

## 证券研究报告

## 公司研究——年报点评

## 万向德农 (600371.sh)

|    |    |    |    |
|----|----|----|----|
| 买入 | 增持 | 持有 | 卖出 |
|----|----|----|----|

上次评级: 增持, 2013.08.22

康敬东 行业分析师

执业编号: S1500510120009

联系电话: +86 10 63081261

邮箱: kangjingdong@cindasc.com

## 相关研究

《公司受累于行业产能过剩, 未来看新品种市场表现》13.08

《新品种的研发和储备有望助推公司业绩》13.03

《中期业绩符合预期, 对公司保持长期看好》12.08

《公司经营效果开始显现, 后期业绩值得期待》

12.08

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

邮编: 100031

## 新品种推广见成效, 净利润稳步提升

2016年04月01日

**事件:** 2016年3月31日万向德农发布15年年报, 2015年公司实现营业收入3.72亿元, 同比下降15.17%; 实现归属母公司股东净利润567.81万元, 同比增长28.09%。基本每股收益0.03元, 扣除非经常性损益后的基本每股收益0.08元。

## 点评:

➤ **种业供求过剩, 公司优化管理, 净利润稳步提升。**2015年度是种业供求过剩的第四年。2015年12月, 在全国种植业结构调整工作会上, 农业部决定重点调减“镰刀弯”地区的玉米种植面积。到2020年, 调减5000万亩, 其中2016年力争调减1000万亩。加之玉米价格持续走低, 影响玉米种子需求量。在此背景下, 万向德农主要精力放在新品种推广、创新销售模式、优化管理模式等几个方面, 增强企业竞争力。2015年, 万向德农实现营业收入37,171.59万元, 同比下降15.17%; 营业利润1,807.84万元, 同比增长207.87%; 实现归属于母公司的净利润567.81万元, 同比增长28.09%。

➤ **政策加大对种业扶持力度。**2016年中央一号文件明确指出, 要大力推进育繁推一体化, 全面推进良种重大科研联合攻关, 培育和推广适应机械化生产、优质高产多抗广适新品种, 加快主要粮食作物新一轮品种更新换代; 提升种业自主创新能力, 强化企业育种创新主体地位, 加快培育具有国际竞争力的现代种业企业; 对品种选育、生产、示范推广、种质资源保护、种子储备以及制种大县给予扶持。这些均体现了国家加大了对种业发展的支持, 作为农业的“芯片产业”, 种业的发展, 越来越受到国家的高度重视。

随着2015年新修订的《种子法》的推出, 国家对三农问题的日益关注, 以及玉米种业技术的快速进步革新, 我国玉米种业的各种问题有望在近年得到解决并进一步促进行业的整体发展。因此, 未来具有很大发展潜力。

➤ **新品种推广见成效。**公司明确“玉米”为主业, 大力推广玉米新品种。“加10分”、“德单5号”、“晋单73”等新品种处于快速发展期, 增量明显, 有较好的盈利能力, 单项新品种销售额和利润纷纷超越公司原有品种, 已成为公司利润的主要增长点。此外, 随着“德单1266”、“德单123”、“德单1104”、“德单1001”等潜力新品种的陆续推出, 在很大程度上增强了公司的竞争力。2015年度, 新品种销售占全年总销量的近1/4, 单项新品种销售额和利润超越公司原有品种。

➤ **盈利预测及评级:** 种子库存压力逐步放缓将有利于行业发展, 种业正步入大规模整合期。政策长期利好民族种业龙头, 长期看好万向德农。我们预计公司16-18年摊薄每股收益分别为0.10元、0.12元、0.13元。维持“增持”评级。

➤ **风险因素:** 玉米种子的供大于求, 行业竞争日愈激烈, 新品种推广不达预期。

|               | 2014A    | 2015A   | 2016E   | 2017E  | 2018E  |
|---------------|----------|---------|---------|--------|--------|
| 营业收入(百万元)     | 438.20   | 371.72  | 382.69  | 398.09 | 414.65 |
| 增长率 YoY %     | 6.10%    | -15.17% | 2.95%   | 4.02%  | 4.16%  |
| 归属母公司净利润(百万元) | 4.43     | 5.68    | 22.32   | 26.97  | 28.70  |
| 增长率 YoY%      | -112.52% | 28.09%  | 293.06% | 20.86% | 6.39%  |
| 毛利率%          | 29.59%   | 29.11%  | 29.83%  | 31.85% | 31.82% |
| 净资产收益率 ROE%   | 1.20%    | 1.49%   | 5.76%   | 6.59%  | 6.56%  |
| 每股收益 EPS(元)   | 0.02     | 0.03    | 0.10    | 0.12   | 0.13   |
| 市盈率 P/E(倍)    | 952      | 744     | 189     | 157    | 147    |
| 市净率 P/B(倍)    | 11.03    | 11.13   | 10.66   | 9.98   | 9.35   |

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测

注: 股价为 2016 年 3 月 31 日收盘价

**资产负债表**

单位:百万元

| 会计年度           | 2014A  | 2015A  | 2016E  | 2017E  | 2018E  |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>流动资产</b>    | 458.20 | 361.62 | 383.16 | 411.70 | 442.23 |
| 货币资金           | 104.20 | 145.11 | 162.59 | 188.85 | 210.20 |
| 应收票据           | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 应收账款           | 0.54   | 0.97   | 1.00   | 1.04   | 1.09   |
| 预付账款           | 2.46   | 1.87   | 1.90   | 1.92   | 2.00   |
| 存货             | 345.44 | 210.03 | 214.02 | 216.24 | 225.31 |
| 其他             | 5.56   | 3.64   | 3.64   | 3.64   | 3.64   |
| <b>非流动资产</b>   | 336.75 | 306.70 | 310.12 | 319.93 | 330.64 |
| 长期投资           | 3.85   | 3.76   | 3.76   | 3.76   | 3.76   |
| 固定资产           | 176.70 | 153.23 | 156.89 | 164.73 | 172.81 |
| 无形资产           | 27.53  | 23.93  | 20.59  | 18.55  | 17.32  |
| 其他             | 128.68 | 125.77 | 128.88 | 132.88 | 136.74 |
| <b>资产总计</b>    | 794.96 | 668.32 | 693.28 | 731.62 | 772.87 |
| <b>流动负债</b>    | 380.75 | 241.52 | 248.07 | 257.10 | 267.14 |
| 短期借款           | 70.00  | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 应付账款           | 11.84  | 10.62  | 10.82  | 10.93  | 11.39  |
| 其他             | 298.91 | 230.90 | 237.25 | 246.17 | 255.76 |
| <b>非流动负债</b>   | 14.05  | 30.67  | 30.67  | 30.67  | 30.67  |
| 长期借款           | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 其他             | 14.05  | 30.67  | 30.67  | 30.67  | 30.67  |
| <b>负债合计</b>    | 394.80 | 272.18 | 278.74 | 287.76 | 297.81 |
| 少数股东权益         | 17.54  | 16.67  | 18.61  | 20.96  | 23.45  |
| 归属母公司股东权益      | 382.62 | 379.46 | 395.93 | 422.90 | 451.60 |
| <b>负债和股东权益</b> | 794.96 | 668.32 | 693.28 | 731.62 | 772.87 |

**重要财务指标**

单位:百万元

| 主要财务指标    | 2014A    | 2015A   | 2016E   | 2017E  | 2018E  |
|-----------|----------|---------|---------|--------|--------|
| 营业收入      | 438.20   | 371.72  | 382.69  | 398.09 | 414.65 |
| 同比(%)     | 6.10%    | -15.17% | 2.95%   | 4.02%  | 4.16%  |
| 归属母公司净利润  | 4.43     | 5.68    | 22.32   | 26.97  | 28.70  |
| 同比(%)     | -112.52% | 28.09%  | 293.06% | 20.86% | 6.39%  |
| 毛利率(%)    | 29.59%   | 29.11%  | 29.83%  | 31.85% | 31.82% |
| ROE(%)    | 1.20%    | 1.49%   | 5.76%   | 6.59%  | 6.56%  |
| 每股收益(元)   | 0.02     | 0.03    | 0.10    | 0.12   | 0.13   |
| P/E       | 952      | 744     | 189     | 157    | 147    |
| P/B       | 11.03    | 11.13   | 10.66   | 9.98   | 9.35   |
| EV/EBITDA | 89.15    | 144.15  | 123.66  | 106.18 | 100.20 |

**利润表**

单位:百万元

| 会计年度            | 2014A  | 2015A  | 2016E  | 2017E  | 2018E  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>营业收入</b>     | 438.20 | 371.72 | 382.69 | 398.09 | 414.65 |
| 营业成本            | 308.55 | 263.53 | 268.54 | 271.32 | 282.69 |
| 营业税金及附加         | 0.09   | 0.08   | 0.10   | 0.11   | 0.11   |
| 营业费用            | 41.48  | 32.76  | 34.44  | 35.83  | 37.32  |
| 管理费用            | 49.17  | 38.57  | 42.10  | 43.79  | 45.61  |
| 财务费用            | 15.79  | -0.08  | -0.34  | -0.39  | -0.47  |
| 资产减值损失          | 47.94  | 26.95  | 22.45  | 28.23  | 27.14  |
| 公允价值变动收益        | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 投资净收益           | 8.06   | 8.17   | 6.36   | 8.51   | 7.68   |
| <b>营业利润</b>     | -16.76 | 18.08  | 21.77  | 27.72  | 29.92  |
| 营业外收入           | 22.21  | 9.17   | 10.78  | 10.78  | 10.78  |
| 营业外支出           | 2.80   | 21.00  | 4.00   | 4.00   | 4.00   |
| <b>利润总额</b>     | 2.65   | 6.24   | 28.54  | 34.49  | 36.70  |
| 所得税             | 0.03   | 0.00   | 4.28   | 5.17   | 5.50   |
| <b>净利润</b>      | 2.63   | 6.24   | 24.26  | 29.32  | 31.19  |
| 少数股东损益          | -1.81  | 0.56   | 1.94   | 2.35   | 2.50   |
| <b>归属母公司净利润</b> | 4.43   | 5.68   | 22.32  | 26.97  | 28.70  |
| EBITDA          | 43.84  | 29.29  | 34.14  | 39.76  | 42.14  |
| EPS (摊薄)        | 0.02   | 0.03   | 0.10   | 0.12   | 0.13   |

**现金流量表**

单位:百万元

| 会计年度           | 2014A   | 2015A  | 2016E  | 2017E  | 2018E  |
|----------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| <b>经营活动现金流</b> | 275.86  | 111.08 | 15.69  | 21.65  | 18.80  |
| 净利润            | 2.63    | 6.24   | 24.26  | 29.32  | 31.19  |
| 折旧摊销           | 26.00   | 22.47  | 5.60   | 5.27   | 5.44   |
| 财务费用           | 15.18   | 0.58   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 投资损失           | -8.06   | -8.17  | -6.36  | -8.51  | -7.68  |
| 营运资金变动         | 209.42  | 66.90  | -19.95 | -21.48 | -26.28 |
| 其它             | 30.69   | 23.06  | 12.14  | 17.05  | 16.13  |
| <b>投资活动现金流</b> | 19.90   | 7.77   | 7.64   | 4.61   | 2.54   |
| 资本支出           | 6.25    | 2.41   | 1.29   | -3.90  | -5.13  |
| 长期投资           | 11.05   | 8.26   | 6.36   | 8.51   | 7.68   |
| 其他             | 2.60    | -2.90  | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| <b>筹资活动现金流</b> | -257.84 | -77.94 | -5.85  | 0.00   | 0.00   |
| 吸收投资           | 0.00    | 0.00   | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 借款             | -250.00 | -70.00 | 0.00   | 0.00   | 0.00   |
| 支付利息或股息        | 17.84   | 7.94   | 5.85   | 0.00   | 0.00   |
| <b>现金净增加额</b>  | 37.92   | 40.90  | 17.48  | 26.26  | 21.34  |

## 研究团队简介

**康敬东**，北京大学光华管理学院 MBA，2000 年进入证券公司从事行业及上市公司分析工作。长年从事农业及食品行业研究，准确把握住了近年来糖价及猪价机会，正确判断了国内乳业的形势。力求客观、独立，注重风险控制，倾向长期分析视角。

## 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        |
| 华北 | 张 华 | 010-63081254  | 13691304086 | zhanghuac@cindasc.com    |
| 华北 | 饶婷婷 | 010-63081479  | 18211184073 | raotingting@cindasc.com  |
| 华北 | 何 欢 | 010-63081150  | 18610718799 | hehuan@cindasc.com       |
| 华北 | 巩婷婷 | 010-63081128  | 13811821399 | gongtingting@cindasc.com |
| 华东 | 文襄琳 | 021-63570071  | 13681810356 | wenxianglin@cindasc.com  |
| 华东 | 王莉本 | 021-61678592  | 18121125183 | wangliben@cindasc.com    |
| 华南 | 刘 晟 | 0755-82465035 | 13825207216 | liusheng@cindasc.com     |
| 华南 | 易耀华 | 0755-82497333 | 18680307697 | yiyahua@cindasc.com      |
| 国际 | 唐 蕾 | 010-63080945  | 18610350427 | tanglei@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）；<br>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意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。