

增持 维持
农发种业 (600313)
2015年1月21日

系列并购致 2014 年盈利大幅增长

 农林牧渔行业首席分析师: 丁 频
 SAC 执业证书编号: S0850511050001
 dingpin@htsec.com
 021-23219405

 农林牧渔行业高级分析师: 夏 木, CFA, FRM
 SAC 执业证书编号: S0850512090002
 xiam@htsec.com
 021-23219748

 联系人: 陈雪丽
 cxl9730@htsec.com
 021-23219164

1月21日收盘价: 13.32元 目标价: 16.33元

农发种业 (600313) 发布公告, 经财务部门初步测算, 公司预计 2014 年实现归属于上市公司股东的净利润与上年同期相比, 将增加 150% 左右。2013 年归属于上市公司股东的净利润 4268.68 万元。

公司业绩预增的主要原因: 2014 年, 公司完成收购山西路玉种业股份有限公司股权, 完成收购并增资江苏金土地种业有限公司, 以及投资设立了山东中农天泰种业有限公司, 上述 3 家子公司的相应利润已纳入公司合并报表范围; 公司于 2014 年转让了北京农发物业管理有限公司股权取得了收益。

点评:

收购兼并是公司提升行业地位的重要手段。2011 年以来公司不断并购种业公司, 2014 年又完成收购山西路玉和江苏金土地, 以及设立中农天泰, 新增三家子公司利润, 如果扣除转让物业公司所获得投资收益 4000 多万元, 则利润为 6440 万元, 同比增长 52%。

基于公司提出——“中国种业第一股”的目标, 以及不断的并购动作, 我们认为未来公司仍会采用并购战略提升自己在种子产业中的地位。当前, 农发种业已经在小麦种子领域成为第一品牌, 湖北种子集团在水稻种子上有一定的竞争力, 但在市场容量最大的玉米种子上, 公司的规模仍较小, 我们预期未来会继续加强力量。

表 1 农发种业近年收购的种企

| 并购公司 | 收购时间 | 主营产品 | 出资额 (亿元) | 股权比例 | 2012 年净利润 (万元) | 2013 年净利润 (万元) |
|---------|---------|----------|----------|--------|------------------|----------------|
| 河南地神 | 2011.09 | 小麦种 | 1.22 | 53.99% | 2410 | 2507 |
| 广西格霖 | 2011.11 | 马铃薯种、甘蔗种 | 0.79 | 51% | 1741 | 1956 |
| 湖北种子集团 | 2012.11 | 稻种 | 1.50 | 52.05% | 1824(2012年12月并表) | 3844 |
| 中垦锦绣华农 | 2013.12 | 稻种、棉花种 | 0.57 | 54.96% | 1013 | 1009 |
| 山西路玉 | 2013.12 | 玉米种 | 0.66 | 51% | 153 | 1008 (1-8月) |
| 庆发禾盛 | 2014.06 | 水稻 | 0.11 | 50% | 9 | 317 (1H2013) |
| 金土地种业 | 2014.09 | 小麦种 | 0.79 | 37% | 1376 | 1476 |
| 内蒙拓普瑞种业 | 2014.12 | 马铃薯种 | 0.61 | 90% | NA | 980 |

资料来源: 公司历年公告, 海通证券研究所

种子行业景气度 2015 年有望回升。杂交玉米 2015 年预计总需求量为 11.6-12.1 亿公斤, 总供给达 19.3-1.8 亿公斤, 2014 年杂交玉米种子生产制种面积创十年新低, 由 2004 年的 405 万亩下降到 2014 年的 295 万亩。因西北制种基地灾害严重, 制种产量减少。甘肃制种面积 122.6 万亩, 产量平均降幅 15% 左右, 比计划减产 9600 万公斤; 新疆制种面积 68-72 万亩, 比计划减产 1600 万公斤; 内蒙、河北、山西减产 400 万公斤。

因杂交玉米本期有效库存达 9.5-10 亿公斤, 加上预计新产 9.8 亿公斤, 下期初供给达 19.3-19.8 亿公斤, 可满足预计 11.6-12.1 亿公斤的需求量。杂交玉米种子供过于求的局面将得到有效缓解, 玉米种子市场将迎来复苏。

表 2 历年杂交玉米种子供需平衡表

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 上一年制种面积(万亩) | 490 | 345 | 301 | 334 | 388 | 410 | 435 | 382 | 295 |
| 制种产量(亿公斤) | 16.20 | 10.50 | 10.20 | 11.20 | 11.50 | 13.20 | 15.70 | 13.60 | 9.80 |
| 上一年库存(亿公斤) | 3.00 | 7.40 | 6.10 | 4.50 | 4.30 | 4.40 | 5.50 | 10.00 | 9.50 |
| 可供种量(亿公斤) | 19.20 | 18.00 | 16.30 | 15.70 | 15.70 | 17.60 | 21.20 | 23.60 | 19.30 |
| 需种量(亿公斤) | 10.50 | 10.70 | 11.00 | 10.50 | 11.30 | 11.00 | 11.50 | 11.50 | 11.60 |
| 余种量(亿公斤) | 8.70 | 7.30 | 5.30 | 5.20 | 4.40 | 6.60 | 9.70 | 12.10 | 7.70 |

资料来源: 种业信息网, 海通证券研究所

杂交水稻预计总需求 2.4-2.5 亿公斤, 总供给达 3.65-3.7 亿公斤。部分两系稻品种可能出现短缺, 而多数三系稻种子依然维持过剩局面, 水稻种子市场将见底回升。

表 3 历年杂交水稻种子供需平衡表

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 | 2015E |
|-------------|-------|------|------|------|------|------|------|------|-------|
| 上一年制种面积(万亩) | 150 | 114 | 94 | 137 | 150 | 169 | 132 | 163 | 140 |
| 制种产量(亿公斤) | 2.15 | 2.09 | 2.37 | 2.54 | 3.00 | 2.30 | 2.72 | 2.30 | 2.4 |
| 上一年库存(亿公斤) | 0.80 | 1.20 | 0.82 | 0.47 | 0.47 | 0.40 | 0.20 | 1.30 | 1.25 |
| 可供重量(亿公斤) | 2.95 | 3.29 | 3.19 | 3.01 | 3.47 | 2.70 | 2.92 | 3.60 | 3.65 |
| 需种量(亿公斤) | 3.00 | 2.35 | 2.44 | 2.50 | 2.60 | 2.70 | 2.70 | 2.50 | 2.5 |
| 余重量(亿公斤) | -0.05 | 0.94 | 0.75 | 0.51 | 0.87 | 0 | 0.22 | 1.1 | 1.15 |

资料来源: Wind

农资平台正在推进。中国农资市场的构成主要为种子、农药和化肥, 简单测算, 这三种农资产品的市场容量近 2000 亿元。随着土地流转的加快, 我们预计农资市场将会出现变化, 农资平台有望出现。公司新型的服务体系建设正在黄泛区农场及周边进行, 并且有国家项目资金配套使用。未来成熟的服务体系可以向农场周边辐射, 带动周边的规模化种植农户, 同时, 公司也可以通过土地流转承包经营大规模土地。公司计划形成贴近式服务体系, 从土壤检测、种子供应、化肥选用、新型种植技术采用、农机服务, 直至最后的粮食收购都可由公司提供服务。

盈利预测及投资建议。我们预计公司 2014-16 年的 EPS 分别为 0.29、0.23 和 0.29 元(暂不考虑收购河南颖泰、内蒙拓普瑞带来股本变化及上述公司对农发种业产生业绩的影响), 鉴于公司较为明确的资产收购预期和平台型企业价值, 维持“增持”的投资评级, 目标价格 16.33 元, 对应 2016 年 56 倍的 PE 估值。

风险提示: 种子市场的供需状况持续恶化, 公司的服务体系打造持续滞后。

表 4 公司未来三年损益表预测(万元)

| | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|------------------|--------|--------|--------|--------|
| 一、营业总收入 | 252915 | 314908 | 369111 | 430129 |
| 其中: 营业收入 | 252915 | 314908 | 369111 | 430129 |
| 二、营业总成本 | 245608 | 303233 | 353235 | 410279 |
| 其中: 营业成本 | 234626 | 289527 | 337356 | 391718 |
| 营业税金及附加 | 18 | 23 | 26 | 31 |
| 销售费用 | 5114 | 6367 | 7463 | 8697 |
| 管理费用 | 6407 | 7978 | 9351 | 10897 |
| 财务费用 | -1440 | -1721 | -2021 | -2123 |
| 资产减值损失 | 883 | 1060 | 1060 | 1060 |
| 加: 公允价值变动收益 | | | | |
| 投资收益 | -2 | 4300 | | |
| 三、营业利润 | 7304 | 11675 | 15876 | 19850 |
| 加: 营业外收入 | 1286 | 1300 | 1300 | 1300 |
| 减: 营业外支出 | 68 | 100 | 100 | 100 |
| 其中: 非流动资产处置损失 | 6 | | | |
| 四、利润总额 | 8521 | 17175 | 17076 | 21050 |
| 减: 所得税费用 | 19 | 39 | 38 | 47 |
| 加: 净利润差额(特殊报表科目) | | | | |
| 净利润差额(合计平衡项目) | | | | |
| 五、净利润 | 8502 | 17137 | 17037 | 21002 |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 4269 | 10740 | 8554 | 10545 |
| 少数股东损益 | 4234 | 6397 | 8483 | 10458 |
| 总股本 | 36700 | 36700 | 36700 | 36700 |
| 六、每股收益: | | | | |
| (一) 基本每股收益(元) | 0.116 | 0.293 | 0.233 | 0.287 |

资料来源: 公司年报(2013), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

丁频：农林牧渔行业
夏木：农林牧渔行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：登海种业、獐子岛、南宁糖业、圣农发展、国投中鲁、顺鑫农业、通威股份、北大荒、好当家、海大集团、民和股份、中粮屯河。

投资评级说明

| 类别 | 评级 | 说明 | |
|--------------|--------|-----------------------|----------------------------|
| 1. 投资评级的比较标准 | 买入 | 个股相对大盘涨幅在 15%以上； | |
| | 增持 | 个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间； | |
| | 股票投资评级 | 中性 | 个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间； |
| | 减持 | 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间； | |
| | 卖出 | 个股相对大盘涨幅低于-15%。 | |
| 2. 投资建议的评级标准 | 增持 | 行业整体回报高于市场整体水平 5%以上； | |
| | 行业投资评级 | 中性 | 行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间； |
| | 减持 | 行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。 | |

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。