

分析师： 乔洋 (8621) 65799581 qiaoyang@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490510120007

联系人： 叶思阳 (8627)65799581 yesy@cjsc.com.cn

地产剥离拖累同比增速，水稻、香料增长较为可观

事件描述

丰乐种业（000713.SZ）今日公告 2011 年半年度报告，营业收入为 6.75 亿元，同比减少 9.68%（若剔除 2010 年地产业务的收入贡献，2011 年上半年营业收入同比增加 28.20%）；归属于上市公司股东的净利润 5048.16 万元，同比减少 39.38%（若剔除 2010 年地产业务的利润贡献，2011 年上半年净利润同比增加 51.20%）；每股收益 0.17 元，上年同期为 0.28 元。我们认为：

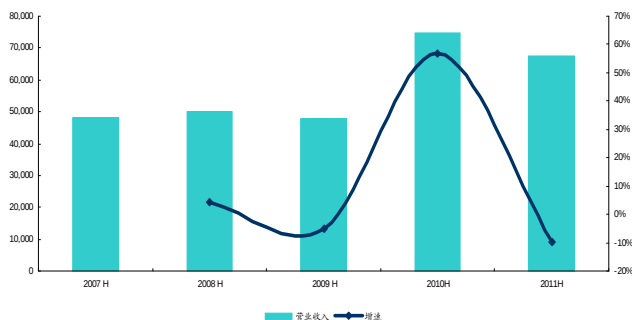
- ⊗ 2011 年上半年公司营业收入和净利润同比下降主要源于公司去年房地产业务的剥离，其他主营业务农化、香料和酒店业务收入分别较去年同期增长 57.88%、63.51%和 25.88%。公司综合毛利率下降 8.26 个百分点，主要源于原材料价格上涨以及外来产品进入带来公司农化业务毛利率大幅下降 8.18 个百分点
- ⊗ 我们看好公司的长期发展战略：“做大做强种业，积极发展农化和香料产业”——1、水稻种子发展稳健，玉米种子寻求外延式扩张；2、农化和种业相结合的经营模式优势明显。

基于今年水稻种子市场供需情况以及公司香料业务的稳定增长，我们预计公司 2011-2013 年 EPS 为 0.42 元、0.47 元和 0.57 元，维持“谨慎推荐”评级。

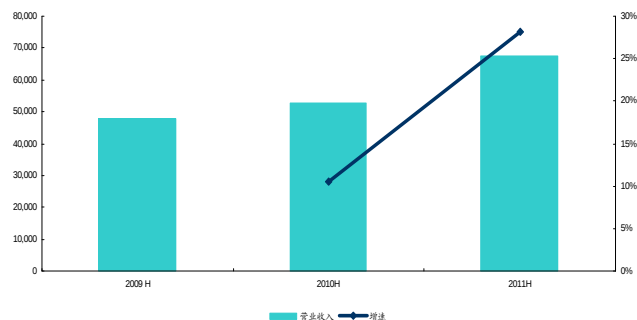
事件评论

第一，营业收入减少主要源于房地产业务剥离；综合毛利率大幅下降 8.26 个百分点

2011 年上半年公司实现营业收入 6.75 亿元，同比减少 9.68%。营业收入减少的主要原因是公司于 2010 年 7 月剥离了房地产业务，而 2010 年公司地产业务实现收入 2.21 亿元。若剔除公司房地产业务在 2010 年上半年的收入贡献，2011 年上半年公司营业收入同比去年增长 28.20%，近三年公司主营业务收入呈稳步增长态势。

图 1: 2007H~2011H 公司营业收入及增速 (万元)


资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

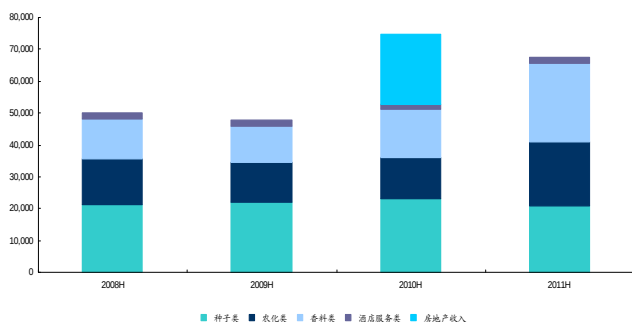
图 2: 09H~11H 剔除房地产业务营业收入 (万元)


资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

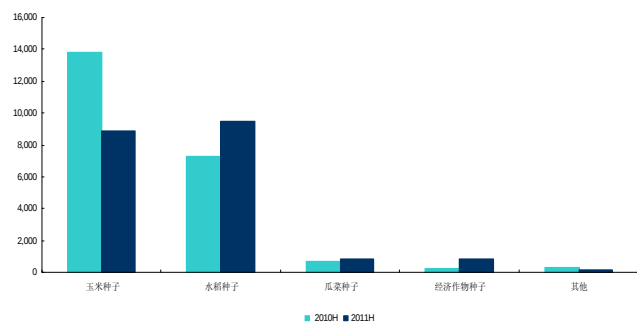
2011 年上半年, 公司种子业务收入同比减少 10.72%, 农化、香料和酒店业务收入分别较去年同期增长 57.88%、63.51% 和 25.88%。

2011 年上半年公司种子业务收入减少主要源于玉米种收入大幅下降。玉米种收入同比大幅下降 36%, 主要原因系先玉 335 等品种在黄淮海玉米种植区的冲击以及公司新老种子品种换代影响; 水稻业务收入同比增长 30.24%, 主要原因系近两年气候异常, 国内主要水稻制种区当年制种减产较为严重, 2010/2011 年度水稻种整体供给偏紧, 公司制种基地基本没有受到影响, 因此两方面受益: 一方面销量增长, 另一方面价格有一定程度上涨。

在国内农化行业连续三年低迷和国外高端产品冲击市场的情况下, 公司在牺牲部分利润的前提下, 保持较高的收入增速。公司香料收入的大幅提升源于公司经历约七年左右的市场经验积累, 逐渐摸清市场规律, 较好的把握市场机会。同时, 国际天然香料市场需求提升, 天然香料呈现供不应求的态势, 价格上涨。两方面原因促使公司香料业务量价齐升。上半年公司酒店业务收入的提升主要源于酒店门前立交桥修好通车, 经营逐渐恢复。

图 3: 2008~2011 同期分产品营业收入对比 (万元)


资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

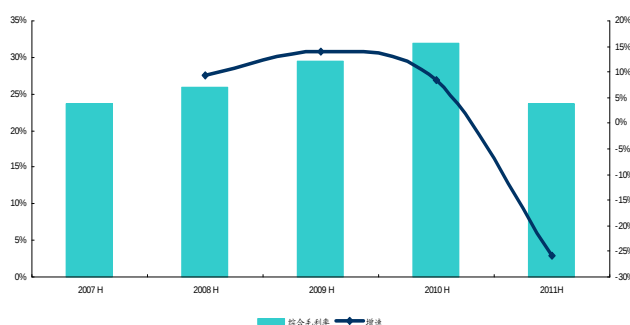
图 4: 种子业务中各品种收入增减变动情况 (万元)


资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

综合毛利率有所下滑

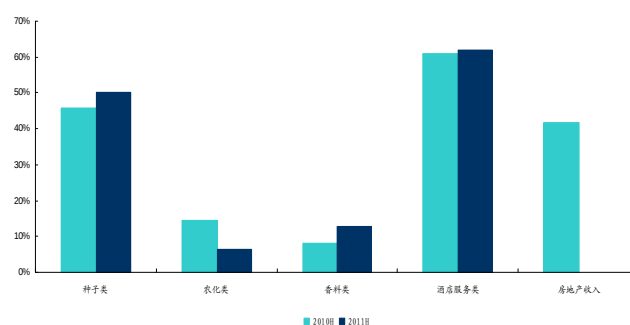
2011 年上半年, 公司综合毛利率为 23.73%, 较上年同期减少 8.26 个百分点。其中, 种子和香料业务毛利率分别同比提升 4.20 和 4.76 个百分点。综合毛利率下滑的主要原因是农化业务毛利率由 14.49% 下降至 6.31%。农化业务毛利率下滑的主要原因系原材料成本上涨、环保成本增加以及国外高端产品的冲击。

图 5: 2007H~2011H 公司综合毛利率及增速



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 6: 与去年同期分产品毛利率对比

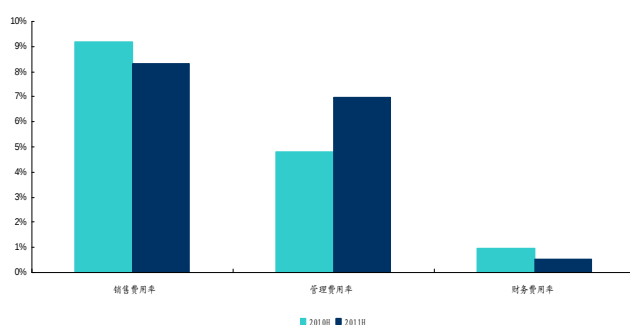


资料来源：公司公告，长江证券研究部

第二，期间费用同比小幅提升，净利润同比减少

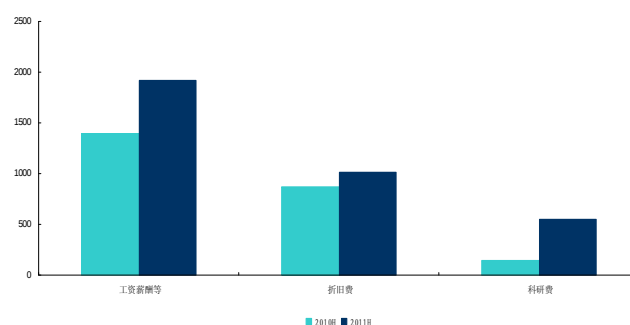
2011 年上半年，公司期间费用率为 15.82%，同比提升 0.88 个百分点。其中，销售费用率和财务费用率小幅下降，管理费用率增加 2.18 个百分点。销售费用同比减少 18.25% 的原因系广告费用和运杂费减少；管理费用大幅上升的原因系职工薪酬、科研费用、通讯费用、折旧费等增加所致。

图 7: 期间费用率同比小幅提升



资料来源：公司公告，长江证券研究部

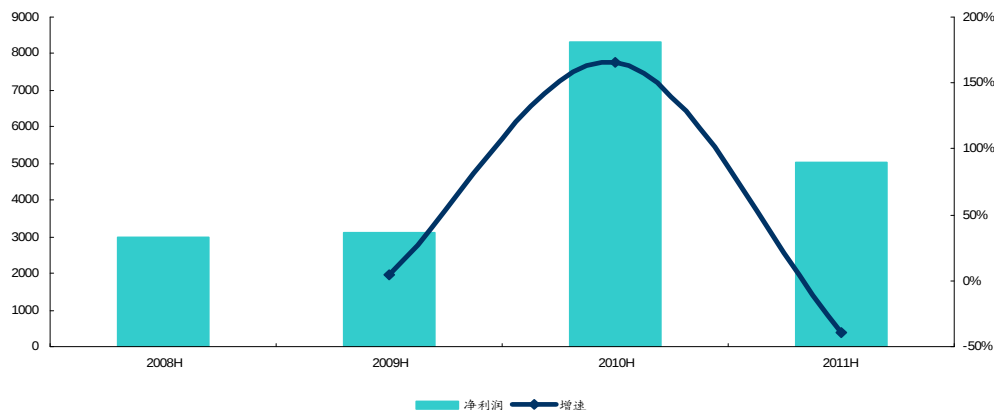
图 8: 工资薪酬等导致管理费用增加（万元）



资料来源：公司公告，长江证券研究部

2011 年上半年公司实现净利润 5048.16 万元，同比减少 39.38%。净利润大幅缩水的主要原因是房地产业务的剥离。若剔除房地产业务在 2010 年的净利润贡献，2011 年上半年公司净利润同比去年增长 51.20%。

图 9：近年来公司净利润及同比增速



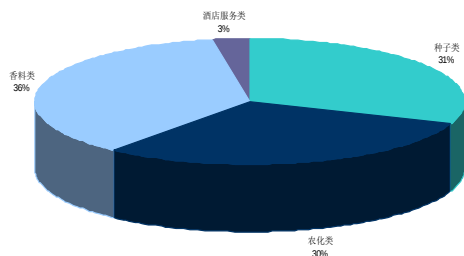
资料来源：公司公告、长江证券研究部

第三，我们看好公司长期发展战略：“做大做强种业，积极发展农化和香料产业”

⊗ 水稻种子稳健发展，玉米种子寻求外延式扩张

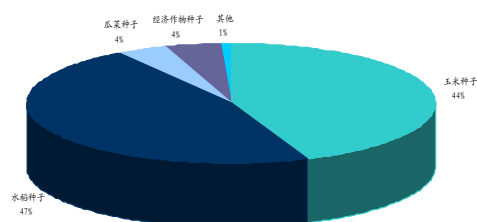
公司主营业务为种业、农化和香料，其中种业主要侧重于水稻种和玉米种。2011 年上半年公司种子收入占营业收入比例为 30.84%。其中，水稻种和玉米种收入占种子收入比例分别为 46.94%和 43.94%。

图 10：报告期内营业收入产品结构



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 11：2011 年上半年种子业务收入产品结构



资料来源：公司公告，长江证券研究部

2009 年公司水稻种销量达到 1500 万斤，占全国市场份额的 15%。公司拥有 7 个国审水稻品种，其中“丰两优 1 号”是国内推广面积最大的两系杂交水稻品种之一，累计推广面积达到 3000 万亩。较同类品种，超级水稻品种“丰两优 1 号”和“丰两优 4 号”体现出结实率高、每穗总粒数多和亩产高的绝对优势。

表 1: 丰乐种业与隆平高科主推水稻种品种特性比较

品种属性		生育期	每穗总粒数	结实率	平均亩产	适宜地区
金优 207	籼型三系杂交水稻	115	125	0.8	470	广西中北部、湖南、江西白叶枯病轻发区和湖北稻瘟病无病区或轻病区作晚稻种植，以及在贵州海拔 700~1200 米区域作一季中稻种植
Y 两优 1 号 a	籼型两系杂交水稻	133	133.3	0.822	508	
Y 两优 1 号 b	籼型两系杂交水稻		163.9	0.81	552	华南作双季早稻种植
丰两优 1 号	籼型两系杂交水稻	121	185	0.9	580	长江中下游作一季中稻
丰两优 4 号	籼型两系杂交水稻	141	170	0.8	572	长江中下游流域双季稻区最适宜作双季晚稻种植
						安徽省一季稻区种植

资料来源：长江证券研究部

水稻业务是公司的优势业务，拥有近十五年的研发经验积累和种植资源积累，我们认为，公司有较强的品种研发能力和持续推出新品种的能力。公司研究部门计划每年获得 1-2 个水稻国审品种。

目前，公司玉米种业务处于新旧品种衔接的阶段，主推品种浚单 20 推广时间已经达到 6-7 年，同时受到先玉 335 的冲击较大，目前销售情况不太理想。新品种鲁单 818 处于初始推广时期，收入及利润贡献较为有限。

鲁单 818”是由山东省农科院最新育成的适宜夏玉米种植区种植的超级杂交玉米新品种。该品种通过山东省审定，并进入了 2010 年国家黄淮海试。据了解，鲁单 818 相对浚单 20 增产幅度较大，初始推广效果较好，盈利能力较强。我们判断，鲁单 818 将在未来 2-3 年放量。同时基于公司多年的研发积累，应有其他玉米品种储备，有待陆续推广。

表 2: 郑单 958 和公司主推玉米种品种特性比较

平均亩产		生育期	抗病性	适宜地区
郑单 958	570	95	抗大小斑病、黑粉、矮花叶等病，抗玉米螟	河南、河北中南部、山东、陕西、江苏、安徽、山西运城夏玉米区种植
济单 7 号	586	99	抗大斑病、黑粉、矮花叶等病，较抗玉米螟	山东省做夏玉米种植
浚单 20	588	95	抗大小斑病、黑粉、矮花叶、粗缩病等病	河南、河北中南部、山东、陕西、江苏、安徽、山西运城夏玉米区种植
鲁单 818	662	104	中抗小斑病，感大斑病和弯孢菌叶斑病，高抗茎腐病，抗瘤黑粉病，高抗矮花叶病。	山东省做夏玉米种植
龙单 51	610	122	抗大斑病、丝黑穗病	黑龙江省第二积温带

资料来源：长江证券研究部

市场推广方面，公司已经形成以武汉为中心的华中华南销售网络，以合肥为中心的华东销售网络，通过“以县级为主”的独家区域代理制以及长期以来经销商可以信赖的品牌优势建设特有的营销网络。目前，公司正在积极开拓东北春玉米市场，并且已经获得适宜春玉米播种区的玉米种品种龙单 51，计划通过当地销售网络整合进行外延式扩展，形成覆盖华东地区，华中、华南地区和东北地区三大全国主要玉米种植区的销售网络。

“农化+种业”锦上添花

公司的农化业务包括除草剂、杀虫剂和杀菌剂三大系列。旱地除草剂是公司农化业务的主要产品，其中“精喹禾灵”除草剂在全国市场占有率 50%以上。“精喹禾灵”是一种高度选择性的新型旱田茎叶处理剂，作用速度快，药效稳定，以低毒、低残留、高性价比的特点深受用户欢迎。目前农化市场上“精喹禾灵”需求旺盛，供不应求，之前因为产能受限，不能扩大市场。目前，公司的循环经济园项目一期工程已于 2010 年 4 月建成投产，公司的制剂产能由 8000 吨/年增加至 15000 吨/年。

“种业”+“农化”的经营模式优势在于：①两类产品完全互补，可以拓宽产业链条，为客户提供更为完善的一条龙服务，共同促进品牌建立；②两类产品拥有相同的客户群体，节省单独建立销售渠道的成本和时间，可以促进销售渠道的建成，横向拓展农化市场；③不仅实现了业务多元化，消除单一产品的风险，又实现了横向一体化，不存在新业务关联性低造成的多元化经营风险。

第四，盈利预测

基于今年水稻种子市场供需情况以及公司香料业务的稳定增长，我们预计公司 2011-2013 年 EPS 为 0.42 元、0.47 元和 0.57 元，维持“谨慎推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1504	1968	2577	3253	货币资金	612	354	382	451
营业成本	1106	1486	1976	2494	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	399	482	601	759	应收账款	110	143	188	237
% 营业收入	26.5%	24.5%	23.3%	23.3%	存货	545	733	975	1231
营业税金及附加	28	37	48	61	预付账款	60	81	107	136
% 营业收入	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	132	172	225	285	流动资产合计	1338	1325	1671	2078
% 营业收入	8.7%	8.7%	8.7%	8.7%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	95	124	163	206	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	6.3%	6.3%	6.3%	6.3%	长期股权投资	16	16	16	16
财务费用	16	5	-1	-1	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.1%	0.3%	0.0%	0.0%	固定资产合计	375	344	310	255
资产减值损失	36	0	0	0	无形资产	131	125	119	113
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	17	0	0	0	递延所得税资产	4	0	0	0
营业利润	109	143	165	209	其他非流动资产	17	17	17	17
% 营业收入	7.2%	7.3%	6.4%	6.4%	资产总计	1882	1828	2133	2480
营业外收支	9	10	7	0	短期贷款	305	0	0	0
利润总额	118	153	172	209	应付款项	150	202	269	339
% 营业收入	7.8%	7.8%	6.7%	6.4%	预收账款	211	275	361	455
所得税费用	22	28	32	39	应付职工薪酬	33	44	58	74
净利润	96	125	141	171	应交税费	8	11	13	16
归属于母公司所有者的净利润	96.3	125.3	140.9	170.9	其他流动负债	39	52	70	88
少数股东损益	0	0	0	0	流动负债合计	745	584	770	972
EPS (元/股)	0.32	0.42	0.47	0.57	长期借款	5	5	5	5
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	-26	110	94	126	其他非流动负债	15	15	15	15
取得投资收益	3	0	0	0	负债合计	766	605	790	992
收回现金					归属于母公司	1106	1212	1332	1477
长期股权投资	63	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	11	11	11	10
固定资产投资	-85	-40	-46	-33	股东权益	1117	1223	1343	1488
其他	3	0	0	0	负债及股东权益	1882	1828	2133	2480
投资活动现金流净额	-19	-40	-46	-33	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2010A	2011E	2012E	2013E
股权融资	426	0	0	0	EPS	0.322	0.419	0.471	0.572
银行贷款增加 (减少)	70	-305	0	0	BVPS	3.70	4.06	4.46	4.94
筹资成本	16	-24	-20	-24	PE	49.65	38.17	33.95	27.99
其他	-59	0	0	0	PEG	2.36	1.81	1.61	1.33
筹资活动现金流净额	452	-329	-20	-24	PB	4.32	3.94	3.59	3.24
现金净流量	407	-258	28	69	EV/EBITDA	27.79	19.59	17.58	14.42
					ROE	8.7%	10.3%	10.6%	11.6%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看 好： 相对表现优于市场 中 性： 相对表现与市场持平 看 淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推 荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中 性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减 持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。