

农化成本压力凸显，香料业务发展超预期

公司研究简报

◆事件:

公司发布 2011 年中报, 报告期内实现营业收入 6.75 亿元, 净利润 5048 万元, 同比分别减少 9.68% 和 39.38%, 对应 EPS 0.17 元。扣除非经常损益后的净利润为 4711 万元, 同比减少 43.27%。

◆点评:

公司上半年业绩同比下滑幅度较大, 主要是因为上年同期“丰乐世纪公寓”确认收入 2.2 亿元导致基数较高, 剔除房地产业务后, 公司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%, 业绩增长显著。

种业收入、毛利均有所下降, 产品结构变化导致毛利率略有提升。玉米市场竞争加剧, 公司主要品种受到冲击, 销量减少, 盈利下滑; 水稻市场表现较好, 实现收入与毛利率双增长。农化产品销售增速较快, 上半年同比增长 57.88%, 但受到国际巨头冲击及成本上升的影响, 毛利率下滑 8.18%。香料业务发展迅速, 收入同比增长 63.51%, 产品价格持续攀升, 毛利率提高 4.77%。旅游服务业务有所好转, 较上年同期增长 25.88%。

受员工薪酬、科研费用、折旧费增加的影响, 管理费用同比增长 31.44%; 广告费用、运杂费的缩减使销售费用同比减少 18.25%; 财务费用同比减少 50.18%。

◆控成本、推销售, 多元业务齐头并进,:

公司未来将积极推动玉米新品种研发, 推进高端水稻品种的销售, 继续做大做强种业; 农化业务注重控制成本提高盈利能力, 加快募投项目建设进度; 香料业务向合成香料延伸, 进一步扩大市场占有率。

我们认为, 公司多元化发展模式可以有效平抑种子业务的业绩波动, 农化和香料未来将继续保持高增长, 但由于成本压力, 盈利水平将受到一定抑制。

◆盈利预测及投资评级:

考虑到短期种子业务表现不佳以及成本上升带来的业绩压力, 我们下调 11-13 年 EPS, 分别为 0.37 元、0.51 元、0.71 元, 给予 12 年 30-35 倍 PE, 对应目标价 15.30 元-17.85 元, 增持评级。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1,046	1,504	1,821	2,604	3,407
营业收入增长率	11.17%	43.78%	21.06%	42.97%	30.85%
净利润(百万元)	67	96	109	152	211
净利润增长率	131.67%	42.79%	13.39%	39.13%	38.71%
EPS(元)	0.23	0.32	0.37	0.51	0.71
ROE(归属母公司) (摊薄)	11.96%	8.71%	9.10%	11.42%	14.10%
P/E	66	46	41	29	21

增持(维持)

当前价/目标价: 14.85/17.85 元

目标期限: 6 个月

分析师

李婕

(执业证书编号: S0930511010001)

联系人

刘晓波

021-2216 9177

liuxb@ebcn.com

王碧玉

021-2216 9316

wangbiyu@ebcn.com

市场数据

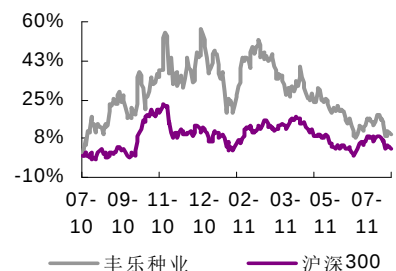
总股本(亿股): 2.99

总市值(亿元): 44.38

一年最低/最高(元): 13.45/21.78

近 3 月换手率: 65.35%

股价表现(一年)



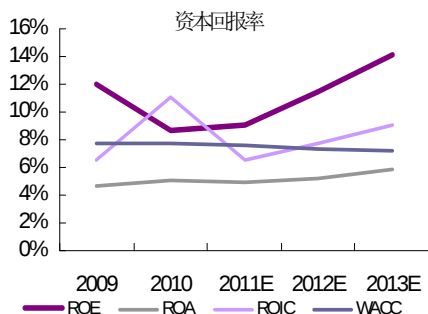
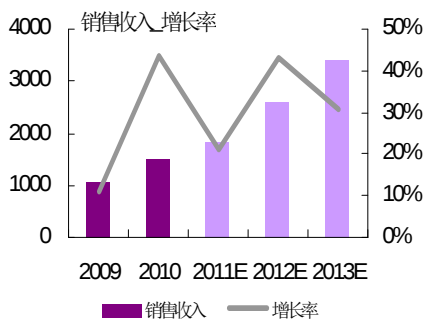
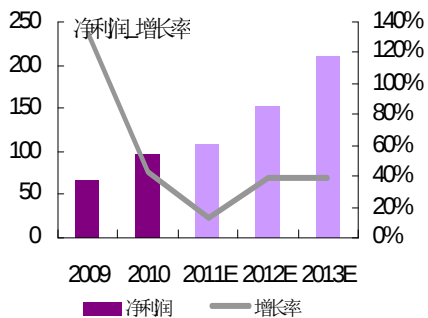
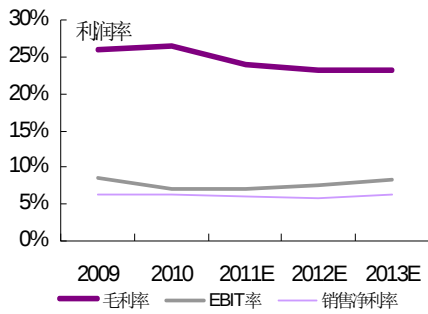
收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	-0.53	-5.03	6.13
绝对	-1.46	-11.94	9.40

相关研报

年报符合预期, 定增带来新机遇

..... 2011-04-08



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1,046	1,504	1,821	2,604	3,407
营业成本	775	1,106	1,386	1,999	2,615
折旧和摊销	36	37	50	60	65
营业税费	5	28	8	12	15
销售费用	109	132	137	187	238
管理费用	75	95	131	182	232
财务费用	11	16	10	30	47
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	4	17	5	6	7
营业利润	50	109	124	173	242
利润总额	78	118	129	177	246
少数股东损益	-1	0	1	2	2
归属母公司净利润	67.45	96.32	109.22	151.95	210.77

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	1,436	1,882	2,232	2,953	3,617
流动资产	964	1,338	1,493	2,175	2,855
货币资金	210	612	273	391	511
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	73	99	130	192	246
应收票据	6	11	13	18	24
其他应收款	12	10	14	20	27
存货	606	545	980	1,434	1,891
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	16	16	16	16	16
固定资产	319	324	494	539	537
无形资产	114	131	125	119	113
总负债	861	766	1,020	1,610	2,107
无息负债	621	456	521	722	917
有息负债	240	310	499	888	1,190
股东权益	575	1,117	1,212	1,344	1,510
股本	225	299	299	299	299
公积金	180	559	570	585	606
未分配利润	153	238	322	436	580
少数股东权益	11	11	12	13	15

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	119	-26	-259	-125	-46
净利润	67	96	109	152	211
折旧摊销	36	37	50	60	65
净营运资金增加	-53	214	477	481	486
其他	69	-373	-894	-818	-808
投资活动产生现金流	-63	-19	-245	-94	-43
净资本支出	37	85	250	100	50
长期投资变化	16	16	0	0	0
其他资产变化	-116	-121	-495	-194	-93
融资活动现金流	-41	452	165	337	209
股本变化	0	74	0	0	0
债务净变化	-51	70	190	388	303
无息负债变化	219	-165	65	202	195
净现金流	15	407	-339	117	120

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	11.17%	43.78%	21.06%	42.97%	30.85%
净利润增长率	131.67%	42.79%	13.39%	39.13%	38.71%
EBITDA 增长率	75.97%	15.86%	23.15%	44.25%	35.25%
EBIT 增长率	131.15%	20.82%	19.66%	52.99%	43.36%
估值指标					
PE	66	46	41	29	21
PB	8	4	4	3	3
EV/EBITDA	28	30	28	21	16
EV/EBIT	40	41	38	27	20
EV/NOPLAT	72	38	45	31	23
EV/Sales	3	3	3	2	2
EV/IC	5	4	3	2	2
盈利能力 (%)					
毛利率	25.96%	26.49%	23.89%	23.24%	23.26%
EBITDA 率	11.94%	9.62%	9.79%	9.87%	10.21%
EBIT 率	8.51%	7.15%	7.07%	7.56%	8.29%
税前净利润率	7.42%	7.84%	7.08%	6.81%	7.22%
税后净利润率 (归属母公	6.45%	6.40%	6.00%	5.84%	6.19%
ROA	4.65%	5.11%	4.94%	5.20%	5.88%
ROE (归属母公司) (摊	11.96%	8.71%	9.10%	11.42%	14.10%
经营性 ROIC	6.58%	11.13%	6.49%	7.69%	9.10%
偿债能力					
流动比率	1.14	1.80	1.49	1.37	1.37
速动比率	0.42	1.06	0.51	0.47	0.46
归属母公司权益/有息债务	2.35	3.57	2.40	1.50	1.26
有形资产/有息债务	5.45	5.60	4.19	3.18	2.93
每股指标(按最新预测年度股					
EPS	0.23	0.32	0.37	0.51	0.71
每股红利	0.00	0.05	0.07	0.15	0.21
每股经营现金流	0.40	-0.09	-0.87	-0.42	-0.15
每股自由现金流(FCFF)	0.43	-0.37	-1.79	-1.08	-0.67
每股净资产	1.89	3.70	4.02	4.45	5.00
每股销售收入	3.50	5.03	6.09	8.71	11.40

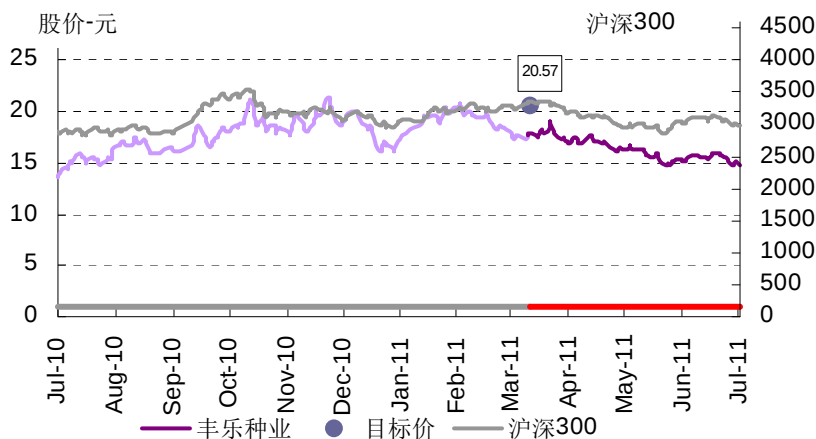
资料来源：光大证券、上市公司

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

丰乐种业（000713）



日期	股价	目标价	评级
2011-04-08	17.74	20.57	增持

买入 —	增持 —	中性 —
减持 —	卖出 —	

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。公司经营业务许可证编号：Z22831000。

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

本证券研究报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅供本公司的客户使用。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。

光大证券股份有限公司研究所

上海市新闻路1508号静安国际广场3楼 邮编 200040

总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
企业客户	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebsecn.com
上海	李大志	021-22169128	13810794466	lidz@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	徐又丰	021-22169082	13917191862	xuyf@ebsecn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebsecn.com
	冯诚	021-22169083	18616830416	fengcheng@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
深圳	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebsecn.com
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
富尊财富中心	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	戚德文	021-22169152	15821755866	qidw@ebsecn.com
	郑锐	021-22169080	13761361968	zhui@ebsecn.com