

日期: 2011年4月14日

行业: 农业



郭昌盛

021-53519888-1924



guochangsheng@sigchina.com

执业证书编号: S0870510120009

基本数据 (Y10)

报告日股价 (元)	17.85
12mth A 股价格区间 (元)	21.78 / 10.82
总股本 (百万股)	298.88
无限售 A 股/总股本	90.34%
流通市值 (百万元)	4819.44
每股净资产 (元)	3.70
PBR (X)	4.82
DPS (Y10, 元)	0.05

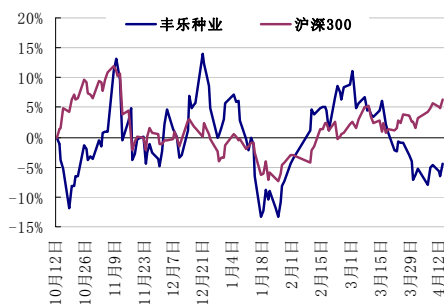
主要股东 (Y10)

合肥建设投资 (集团) 有限公司	34.11%
嘉实主题精选基金	2.86%
上投摩根内需动力基金	2.28%
中国人寿 - 传统 - 普通产品	1.76%
百年化妆护肤品公司	1.72%

收入结构 (Y10)

种子类	36.11%
农化类	25.33%
香料类	21.81%
酒店旅游	2.07%

最近 6 个月股票走势与沪深 300 的比较



报告编号: GCS11-CI04

首次报告日期: 2011-04-14

种子业务将迎来跳越式成长

■ 报告背景

日前, 国内种业龙头之一的丰乐种业发布 2010 年年报。公司营业收入、归属母公司净利润增长分别同比增长 43.78%、42.79%, 且每股收益 0.37 元。还给出了年度分配预案 10 股派 0.5 元。在此予以点评。

■ 主要观点

主业增长速度加快, 盈利能力尚稳定。

公司营业收入、净利润的增速在加快, 且种子各类产品的增长较均衡。同时, 综合盈利能力尚稳定。下半年置出的房地产业务也有所贡献。但当年经营现金净流入为“负”, 营运效率能否真正提高仍需关注。

行业政策环境良好, 公司扩张势头或更猛。

新版《农作物种子生产经营许可管理办法》不久即将出台, 作为我国杂交稻“两系”制种业的龙头, 公司也在酝酿更大的扩张, 以及通过对外强强合作以实现超常发展, 加之其已内列入全国重点支持的种子企业名单, 募集资金项目于明年完成, 都将奠定主业腾飞基础。

未来中长期业绩可实现跨越式增长。

预计公司于 2011~2013 年将实现每股收益依次为 0.35 元、0.41 元、0.60 元, 相应地递增 10%、17%、45%。2011 年因填补房地产业务置出后的业绩空缺, 全年所形成的增速暂不大。

■ 估值与建议

于未来六个月内, 对该股维持评级为“跑赢大市”。

鉴于其种业及农化业务的中长期成长性, 以及当前适中的估值, 暂维持对其现有评级, 可酌情寻低买入。

■ 数据预测:

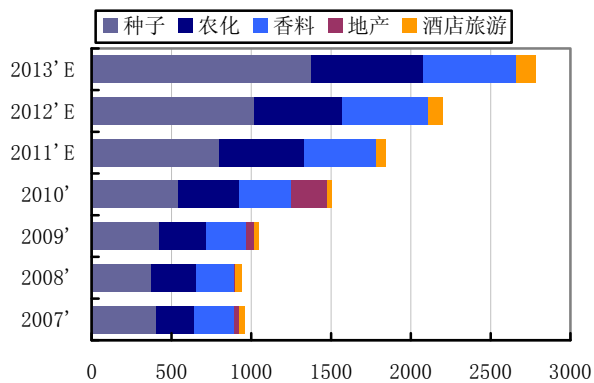
至 12 月 31 日 (¥, 百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1046.33	1504.45	1842.91	2201.77	2784.99
年增长率 (%)	11.17	43.78	22.50	19.47	26.49
属于母公司的净利润	67.45	96.32	105.63	123.66	179.26
年增长率 (%)	156.91	42.79	9.67	17.07	44.96
每股收益 (元)	0.226	0.322	0.353	0.414	0.600
PER (X)	78.98	55.43	50.57	43.12	29.75

注: 有关指标按当前总股本为 298.88 百万股, 4 月 13 日收盘价计算

一、盈利能力稳定，地产业绩待接力

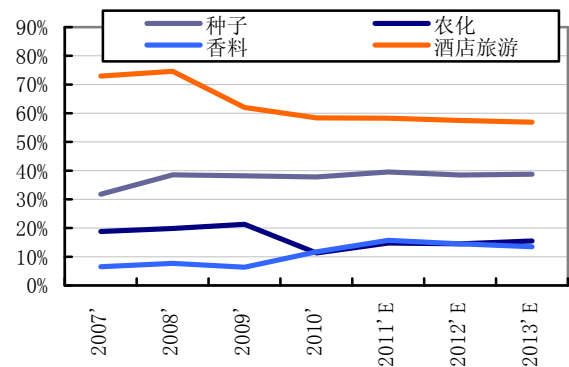
1. 核心主业均衡扩张，盈利能力尚稳。2010 年公司营业收入和归属于母公司股东的净利润分别增长 43.78%、42.79%，归属于母公司股东的扣除非经常性损益的净利润更大增 74.95%，种子、农化、香料三大类主导产品的收入增速分别达 28.93%、27.85%、30.64%。得益于国内种子市场良性的发展进程，种子类收入也结束了过去几年徘徊不前状态，开始了加速增长。与此同时，公司的综合毛利率也有所提高，销售净利润率基本稳定（参见图 1、图 2 及附表 1）。

图 1 丰乐种业的营业收入的趋势（百万元）



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所整理

图 2 丰乐种业的毛利率走势



数据来源：Wind 资讯 上海证券研究所整理

2. 业绩良好的地产业务置出，意在突出核心种业。公司于当年 7 月完成了“丰乐房地产”100%的股权转让，意味着未来业绩中不再有房地产业务的贡献。这是一个明智选择，作为公司核心主业的种业地位可望进一步突出。当然，为维持整体的成长态势，也需要种业更强劲的成长来拉动。地产去年的收入和毛利分别占 15%、23%。

3. 偿债能力增强，但经营现金流下降。因定向增发融资完成，公司年底的资产负债率大幅降低，资产流动性增强。但也注意到，其经营性现金净流入大幅度下降，系由费用支出及计提的新增所导致。

二、核心能力正随项目实施而获强化

公司是安徽省的首批“国家高新技术企业”之一，也是业内唯一同时拥有水稻、玉米“中国名牌产品”称号企业。其核心能力在于杂

交水稻“两系”制种技术，拥有自主知识产权的杂交新品种若干，在以长江中下游产区为主战场的杂交稻领域占有重要地位。另外，公司在黄淮地区玉米种、农药以及薄荷香料的出口等领域也有一定的市场影响力。2010 年四季度完成的定向增发再融资 4.3 亿元，投入重心仍在种业及农药的基地建设上，目前暂无任何变更，其中稻种加工包装项目在 2012 年 6 月竣工投产后，将为后续的扩张奠定基础。公司进一步向华南、西南地区的渗透已取得初步成效，并将迎来回报期。而在同渠道上，高效环保型农药也会继续成功地搭便车。

三、借力种业新一轮大整合，业绩前景可期

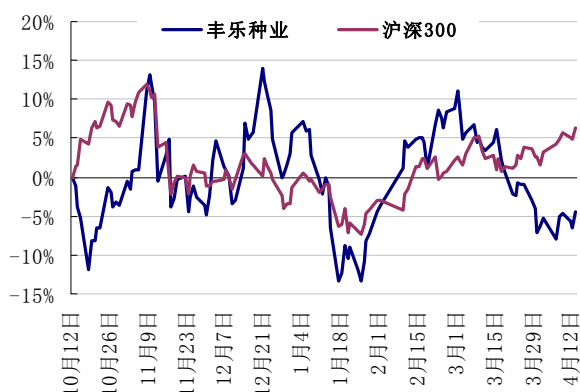
国内种业在经历 2010 年“种子执法年”之后，市场结构大为改善，同业竞争走向有序。而今年新版的《农作物种子生产经营许可管理办法》即将正式出台，以及重点扶持种子企业名单的确定与公布等等，将促进种业的新一轮大整合，强强联合也成趋势。因此，丰乐种业的未来市场环境会更趋有利。公司计划 2011 年继续致力于市场份额的扩大，通过各业务的对外合作而掌握定价主动权，将产业链加以延伸与完善，最终实现超常规发展，这意味着将会采取一系列的相应策略，对其结果可相对乐观期待。

我们预计在未来三年，公司种业将进一步拉动整体的业绩增长，2011 年房地产收入的消失，将完全能由以种业为首的其他各项业务填补，种子类产品的毛利率将能维持现有水平，而农化、香料类的毛利率也分别会稳中有增。初步预测营业收入将依次增长 23%、20%、27%；归属于母公司股东的净利润依次增长 10%、17%、45%；相应的每股收益可达 0.35 元、0.41 元、0.60 元；其中 2011 年的利润增长不会很快。对其 2010 年度仅有 10 股派 0.5 元的分红预案，我们认为虽实在太少，但与其当前能力对照也基本相符。

四、估值与建议：中长线尚存机会

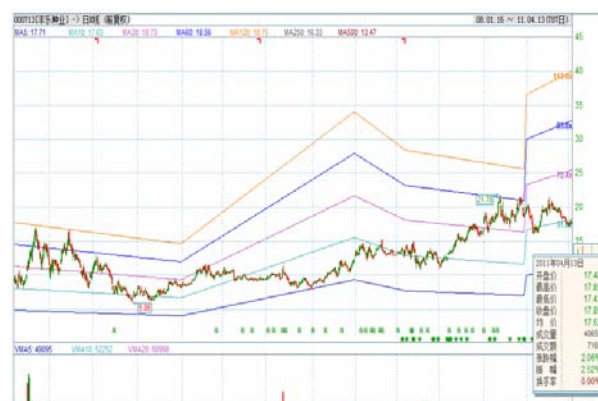
基于以上的业绩预期，丰乐种业的相对估值（40~50 倍 PE）似未被低估，其股票的投资亮点在于行业的高景气度及公司稳定有保障的业绩，而长期成长性更值得期待。在此仍维持对其“跑赢大市”的评级，投资者酌情寻低位买入。而对于自然灾害对种植业的冲击以及市场对种业的重估，公司产品质量的潜在风险等等也须留意并规避。

图 3 近 6 个月丰乐种业的走势与沪深 300 比较



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所整理

图 4 丰乐种业的股票走势叠加 PE - Bands



数据来源: Wind 资讯 上海证券研究所整理

附表 1 丰乐种业的历年财务指标

财务指标	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
销售毛利率 (%)	31.90	32.46	24.45	26.80	25.96	26.49
销售净利率 (%)	2.76	3.22	4.01	3.26	6.39	6.39
息税前利润/营业总收入 (%)	5.04	5.76	7.38	5.22	8.49	8.87
净资产收益率(摊薄) (%)	5.51	5.84	7.18	5.64	11.96	8.71
流动比率 (%)	1.08	1.09	1.16	1.15	1.14	1.80
速动比率 (%)	0.45	0.43	0.52	0.44	0.42	1.06
资产负债率 (%)	57.81	57.39	53.81	56.16	59.97	40.67
存货周转率(次)	1.27	1.37	1.81	1.59	1.42	1.92
应收账款周转率(次)	14.28	17.89	21.98	18.26	15.91	17.45
总资产周转率(次)	0.61	0.72	0.84	0.79	0.78	0.91
营业收入(同比增长率) (%)	54.45	20.89	14.96	-1.88	11.17	43.78
归属母公司股东的净利润(同比增长率) (%)	106.14	24.89	22.51	-23.17	122.09	74.95
每股收益-期末股本摊薄(元)	0.11	0.12	0.16	0.13	0.30	0.32
每股经营活动产生的现金流量净额(元)	0.14	0.00	0.25	0.56	0.53	-0.09
每股未分配利润(元)	0.16	0.23	0.35	0.44	0.68	0.80
每股资本公积(元)	0.67	0.68	0.68	0.68	0.61	1.69

数据来源: Wind 资讯, 上海证券研究所整理

(可参见下一页: 附表 2 丰乐种业的会计报表预测与分析)

附表2 丰乐种业的会计报表预测及分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1338	1494	1793	2379	营业收入	1504	1843	2202	2785
现金	612	580	869	1180	营业成本	1106	1527	1810	2251
应收账款	99	152	109	215	营业税金及附加	28	9	10	11
其他应收款	10	25	40	56	营业费用	132	108	132	174
预付账款	60	97	109	129	管理费用	95	89	113	139
存货	545	631	657	787	财务费用	16	8	5	9
其他流动资产	11	9	9	11	资产减值损失	36	16	22	25
非流动资产	545	557	610	620	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1	2	5	7	投资净收益	17	15	15	15
固定资产	324	370	419	430	营业利润	109	101	124	191
无形资产	131	130	126	120	营业外收入	10	17	18	19
其他非流动资产	88	55	60	62	营业外支出	1	3	5	7
资产总计	1882	2051	2403	2999	利润总额	118	115	137	203
流动负债	745	827	1068	1492	所得税	22	7	10	14
短期借款	305	279	330	572	净利润	96	108	127	188
应付账款	110	160	231	226	少数股东损益	-0	2	3	9
其他流动负债	331	389	507	693	归属母公司净利润	96	106	124	179
非流动负债	20	14	13	12	EBITDA	162	145	172	248
长期借款	5	4	3	2	EPS (元)	0.32	0.35	0.41	0.60
其他非流动负债	15	10	10	10					
负债合计	766	841	1081	1504					
少数股东权益	11	13	16	25					
股本	299	299	299	299					
资本公积	505	505	505	505					
留存收益	293	383	492	656					
归属母公司股东权益	1106	1197	1305	1470					
负债和股东权益	1882	2051	2403	2999					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					会计年度				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	2010	2011E	2012E	2013E	
经营活动现金流	-26	77	336	133	成长能力				
净利润	96	108	127	188	营业收入	43.8%	22.5%	19.5%	26.5%
折旧摊销	37	37	43	49	营业利润	119.4%	-7.2%	22.5%	53.8%
财务费用	16	8	5	9	归属于母公司净利润	42.8%	9.7%	17.1%	45.0%
投资损失	-17	-15	-15	-15	获利能力				
营运资金变动	-194	-117	185	-141	毛利率(%)	26.5%	17.2%	17.8%	19.2%
其他经营现金流	36	57	-9	43	净利率(%)	3.4%	6.4%	5.7%	5.6%
投资活动现金流	-19	-62	-76	-41	ROE(%)	8.7%	8.8%	9.5%	12.2%
资本支出	85	70	83	52	ROIC(%)	13.1%	11.3%	16.0%	21.8%
长期投资	0	1	3	2	偿债能力				
其他投资现金流	66	9	11	13	资产负债率(%)	40.7%	41.0%	45.0%	50.1%
筹资活动现金流	452	-48	29	219	净负债比率(%)	40.43%	33.64%	30.78%	38.20%
短期借款	71	-26	51	243	流动比率	1.80	1.81	1.68	1.59
长期借款	-1	-1	-1	-1	速动比率	1.00	0.99	1.02	1.02
普通股增加	74	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	368	0	0	0	总资产周转率	0.91	0.94	0.99	1.03
其他筹资现金流	-60	-21	-21	-23	应收账款周转率	16	13	14	14
现金净增加额	407	-32	290	311	存货周转率	9.92	11.33	9.27	9.85

每股指标 (元)					估值比率				
每股收益 (最新摊薄)	0.32	0.35	0.41	0.60	P/E	54.58	49.77	42.51	29.33
每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.09	0.26	1.13	0.44	P/B	4.75	4.39	4.03	3.58
每股净资产 (最新摊薄)	3.70	4.00	4.37	4.92	EV/EBITDA	31	34	29	20

数据来源: 公司年报, 上海证券研究所整理

分析师承诺

分析师 郭昌盛

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定 义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定 义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。