



东兴证券
DONGXING SECURITIES

集成育种、下沉营销的杂交水稻种子龙头

——神农大丰（300189）

2011年3月3日

建议申购

神农大丰

新股定价

摘要:

- 作为近三年杂交水稻种子销量行业第二的重点龙头企业，公司具有得天独厚的区位优势、雄厚的研发实力、特色集成育种体系、下沉式销售模式。公司位于日照充分、种质资源丰富的海南，这可有效缩短试验周期、提高育种速度与效率。公司拥有国际领先的居于杂交水稻种业高端和核心地位的自主知识产权，不仅大幅提高了产量而且解决了“三系法”制种的局限性和包衣的技术问题。公司集成育种创新体系集企业自主创新、科研院所和高校合作创新、引进新品种新技术创新于一体，采取育-繁-推一体化、产-学-研-企-研-农相结合的研发路径，有效地提高了公司新品种创新能力。公司通过设立分公司式的下沉销售模式，减少了中间环节，产品可直接销往乡（镇）级经销商，未来分公司数量将增加近 80 家，公司盈利能力将进一步提高。
- 公司未来增长动力主要来自行业整合、产品量价齐升。（1）随着杂交水稻推广面积的增加，国内外需种量将大幅增加，国外目前杂交稻推广面积不足 2%，国内杂交稻面积占总面积的 55%，预计未来比例还将提高。（2）今后种业发展将呈现行业集中度提高、技术人才聚焦、兼并重组等三大趋势，以公司为代表的一些有技术、有优势产品的公司将享受行业整合和市场规范带来的影响力和占有率的提高。（3）从宏观来讲，最低收购价及物资、劳力成本的上涨将推动种子涨价，天气因素将放大价格波动幅度。从微观来说，公司直接面向乡（镇）级经销商，未来种子售价将有提高；公司提高市场占有率目标达到一定程度后将转向追求高价高毛利；自产种子数量和比例的提高也将进一步提高公司毛利率水平。（4）销量方面，公司下沉式销售网络有利于掌握市场主动权，2010 年开始随着分公司运营成熟度的不断提高，公司种子销量将得到较大改观
- 盈利预测与估值。2010-2012 年净利润为 59.09 亿元、80.95 亿元和 105.08 亿元，对应的 EPS 为 0.37 元、0.54 元和 0.76 元，给予 2011 年 35-40 倍 PE，对应价值区间在 18.9 元-21.6 元，结合绝对估值 22.07 元，公司合理价值区间在 21.6-22.07 元。

财务指标预测

指标	10E	11E	12E
营业收入（百万元）	405.89	559.59	766.30
增长率（%）	42.63%	37.87%	36.94%
净利润（百万元）	59.18	85.63	120.73
增长率（%）	33.64%	44.68%	40.99%
每股收益(元)	0.37	0.54	0.76
净资产收益率（%）	14.86	18.35	21.43

银国宏

策略分析师

执业证书编号：S1480207120048

联系人：王昕

010-66507312

wangxin@dxzq.net.cn

wangxin200810@hotmail.com

价值区间 21.6-22.07

上市首日定价区间 26.4-31.2

发行上市资料

总股本（万股）	12000
发行量（万股）	4000
发行日期	2011-3-4
发行方式	网下询价，上网定价
保荐机构	平安证券
预计上市日期	

发行前财务数据

每股净资产（元）	2.74
净资产收益率（%）	14.62
资产负债率（%）	16.87

主要股东和持股比例

黄培劲	22.41%
红岭创投	11.88%
冯超球	5.96%
六丰源	5.00%
财信创投	3.91%

目 录

1. 以杂交水稻为主的“育繁推”一体化种子公司	4
1.1 公司是杂交水稻种子行业的重点龙头企业.....	4
1.2 杂交稻种收入、利润占比约 90%，东南亚出口收入占比 5%.....	4
2. 公司的优势：技术、区位、育种体系、销售模式	6
2.1 得天独厚的海南育制种区位优势.....	6
2.2 公司拥有国际领先的杂交水稻制种核心技术.....	6
2.3 集成育种创新体系.....	7
2.4 销售渠道下沉，营销网络延伸提升公司盈利水平.....	8
3. 公司成长动力：行业整合下市占率提高、量价齐升	8
3.1 杂交水稻持续推广，国内外种子需求增加.....	8
3.2 政策支持与行业整合将提高公司市占率和影响力.....	10
3.3 种子涨价成为趋势，自产种子比例增加，毛利率将有提高.....	10
4. 募投项目及盈利预测	12
4.1 募投项目以提升核心竞争力和持续经营为主.....	12
4.2 盈利预测及投资建议.....	12
5. 风险提示	13

表格目录

表 1：公司与荃银高科研发费用支出及占总收入比重	6
表 2：大北农、丰乐种业、荃银高科和公司植物新品种权数量对比	7
表 3：公司、大北农和荃银高科种子品种数量和研发类别对比	7
表 4：2007 年全球前十大种子公司销售额及市场占有率	10
表 5：两种不同销售模式下种子售价比较	11
表 6：公司自产与外购杂交水稻采购价和销售价对比	11
表 7：募投项目投资额及投入进度	12
表 8：主要产品收入预测表	13

插图目录

图 1：发行前后前十大股东持股情况	4
图 2：公司杂交水稻种子收入与利润占比	5
图 3：公司主要产品营业收入	5
图 4：公司主要产品收入占比	5
图 5：公司主要产品毛利率	5
图 6：出口东南亚收入及其占比	5
图 7：公司出口杂交水稻毛利率	5
图 8：集成育种创新体系	7

图 9: 全球种业市场容量及发展趋势.....	8
图 10: 中国种子行业的市场价值及发展.....	8
图 11: 国际市场杂交水稻用种量及价值.....	9
图 12: 我国常规稻和杂交稻播种面积变化.....	9
图 13: 我国杂交水稻种子用量及市场总额.....	9
图 14: 杂交水稻种子外购与自产毛利率对比.....	11
图 15: 杂交水稻种子外购与自产收入占比.....	11

1. 以杂交水稻为主的“育繁推”一体化种子公司

1.1 公司是杂交水稻种子行业的重点龙头企业

公司主要从事杂交水稻种子的选育、制种、销售和技术服务，拥有国际领先的杂交水稻制种技术，具备“育、繁、推”一体化经营能力。公司是中国种业 50 强企业、高新技术企业、农业产业化国家重点龙头企业、国家火炬计划重点高新技术企业、种子行业“国家高技术产业化示范基地”，公司的“杂交水稻超高产制种项目”为国家级火炬项目。

公司本次发行前总股本为 1.2 亿股，本次拟发行 4000 万股，发行后总股本为 1.6 亿股，本次拟发行的社会公众股占发行后总股本的 25%。

图 1：发行前后前十大股东持股情况

序号	股东名称	本次发行前		本次发行后	
		持股数（万股）	持股比例（%）	持股数（万股）	持股比例（%）
1	黄培劲	3,586.00	29.88	3,586.00	22.41
2	红岭创投	1,900.00	15.83	1,900.00	11.88
3	冯超球	954.00	7.95	954.00	5.96
4	六丰源	800.00	6.66	800.00	5.00
5	财信创投（SS）	800.00	6.66	626.08	3.91
6	财信房地产（SS）	720.00	6.00	563.48	3.52
7	胡海燕	600.00	5.00	600.00	3.75
8	联盛创投	400.00	3.33	400.00	2.50
9	彭小毛	400.00	3.33	400.00	2.50
10	余竹青	360.00	3.00	360.00	2.25

资料来源：招股说明书

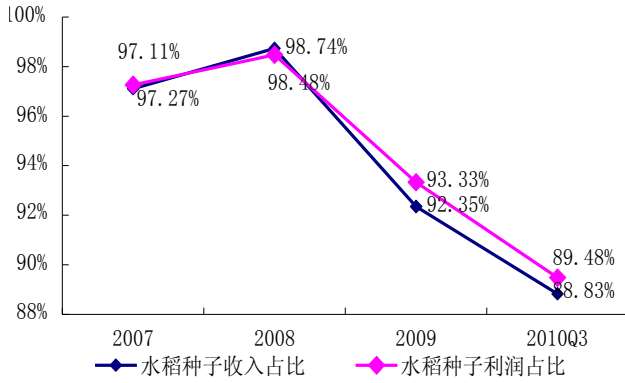
1.2 杂交稻种收入、利润占比约 90%，东南亚出口收入占比 5%

公司主要产品为农作物种子，包括高产、优质、高抗的杂交水稻种子、玉米种子、蔬菜瓜果种子、棉花种子等。07-09 年公司杂交水稻种子收入为 1.45 亿元、1.81 亿元和 2.63 亿元，占公司全部收入的 97.11%、98.74%和 92.35%。07-09 年公司杂交水稻种子市场销量位居行业第二，分别为 1308.63 万公斤、1544.84 万公斤和 1727.48 万公斤（同为以“三系”种子销售为主的隆平高科所有杂交稻种销量约 3000-4000 万公斤，位居行业第一）

公司位于我国杂交水稻发源地和最大野生稻原生地——海南，产品销售范围包括我国的华东、华中、华南、西南等地区以及东南亚的菲律宾、印度尼西亚等国家，其中杂交

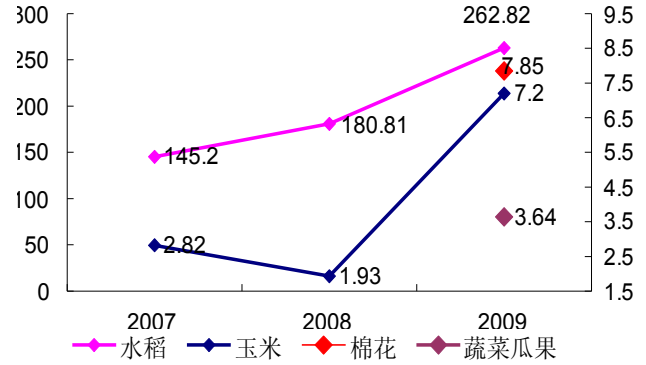
水稻种子出口收入占总收入的5%左右,10年三季度出口毛利率约28.06%,与整体杂交水稻种子毛利率水平接近。

图2: 公司杂交水稻种子收入与利润占比



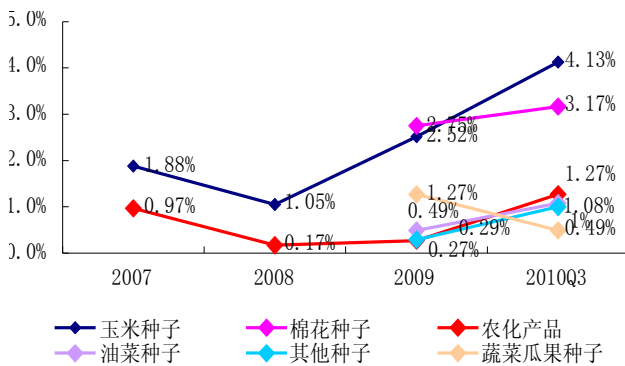
资料来源: 招股说明书, 东兴证券整理

图3: 公司主要产品营业收入



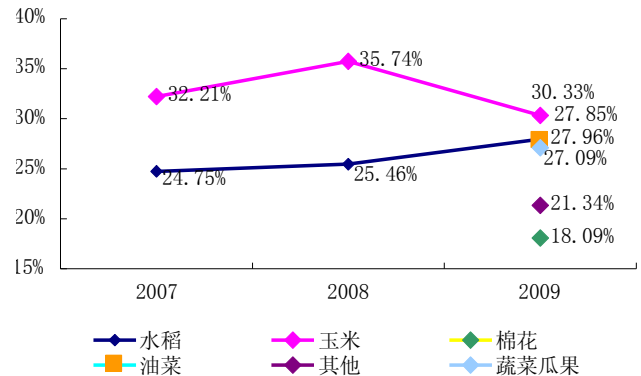
资料来源: 招股说明书, 东兴证券整理 单位:百万元

图4: 公司主要产品收入占比



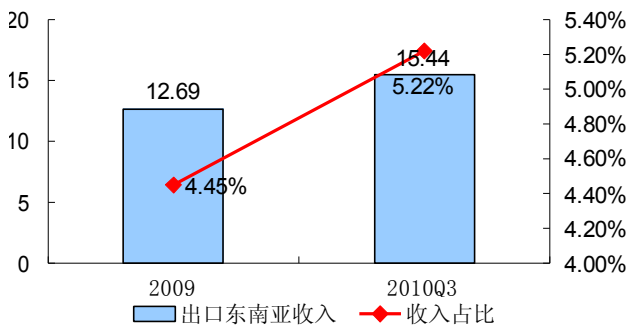
资料来源: 招股说明书, 东兴证券整理

图5: 公司主要产品毛利率



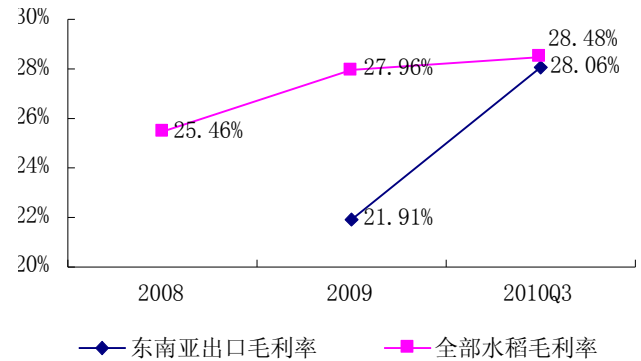
资料来源: 招股说明书, 东兴证券整理

图6: 出口东南亚收入及其占比



资料来源: 招股说明书, 东兴证券整理 单位:百万元, %

图7: 公司出口杂交水稻毛利率



资料来源: 招股说明书, 东兴证券整理

2. 公司的优势：技术、区位、育种体系、销售模式

2.1 得天独厚的海南育制种区位优势

公司所在地海南具有独特的气候、温光资源优势（光照充足，年平均气温 25℃，平均日照时数 6.7 小时，年降雨量 1100~1800mm，年相对湿度 79%，气候条件与东南亚相似），是我国杂交水稻发源地和最大野生稻原生地，野生稻基因资源丰富，所以海南成为我国杂交水稻最理想的育种和制种区域，也是我国的南繁育种基地。公司设在海南有利于加快种子选育进程，提高育种能力；同时海南集中了全国大量的农业科研机构 and 大批的育种家、制种人才，有利于公司集成育种体系的创新发展，搭建一个集品种选育、种质资源利用、科研成果开发和推广、利用于一体的“育、繁、推”一体化平台。

育种方面：杂交水稻新品种的选育周期一般需要 5-8 年时间，海南良好的气候光温条件可缩短试验周期，实现一年两熟或三熟，提高育种速度与效率。公司自主新品种均在海南研发，每年有 10 余个新品种参加各地区、预试，有效保证了公司发展的稳定性和可持续性。

制种方面：种业公司一般以在当地制种为主，将海南的冬制做为内地制种不足的补充，公司自成立就以海南为主基地，有效利用当地一年生产两次的优势，较国内其他地区提高了土地使用率和生产能力；同时在海南出产的种子当年生产即可实现当年销售，提高了存货周转速度；第三，海南出产的种子外观好、饱满度高、发芽率高、穗粒大、安全性高、种植效果好、农民种植成本较低。公司 07-09 年在海南的制种面积始终保持第一，占前十大制种面积公司的比重分别为 25.25%、27.34%和 24.56%。

2.2 公司拥有国际领先的杂交水稻制种核心技术

公司拥有国际领先的居于杂交水稻种业高端和核心地位的自主知识产权，以优质、高产为目标的杂交水稻制种技术为公司的核心技术。《杂交水稻制种超高产的方法》是“三系法”杂交水稻高产制种的关键技术，在不增加生产成本的情况下大幅提高了制种产量，同时由于制种单产的提高，有效降低了含杂比例，提高了种子纯度，被杂交稻之父袁隆平院士誉为“是世界种子生产中的一次创新”，直接促进了我国杂交水稻的应用和推广。

公司另一项杂交水稻制种发明专利《杂交水稻制种方法》是在《杂交水稻制种超高产的方法》基础上的进一步创新，不但解决了原“三系法”杂交水稻高产制种技术的局限性，还解决了超级稻的制种难题；《杂交水稻种衣剂及其包衣方法》发明专利解决了杂交水稻种子包衣技术问题，该发明能显著提高杂交水稻种子包衣加工后的种子成秧率和秧苗素质、增加大田产量，未来随着我国杂交水稻机械化播种面积的逐步增加，该技术将得到广泛应用，提升公司经营业绩。公司目前还有 18 项正在从事的研发项目、2 项拟从事的研发项目以及多项自主和合作研发的项目。

表 1：公司与荃银高科研发费用支出及占总收入比重

2007	2008	2009
------	------	------

公司	研发费用（万元）	466.19	563.96	859.94
	占主营比重	3.12%	3.08%	3.02%
荃银高科	研发费用（万元）	369.13	340.6	637.85
	占主营比重	4.21%	2.79%	3.89%

资料来源：各公司招股书、东兴证券

表 2：大北农、丰乐种业、荃银高科和公司植物新品种权数量对比

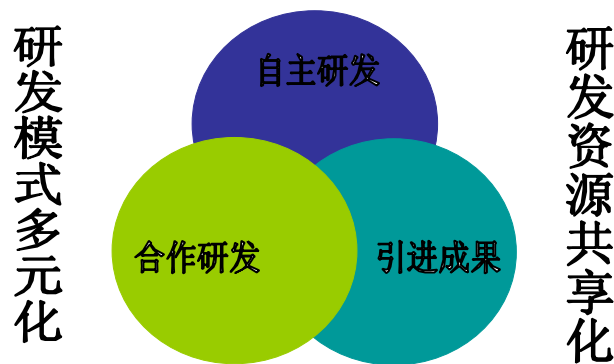
公司	大北农	丰乐种业	荃银高科	
植物新品种权数量	18	17	16	9

资料来源：各公司招股书、东兴证券

2.3 集成育种创新体系

集成育种创新体系集企业自主创新、与科研院所和高校合作创新、引进新品种新技术创新于一体，采取育-繁-推一体化、产-学-研、企-研-农相结合的研发路径，由封闭、单一的自主研发转变为通过建立面向社会全方位开放、联合、流动、竞争的研发运行管理机制和技术创新平台，有效地提高了公司新品种创新能力。

图 8：集成育种创新体系



资料来源：招股说明书，东兴证券整理

在集成育种创新体系下，公司研发出多项原种繁殖技术和育种技术；共自主研发杂交水稻品种 40 个，辣椒品种 32 个，西甜瓜品种 9 个，番茄品种 1 个；合作研发杂交水稻品种 30 个，玉米品种 3 个，油菜品种 2 个，自主与合作研发的杂交水稻种子占全部稻种的 84.33%。大北农水稻、棉花、玉米等种子合计 159 个，其中自主研发和合作研发的有 61 个，占比 38.4%。

表 3：公司、大北农和荃银高科种子品种数量和研发类别对比

公司	类别	杂交水稻	玉米	辣椒	西甜瓜	油菜	番茄	合计
神农大丰	自主研发	40	—	32	9	—	1	82
	合作研发	30	3	—	—	2	—	35

	购买品种	13	8	—	—	—	—	21
	公司合计	83	11	32	9	2	1	138
大北农	自主研发							55
	合作研发							6
	购买品种							108
荃银高科	合计	16	—	—	—	1	棉花 2 个	19

资料来源：各公司招股书、东兴证券

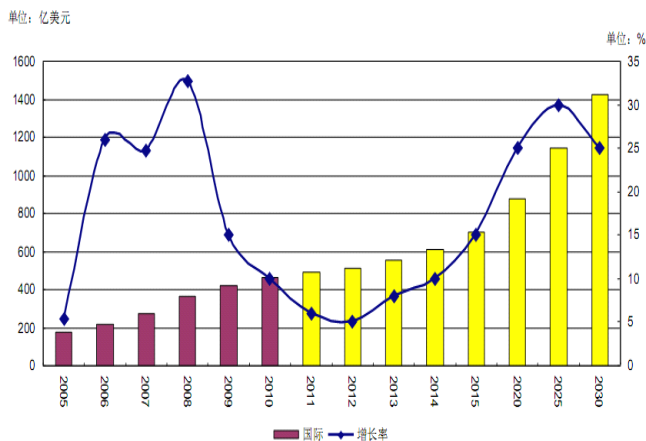
2.4 销售渠道下沉，营销网络延伸提升公司盈利水平

2009 年以前公司销售通过县（区）级经销商完成。这种模式在市场竞争力相对较小的情况下，是一种较好的选择。但随着市场竞争激烈程度的加剧和竞争层次的提升，这种模式已无法满足公司发展壮大的要求和种业市场竞争的形势。2009 年开始公司逐渐将销售渠道下移，减少了中间环节，通过设立分公司直接将产品销售给乡（镇）级经销商，逐步完善了市场营销和配送体系。目前公司已在全国范围内选择杂交水稻优势区投入运营 100 多家分公司，我们认为随着公司营销网络向乡（镇）级市场的快速延伸，以及各销售网点配备专业技术人员和技術服务的完善，公司盈利水平将有所提升。

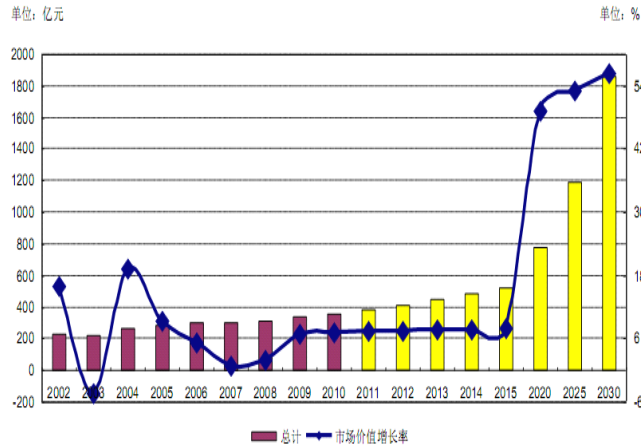
3. 公司成长动力：行业整合下市占率提高、量价齐升

3.1 杂交水稻持续推广，国内外种子需求增加

2007 年全球种子市场营业额达到 220.5 亿美元，未来若干年都将成逐步增长态势；我国种子市场规模由 2001 年的 200 亿元发展到 2009 年的 336.5 亿元，其增长速度超过了农业总产值的增长速度，未来受国家政策扶持、市场竞争环境的改善等因素的共同影响，今后 10-20 年间我国种子行业将进入加速发展阶段，以高于过去 10 年的平均速度发展，预计到 2030 年我国种业市场总量将达到 1860 亿元以上。

图 9：全球种业市场容量及发展趋势


资料来源：招股说明书，东兴证券整理

图 10：中国种子行业的市场价值及发展


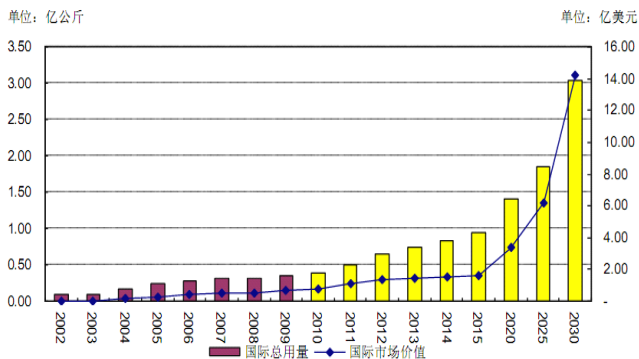
资料来源：招股说明书，东兴证券整理

全球水稻种植面积在 1.5 亿公顷以上，其中亚洲主要水稻生产国占到全球水稻播种面积的 95% 以上，除我国外目前全球每年水稻种植面积有 1.1 亿公顷，而国外杂交水稻的推广面积目前尚不足 2%，包括公司在内的水稻种子公司多途径拓展国际市场尚有很大空间。从国际市场杂交水稻用种量看，预计到 2015 年为 9400 万公斤，2030 年达到 3.22 亿公斤。以中国出口杂交水稻种子的价格衡量，国际杂交水稻的市场价值在 2015 年将达 1.49 亿美元，2030 年约 15.15 亿美元。

从我国稻谷面积与耕地面积比来看，2005 年后水稻面积耕地比重呈现明显的上涨态势，预计 2012 年稻谷面积与耕地面积比将达到 24.5% 的历史高位。2002 年我国杂交水稻种子市场份额约 40 亿元，2009 年提升为 72 亿元，预计 2010 年达到 101 亿元，杂交水稻种子价格及普及率的提高推动了杂交水稻市场份额的提高，预计到 2030 年杂交水稻市场价值将达到 392 亿元。

目前我国 20 多个省份有杂交水稻的播种，其面积占全国水稻总面积的 55% 左右，生产国内 70% 左右的水稻，其余 45% 的水稻种植基本是常规稻（其中大部分是粳稻）。我们认为杂交水稻高产高质的特征将提高未来其市场比重，公司在国内销量提高仍有巨大空间。另一方面随着粳稻杂交化的推进，我们认为公司凭借较强的科研实力将能够在未来常规稻杂交化中分一杯羹。

图 11：国际市场杂交水稻用种量及价值



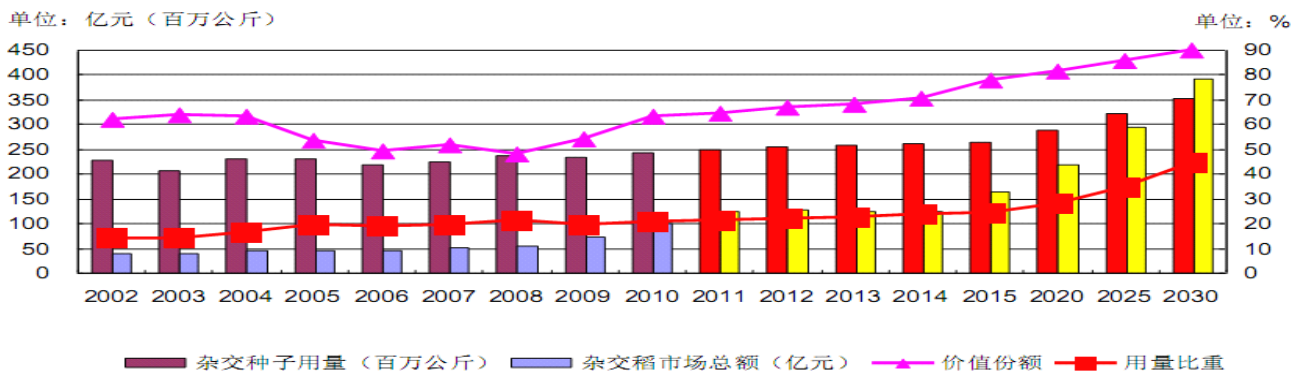
资料来源：招股说明书 东兴证券

图 12：我国常规稻和杂交稻播种面积变化



资料来源：招股说明书 东兴证券

图 13：我国杂交水稻种子用量及市场总额



资料来源：招股说明书 东兴证券

资料来源：招股说明书 东兴证券

3.2 政策支持与行业整合将提高公司市占率和影响力

国际种业发展的历史告诉我们种子公司对种业发展贡献巨大，过去一百年来农业增量提高的 60%是由种子公司贡献的，发达国家种子公司正成为发展种业的主体，掌控着大部分农作物种子和种业市场的发展走向，2007 年全球前十大种子公司的销售额占据了种子市场 67%的市场份额，美国跨国种子企业控制了全球约 50%的种子市场、70%的基因专利和 40%的商用种质资源。

表 4：2007 年全球前十大种子公司的销售额及市场占有率

公司名称	种子销售额（亿美元）	种子市场占有率
孟山都（美国）	49.64	23%
杜邦先锋（美国）	33.00	15%
先正达（瑞士）	20.18	9%
Group Limagrain（法国）	12.26	6%
Land o' Lakes（美国）	9.17	4%
KWS AG（美国）	7.02	3%
Bayer Crop Science（德国）	5.24	2%
Sakata（日本）	3.96	<2%
DLF-Trifolium	3.91	<3%
Takii（日本）	3.47	<4%
合计	147.85	67%

资料来源：招股说明书 东兴证券整理

我国加入世贸组织后，农产品市场全面向国际市场开放，跨国种业公司通过本地化运作，迅速兼并一批种子企业并在某些细分市场形成一定的垄断，国产种子企业生存空间受到挤压，我国种业安全亦受到严重威胁。在此情况下国家不断加大对农业特别是种业的扶持力度，我们认为今后种业发展将呈现行业集中度提高、技术人才聚焦、兼并重组等三大趋势，种子企业将向规模化、集团化、国际化发展。随着种子法对营业资格和植物新品种规定的进一步严格，小型种子企业将在行业竞争中沉溺，神农大丰等一些有技术、有优势产品的公司将逐步成长为国内为数不多的龙头企业，享受行业整合和市场规范带来的影响力和占有率的提高。

3.3 种子涨价成为趋势，自产种子比例增加，毛利率将有提高

近年来杂交水稻价格持续上涨，尤其是 09 年、10 年整体涨幅分别达到 11-13%和 20-30%左右，我们认为未来这种涨价还将持续，种子企业整体收入将有提高。**从行业层面来讲**，首先国家粮食最低收购价不断提高、良种补贴幅度扩大将通过比价效应促进种子价格上涨；其次农机具、化肥和劳动力工资的提高增加了种粮成本，也将推动种子价格上涨；三是自然灾害等异常天气近年来常推动种子价格涨幅扩大。

从公司层面来讲，09 年之前公司主要通过县（区）级经销商销售，09 年之后开始通过分公司模式运作，直接面向乡（镇）级经销商，减少了县区级经销商环节，销售

价格有所提升（2010 年前三季度通过分公司销售的种子价格较县区经销商高 24.67% 左右），我们认为随着分公司模式的不断成熟，**公司种子销售价格将有进一步提高。**

公司目前杂交水稻种子毛利率不高主要是因为公司出于稳健考虑多品种少批量生产，售价不高；公司多为“三系”种子，本身价格就比“两系”低；公司以提高市场占有率和品牌知名度为目标，产品定价略低。09 年公司开始外购水稻种子，收入占比在 25% 左右，外购种子毛利率约 23%，而自产种子毛利率略高约 30%。**我们认为公司市场占有率达到一定阶段后会开始追求高价，同时以公司的科研水平，二系种子的开发销售未来也是有可能的，这两点都将提高公司种子价格和毛利率水平。**另外随着公司募投项目之一高产优质广适杂交水稻种子产业化工程建设项目的达产，公司杂交水稻种子产量将达到 4000 万公斤，自产种子数量和比例的提高也将进一步提高公司毛利率水平。

销量方面，公司杂交水稻种子增长主要依赖乡（镇）经销商，这种下沉的销售网络有利于掌握市场主动权，**2010 年开始随着分公司运营成熟度的不断提高，公司种子销量将得到较大改观。**

表 5：两种不同销售模式下种子售价比较

项目	2007	2008	2009	2010. 1-9
向县(区)级经销商平均售价(元/kg)	11.10	11.70	14.79	16.74
收入占自产杂交水稻种子收入比	100%	100%	87%	73%
向乡(镇)级经销商平均售价(元/kg)	—	—	16.04	20.87
收入占自产杂交水稻种子收入比	—	—	13%	27%

资料来源：招股说明书 东兴证券整理

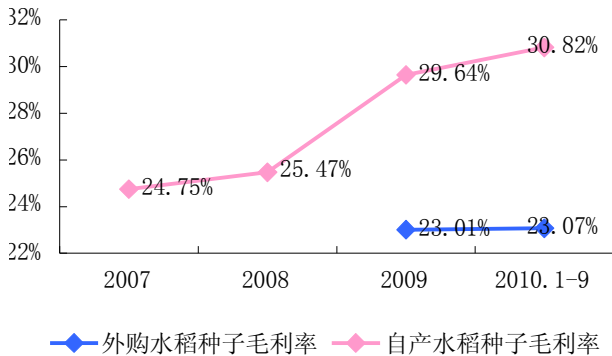
表 6：公司自产与外购杂交水稻采购价和销售价对比

		2007	2008	2009	2010. 1-9
采购价(元/kg)	自产杂交水稻	8.13	8.46	10.10	12.98
	外购杂交水稻			12.61	18.83
	综合价格	8.13	8.46	10.69	14.44
销售价(元/kg)	自产杂交水稻	11.10	11.70	14.94	17.68
	增长率(%)		5.41%	27.69%	18.34%
	外购杂交水稻			16.09	24.00
	综合价格	11.10	11.70	15.22	19.20
	增长率(%)		5.41%	30.09%	26.14%

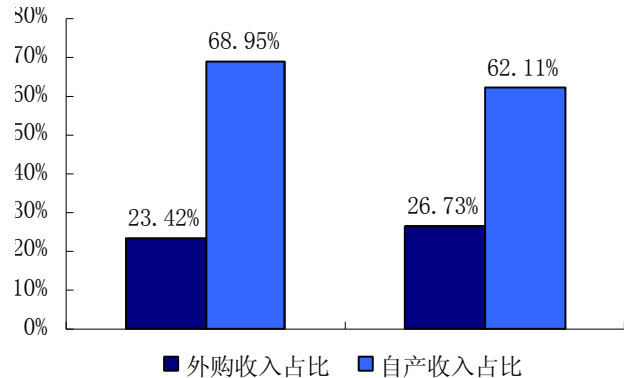
资料来源：招股说明书 东兴证券整理

图 14：杂交水稻种子外购与自产毛利率对比

图 15：杂交水稻种子外购与自产收入占比



资料来源：招股说明书，东兴证券整理



资料来源：招股说明书 i，东兴证券整理

4. 募投项目及盈利预测

4.1 募投项目以提升核心竞争力和持续经营为主

本次募集资金投资项目紧紧围绕提升公司核心竞争力和增强公司持续经营能力展开，项目实施后有利于增强公司的自主创新能力和盈利能力，加速实现成为“拥有大科研、大基地、大网络、高速成长的世界级水稻种业企业”的目标。（1）海南南繁水稻育种制种工程研究中心建设项目为高产优质广适杂交水稻种子产业化工程提供研发及技术支持，虽然不直接产生效益，但将进一步强化公司研发优势，提高公司的技术创新能力。（2）高产优质广适杂交水稻种子产业化工程建设项目，通过扩大制种面积和引进世界先进的成套加工设备可提升公司产能，不但有利于公司扩大市场规模，提高市场占有率和盈利水平，而且可改善产品品质、提高生产效率，保证研发的新品种快速产业化。此项目达产后正常年份可实现年收入 6.8 亿元，年利润 1.38 亿元。（3）杂交水稻种子市场销售网络体系，将配合两个募集资金投资项目的实施，达产后分公司数量将由现在的 100 来家增加到 180 家，公司品牌知名度、销售能力和盈利水平也将进一步提高。

表 7：募投项目投资额及投入进度

募投项目名称	投资额（万元）	募集资金投入进度			
		第一年	第二年	第四年	第三年
海南南繁水稻育种制种工程研究中心建设项目	5427.46	3148.25	2279.21		
高产优质广适杂交水稻种子产业化工程建设项目	320.0497	19132.93	10302.34	2169.7	400
杂交水稻种子市场销售网络体系建设项目	4598.2	2988.8	1609.4	—	—
其他与主营业务相关的营运资金	—	—	—	—	—

资料来源：招股说明书 东兴证券整理

4.2 盈利预测及投资建议

公司杂交水稻种子收入、利润占比 90%以上，我们预计 2010-2012 年公司杂交水稻种子收入为 3.87 亿元、5.21 亿元和 6.47 亿元，公司总收入为 4.22 亿元、5.59 亿元和 6.88 亿元，2010-2012 年净利润为 59.09 亿元、80.95 亿元和 105.08 亿元，对应

的 EPS 为 0.37 元、0.54 元和 0.76 元，给予 2011 年 35-40 倍 PE，对应价值区间在 18.9 元-21.6 元，结合绝对估值 22.07 元，公司合理价值区间在 21.6-22.07 元。

表 8：主要产品收入预测表

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
杂交水稻单价（元/千克）	11.10	11.70	15.22	18.87	22.08	24.95
杂交水稻销量（万千克）	1308.63	1544.84	1727.48	1969.33	2363.19	2906.73
杂交水稻收入（百万元）	145.26	180.75	262.94	371.69	521.86	725.33
杂交水稻毛利（百万元）	35.95	46.02	73.52	107.04	154.80	221.61
杂交水稻毛利率（%）	24.75%	25.46%	27.96%	28.80%	29.66%	30.55%
玉米种子收入（百万元）	2.82	1.93	7.20	12.60	14.49	15.94
棉花种子收入（百万元）			7.85	10.21	10.72	11.25
农化产品（百万元）	1.46	0.32	0.78	3.77	4.15	4.56
油菜种子（百万元）			1.40	3.20	3.52	3.87
其他种子（百万元）			0.84	2.96	3.26	3.58
蔬菜瓜果种子（百万元）			3.64	1.46	1.61	1.77
合计收入（百万元）	149.54	183.00	284.65	421.56	558.93	688.30
合计毛利（百万元）	36.97	46.72	78.75	120.70	164.83	208.97
合计毛利率	24.72%	25.53%	27.67%	28.63%	29.49%	30.36%

资料来源：东兴证券

5. 风险提示

天气变化多端，种子产量会因此波动，价格可能出现异常变化；种植过程中遭遇病虫害等不可预知的风险。

利润表（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	183.12	284.58	405.89	559.59	766.30
营业成本	136.31	205.81	289.70	394.56	533.50
营业费用	13.03	21.08	34.50	47.01	64.37
管理费用	9.30	12.48	17.86	24.06	32.18
财务费用	2.26	-1.26	1.51	4.20	10.11
投资收益	0.00	0.00	0.08	0.08	0.08
营业利润	21.09	45.88	61.69	88.82	125.23
利润总额	21.47	46.49	61.59	89.02	125.46
所得税	0.00	1.71	2.16	3.12	4.39
净利润	21.47	44.78	59.43	85.90	121.07
归属母公司所有者的净利润	21.40	44.29	59.18	85.63	120.73
NOPLAT	23.36	42.99	60.99	89.77	130.60
资产负债表（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	123.73	118.11	221.35	268.70	392.93
交易性金融资产	0.00	10.00	0.00	0.00	0.00
应收帐款	29.47	45.91	64.50	88.92	121.77
预付款项	15.30	24.66	40.43	60.13	87.97
存货	76.85	116.87	134.93	203.91	262.09
流动资产合计	251.46	365.21	532.00	719.27	998.39
非流动资产	34.70	45.65	36.12	64.73	92.44
资产总计	286.17	410.85	568.12	784.00	1090.83
短期借款	0.00	40.00	55.32	170.04	327.07
应付帐款	28.75	21.80	45.26	51.43	76.44
预收款项	15.57	34.85	45.37	71.57	99.44
流动负债合计	52.31	115.25	158.44	305.54	515.45
非流动负债	0.00	0.50	0.00	0.00	0.00
少数股东权益	4.50	11.21	11.46	11.73	12.07
母公司股东权益	229.35	283.89	398.22	466.73	563.31
净营运资本	199.15	249.96	373.56	413.73	482.94
投入资本 IC	110.13	207.00	243.65	379.79	509.53
现金流量表（百万元）	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
净利润	21.47	44.78	59.43	85.90	121.07
折旧摊销	3.58	4.25	0.00	6.39	7.29
净营运资金增加	173.12	50.81	123.60	40.17	69.21
经营活动产生现金流	32.77	4.67	20.26	-10.39	36.97
投资活动产生现金流	-3.00	-52.68	14.53	-35.65	-35.53
融资活动产生现金流	86.60	52.39	68.45	93.40	122.78

现金净增（减）	116.37	4.38	103.24	47.36	124.22
---------	--------	------	--------	-------	--------

分析师简介

王昕

英国伯明翰大学经济学硕士，从事农林牧渔行业研究，2009年加盟东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。