

## 内生平稳增长，期待外延扩张

### ——丰乐种业调研报告

丰乐种业  
000713

**剥离房地产业务，公司战略定位清晰。**公司 2010 年已完全退出房地产业务，形成了“做大做强种业，积极发展农化和香料产业”的战略思路。剔除房地产业务，今年上半年营业收入同比增长 28.2%，净利润同比增长 51.20%，收入、利润都有较快增长，公司三大主业种业、香料和农化收入占比分别为 30.83%、36.32%、30.03%，利润占比为 65%、19.68%、7.99%。

**种业平稳增长。**公司种业主要侧重于水稻种和玉米种。2011 年上半年公司种子收入占营业收入 30.83%，低于往年，通常占比维持在 40% 左右，其中水稻种和玉米种收入基本相当。种业收入除 2008 年负增长之外一直保持 10-30% 增长，利润从 07 年以来也是保持 10-30% 增长。今年因玉米种受到先玉 335 的冲击，种业总体收入预计增速略有放缓，不过水稻种子销售形势良好，实现了销售收入、毛利双增长，所以种业整体利润预计将保持平稳增长。

**种业政策支持，外延扩张正当时。**继今年 4 月国务院发布《关于加快推进现代农作物种业发展的意见》之后，安徽省政府 9 月发布了《实施意见》，明确到 2015 年全省打造 5 家以上产值超亿元育繁推一体化种业企业，全省种子销售额超过 60 亿元，良种生产能力稳定在 5.5 亿公斤以上，实现主要农作物种子自给率 95% 以上。公司作为国家级、省级农业产业化重点龙头企业，将首当其冲受到国家特别是省政府政策的支持，政府将在兼并重组、科技资源、税收信贷、国际合作等方面给予支持，公司迎来外延扩张的大好时机，预计公司会有所作为。

**农化业务随着产能释放盈利能力将有所提高。**公司农化产品涵盖除草剂、杀虫剂、杀菌剂三大系列，公司今年上半年农化业务虽然收入增长 57.88%，但毛利率只有 6.31%，且同比下滑 8.18 个百分点，主要原因系原材料成本上涨、环保成本增加以及国外高端产品的冲击，不过在公司降本增效的努力下，预计毛利率有小幅提升的可能性。公司募投项目已开始试产，正式投入还需时间，项目达产后，可增加产能 15000 吨/年。

**投资建议：**暂不考虑公司可能的的外延扩张带来的影响，预计公司 2011-2013 年归属母公司净利润分别为 0.81 亿、1.10 亿、1.49 亿元，同比增长-15.6%、35.8%、34.9%，EPS 分别为 0.27、0.37、0.50，对应 PE 为 54、40、29 倍。考虑到公司在政策支持下外延扩张会有所作为，给予“增持”评级。

**风险提示：**气候异常、自然灾害对公司制种的影响；农化业务持续低迷。

## 评级 增持

分析师：李臣燕

农林牧渔行业

投资咨询执业证书编号：

S0630511010002

联系信息：

010-59707102

lcy@longone.com.cn

联系人：李其东

021-50586660-8646

liqd@longone.com.cn

日期

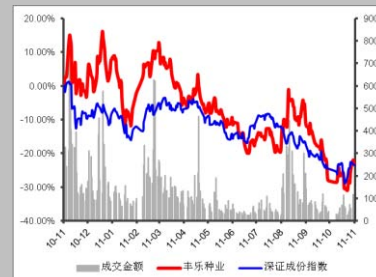
分析：2011 年 11 月 15 日

调研：有

价格

当前市价：14.62 元

股价表现



公司估值

|     | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|-----|------|-------|-------|-------|
| EPS | 0.32 | 0.27  | 0.37  | 0.50  |
| PE  | 61.3 | 53.7  | 39.6  | 29.3  |
| PB  | 5.3  | 3.8   | 3.6   | 3.3   |

注：EPS为最新股本摊薄后数据

## 一、剥离房地产业务，公司战略定位清晰

公司 2010 年已完全退出房地产业务，形成了“做大做强种业，积极发展农化和香料产业”的战略思路。剔除房地产业务，今年上半年营业收入较上年同期增长 28.2%；净利润较上年同期增长 51.20%，收入、利润都有较快增长。从 2011 年中报来看，公司三大主业种业、香料和农化收入占比分别为 30.83%、36.32%、30.03%，利润占比为 65%、19.68%、7.99%。可见种业是公司利润的主要来源，也是公司重点发展的业务。香料业务今年量价齐升，是公司业务的一大亮点，但由于原材料需要从印度进口，销售价格由市场决定，两头具有不确定性，可控性不强，未来有望通过开发合成香料、加大市场开拓力度来保持此块业务稳定增长。农化业务因毛利率低利润贡献较少，未来随着产能释放，增长具一定潜力。

## 二、种业平稳增长

公司是中国种业第一股，主要侧重于水稻种和玉米种。2011 年上半年公司种子收入占营业收入 30.83%，低于往年，通常占比维持在 40%左右，其中水稻种和玉米种收入基本相当。种业收入除 2008 年负增长之外一直保持 10-30%增长，利润从 07 年以来也是保持 10-30%增长。今年因玉米种受到先玉 335 的冲击，种业总体收入预计增速略有放缓，不过水稻种子销售形势良好，实现了销售收入、毛利率双增长，所以种业整体利润预计将保持平稳增长。分产品来看：

1、稻种：水稻种子是公司支柱产业，特别是两系杂交水稻的选育、生产和销售在国内处于领先水平，是国内两系杂交水稻产销规模最大的种子企业之一。公司主导产品是两优系列，有丰两优 1 号、丰两优香 1 号、丰两优 4 号、丰两优 6 号等。丰两优 1 号目前是国内推广面积最大的两系杂交水稻品种之一，该品种 2006 年至 2009 年连续四年被农业部列为农作物主推品种，并列入广西 2009 年水稻主导品种，作早、晚稻种植，产品畅销全国大部分稻作区，累计推广面积达 3300 多万亩。公司目前销量大的品种是丰两优 1 号和丰两优香 1 号，其次是丰两优 4 号、丰两优 6 号，丰两优香 1 号是丰两优 1 号的升级版，品质上对丰两优 1 号有所改良。稻种制种成本随着化肥、人力成本的提高而上升，但随着稻种销售价格的上涨，稻种毛利率仍有所上升。

2、玉米种子：公司玉米种子主要销售区域为黄淮海市场，市场占有率已达 10%，在西南市场已有较好的基础，在占全国玉米总种植面积 36%的东北市场，公司已初步建立起品种与市场网络布局，随着新品种的推广和生产加工能力的提高，将形成在三大市场齐头并进的格局。目前主推品种是浚单 20，浚单 20 由 4 家公司联合开发，已推广 7-8 年时间，产品老化，去年出现了一定问题，加之受先玉 335 冲击，销售收入和毛利率都有下降。后续品种有鲁单 818，陕科 6 号。今年销量最大的是浚单 20，其次是鲁单 818，其他如老品种冀单 7 号等也有些量。陕科 6 号属于起步推广阶段，销量还不小，但品种表现很好，优于鲁单 818，未来有望成为主力品种。

总体来看，公司拥有十几年的研发队伍，水稻种子主要是自主研发，目前有 7 个国审品种，众多省审品种，且 20 多个早、中、晚稻新组合正在参加国家及多省区试和生产试验；玉米种子自主研发品种较少，但通过合作、外购方式也储备了一些优质品种。销售方面公司有多年经验积累，进行事业线管理，各条线都有几十至上百人不等销售团队。目前在尝试整合销售资源，武汉去年已开始并初见成效，通过稻种、农化及其他种子的交叉营销，销售收入较前年增加了 3 倍多。今年 6 月公司在安徽省内开始整合，成立了安徽销售总公司，水稻、玉米、农化产品各产品线实现了渠道的顺利融合。在公司研发实力保持、销售能力有所提高

的状况下，公司种业有望实现稳步增长。

### 三、种业政策支持，外延扩张正当时

继今年4月国务院发布《关于加快推进现代农作物种业发展的意见》之后，安徽省政府9月发布了《关于加快推进现代农作物种业发展的实施意见》，明确到2015年全省培育10个以上自主创新、具有突破性的主要农作物新品种；农作物品种更新换代1次，主要农作物良种覆盖率达到98%以上；打造5家以上产值超亿元育繁推一体化种业企业，全省种子销售额超过60亿元，良种生产能力稳定在5.5亿公斤以上，实现主要农作物种子自给率95%以上。意见提出，强化政策扶持和加大投入，以培育育繁推一体化大型种业企业为核心，构建现代农作物种业产业体系。远期规划到2020年，把安徽省打造成全国最具影响力的农作物种业强省。建立并完善育种新机制，培育20个以上自主创新、具有突破性的主要农作物新品种，主要农作物良种覆盖率达到100%。打造10家以上产值超亿元的育繁推一体化种业企业。全省种子销售额在2010年基础上实现翻一番，超过80亿元。建设120万亩标准化、规模化、集约化、机械化的优势种子生产基地，良种生产能力稳定在6亿公斤以上，主要农作物种子自给率稳定达到100%。**公司作为国家级、省级农业产业化重点龙头企业，将首当其冲受到国家特别是省政府政策的扶持，政府将在兼并重组、科技资源、税收信贷、国际合作等方面给予支持，公司迎来外延扩张的大好时机，预计公司会有所作为。**如果公司开始进行兼并收购，则未来公司种业规模将会迅速扩大，符合公司做大做强种业的战略目标。

### 四、农化业务随着产能释放盈利能力将有所提高

公司“种业+农化”的模式，一方面拓宽了产业链，增强公司抗风险能力，为客户也带来了一整套服务，另一方面可共用渠道，将优质资源顺利嫁接到成熟的市场营销渠道之中，实现了市场网络的系统化、便利化运作，可节约公司人力资源和物流成本。公司农化产品涵盖除草剂、杀虫剂、杀菌剂三大系列，具有较强的新产品开发、技术创新和产业化能力，主导产品“精喹禾灵”除草剂在全国同类产品市场占有率40%以上，其他骨干产品全国同类产品中市场占有率在20%。目前，我国农化行业整体处于低迷期，公司今年上半年农化业务虽然收入增长57.88%，但毛利率只有6.31%，且同比下滑8.18个百分点，主要原因系原材料成本上涨、环保成本增加以及国外高端产品的冲击，不过在公司降本增效的努力下，预计毛利率有小幅提升的可能性。另外公司募投项目已开始试产，正式投入还需时间，项目达产后，可增加产能15000吨/年。

**五、投资建议：**暂不考虑公司可能的外延扩张带来的影响，预计公司2011-2013年归属母公司净利润分别为0.81亿、1.10亿、1.49亿元，同比增长-15.6%、35.8%、34.9%，EPS分别为0.27、0.37、0.50，对应PE为54、40、29倍。考虑到公司在政策支持下外延扩张会有所作为，给予“增持”评级。

**六、风险提示：**气候异常、自然灾害对公司制种的影响；农化业务持续低迷。

图 1: 各产品收入情况 (万元)

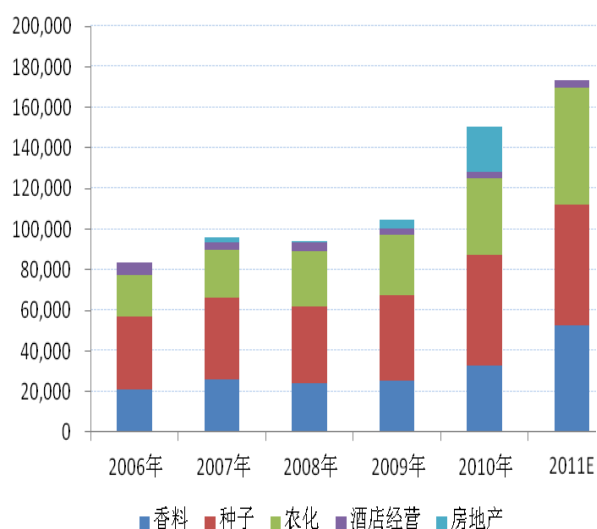
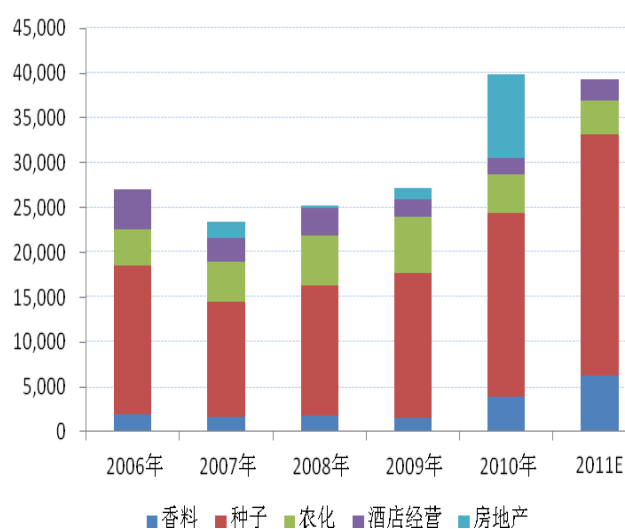


图 2: 各产品利润情况 (万元)



数据来源: 公司年报, 东海证券研究所预测

图 3: 种业收入及利润情况 (万元)

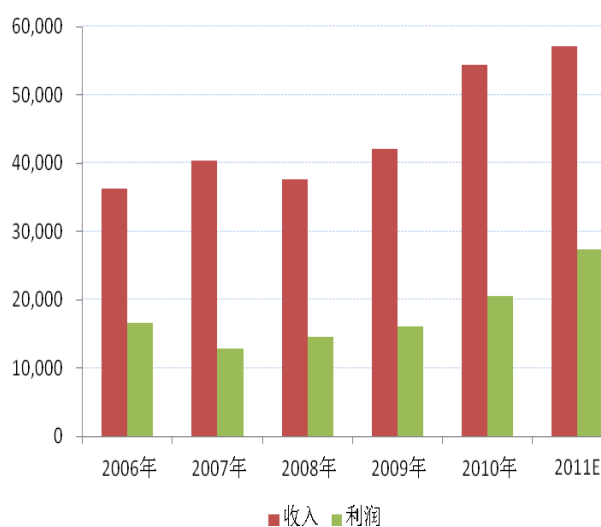
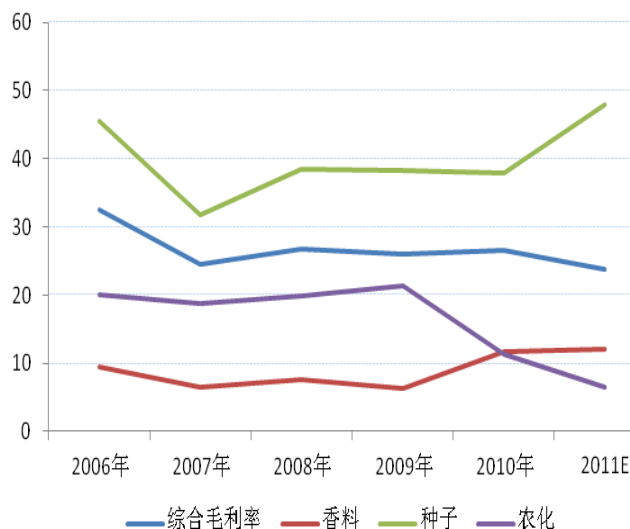


图 4: 各产品毛利率情况 (%)



数据来源: 公司年报, 东海证券研究所预测

## 公司财务预测

| 资产负债表(万元)        | 2009          | 2010          | 2011E         | 2012E         | 2013E         |
|------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 现金及现金等价物         | 21004         | 61214         | 40000         | 30000         | 20000         |
| 应收款项             | 9118          | 12020         | 13747         | 18543         | 27404         |
| 存货净额             | 60569         | 54544         | 79199         | 106667        | 150571        |
| 其他流动资产           | 5661          | 6011          | 7307          | 10245         | 14482         |
| <b>流动资产合计</b>    | <b>96352</b>  | <b>133788</b> | <b>140252</b> | <b>165455</b> | <b>212457</b> |
| 固定资产             | 32571         | 38020         | 47517         | 51189         | 51894         |
| 无形资产及其他          | 11375         | 13145         | 12488         | 11831         | 11173         |
| 投资性房地产           | 1661          | 1646          | 1646          | 1646          | 1646          |
| 长期股权投资           | 1643          | 1643          | 1521          | 1480          | 1426          |
| <b>资产总计</b>      | <b>143602</b> | <b>188242</b> | <b>203424</b> | <b>231601</b> | <b>278596</b> |
| 短期借款及交易性金融负债     | 23380         | 30457         | 14410         | 8511          | 12391         |
| 应付款项             | 14880         | 15015         | 17704         | 26207         | 36994         |
| 其他流动负债           | 46476         | 29055         | 52464         | 71117         | 94086         |
| <b>流动负债合计</b>    | <b>84736</b>  | <b>74527</b>  | <b>84578</b>  | <b>105835</b> | <b>143472</b> |
| 长期借款及应付债券        | 587           | 498           | 498           | 498           | 498           |
| 其他长期负债           | 792           | 1534          | 1799          | 2106          | 2544          |
| <b>长期负债合计</b>    | <b>1379</b>   | <b>2032</b>   | <b>2297</b>   | <b>2604</b>   | <b>3042</b>   |
| <b>负债合计</b>      | <b>86115</b>  | <b>76560</b>  | <b>86875</b>  | <b>108439</b> | <b>146514</b> |
| 少数股东权益           | 1100          | 1089          | 1076          | 1060          | 1041          |
| 股东权益             | 56387         | 110594        | 115474        | 122102        | 131042        |
| <b>负债和股东权益总计</b> | <b>143602</b> | <b>188242</b> | <b>203424</b> | <b>231601</b> | <b>278596</b> |
| 关键财务与估值指标        | 2009          | 2010          | 2011E         | 2012E         | 2013E         |
| 每股收益             | 0.30          | 0.32          | 0.27          | 0.37          | 0.50          |
| 每股红利             | 0.00          | 0.05          | 0.11          | 0.15          | 0.20          |
| 每股净资产            | 2.51          | 3.70          | 3.86          | 4.09          | 4.38          |
| ROS              | 6%            | 6%            | 5%            | 5%            | 4%            |
| ROE              | 12%           | 9%            | 7%            | 9%            | 11%           |
| 毛利率              | 26%           | 26%           | 24%           | 23%           | 22%           |
| EBIT Margin      | 11%           | 12%           | 6%            | 6%            | 5%            |
| EBITDA Margin    | 14%           | 14%           | 9%            | 8%            | 7%            |
| 收入增长             | 11%           | 44%           | 8%            | 36%           | 50%           |
| 净利润增长            | 132%          | 43%           | -16%          | 36%           | 35%           |
| 资产负债率            | 61%           | 41%           | 43%           | 47%           | 53%           |
| 息率               | 0.0%          | 0.3%          | 0.7%          | 1.0%          | 1.4%          |
| P/E              | 49.2          | 61.3          | 53.7          | 39.6          | 29.3          |
| P/B              | 5.9           | 5.3           | 3.8           | 3.6           | 3.3           |
| EV/EBITDA        | 24.7          | 28.9          | 38.7          | 30.2          | 24.4          |

| 利润表(万元)          | 2009          | 2010           | 2011E          | 2012E          | 2013E          |
|------------------|---------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>营业收入</b>      | <b>104633</b> | <b>150445</b>  | <b>162893</b>  | <b>221247</b>  | <b>331366</b>  |
| 营业成本             | 77472         | 110594         | 124176         | 170756         | 258159         |
| 营业税金及附加          | 460           | 2818           | 991            | 1147           | 1730           |
| 销售费用             | 10857         | 13159          | 17053          | 21823          | 32119          |
| 管理费用             | 7487          | 9509           | 11366          | 15085          | 22220          |
| 财务费用             | 1121          | 1605           | 391            | 55             | 174            |
| 投资收益             | 390           | 1743           | 100            | 100            | 100            |
| 资产减值及公允价值变动      | 2661          | 3608           | 50             | 50             | 50             |
| 其他收入             | (5323)        | (7217)         | 0              | (0)            | 0              |
| 营业利润             | 4965          | 10895          | 9066           | 12532          | 17114          |
| 营业外净收支           | 2801          | 896            | 600            | 600            | 600            |
| <b>利润总额</b>      | <b>7766</b>   | <b>11791</b>   | <b>9666</b>    | <b>13132</b>   | <b>17714</b>   |
| 所得税费用            | 1085          | 2171           | 1547           | 2101           | 2834           |
| 少数股东损益           | (64)          | (11)           | (14)           | (17)           | (20)           |
| <b>归属于母公司净利润</b> | <b>6745</b>   | <b>9632</b>    | <b>8133</b>    | <b>11047</b>   | <b>14900</b>   |
| 现金流量表(万元)        | 2009          | 2010           | 2011E          | 2012E          | 2013E          |
| <b>净利润</b>       | <b>6745</b>   | <b>9632</b>    | <b>8133</b>    | <b>11047</b>   | <b>14900</b>   |
| 资产减值准备           | 344           | 947            | (3608)         | 0              | 0              |
| 折旧摊销             | 3480          | 3621           | 4627           | 5941           | 7400           |
| 公允价值变动损失         | (2661)        | (3608)         | (50)           | (50)           | (50)           |
| 财务费用             | 1121          | 1605           | 391            | 55             | 174            |
| 营运资本变动           | 7059          | (12808)        | (4923)         | (7740)         | (22808)        |
| 其它               | (408)         | (959)          | 3595           | (16)           | (19)           |
| <b>经营活动现金流</b>   | <b>14559</b>  | <b>(3175)</b>  | <b>7774</b>    | <b>9182</b>    | <b>(577)</b>   |
| 资本开支             | (7518)        | (13005)        | (9809)         | (8906)         | (7397)         |
| 其它投资现金流          | 0             | 0              | 0              | 0              | 0              |
| <b>投资活动现金流</b>   | <b>(7518)</b> | <b>(13005)</b> | <b>(9687)</b>  | <b>(8865)</b>  | <b>(7343)</b>  |
| 权益性融资            | 0             | 0              | 0              | 0              | 0              |
| 负债净变化            | (80)          | (89)           | 0              | 0              | 0              |
| 支付股利、利息          | 0             | (1494)         | (3253)         | (4419)         | (5960)         |
| 其它融资现金流          | (3557)        | 59557          | (16047)        | (5898)         | 3880           |
| <b>融资活动现金流</b>   | <b>(3716)</b> | <b>56390</b>   | <b>(19301)</b> | <b>(10317)</b> | <b>(2080)</b>  |
| <b>现金净变动</b>     | <b>3325</b>   | <b>40210</b>   | <b>(21214)</b> | <b>(10000)</b> | <b>(10000)</b> |
| 货币资金的期初余额        | 17679         | 21004          | 61214          | 40000          | 30000          |
| 货币资金的期末余额        | 21004         | 61214          | 40000          | 30000          | 20000          |
| 企业自由现金流          | 13984         | (4297)         | (2245)         | (216)          | (8367)         |
| 权益自由现金流          | 0             | 55171          | (18621)        | (6161)         | (4633)         |

数据来源：公司年报，东海证券研究所预测

## 作者简介

**李臣燕：**农林牧渔行业分析师，中国人民大学经济学硕士，2010年2月加盟东海证券。

## 评级定义

**市场指数评级** 看多——未来6个月内上证综指上升幅度达到或超过20%  
看平——未来6个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间  
看空——未来6个月内上证综指下跌幅度达到或超过20%

**行业指数评级** 超配——未来6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过10%  
标配——未来6个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间  
低配——未来6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

**公司股票评级** 买入——未来6个月内股价相对强于上证指数达到或超过15%  
增持——未来6个月内股价相对强于上证指数在5%—15%之间  
中性——未来6个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间  
减持——未来6个月内股价相对弱于上证指数5%—15%之间  
卖出——未来6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过15%

## 风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

## 免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司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，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

分析师承诺“本人及直系亲属与本报告所涉及的内容不存在利益关系”。本报告仅供“东海证券有限责任公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 资格说明

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

## 联系方式

| 北京 东海证券研究所          | 上海 东海证券研究所           |
|---------------------|----------------------|
| 中国 北京 100089        | 中国 上海 200122         |
| 西三环北路87号国际财经中心D座15F | 世纪大道1589号长泰国际金融大厦11F |
| 电话：(8610) 66216231  | 电话：(8621) 50586660   |
| 传真：(8610) 59707100  | 传真：(8621) 50819897   |