

## 证券研究报告

### 公司研究——调研简报

#### 农发种业（600313.SH）

##### 中小企业研究团队

谢从军 分析师

执业编号：S1500511120001

联系电话：+86 10 63081271

邮箱：xiecongjun@cindasc.com

胡申 研究助理

联系电话：+86 10 63081425

邮箱：hushen@cindasc.com

钟惠 研究助理

联系电话：+86 10 63080934

邮箱：zhonghui@cindasc.com

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO.,LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院  
1号楼6层研究开发中心

邮编：100031

## 持续并购，转型种业

2014年06月24日

**事件：**前期，我们实地调研了农发种业（600313.sh）公司，与公司总经理、董秘进行了充分交流。我们对公司的判断如下：

### 1、公司基本情况

- 农发种业是一家以农资贸易、农作物种业为主营的公司。其中，农资贸易主要为化肥进口；种业主要包含水稻、小麦、玉米、甘蔗、马铃薯、棉花、油菜等多个品种。
- **主业转型为种业。**公司近两年主营业务已经向种业转换，2014年1月公司名称由“中农资源”改名为“农发种业”，体现了公司做大做强种业的战略意图。从毛利角度看，2013年公司种业毛利为16338万元，农资销售毛利为1095万元；种业已经成为公司主要的利润来源。从近五年各个业务收入和毛利的贡献比例来看：化肥销售为主的农用物资的销售收入占比呈下降趋势，但由于农资贸易业务的营收体量较大，2013年公司种业营业收入占比仅为18%。

### 2、公司种业发展思路

- **通过并购迅速做大做强。**在种业行业低谷期，公司通过兼并重组的方式快速壮大种业业务的意图较为明显。公司先后收购河南地神、广西格霖、湖北种子集团、中垦锦绣华农以及山西潞玉等种业公司，逐步实现其在小麦、水稻、玉米、甘蔗等多品种的种业布局。我们预计，公司仍将可能继续对种业进行并购和整合。

表 1：公司近几年收购种业公司情况

子公司	收购时间	出资额（亿元）	股权比例	2013年净利润（万元）
河南地神	2011.9	1.22	54%	2,508
广西格霖	2011.11	0.79	51%	1,956
湖北种子集团	2012.11	1.50	52%	3,844
中垦锦绣华农	2013.12	0.57	55%	1,009
山西潞玉	2014.1	0.66	51%	
庆发禾盛	2014.6	0.11	50%	上半年 317

资料来源：wind，信达证券研究开发中心

### 3、公司能持续并购的核心因素

- **控股股东大力支持。**农发种业的控股股东中农发展集团是国内唯一全农业央企，而其在具有国家战略意义的种业板块实

力较弱，在国家大力推进“育繁推”一体化种业公司的背景下，中农发展集团致力于把农发种业打造成优质的种业平台，在控股股东的大力支持下，农发种业做大做强种业的动力较足。

- **稀缺的资本平台。**央企中上市的种业公司只有农发种业，与同类竞争对手相比具有明显的融资优势，资本平台的意义较大。
- **公司对改制的科研院所吸引力强于民企。**公司的并购是对“育繁推”整个产业链的整合。品种的开发能力是种业公司的核心竞争力，在科研院所改制的大背景下，种业公司对科技人才的争夺必将呈现白热化，而农发种业公司的央企背景以及其灵活的激励机制会对科技人才有更大的吸引力。

#### 4、公司种业战略目标

- **小麦做第一、玉米做特色、水稻做领先、蔬菜板块做到细分作物第一，综合实力在做到种业行业最有实力。**

- **小麦种子战略：**

科技支持：农发种业与洛阳农科院（旱地小麦国家改良中心，在地市级农科院中科技实力排第二）合作打造强大的小麦种子研发平台：洛阳市中垦种业科技有限公司。预计未来还会继续整合区域内市场化较高的研究单位。

土地资源：合作伙伴（泛区农场）有丰富的土地资源。甚至可带动河南省一百多家农场，并通过农场形成示范效应。

经营资源：依靠自己央企的优势打造订单农业产业链。一旦模式成熟可以通过控股股东的土地资源进行复制。

另外，小麦渠道铺好后可以轻松复制到玉米种子，形成协同效应。

- **玉米种子战略：**

狼群战略：避免与强势公司在其优势区域形成正面交锋，通过多点布局有区域优势的玉米种业公司形成狼群效应。

公司打算：在同一个生态区并购生存能力很强的公司（育繁推一体化），不强调规模。

公司不主张引进外资，但是存在走出去兼并重组国外公司获取优质资源的可能。

刻意要培养的重点市场：黑龙江、甘肃等地公司有 70 万亩耕地资源，可以针对性的带动这些地区来形成示范效应。

- **水稻种子战略：**

围绕三江两湖布局（鄱阳湖 洞庭湖 珠江 长江 赣江），布局存在两个思路：

1、该区域形成以湖北种子分公司为中心，围绕其布局。

2、收购和湖北种子分公司一样具有影响力的种子企业形成多中心协同效应。预计收购仍为公司水稻种子业务发展的主线。

- **其他业务：**

甘蔗种苗：目前公司广西的甘蔗种苗持续增长，驱动因素是广西地区甘蔗老品种退化严重，换代需求较大。

## 5、行业可比公司估值情况

- 截止 6 月 23 收盘数据，根据 wind 一致预期的情况，2014 年农发种业的 PE 为 38 倍，登海种业和隆平高科分别为 23、35 倍。
- 登海种业、隆平高科分别为玉米、水稻种业的行业龙头。我们认为，两者都已进入成熟的发展阶段，而农发种业处于转型的初期，种业尚处于起步状态，依据自身的优势，预计其会有较大的发展空间。

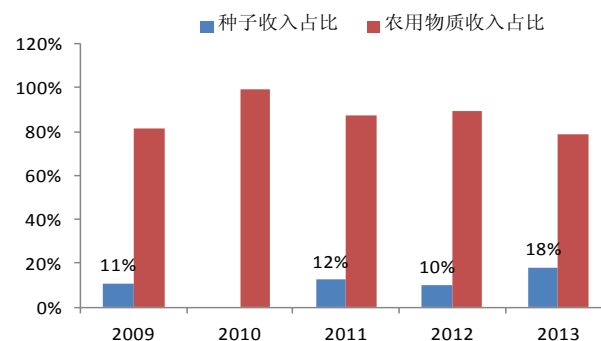
表 2：行业可比公司估值情况

代码	公司名称	股价	市值（亿）	EPS				PE				PB
				2013A	2014E	2015E	2016E	2013A	2014E	2015E	2016E	2014
平均								69	52	25	19	4.8
600313.SH	农发种业	6.83	25	0.12	0.18	0.25	0.34	59	38	27	20	2.4
002041.SZ	登海种业	28.22	99	0.96	1.22	1.59	2.00	29	23	18	14	6.0
000998.SZ	隆平高科	26.34	131	0.37	0.76	0.95	1.20	70	35	28	22	8.3
300087.SZ	荃银高科	8.47	13	0.07	0.08	0.32		116	112	26		2.3

资料来源：wind 一致预期，信达证券研究开发中心 注：股价截止日期为 2014 年 6 月 23 日

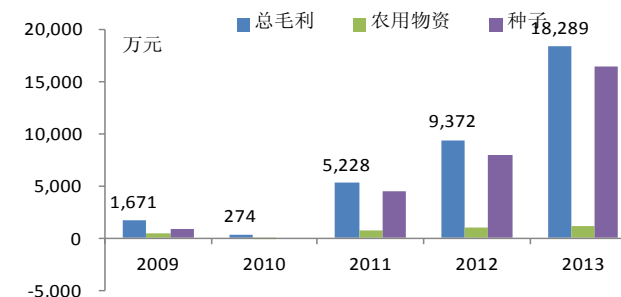
风险因素：种业整体景气度较低、并购后的整合问题。

图 1：种业收入占比呈上升趋势



资料来源：wind，信达证券研究开发中心

图 2：种业的毛利贡献已经占绝对主导



资料来源：wind，信达证券研究开发中心

## 中小企业研究团队

**谢从军**，分析师，2011 年底加盟信达证券研究开发中心，曾从事煤炭行业研究 2 年，现从事中小企业研究。曾任职于中信证券研究部，从事交通运输行业研究和中小市值公司研究，2006-2009 年新财富交通运输行业最佳分析师第一名团队成员。

**单丹**，分析师，2012 年 5 月加入信达证券研究开发中心，担任高级销售经理，2014 年起从事中小企业研究。曾任职于天相投资顾问有限公司和齐鲁证券研究所，从事汽车行业研究和卖方销售业务，6 年行业经验。

**杨腾**，研究助理，中国人民大学数量经济学硕士，2012 年 7 月加入信达证券研究开发中心，从事非银行金融行业研究；2014 年起从事中小企业研究。

**方光照**，研究助理，上海财经大学金融学硕士，2012 年 7 月加入信达证券研究开发中心，从事建筑与工程行业研究；2014 年起从事中小企业研究。

**钟惠**，研究助理，中国人民大学会计学硕士，2012 年 2 月加盟信达证券研发中心，从事煤炭行业和中小企业研究。

**胡申**，研究助理，北京林业大学农林经济硕士，2012 年 2 月加盟信达证券研发中心，从事农林牧渔行业研究；2014 年起从事中小企业研究。

## 中小企业研究 重点覆盖公司

公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
中南传媒	601098	银河磁体	300127	利亚德	300296	大杨创世	600233	时代出版	600551
长江传媒	600757	银邦股份	300337	澳洋顺昌	002245	双塔食品	002481	新文化	300336
科大讯飞	002230	有研新材	600206	银河电子	002519	大冷股份	000530	苏州固得	002079
中青宝	300052	正海磁材	300224	三泰电子	002312	渤海轮渡	603167	苏大维格	300331
掌趣科技	300315	杰瑞股份	002353	初灵信息	300250	首旅酒店	600258	东方集团	600811
乐视网	300104	富瑞特装	300228	长电科技	600584	中国国旅	601888	精伦电子	600355

## 机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
	徐吉炉	021-63570071	18602104801	xujilu@cindasc.com
华南	刘 晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@cindasc.com
	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyahua@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5%之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的