元/吨计算，2012 年对应广西市场容量为 10 亿元。如果放眼到全国来看，由于全国马铃薯播种面积为 8000 万亩以上，市场容量在 400 亿元以上，市场空间巨大。

■ 竞争优势。

- **资质优势。**公司是广西区指定的马铃薯种子供应商；是广西唯一被农业部认定的甘蔗健康种苗供苗企业，目前产品销售以政府销售为主。
- **政府资源优势。**公司对广西格霖的收购是中农发集团与广西人民政府签署的《战略合作框架协议》的落地实践。协议中明确指出：广西省政府大力支持中农发集团在广西区域甘蔗、马铃薯产业开发。具体的扶持政策包括 1、广西农业厅确定了公司为广西马铃薯供种企业；2、2009 年起，南宁市农业局确定了以公司为龙头，建设出口型马铃薯产业化示范基地并予以补贴；3、国家甘蔗产业技术研发中心广西分中心已指定公司为其科研成果孵化基地，公司可以获得广西分中心更为有力的品种及领先的技术支持。
- **区位优势。**广西是甘蔗种植第一大省，是中国糖业生产核心区域；另外公司拥有广阔的东南亚市场，目前正处于初步开发阶段，如与越南多省达成了马铃薯生产与销售合作的框架协议。

■ 产能准备情况。

- 目前公司甘蔗种的外繁基地主要在广西的合浦县、武鸣县、柳城县等地；马铃薯外繁基地主要在河北和内蒙，现正在扩大到张掖市山丹马场。
- **种苗产能非常充足。**公司具有年产甘蔗健康苗 500 万株、年产马铃薯脱毒苗 500 万株的生产能力。按一株甘蔗苗经过三次繁育后可产出 0.0278 吨健康生产用种，则 500 万株健康苗可产出 13.9 万吨的生产用种；按一株马铃薯苗经过三次繁育后可产出 0.0175 吨二级种薯计，500 万株苗可产出 8.75 万吨二级种薯。
- **甘蔗种产能扩张稳步推进：**2011 年 4 月 6 日，根据国家甘蔗产业技术研发中心下发《关于建立“国家甘蔗良种繁育基地”的函》，公司拟在南宁市隆安县那桐镇浪湾村建立面积 650 亩的甘蔗健康种苗繁育基地。该项目建设投资 750 万元，拟申请政府投资 500 万元，企业自筹 250 万元，项目建成后可以为公司提供甘蔗良种 4,550 吨/年。
- **马铃薯种薯产能扩张稳步推进：**公司于 2011 年 8 月 18 日同中国牧工商（集团）总公司山丹马场签署了《脱毒马铃薯种薯合作种植协议书》。从 2012 年开始，中牧山丹马场将成为公司马铃薯种薯繁育基地，形成 1.5 万亩生产基地规模，年产量 3.75 万吨；到 2015 年山丹

马场将建成 5 万亩的脱毒马铃薯种薯北繁南调基地，届时山丹马场基地可以提供稳定、优质的脱毒马铃薯种薯 12.5 万吨/年。

湖北种子公司

■ 盈利预测。

- **关键假设 1：国内市场。**由于国内市场竞争较为激烈，尤其是在 2013 年种子库存大年的基础上，因此，预计国内市场将以稳定为主。
- **关键假设 2：国外市场。**国外市场销售近年来高速增长，主要为我国杂交水稻种子良好的增产优势。公司的主要出口国巴基斯坦和孟加拉杂交水稻渗透率预计能达到 20% 左右，因此，预计国外市场 2013 - 15 年能够有 20% 左右的收入增长

图表23：湖北种子公司盈利预测

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
稻种						
销售收入（亿元）	1.05	1.73	1.91	2.10	2.31	2.54
增长率（%）			10%	10%	10%	10%
销售成本（亿元）	0.66	1.17	1.29	1.41	1.56	1.71
			10%	10%	10%	10%
毛利（亿元）	0.39	0.57	0.62	0.68	0.75	0.83
棉花						
销售收入（亿元）	0.13	0.17	0.19	0.21	0.23	0.25
增长率（%）			10%	10%	10%	10%
销售成本（亿元）	0.06	0.09	0.10	0.11	0.12	0.13
			10%	10%	10%	10%
毛利（亿元）	0.07	0.08	0.09	0.10	0.11	0.12
油菜						
销售收入（亿元）	0.10	0.09	0.10	0.11	0.12	0.13
增长率（%）			10%	10%	10%	10%
销售成本（亿元）	0.05	0.05	0.05	0.06	0.06	0.07
			10%	10%	10%	10%
毛利（亿元）	0.05	0.04	0.04	0.05	0.05	0.06
其它						
销售收入（亿元）	0.10	0.09	0.10	0.11	0.12	0.13
增长率（%）			10%	10%	10%	10%
销售成本（亿元）	0.05	0.05	0.05	0.06	0.06	0.07
			10%	10%	10%	10%
毛利（亿元）	0.05	0.04	0.04	0.05	0.05	0.06
合计						
销售收入（亿元）	1.40	2.16	2.29	2.52	2.77	3.05
增长率（%）			6%	10%	10%	10%
销售成本（亿元）	0.85	1.43	1.49	1.64	1.80	1.98
			4%	10%	10%	10%
毛利（亿元）	0.55	0.73	0.80	0.88	0.97	1.07

来源：国金证券研究所，wind

- **公司概况：**湖北种子集团在被收购前是由湖北省国资委相对控股的具有全国种子经营许可证和进出口企业资格证，“育繁推”一体化及内外贸并举的企业，其座落在武汉市南湖之滨，位于全国著名的湖北武汉南湖农业高新技术产业园之内。其与地神一同入选了 2011 年的种业 50 强。

图表24：种业公司 50 强（2011 年）

1.中国种子集团公司	26.新疆康地农业科技发展有限公司
2.山西屯玉种业科技股份有限公司	27.新疆金博种业中心
3.湖南亚华种业股份有限公司	28.四川德农正成种业有限责任公司
4.袁隆平农业高科技股份有限公司	29.新疆华西种业有限责任公司
5.江苏大华种业集团有限公司	30.江苏明天种业科技有限公司
6.德农种业有限公司	31.安徽天禾农业科技股份有限公司
7.湖北荆楚种业股份有限公司	32.上海种业（集团）有限公司
8.山东登海种业股份有限公司	33.黑龙江北大荒集团九三种业有限公司
9.甘肃省敦煌种业股份有限公司	34.黑龙江北大荒集团红兴隆种业有限公司
10.辽宁东亚种业有限公司	35.农友种苗（中国）有限公司
11.吉林吉农高新技术发展股份有限公司	36.新疆天彩科技股份有限公司
12.隆化三北种业有限责任公司	37.辽宁海禾种业有限公司
13.北京奥瑞金种子科技开发有限公司	38.四川华丰种业有限责任公司
14.湖北省种子集团公司	39.成都市种子总公司
15.四川国豪种业有限公司	40.四川蓬安正源种业有限公司
16.山西天元种业有限公司	41.河南黄泛区地神种业有限公司
17.江苏中江种业股份有限公司	42.南京红太阳种业有限公司
18.新疆西域种业股份有限公司	43.重庆市种子分公司
19.四川科源农业高科技股份有限公司	44.丹东农业科学院种子分公司
20.襄樊正大农业开发有限公司	45.山西省农科院种苗公司
21.新疆天合种业有限责任公司	46.甘肃省张掖市种子分公司
22.长春新丰农业科技（集团）有限公司	47.河南省浚县种子分公司
23.海南神农大丰种业科技股份有限公司	48.广西区种子分公司
24.北京克劳沃草业技术开发中心	49.江西省种子分公司
25.中种集团承德长城种子有限公司	50.北京市种子分公司

来源：国金证券研究所，公开资料

■ 水稻品种情况：在品种结构上，公司以南方稻区早稻为主，晚稻为辅，同时重点攻占中稻市场。

■ 公司的早稻品种以两系优质高产早杂“两优 287”、“两优 42”、“禾盛两优 25”、“两优 1 号”及常规优质早稻“鄂早 18”为支撑的早稻品种结构在行业内优势明显。其中，“禾盛”牌“两优 287”、“两优 42”、“禾盛两优 25”等品种在江西、湖北两省市场销量一直在同类品种中处于领先地位。在早稻品类内部结构上，公司坚持“三系两系并重”、“优质丰产兼顾”、“杂交常规搭配”的品种组配策略，争取市场高端，一并推呈包括两系“两优 287”、三系“中 9 优 547”，杂交稻“两优”系列与常规稻“鄂早 18”等全市场覆盖战术，取得了良好效果。

■ 晚稻品种以“荆楚优 201”、“金优 1130”、“荆楚优 813”、“鄂晚 15”等品种为主。中稻以两系优质超级稻“广两优 558”为突破点，以优质糯稻“鄂糯 9 号”为市场支撑，以优质稻“黄华占”为助推力，尽力抢占“中三角”重点市场，扩张河南、安徽、江苏等周边市场。

■ 目前，“两优 6958”、“Y 两优 1120”、“两优 76”、“两优 70”等多个品种也正在区试或观察中。

■ 其它品种情况：

■ 棉花种子情况：当前公司棉花品类涵盖常规及杂交两类，杂交棉：铜杂 411F1、禾盛棉 66F1、鄂杂棉 13F1、禾盛棉 329，常规棉：鄂抗棉 12；其中，禾盛棉 66 F1 为公司自主选育的优良棉花新品种。同时公司还有两品种分别在湖北省和国家棉花区试之中。

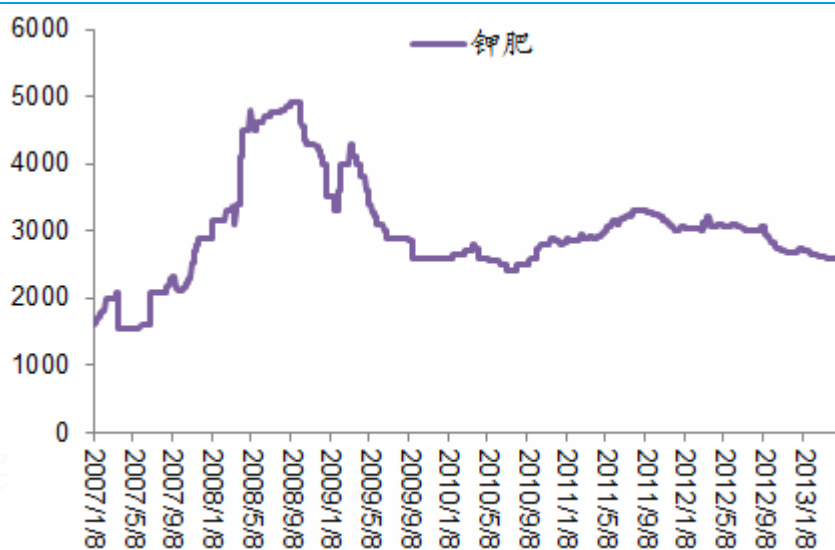
- **玉米种子情况：**目前公司经营的饲料玉米品种主要有鄂玉 16、鄂玉 18、禾盛玉 818、华玉 5 号、禾盛玉 6 号等，经营的甜玉米品种主要是金中玉、华宝甜 8 号等，经营的糯玉米品种主要是禾盛糯玉 1 号。储备品种中，马上要审定的品种主要有 EF4546、HS718、希望 999 等，正在区试当中的品种主要有 HS618、HS10375、仲鲜甜 53 等。在市场开发上，已经开发的市场包括湖北、湖南、四川、重庆、贵州、广东等玉米主产区，正在开发的市场主要包括黄淮海（河南、山东、河北）、广西、云南等地的饲料玉米市场以及广西、浙江等地的甜玉米市场。
- **目前公司油菜品种主要有：**中油杂系列【中油杂 2 号、中油杂 11、中油 519】，华油杂系列【禾盛油 868】，自育系列【禾盛油 555】，德油杂系列【德油 728】，常规系列【中油 589】。其中禾盛油 555 为公司自主选育的杂交油菜新品种，2011 年最新通过湖北省、国家审定。目前公司在长江下游和上游分别有一个油菜品种在国家区域试验中，即将通过审定。公司油菜品种销量一直位居湖北乃至长江流域前列，年油菜销售量 70 万斤左右，历史最高油菜销量 110 万斤左右。
- **竞争优势。**
 - **出口优势。**2002 年获得原国家对外贸易经济合作部颁发的《进出口企业资格证书》后，种子出口由 2001 年的 15 吨扩大到 2011 年 4000 多吨，并为缅甸、印度尼西亚、马来西亚、菲律宾、越南等国提供杂交水稻种子及配套种植技术服务，据国家海关统计，2011 年度公司种子出口数量连续第五年位居国内同行业首位。
 - **公司建立了一套驻外农业专家培养与管理体系。**公司现有 20 多名专家常年在孟加拉、缅甸、巴基斯坦等国巡回从事农业技术服务与指导工作，以促进公司种子在当地的推广与应用。
- **产能准备情况。**
 - **具备年制杂种面积 6 万亩以上、年繁殖稻种 3 万亩以上、年产稻种 800 万公斤、加工稻种 1000 万公斤以上的能力。**公司先后在湖北监利、京山、襄樊、公安及湖南、福建、江苏、广西、海南等地建立紧密型合作制种基地，在湖北潜江浩口农场、湖北广华农场、孝感东山头原种场、金锣港国家级原种场、武穴大金农技站、海南陵水、三亚南滨、鄂州路口、鄂州梁子湖建立选育、亲繁、提纯、鉴定、试制、试验示范基地。

华垦公司

- **华垦公司是四内四家具具有进口钾肥资格，并可以内贸流通的公司之一。**其它三家分别为中化集团、中国农业生产资料集团公司、中国化工建设总公司。其中华垦与中化建的地位相对不及另外两家公司，进口量偏小。
- **华垦的化肥业务主要是贸易，毛利率比较低，目前已经淡出了公司的主要发展战略。**根据化工在线的数据来看，今年的钾肥价格较 2012 年整体有所下降，预计全年对公司业绩贡献仍将非常有限。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

图表25：钾肥价格较2012年同期有所下降



来源：国金证券研究所，化工在线

■ 公司化肥业务盈利预测。

图表26：华垦公司盈利预测

	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
化肥								
化肥销量 (万吨)					78.00	70.00	70.00	70.00
价格 (元/吨)					3187.38	3000.00	3000.00	3000.00
销售收入 (亿元)	1.46	4.22	5.20	10.96	24.86	21.00	21.00	21.00
销售成本 (亿元)	1.40	4.18	5.20	10.90	24.76	20.89	20.89	20.89
毛利率 (%)	4.34%	0.91%	-0.02%	0.61%	0.40%	0.51%	0.51%	0.51%

来源：国金证券研究所，wind

盈利预测与估值

盈利预测

- 预计公司 2013-15 年 EPS 分别达到 0.117、0.155、0.191 元，同比增长分别为 77.65%、32.92%、23.16%。详细的分拆预测详见正文
- 公司与收购的三家子公司签署盈利保障协议。为保障公司利益，公司与三家公司分别签定了《关于收购资产实际盈利数不足盈利预测数的补偿协议》，规定了收购标的在期限内的最低盈利数，如不达最低盈利数，则按差额进行相应的补偿。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

图表27：收购三家子公司的盈利承诺情况

公司名称	最低盈利承诺数（万元）					补偿保障
	2011	2012	2013	2014	2015-20	
河南地神	3093.88	2345.78	2477.70	不在承诺期	不在承诺期	1、目标公司将其应付乙方红利在扣除相关税款后直接向甲方支付，或采取双方约定的其它方式。
广西格霖	1550.00	1730.00	1954.08	2631.33	3468.97	1、共管账户中的剩余股权转让价款； 2、乙方每年应从目标公司所享有的分配利润； 3、乙方所持有的目标公司股权行使质押权
湖北种子集团	不在承诺期	3000.00	3450.00	3967.50	不在承诺期	1、已分配但未领取的股利总额2800万元； 2、应付的股权转让款； 3、当年在种子集团可分配利润应得的股利； 4、增资并购后其实际持有的种子集团的股权

来源：国金证券研究所，公司公告

中国价值投资网 最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

估值

- **分拆估值。**我们将公司分为是化肥、已拥有种业、未来收购种业三块资产进行分拆估值，估值结果如下：
 - **化肥板块：0.35 亿元。**化肥业务周期性较强，根据国金证券研究所化工小组的观点，我们给予公司化肥业务 12 倍的估值，华垦公司 2012 年净利润为 294 万元，按静态估值对应市值 0.35 亿元。
 - **已拥有种业资产：16.8 亿元。**2013 年公司已拥有种业资产预计贡献净利润 8000 万元，归属上市公司约 4200 万，我们看好几家子公司的相对成长性，尤其是格霖与湖北种子集团，我们认为其能够拥有相对行业更优的增长表现，参考种业 30 倍左右的平均估值水平，给予三家子公司 40X 估值，对应的市值约为 16.8 亿元。
 - **未来收购种业资产：13.58 亿元，包括账面现金、潜在收购溢价增值价值。**公司目前拥有账上现金约为 7.58 亿元，假设剔除流动资金及借款 1.5 亿元，对应约 6 亿左右的现金，根据公司的规划，未来仍然将收购种业资产，做大做强种业集团。从长期来看，我们假设 6 亿资金将全部用于种业资产收购。参考公司目前三家公司平均的 ROE 水平 11.75%，对应收购资产贡献净利润为 7050 万元，同样按照种业 30 倍估值，对应市值约为 21.15 亿元，从今年来看，公司今年将会以玉米种业收购为主，另外锦绣华农的股权也有可能于今年收购完成。综合来看，我们给予公司 6 亿潜在收购资金 2 倍估值，对应市值约 12 亿，对应增值 6 亿元。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

图表28：种业公司估值在 30 倍左右

	13EPS	13PE	股价
登海种业	0.95	24.92	23.67
敦煌种业	0.07	98.43	6.89
荃银高科	0.34	33.59	11.42
丰乐种业	0.28	35.50	9.94
神农大丰	0.42	24.69	10.37
万向德农	0.63	20.75	13.07
隆平高科	0.49	42.61	20.88
平均值		40.07	
排除敦煌		30.34	

图表29：公司收购资产 ROE 情况

	ROE	备注
河南地神	10.67%	
广西榕霖	11.24%	
湖北种子公司	13.33%	按全年利润4000万计算
平均	11.75%	

来源：国金证券研究所

- 根据我们的测算，我们认为目前公司的合理市值估值为 30.73 亿元，或股价 8.37 元。公司业绩下限有盈利承诺保障，向上的弹性较大，存在超预期的可能，考虑到公司拥有较强的持续收购的预期刺激热情，估值可能会长期处于高位，综合多方面的因素，给予“增持”评级。

图表30：公司估值表

	2013年归母净利（亿元）	估值	对应市值（亿元）	备注
化肥	0.03	12	0.35	按2012年净利静态估值
已有种业资产	0.42	40	16.80	
现有资金+未来收购溢价价值			13.58	账面现金7.58亿，潜在增值价值6亿
总市值			30.73	
总股本（亿元）			3.67	
对应股价（元）			8.37	

来源：国金证券研究所

风险提示

- 制种如受天气因素影响产量、质量。
- 行业库存较高影响。
- 政策扶持力度与进度可能不达预期的影响。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	525	1,254	2,784	2,610	2,686	2,772
增长率		138.8%	121.9%	-6.2%	2.9%	3.2%
主营业务成本	-523	-1,202	-2,690	-2,446	-2,499	-2,553
% 销售收入	99.5%	95.8%	96.6%	93.7%	93.0%	92.1%
毛利	3	52	94	164	187	219
% 销售收入	0.5%	4.2%	3.4%	6.3%	7.0%	7.9%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
% 销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业费用	-6	-11	-25	-55	-56	-58
% 销售收入	1.1%	0.9%	0.9%	2.1%	2.1%	2.1%
管理费用	-29	-28	-39	-50	-48	-51
% 销售收入	5.5%	2.3%	1.4%	1.9%	1.8%	1.9%
息税前利润 (EBIT)	-32	12	30	59	82	109
% 销售收入	n.a	1.0%	1.1%	2.3%	3.1%	3.9%
财务费用	3	11	11	17	21	22
% 销售收入	-0.6%	-0.9%	-0.4%	-0.7%	-0.8%	-0.8%
资产减值损失	37	-2	0	-1	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	8	21	41	76	103	131
营业利润率	1.5%	1.7%	1.5%	2.9%	3.8%	4.7%
营业外收支	50	1	10	10	10	10
税前利润	58	22	51	86	113	141
利润率	11.0%	1.7%	1.8%	3.3%	4.2%	5.1%
所得税	0	-1	0	0	0	0
所得税率	0.0%	2.6%	0.1%	0.2%	0.2%	0.2%
净利润	58	21	51	86	113	141
少数股东损益	8	13	27	43	56	71
归属于母公司的净利润	49	8	24	43	57	70
净利率	9.4%	0.6%	0.9%	1.6%	2.1%	2.5%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	58	21	51	86	113	141
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	-34	7	10	20	22	24
非经营收益	6	0	1	-10	-10	-10
营运资金变动	-28	-11	-17	140	0	0
经营活动现金净流	2	18	44	236	125	156
资本开支	0	38	-15	81	-84	-85
投资	23	-119	-37	-1	0	0
其他	0	-14	0	0	0	0
投资活动现金净流	23	-95	-52	80	-84	-85
股权募资	0	0	459	0	0	0
债权募资	-23	-46	-50	-82	0	1
其他	0	0	-13	-27	0	0
筹资活动现金净流	-23	-46	396	-109	0	1
现金净流量	2	-123	388	207	41	72

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	466	408	782	989	1,030	1,101
应收款项	2	38	294	218	224	231
存货	4	55	173	80	82	84
其他流动资产	8	46	102	75	77	79
流动资产	479	547	1,351	1,363	1,413	1,495
% 总资产	89.4%	70.6%	78.3%	82.7%	79.8%	77.7%
长期投资	4	4	14	15	14	14
固定资产	32	55	116	195	271	344
% 总资产	6.0%	7.0%	6.7%	11.8%	15.3%	17.9%
无形资产	21	170	246	74	71	69
非流动资产	57	228	375	286	358	429
% 总资产	10.6%	29.4%	21.7%	17.3%	20.2%	22.3%
资产总计	536	776	1,726	1,649	1,771	1,924
短期借款	0	0	30	0	0	0
应付款项	55	141	376	322	331	341
其他流动负债	10	14	55	28	29	29
流动负债	66	156	461	350	359	370
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	14	52	0	0	0
负债	66	169	513	350	359	371
普通股股东权益	509	521	1,003	1,046	1,103	1,173
少数股东权益	1	86	210	253	309	380
负债股东权益合计	576	776	1,726	1,649	1,771	1,924

比率分析						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
每股指标						
每股收益	0.162	0.026	0.066	0.117	0.155	0.191
每股净资产	1.673	1.712	2.731	2.848	3.003	3.194
每股经营现金净流	0.006	0.059	0.121	0.643	0.340	0.424
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	9.70%	1.53%	2.41%	4.10%	5.17%	5.98%
总资产收益率	8.58%	1.03%	1.40%	2.60%	3.22%	3.65%
投入资本收益率	-6.23%	1.98%	2.41%	4.55%	5.82%	7.03%
增长率						
主营业务收入增长率	1.11%	138.77%	121.92%	-6.24%	2.93%	3.20%
EBIT增长率	52.20%	-138.83%	142.60%	97.80%	38.92%	32.95%
净利润增长率	N/A	-83.84%	202.40%	77.65%	32.92%	23.16%
总资产增长率	-0.56%	34.73%	122.54%	-4.50%	7.44%	8.63%
资产管理能力						
应收账款周转天数	1.5	5.3	9.0	8.0	8.0	8.0
存货周转天数	9.0	8.9	15.5	12.0	12.0	12.0
应付账款周转天数	3.8	4.6	4.7	4.5	4.5	4.5
固定资产周转天数	22.2	15.7	9.5	14.8	18.6	21.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-91.42%	-67.30%	-62.00%	-76.14%	-72.94%	-70.85%
EBIT利息保障倍数	10.4	-1.2	-2.8	-3.4	-3.9	-5.0
资产负债率	11.39%	21.83%	29.73%	21.21%	20.29%	19.28%

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	1	2	2	3
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	2.00	2.00	2.00	2.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20%以上；
增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以下。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券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，国金证券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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net