



2020年08月20日

酒粮占比虽小，未来高成长可期

农发种业(600313)

事件概述

2020年8月19日，公司发布公告称，截至公告日，公司控股子公司——河南黄泛区地神种业与四川绵竹剑南春酒厂签署了1万吨的“泛麦8号”小麦购销合同；同时，公司控股子公司——山西潞玉种业与江苏洋河酒厂于2020年4月达成了种植面积为1000亩的高粱定向种植合作协议。

分析判断：

► 酒粮业务占比虽小，但盈利能力显著提升

2019年，公司小麦种子销售量8.96万吨，销售额2.95亿元，销售单价为3292.41元/吨，小麦种子毛利率14.83%，假设本次地神种业与剑南春酒厂签署的1万吨“泛麦8号”小麦购销合同单价和毛利率保持不变，则对应销售额3292.41万元，实现毛利额为488.26万元，占公司种子业务毛利额的3.59%，占营业总收入的0.64%，占公司毛利总额的1.71%。但公告中提到的营收和利润占比分别为1%和3%，这意味着销售单价和毛利率均有显著提升。据我们测算，实际的销售单价为5135.73元/吨，毛利率为16.71%（实际毛利率可能高于测算值），由此可见，公司的酒粮业务相比于传统的种子业务盈利能力明显提升。

高粱方面，按照高粱亩产1000斤测算，公司控股子公司——山西潞玉与江苏洋河酒厂的定向种植协议涉及的高粱采购量约为500吨左右，按照当前国内高粱平均市场价2330元/吨测算，此定向协议预计产生收入116.5万元，占公司2019年营业总收入的比重为0.02%。

► 产业链配套齐全，酒粮业务高成长可期

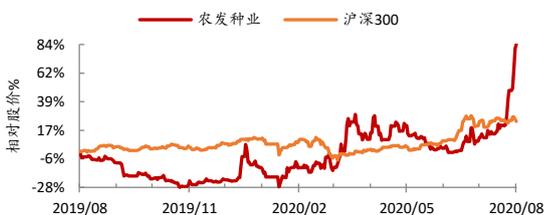
小麦、高粱等粮食作物是白酒酿制的重要原料。传统酒企一般从中间商处购买酒粮作为酿酒的主要原料，但基于粮食品质、食品安全、来源稳定性及可追溯性等方面的考虑，未来龙头酒企向上游龙头种企集中采购小麦、高粱等酒粮是大势所趋。公司布局酒粮业务多年，具备品种优势、先发优势、土地资源优势、产业链配套优势等诸多核心竞争力，能够确保优质酒粮的持续稳定供应；结合公司在农化业务、金融服务、农业保险、仓储运输等全产业链配套的业务布局，公司有望借助酒粮业务实现订单农业的快速放量。

投资建议

小麦和高粱是酒企生产的主要原料，公司是国内小麦种子绝对龙头，也是国内唯一涉及高粱种子业务的种企，公司已布局酒粮业务多年，与国内诸多酒企已达成实质性合作。我们认为，龙头酒企向上游龙头种企集中采购小麦、高粱等原材料是大势

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	
最新收盘价：	6.53
股票代码：	600313
52周最高价/最低价：	6.53/2.55
总市值(亿)	70.67
自由流通市值(亿)	66.57
自由流通股数(百万)	1,019.40



分析师：周莎

邮箱：zhousha@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519110005

联系电话：0755-23947349

研究助理：施腾

邮箱：shiteng@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话:

相关研究

1. 【华西农业】农发种业(600313)：布局酒粮成效渐现，种中“茅台”蓄势待发

2020.08.19

2. 【华西农业】农发种业(600313)深度报告：种业拐点 & 经营改善，周期与成长齐飞的高弹性种企

2020.08.15

所趋，公司有望将其扩展为新的利润增长点且业绩弹性巨大。我们维持此次盈利预测不变，预计 2020-2022 年，公司 EPS 分别为 0.05/0.09/0.13 元，当前股价对应的 PE 分别为 129/73/49X，维持“买入”评级。

风险提示

自然灾害风险，疫情扩散风险，种子销售不及预期风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,446	5,136	5,650	6,518	7,832
YoY (%)	-10.9%	49.0%	10.0%	15.4%	20.2%
归母净利润(百万元)	32	18	55	97	143
YoY (%)	111.1%	-42.6%	202.1%	76.8%	47.3%
毛利率 (%)	7.7%	5.6%	7.2%	8.0%	9.0%
每股收益 (元)	0.03	0.02	0.05	0.09	0.13
ROE	2.2%	1.3%	3.7%	6.1%	8.2%
市盈率	222.91	388.63	128.65	72.75	49.40

资料来源：Wind，华西证券研究所

正文目录

1. 酒粮业务占比虽小，但盈利能力显著提升	4
2. 产业链配套齐全，酒粮业务高成长可期	5
3. 盈利预测与投资建议	7
4. 风险提示	8

图表目录

图 1 2015-2019 年，公司小麦种子销售量	4
图 2 2015-2019 年，公司小麦种子销售额	4
图 3 2015-2020 年，全国高粱平均价走势图	5
图 4 地神种业绿色食品证书	6
图 5 地神种业有机转换认证证书	6
图 6 北大荒有机产品认证证书	6
图 7 北大荒有机产品认证证书	6
图 8 地神种业中转库	7
图 9 地神种业钢铁板仓库	7

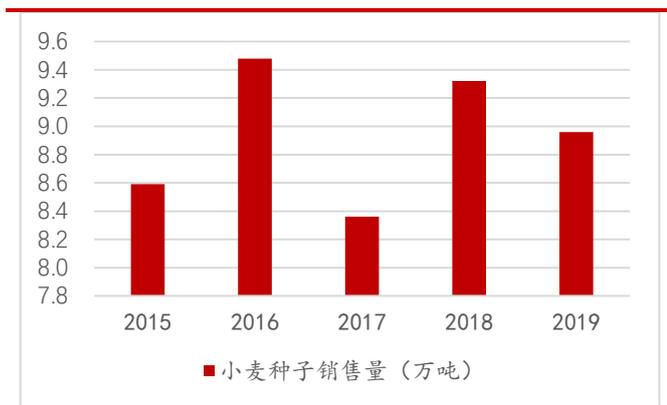
1. 酒粮业务占比虽小，但盈利能力显著提升

2020年8月19日，公司发布公告称，截至公告日，公司控股子公司——河南黄泛区地神种业有限公司与四川绵竹剑南春酒厂有限公司签署了1万吨的“泛麦8号”小麦购销合同；同时，公司控股子公司——山西潞玉种业股份有限公司与江苏洋河酒厂股份有限公司于2020年4月达成了种植面积为1000亩的高粱定向采购协议。

经过测算，公司酒粮业务占比尚小。小麦方面，2015-2019年，公司小麦种子销售量在9万吨左右，销售额在3亿元左右。以2019年为例，公司小麦种子销售量8.96万吨，销售额2.95亿元，据此测算，公司小麦种子销售单价为3292.41元/吨。公司控股子公司地神种业与四川剑南春酒厂签署了1万吨的“泛麦8号”小麦购销合同，预计销售额3292.41万元。同时，公司2019年小麦种子毛利率为14.83%，则公司此购销合同毛利额为488.26万元，占公司种子业务毛利额的3.59%，占公司毛利总额的1.71%。但公告中提到的营收和利润占比分别为1%和3%，这意味着销售单价和毛利率均有显著提升。据我们测算，实际销售单价为5135.73元/吨，毛利率为16.71%（实际毛利率可能高于测算值），由此可见，公司的酒粮业务相比于传统的种子业务盈利能力明显提升。

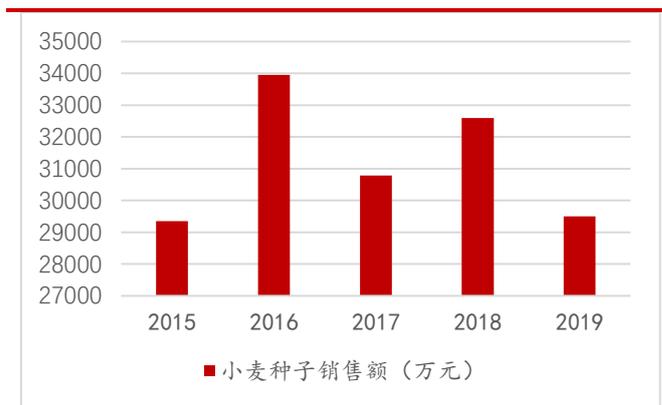
高粱方面，按照高粱亩产1000斤测算，公司控股子公司——山西潞玉与江苏洋河酒厂定向采购协议中采购高粱的量为500吨左右，按照当前高粱平均市场价2330元/吨测算，此定向协议预计产生收入116.5万元，占公司2019年营收总收入的比重为0.02%。

图1 2015-2019年，公司小麦种子销售量



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图2 2015-2019年，公司小麦种子销售额



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图3 2015-2020年，全国高粱平均价走势图



资料来源：Wind，华西证券研究所

2. 产业链配套齐全，酒粮业务高成长可期

小麦、高粱等粮食作物是白酒酿制的重要原料。传统酒企一般从中间商处购买酒粮作为酿酒的主要原料，但基于粮食品质、食品安全、来源稳定性及可追溯性等方面的考虑，未来，龙头酒企向上游龙头种企集中采购小麦、高粱等酒粮是大势所趋。公司布局酒粮业务多年，品种优势、先发优势、土地资源优势、产业链配套优势等诸多核心竞争力，能够确保优质酒粮的持续稳定供应；结合公司在农化业务、金融服务、农业保险、仓储运输等全产业链配套的业务布局，公司有望借助酒粮业务实现订单农业的快速放量。具体来看，公司的竞争优势体现在以下四方面：

首先，品质优势明显。粮食品质是影响白酒口感的关键因素，酒企对粮食品质的要求十分严格，以茅台为例，其对原料的要求极其严苛，制曲用的小麦必须是有机小麦。公司的小麦种子品质卓越，2017年，地神种业申报绿色基地认证，2019年申报有机转换认证，目前均已成功获批。绿色食品证书和有机转换认证含金量极高，目前A股市场中除公司外，仅北大荒曾获绿色食品证书和有机转换认证。北大荒与联想佳沃的合资公司佳北控股致力于打造全产业链大米和土豆等高端品牌农产品，通过种植有机大米和有机大豆，使得每亩土地的毛利润分别提高28倍和25倍。同样的，农发种业有望借助绿色食品和有机转换双认证来为其酒粮的高品质背书，享受品牌溢价带来的高护城河。

图 4 地神种业绿色食品证书



资料来源：中原农资宝典，华西证券研究所

图 5 地神种业有机转换认证证书



资料来源：中原农资宝典，华西证券研究所

图 6 北大荒有机产品认证证书



资料来源：禾中味道，华西证券研究所

图 7 北大荒有机产品认证证书



资料来源：禾中味道，华西证券研究所

其次，龙头先发优势明显。1) 公司是国内 A 股小麦种子龙头，也是唯一涉及高粱种子业务的种企，“泛麦 5 号”、“泛麦 8 号”得到了一众酒企的好评，率先在国内酒粮市场树立起了良好口碑。2) 公司控股子公司地神种业作为河南省企业技术中心，河南省博士后研发基地，周口市小麦育种工程技术研究中心，国家小麦良种重大科研联合攻关成员单位，与西北农大、河南农大、漯河农科院等科研院所达成了产学研合作。并建立河南地神酿酒专用小麦研究院，建立了专用酿酒原料仓库，设立了中转仓库，具备加工原料的设备能力，具有专业的运输能力，建立酿酒专用小麦运作团队，与下游酒企的合作模式已经基本成熟。

图 8 地神种业中转库



资料来源：中原农资宝典，华西证券研究所

图 9 地神种业钢板仓库



资料来源：中原农资宝典，华西证券研究所

再次，土地资源优势明显。土地资源是下游酒企选择原料供应商的重要考量因素。一方面，中农发集团是公司实际控制人，拥有丰富的土地资源，旗下山丹军马场面积 329.54 万亩，其中草原 184.96 万亩、耕地 40.3 万亩、林地 80 万亩、其他面积 24.26 万亩，是亚洲乃至全球最大的军马繁育基地，也是我军最大的粮油肉生产基地；牡丹江军马场面积 24 万亩，其中耕地面积 9 万亩。中农发集团控股的三家农业类上市公司中，涉及到种植业的只有农发种业，未来不排除将山丹军马场等土地资产注入公司的可能性。另一方面，公司控股子公司河南地神种业拥有稳定的标准化种子繁育基地，面积为 12 万亩。此外，黄泛区农场作为河南地神的第二大股东，拥有土地面积 98 万亩，其中耕地面积 10.2 万亩，是河南省最大的农作物良种繁育、推广基地，果蔬生产、加工、贮藏基地。公司大股东及合作方土地资源丰富，大量优质耕地足以确保作为酒粮的优质小麦和高粱的批量化、标准化、持续性生产和供应。

最后，产业链配套优势明显。1) 公司除了种子业务之外，还包括化肥和农药业务，控股的华垦公司是国内拥有化肥进口经营权的四家公司之一，新型特种肥进口数量持续增加。农药业务主要由公司控股的河南农化为主导，主要从事酰胺类除草剂原料药、中间体以及喹草酸原料药的研发、生产和销售，是国内最大的酰胺类除草剂原料药及中间体的生产企业之一。公司的种子、化肥、农药业务相互协同，保证了种植过程全程可控，为粮食安全提供了切实的保障。2) 公司实际控制人中农发集团旗下设立了华农财险，经营范围为财产保险业务，包括财产损失保险、责任保险、农业保险、信用保险等，公司可以帮助下游农户对接母公司资源，利用华农财险的农业保险业务来对冲种植过程中的巨大风险，以此促进订单农业项目的顺利落地，并有利于提升公司种子、化肥、农药业务的收入增长和客户粘性。

3. 盈利预测与投资建议

小麦和高粱是酒企生产的主要原料，公司是国内小麦种子绝对龙头，也是国内唯一涉及高粱种子业务的种企，公司已布局酒粮业务多年，与国内诸多酒企已达成实质性合作。我们认为，龙头酒企向上游龙头种企集中采购小麦、高粱等原材料是大势所趋，公司有望将其扩展为新的利润增长点且业绩弹性巨大。我们维持此次盈利预测不

变，预计 2020-2022 年，公司 EPS 分别为 0.05/0.09/0.13 元，当前股价对应的 PE 分别为 129/73/49X，维持“买入”评级。

4. 风险提示

自然灾害风险。农产品种植有其特殊性，与自然气候密切相关，如遭遇大的自然灾害，农产品损失惨重，可能会影响农民参与种植的积极性，进而影响公司种子产品的销售。

疫情扩散风险。新冠肺炎疫情正处于全球快速扩散期，如疫情长时间得不到较好的控制，有可能影响全球农产品供给市场，从而对我国农产品市场产生冲击。

种子销售不及预期风险。种子业务是公司重要的利润来源，种子销售不及预期可能会对公司利润造成一定影响。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	现金流量表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	5,136	5,650	6,518	7,832	净利润	45	97	189	290
YoY (%)	49.0%	10.0%	15.4%	20.2%	折旧和摊销	94	67	66	68
营业成本	4,850	5,245	5,998	7,124	营运资金变动	-98	442	-3	-12
营业税金及附加	9	11	12	15	经营活动现金流	40	611	246	337
销售费用	72	99	103	130	资本开支	-49	-58	-50	-60
管理费用	141	177	192	238	投资	-210	0	0	0
财务费用	16	4	4	4	投资活动现金流	-167	-43	-32	-38
资产减值损失	-4	-18	-10	-11	股权募资	0	0	0	0
投资收益	14	15	18	21	债务募资	253	0	0	0
营业利润	53	109	218	329	筹资活动现金流	-43	-4	-4	-4
营业外收支	1	0	0	0	现金净流量	-170	564	210	294
利润总额	54	109	218	329	主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
所得税	8	12	29	40	成长能力 (%)				
净利润	45	97	189	290	营业收入增长率	49.0%	10.0%	15.4%	20.2%
归属于母公司净利润	18	55	97	143	净利润增长率	-42.6%	202.1%	76.8%	47.3%
YoY (%)	-42.6%	202.1%	76.8%	47.3%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.02	0.05	0.09	0.13	毛利率	5.6%	7.2%	8.0%	9.0%
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	净利率	0.9%	1.7%	2.9%	3.7%
货币资金	259	823	1,033	1,327	总资产收益率 ROA	0.6%	1.6%	2.6%	3.4%
预付款项	387	262	300	356	净资产收益率 ROE	1.3%	3.7%	6.1%	8.2%
存货	410	287	263	293	偿债能力 (%)				
其他流动资产	785	881	951	1,051	流动比率	2.27	2.05	2.16	2.23
流动资产合计	1,841	2,253	2,547	3,028	速动比率	1.29	1.55	1.68	1.75
长期股权投资	20	20	20	20	现金比率	0.32	0.75	0.87	0.98
固定资产	644	592	541	492	资产负债率	31.5%	36.3%	35.9%	36.1%
无形资产	299	319	343	371	经营效率 (%)				
非流动资产合计	1,247	1,222	1,198	1,181	总资产周转率	1.66	1.63	1.74	1.86
资产合计	3,088	3,475	3,745	4,209	每股指标 (元)				
短期借款	138	138	138	138	每股收益	0.02	0.05	0.09	0.13
应付账款及票据	135	213	211	255	每股净资产	1.33	1.38	1.47	1.60
其他流动负债	538	750	832	963	每股经营现金流	0.04	0.56	0.23	0.31
流动负债合计	811	1,101	1,181	1,356	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	162	162	162	162	PE	388.63	128.65	72.75	49.40
非流动负债合计	162	162	162	162	PB	2.12	4.73	4.44	4.07
负债合计	973	1,262	1,343	1,518					
股本	1,082	1,082	1,082	1,082					
少数股东权益	675	718	809	956					
股东权益合计	2,116	2,213	2,402	2,691					
负债和股东权益合计	3,088	3,475	3,745	4,209					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在 -5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在 -10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。