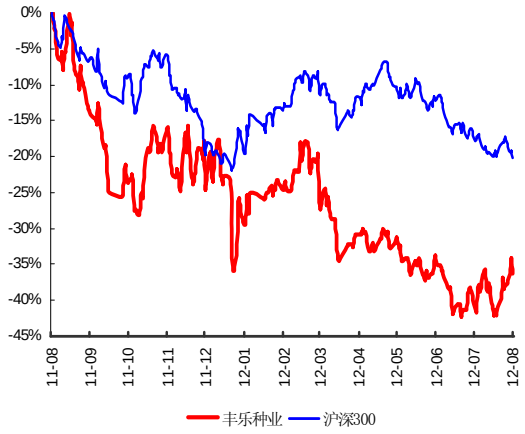
2012 年 8 月 15 日

研究员：何筱微
执业证书编号：S0910510120001
电话：021-62448067
Email：hexiaowei@casstock.com

研究支持：程一胜
电话：021-62446912
Email：chengyisheng@casstock.com

丰乐种业（000713）：成本上升拖累业绩，毛利率大幅下滑

评级：增持



	近 1 月	近 3 月	近 1 年
丰乐种业	7.53%	-1.86%	-34.09%
沪深 300	-3.82%	-8.45%	-19.22%

- **净利润同比大减**。2012年1-6月公司实现营业收入8.06亿元，同比增长19.44%；实现营业利润2407.2万元，同比减少了53.07%；归属于上市公司股东的净利润为2625.3万元，同比下降了47.99%，业绩低于市场预期。
- **受成本影响，种业毛利率下滑**。在种业市场供给过剩的大环境下，市场竞争激烈，公司水稻、玉米等主要品种调整销售价格，积极布局使得种子类业务销售收入增长28%，但制种成本飙升，导致上半年种子类销售成本增长81%，该业务毛利率仅为29.22%，较去年同期下降了20.79个百分点。
- **农化类产品实现盈利**。农化类产品面对原材料价格持续攀升的情况下，营业收入同比增长34.23%，毛利率基本维持不变，上半年扭转了亏损。
- **香料在景气高点保持稳定**。香料市场在经历了去年的繁荣以后趋于稳定发展，国际市场原料价格波动趋缓，公司上半年该项业务基本保持稳定，营业收入和毛利率略有提升。但净利润大幅提升，子公司安徽丰乐香料上半年实现净利润2364万元，销售净利率达到9.4%，较去年提高了3.6个百分点。
- **盈利预测与投资建议**。目前，种子市场供给过剩局面在短期内难以改善，在2011年国务院推出种业新政后，中小企业面临较大的压力，行业面临整体洗牌的格局。从国务院关于今年农业工作的要求中看出，今年或许会出台行业整合的具体意见和政策，对于一些龙头企业有一定优势。在全球粮价上升的大背景之下，种业或许成为最先受益的行业，从我们的草根调研来看，由于二季度是淡季，粮价上涨尚未影响到种子销售，三季度销售开始后种企或有提价意愿，行业或走出低迷。我们预计，公司2012/2013/2014年收入分别增长21%、25%、29%，未来三年收入复合增速为26.6%；eps分别为0.21元、0.27元和0.33元，复合增速为22.4%，对应的P/E分别为53x，41x和34x，估值高于行业平均水平，给予“增持”评级。

图表 1：丰乐种业PE/PB band

资料来源：wind，航天证券研发部

财务报表预测

利润表（百万元）

	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	**1620**	**1958**	**2454**	**3157**
营业成本	1288	1578	1965	2530
毛利	**332**	**380**	**489**	**628**
%营业收入	*20.5%*	*19.4%*	*19.9%*	*19.9%*
营业税金及附加	3	4	5	7
%营业收入	*0.2%*	*0.2%*	*0.2%*	*0.2%*
销售费用	135	166	209	268
%营业收入	*8.3%*	*8.5%*	*8.5%*	*8.5%*
管理费用	108	131	164	212
%营业收入	*6.7%*	*6.7%*	*6.7%*	*6.7%*
财务费用	10	20	25	32
%营业收入	*0.6%*	*1.0%*	*1.0%*	*1.0%*
资产减值损失	34	3	10	14
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	2	0	0	0
营业利润	**43**	**56**	**76**	**95**
%营业收入	*2.7%*	*2.9%*	*3.1%*	*3.0%*
营业外收支	17	13	13	13
利润总额	**60**	**69**	**89**	**108**
%营业收入	*3.7%*	*3.5%*	*3.6%*	*3.4%*
所得税费用	5	7	8	10
净利润	55	62	81	98
归属于母公司所有者的净利润	**54.8**	**62.5**	**80.7**	**98.2**
少数股东损益	0	0	0	0
EPS（元/股）	**0.18**	**0.21**	**0.27**	**0.33**

现金流量表（百万元）

	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流净额	**-106**	**52**	**9**	**-29**
取得投资收益收回现金	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
无形资产投资	0	0	0	0
固定资产投资	-79	-39	-49	-63
其他	0	0	0	0
投资活动现金流净额	**-79**	**-39**	**-49**	**-63**
债券融资	0	0	0	0
股权融资	0	0	0	0
银行贷款增加（减少）	14	-202	115	194
筹资成本	28	-20	-25	-32
其他	-53	0	0	0

资产负债表（百万元）

	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	404	196	245	316
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	91	112	140	181
存货	669	819	1020	1313
预付账款	60	74	92	119
其他流动资产	3	4	5	6
流动资产合计	**1266**	**1226**	**1530**	**1968**
可供出售金融资产	0	0	0	0
持有至到期投资	0	0	0	0
长期股权投资	16	16	16	16
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	412	417	426	446
无形资产	130	123	117	111
商誉	0	0	0	0
递延所得税资产	3	0	1	1
其他非流动资产	13	13	13	13
资产总计	**1840**	**1797**	**2104**	**2556**
短期贷款	320	117	232	426
应付款项	132	181	226	290
预收账款	141	170	213	275
应付职工薪酬	36	44	55	71
应交税费	3	4	5	6
其他流动负债	41	51	63	81
流动负债合计	**673**	**567**	**794**	**1148**
长期借款	4	4	4	4
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	0	0	0	0
其他非流动负债	10	10	10	10
负债合计	**687**	**581**	**808**	**1163**
归属于母公司所有者权益	1142	1204	1285	1383
少数股东权益	11	11	10	10
股东权益	**1153**	**1215**	**1296**	**1394**
负债及股东权益	**1840**	**1797**	**2104**	**2556**

基本指标

EPS	0.183	0.209	0.270	0.329
BVPS	3.82	4.03	4.30	4.63
PE	65.82	57.71	44.64	36.71
PEG	3.06	2.69	2.08	1.71
PB	3.16	2.99	2.80	2.61

筹资活动现金流净额	**-11**	**-222**	**90**	**162**	EV/EBITDA	39.14	30.30	24.56	21.09
现金净流量	**-196**	**-208**	**50**	**70**	ROE	4.8%	5.2%	6.3%	7.1%

具备证券投资咨询业务资格的说明:

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，航天证券有限责任公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

投资评级说明:

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准:

买入: 相对强于基准表现 20%以上

增持: 相对强于基准表现 10～20%

中性: 相对基准表现在-10%～+10%之间波动

减持: 相对弱于基准表现 10%以下

——行业投资评级标准:

看好: 行业超越基准整体表现

中性: 行业与基准整体表现持平

看淡: 行业弱于基准整体表现

免责声明:

本报告版权归“航天证券”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“航天证券”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，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，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何形式的担保。

风险提示:

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

航天证券有限责任公司
地址: 上海市曹杨路 430 号
电话: 021-62446688
网址: www.casstock.com