

# 研发价值和品种盈利空间

--登海种业的过去、现在和未来

## 报告关键点:

- 登海系列品种的竞争力在逐渐丧失
- 公司的自主研发能力是一个主要优势
- 登海先锋和超试品种将成为公司未来的业绩支柱

## 报告摘要:

- 登海系列的衰落:** 随着国内种子研发竞争的加剧,受郑单958等优秀品种的冲击,登海系列品种的竞争力在06年以后逐渐丧失。再加上整个行业的严重过剩,两方面的原因造成了公司2006年以后销量和毛利的双双下降过半。
- 登海的研发价值:** 种子企业的核心竞争力在于研发。而种子的研发和市场推出存在周期性,短期的盈利能力下降并不能完全说明问题。登海以自主研发能力著称,在过去的十年里面,登海育成品种通过国审的数量居首位。我们比较了自主研发和品种购买这两种模式,认为过去品种购买型种子企业的成功是因为市场存在扭曲。未来企业走自主研发道路是不可避免的。虽然现在种子市场研发竞争激烈,我们认为登海凭借长时间的积累,以及近期表现出的不断推出新品种的能力,已经证明其具有可靠的研发价值。
- 超试品种的期待:** 公司近几年重点研发的超试品种,可能在近期通过国审进行销售。目前关于超试的公开信息较少。我们分析了过去种子市场品种开拓的时间以及市场占有率分布,认为超试品种要达到一定的销售量至少需要两三年的时间。而在中性的假设下,经过五六年的市场培育,超试系列可能最终会有6%左右的市场占有率,约5000-6000万公斤的销售量。我们综合分析认为,出现中性的可能要大于乐观和悲观的估计。但就目前而言,新品种要带来相当的盈利,需要经过较长的时间。
- 先锋种子的支持:** 登海先锋第四期工程09年就可投入生产,满负荷的产能约为2.3万吨。先锋种子在未来会放量生产。我们一直认为,先玉系列的高溢价主要来自单粒播种的成本优势和营销能力。而这些优势可能随着国内企业单粒播种种子的广泛生产和营销学习而逐步丧失。而且先玉种子在黄淮海地区的优势不如东北地区。但由于先锋公司的竞争力,即使毛利出现回落,也会高于市场平均水平。随着这几年销量大幅上升,还是会持续给公司带来丰厚的收益。
- 投资建议:** 我们计算公司09、10和11年的EPS分别为0.65、0.86和1.05。按照目前的股价,公司09年的PE达到了30倍,10年也有23倍,估值已经不低。因为超试品种的推出时间和市场表现存在着不确定性。综合高估值和不确定性,我们给与公司中性-B的投资评级,6个月目标价19.00元。

## 财务和估值数据摘要

| (百万元)     | 2006   | 2007  | 2008E   | 2009E   | 2010E |
|-----------|--------|-------|---------|---------|-------|
| 营业收入      | 284.6  | 314.0 | 505.6   | 610.2   | 717.9 |
| Growth(%) | -31.2% | 10.3% | 61.0%   | 20.7%   | 17.6% |
| 净利润       | 5.7    | 7.6   | 2.8     | 127.0   | 168.9 |
| Growth(%) | -93.4% | 32.6% | -63.3%  | 4472.3% | 33.0% |
| 毛利率(%)    | 39.3%  | 47.7% | 56.1%   | 63.0%   | 67.2% |
| 净利润率(%)   | 2.0%   | 2.4%  | 0.5%    | 20.8%   | 23.5% |
| 每股收益(元)   | 0.03   | 0.04  | 0.01    | 0.65    | 0.86  |
| 每股净资产(元)  | 3.96   | 4.18  | 3.78    | 5.11    | 6.25  |
| 市盈率       | 600.5  | 452.9 | 1,586.9 | 30.1    | 22.6  |
| 市净率       | 4.9    | 4.7   | 5.2     | 3.8     | 3.1   |
| 净资产收益率(%) | 3.1%   | 5.3%  | 8.1%    | 21.5%   | 22.3% |
| ROIC(%)   | 4.3%   | 8.3%  | 14.7%   | 53.3%   | 75.8% |
| EV/EBITDA | 98.8   | 57.3  | 28.8    | 15.2    | 11.7  |
| 股息收益率     | 0.5%   | 0.0%  | 0.0%    | 1.0%    | 1.3%  |

评级:

中性-A

上次评级:

目标价格: 19.00 元

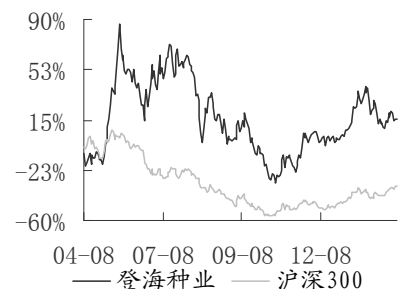
期限: 6个月 上次预测: 现价: 19.15 元

报告日期: 2009-03-31

## 市场数据

|            |               |
|------------|---------------|
| 总市值(百万元)   | 3,370.40      |
| 流通市值(百万元)  | 3,131.46      |
| 总股本(百万股)   | 176.00        |
| 流通股本(百万股)  | 163.52        |
| 12个月最高/最低  | 10.90/30.87 元 |
| 十大流通股股东(%) | 20.20%        |
| 股东户数       | 35,189        |

## 12个月股价表现



| %    | 一个月     | 三个月     | 十二个月  |
|------|---------|---------|-------|
| 相对收益 | (19.44) | (17.35) | 49.77 |
| 绝对收益 | (2.69)  | 20.13   | 15.70 |

## 研究员

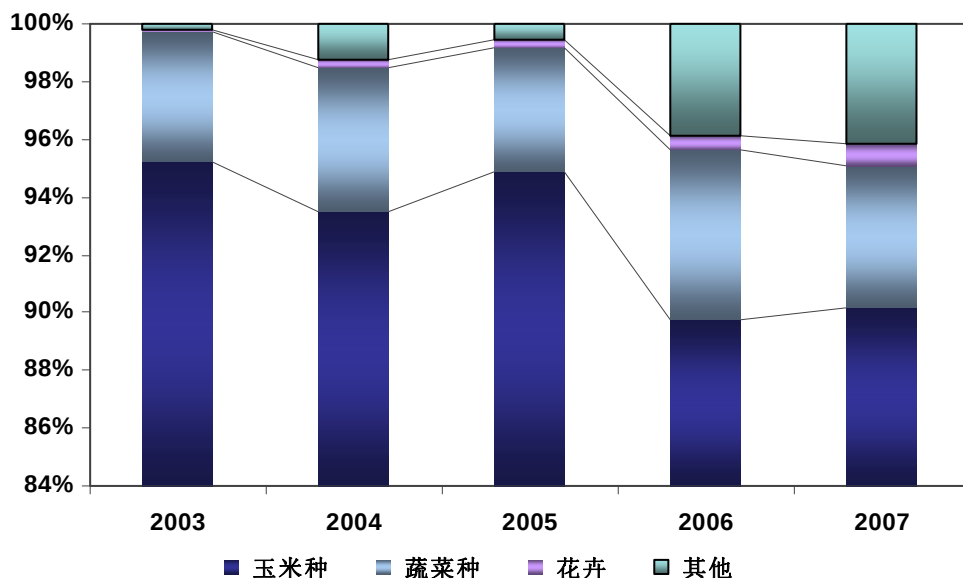
尤宏业 助理行业分析师  
 021-68765361 youhy@essence.com.cn

## 1. 公司的业务概览

登海种业的主营业务为杂交玉米种子,该项收入一直占公司营业收入 90%以上(图 1)。其余业务包括蔬菜种子、花卉和小麦种子等。其中占比相对较大的蔬菜种子,营业收入在 1500 万左右。公司这几项业务的毛利率相差不大。所以说,对公司未来盈利起决定性影响的还是玉米种子业务,其他业务的影响很小。

图 1 登海种业营业收入结构

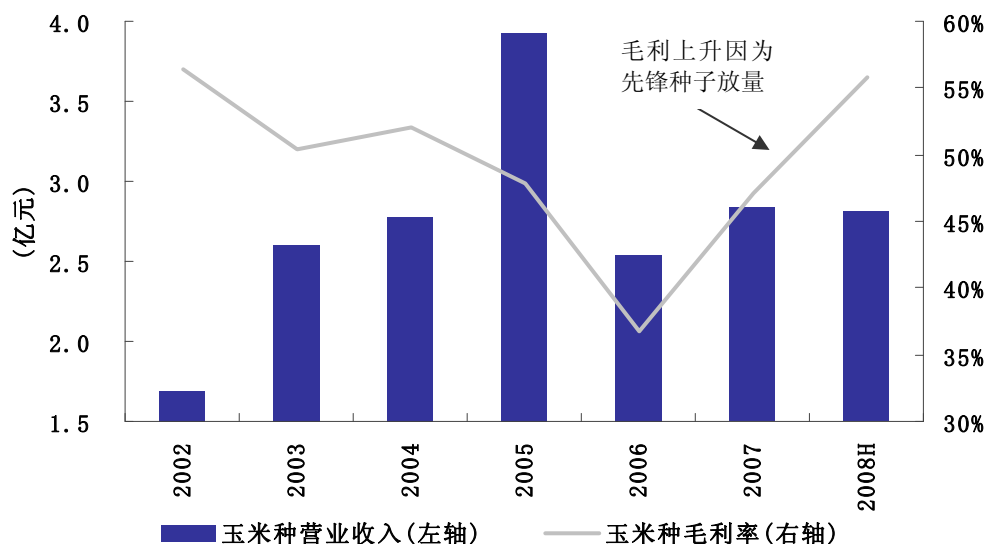
公司的玉米种子业务一直占公司营业收入的 90%以上



数据来源：公司年报，安信证券研究中心

图 2 登海种业玉米种子业务的营业收入和毛利率

公司 2005 年后面临着销售下滑和毛利下降的双重压力。而 06 年以后的复苏,主要是因为先锋种子的放量生产



数据来源：公司年报，安信证券研究中心

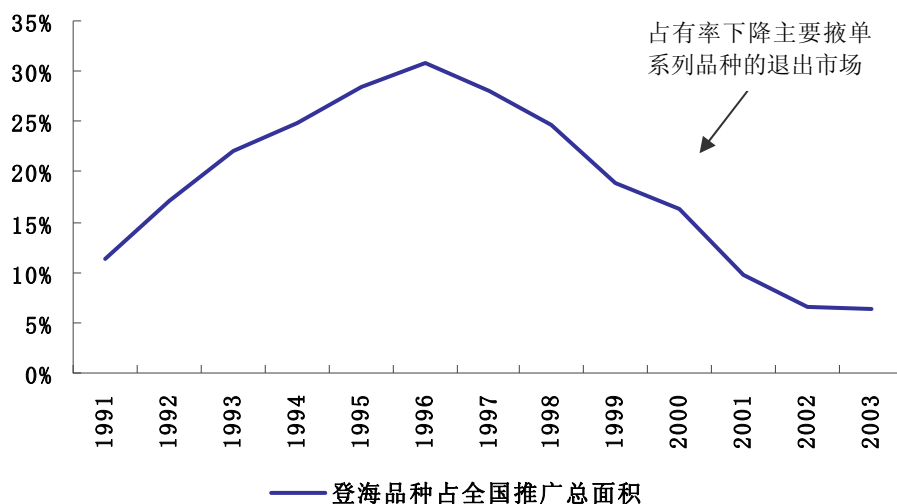
登海种业在 2005 年以后经历了销售下滑和毛利下降的双重压力(图 2)。2006 年以后,主要因为子公司登海先锋的种子放量生产,致使毛利率出现显著的回升。公司一直以自主研发能力而著称,未来,超试品种的潜在盈利能力以及先锋的后续放量被市场所关注。本报告主要探讨登海种业的研发价值和超试品种可能的盈利能力。

## 2. 曾经的辉煌

登海种业的前身，李登海领导的莱州市农科院团队，在 80 年代后期开始陆续推出的掖单系列玉米，基本上主导了 90 年代中国的杂交玉米市场。到 90 年代后期，才被农大 108 等品种逐渐替代。

图 3 登海品种（授权和未授权）占全国推广总面积的比例

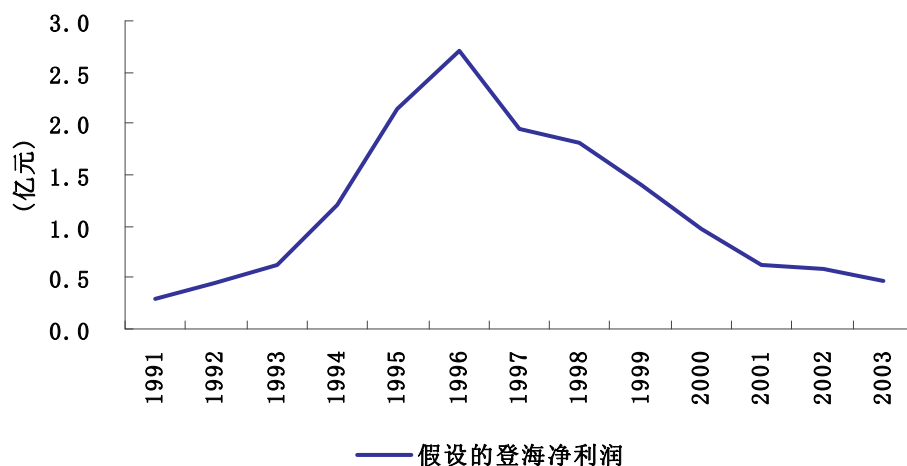
掖单系列品种一度在中国玉米种子市场占有率超过 30%



数据来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

图 4 假设所有均为授权品种的登海净利润

曾经登海具有的商业价值：模拟的净利润在峰值的 1996 年达到 2.7 亿元



数据来源：安信证券研究中心模拟计算

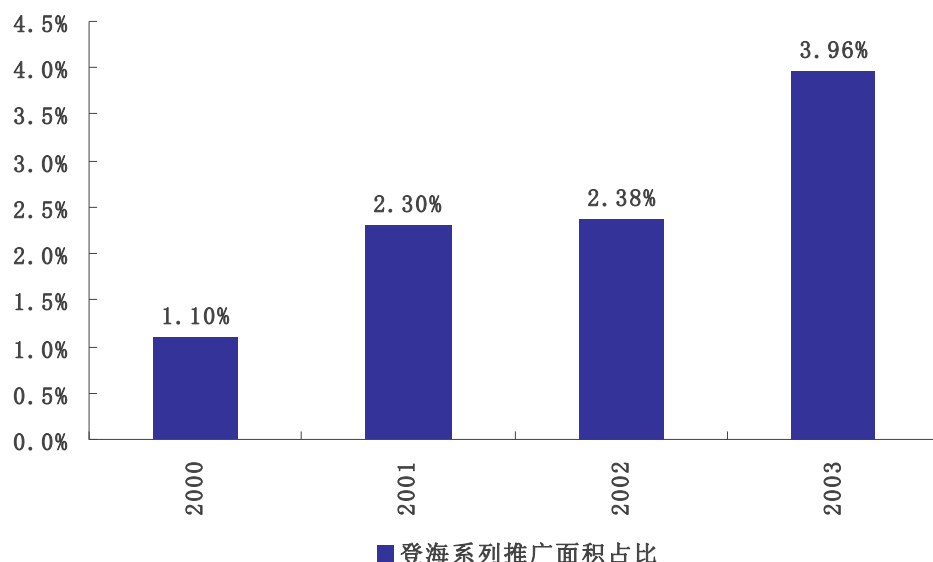
由于 90 年代种子市场的运作方式，公司的掖单系列品种，大多以非授权的方式出现在市场上。即其他公司生产经营掖单系列的种子，并没有给公司带来利润。为了衡量掖单系列的商业价值，我们按照国家发改委的历史数据，用每亩种子使用量和种子价格，以及登海种子的占有量，以及历史推广总面积，计算了如果掖单种子在有产权保护下，由登海公司给予特许使用权，可以产生的净利润（按 15% 的营业收入来收取特许权使用费）。从（图 4）可以看到，模拟的净利润在峰值的 1996 年达到了 2.7 亿元。无论用通胀调整还是每亩种子费用上涨来考虑，1996 年的 2.7 亿的净利润放到现在有约 3.5 亿元。其实，在衡量中，我们用 15% 的净利润率是取了偏低的数值。不过，这个模拟只是为了说明曾经登海在市场上的具备的巨大商业价值。

### 3. 后掖单时期的轨迹

#### 3.1. 登海系列的努力

在掖单系列逐渐退出市场之后，登海种业推出了登海系列品种。主推的品种包括登海11号，登海9号等。登海系列在2000年以后，推广面积呈逐年上升的态势（图5）。登海11号在2004和2005年一度进入全国玉米推广品种的前十。

图5 登海系列品种占全国推广面积的比例



登海系列在2000年后的几年中，推广面积呈现逐年增长的态势

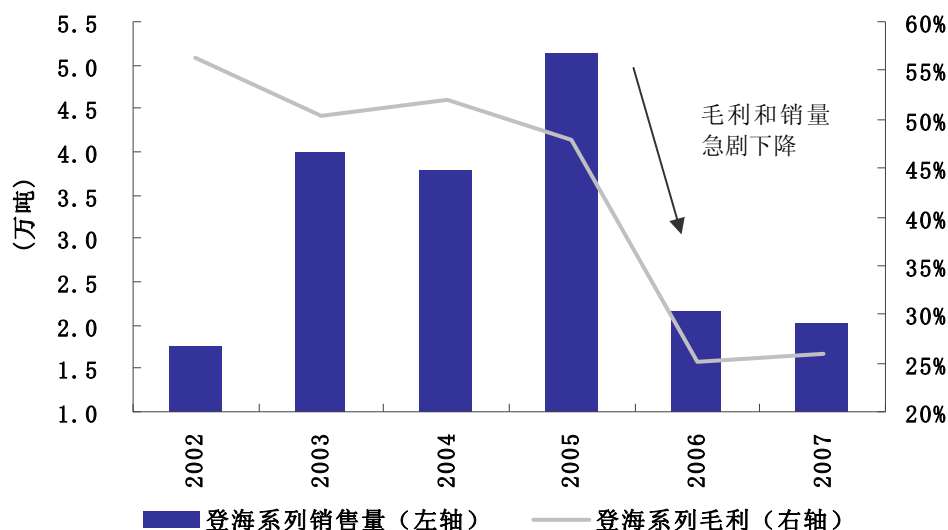
数据来源：公司招股说明书，安信证券研究中心

但从后期来看，登海系列始终未有更加优异的表现。其他品种的表现则更加一般。从本质上来讲，登海系列的大穗型育种方向和后来的主流存在着一定的偏离。特别在近几年受郑单958等品种的冲击较大，逐渐失去了前期的竞争力。

#### 3.2. 06年大崩溃的解析

2006年公司的盈利出现了前所未有的下降，种子的销量和毛利率均有大幅的消减。

图6 登海系列玉米种子的销量和毛利率

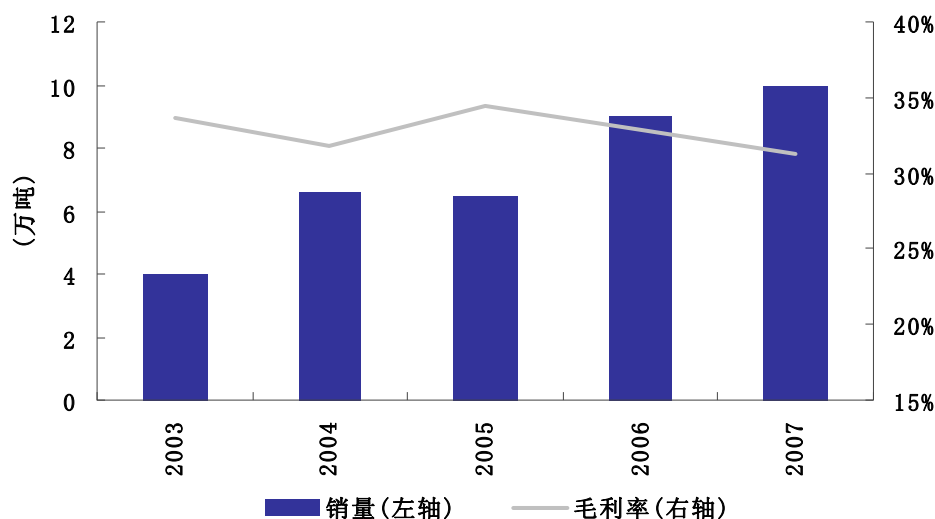


公司自有品种从2006年开始出现盈利的崩溃

数据来源：公司年报(计算中剔除了先锋种子的影响)，安信证券研究中心

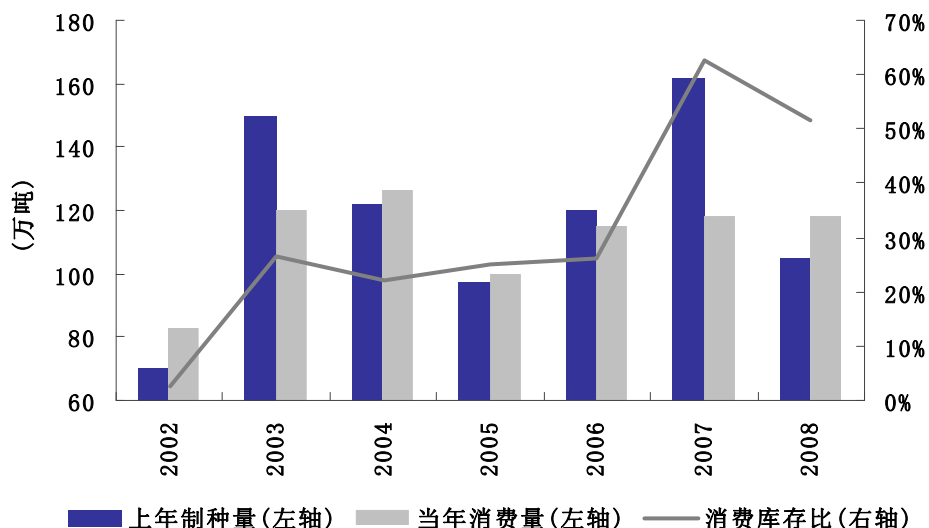
图 7 万向德农玉米种子的销量和毛利率

万向德农的玉米种子毛利率较为稳定，并且销量增长很快



数据来源：公司年报，安信证券研究中心

图 8 全国玉米种子的制种量、消费量和消费库存比



数据来源：历年全国“两杂”会议，安信证券研究中心

公司在 2006 年的盈利崩溃是不寻常的（图 6），不仅毛利率从 50% 掉到 25%，连销量也下降了 50%，整个种子的滞销情况十分严重。而且这种滞销的情况，也造成了种子的存货堆积，到后来部分作为商品粮处理，造成存货减值损失，进一步损害利润。我们关心的是，2006 年的盈利下降的主要原因是什么？

如果毛利下降能用行业不景气来解释，那么在总需求稳定的情况下，销量下降一半，只能用公司品种竞争力下降来解释

在比较玉米种子行业的数据情况（图 8）和其它种子公司（万向德农）的毛利和销量（图 7）的背景下，我们以毛利和销量两个线索来分别考虑公司 2006 年以后的盈利崩溃。

毛利的下降：不可否认，06 年以后行业的竞争激烈，过剩较为严重（图 8）。部分公司的低价倾销影响了整个行业的价格。但与此同时，可以看到销售郑单 958 的万向德农毛利波动较小（图 7）。

销量的下降：因为整个行业的总需求短期和播种面积相关。所以在总需求相对稳定的

(图 8) 情况下。销量下降一半, 有营销落后的原因, 但更重要的是公司品种的竞争力相对下降。反观万向德农(图 7), 销售量在 05 年以后持续增长, 目前的销售总量 10 万吨, 是登海自有品种的 5 倍左右。背后是郑单 958 相对登海系列品种的显著优势。

## 4. 登海的未来发展要素

对于种子企业来讲, 基本的业务流程包括: 研发—生产—销售—服务

种子这种商品属于农业生产的投入品, 其盈利和市场占有率最终还是取决于品种的竞争力。所以, 种子企业最为关键的是新品种的研发能力。当然, 生产、销售和服务也是不可或缺的。但从中长期来看, 后几项的改进门槛相对较低。

对于登海种业, 未来发展我们主要关心三个问题:

1. **站在未来种子市场变迁的背景上, 如何评估登海相对其它种子企业的研发价值?**  
登海的自主研发能力在过去是相当突出的。虽然近几年品种的竞争力有所下降, 但新品种研发周期本来就很长。未来盈利有所恢复的可能性还是大的。
2. **超试品种的盈利区间。**具体到品种的绝对盈利能力, 登海的超试品种是未来几年的主打品种。虽然目前对于品种将来的市场表现无从判断。但我们可以根据种子市场的本身规律来估算超试品种可能的盈利区间。
3. **登海先锋的盈利前瞻。**先锋种子是登海另一个非常重要的盈利要点。我们对于先锋未来业绩也需要做一个前瞻性的判断。

## 5. 研发价值评估

### 5.1. 自主研发的模式优势

种子公司的核心竞争力是品种研发。研发的主体可以分为企业, 大专院校和科研院所。跟据企业经营的品种的来源, 目前国内的主要研发模式可以分为: 自主创新、合作研究和购买品种。后两者是企业 and 科研单位的合作或直接购买。从“十五”期间的数据来看, 5 年间共审定普通玉米品种 190 个, 其中公司育成品种 71 个, 占 37.4%, 大专院校和科研院所共育成品种 112 个, 占 58.9%。品种来源还是科研机构较多, 但是从趋势上来讲, 公司的研发地位正在逐步提升。

登海是以自主研发为特点, 有不少其他种子公司是购买品种。我们在种子市场变迁的背景下, 来比较两种研发模式的优劣。

**购买品种—市场扭曲下的成功:** 早些年, 种子公司向科研院所购买品种, 相对自主研发的模式, 具有周期短、灵活性强和覆盖范围大的特点。部分种子企业, 依靠向科研单位购买的优秀品种盈利颇丰。但我们要看到其中的市场扭曲。科研院所经过长期积累的技术和资源, 其实国家的前期投入是巨大的, 而这种成本以及收益在早期并没有反映在转让使用费中。当时, 科研院所向企业出售的优秀品种, 价格十分低廉。像郑单 958 对一些企业的每年许可使用费只有 30 万元。

这几年, 市场在不断的完善中。由于企业的竞争和购买, 以及科研机构的商业意识, 品种的转让费用在节节攀升。有些品种尚未知道最终的市场价值, 就被企业以数百万甚至上千万的价格买断。从最终的市场均衡结果来讲, 自身拥有优秀的研发团队, 整体的投入产出效益肯定要高于在市场上竞购品种。因为购买的门槛相对较低, 有资金财力的企业都可以做。

**自主研发—稳定持续性:** 自主研发模式是稳定具有持续性的。像登海种业的研发团队, 每年都能持续的推出一些品种, 基本上形成了一种良性循环。虽然这几年登海系列在市场上竞争力步入以前。但超试品种的准备时间也不短, 推出市场之后, 能为公司盈

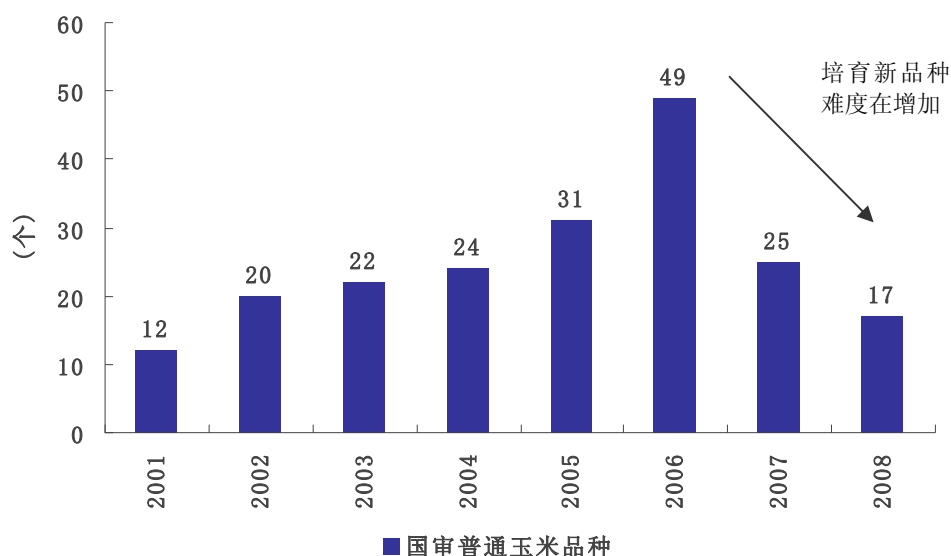
过去科研机构转让品种的价格普遍极低, 而这种扭曲的情况正在被逐步完善的市场修正。购买品种的成本优势在逐渐丧失。

科研院校将逐步退后到基础研究领域，今后种子公司的自主研发是培育新品种的主要途径

利带来一定的改善。这种持续的发展能力，是购买品种的公司所不具备的。对于购买品种的公司，当一个品种经历周期退出市场，不一定能找到同样优良品种来持续做下去。所以，自主研发的企业，应该是要具备研发优势的溢价。

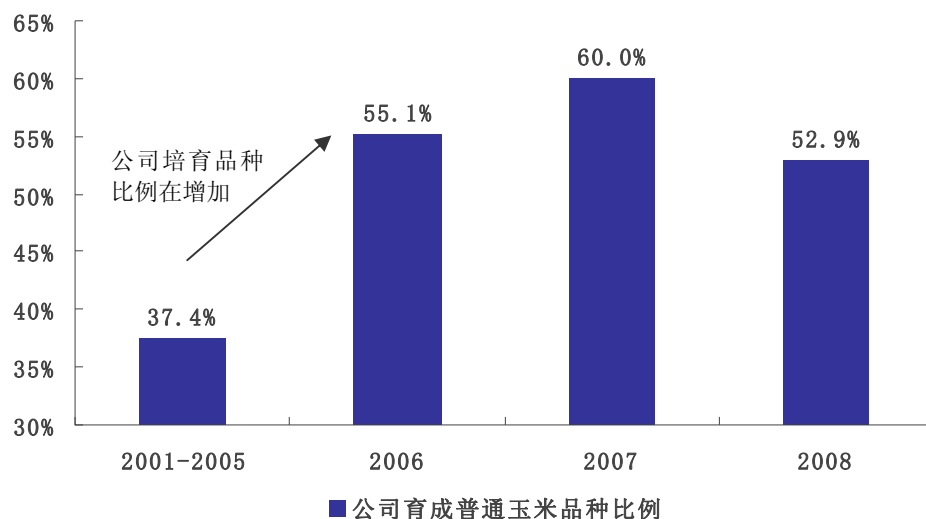
**今后变迁—社会研发角色的细分：**近几年，我们可以看到的现象是，科研人员等资源不断地从科研机构向种子企业转移。这也将会是今后的发展趋势。科研机构在过去的积累很多，但因为难以直接面向商业，无论投入产出的体系和还是激励机制和市场存在着脱节。在种子市场竞争激烈和市场细分之后，注定了科研院所难以作很大的投入，难以有对市场有很快的反应能力。而且因为激励机制，人才也不断地流向种子企业。这也是科研机构难以持续地推出市场反应很好的品种的原因。参照发达国家的种业发展历程，私人部门最后成为市场研发的主体，公共部门主要做基础研究。我们认为，今后社会研发角色中，科研院校担任的是更为基础的科研工作。而种子企业的研发则直接面向市场。这也注定了自主研发是种子企业做大做强的必经之路。

图 9 2001-2008 年国审通过普通玉米种子的数量



数据来源：农业部公告，安信证券研究中心

图 10 近年公司育成普通玉米品种通过国家审定占全部的比例



数据来源：农业部公告，安信证券研究中心整理

公司育成通过审定的新品种比例明显增加，我们认为这种趋势会不断地加强

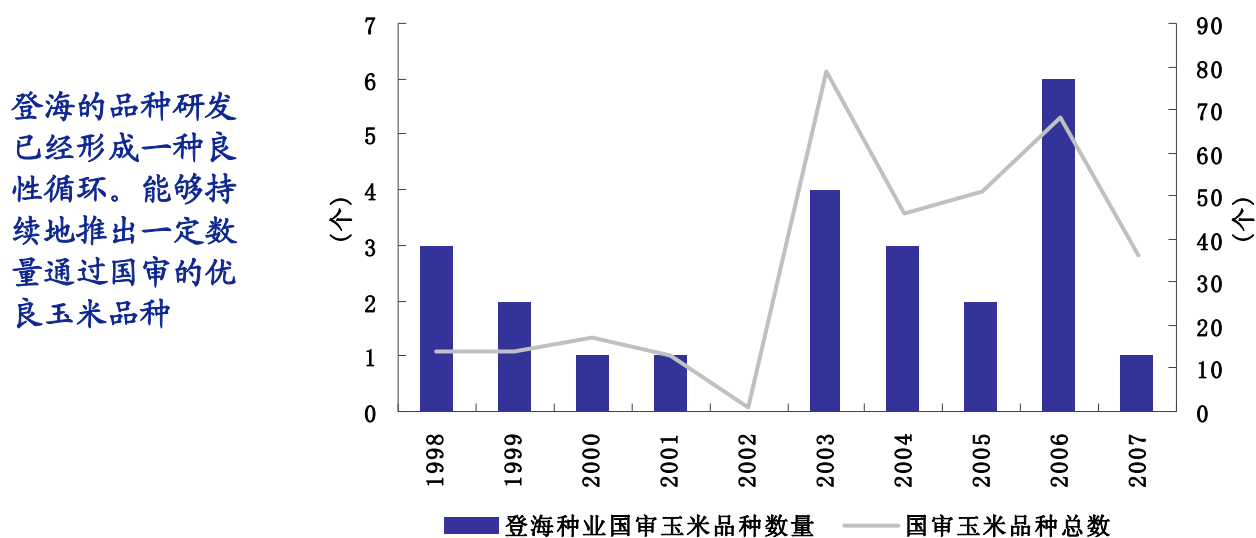
过去科研机构转让品种的价格普遍极低，而这种扭曲的情况正在被逐步完善的市场修正。购买品种的成本优势在逐渐丧失

**总结：**过去，我国玉米种子企业主要的研发模式是自主研发和购买品种（当然，还有介入中间态的联合开发）。我们认为，购买品种在过去的成功一部分是基于市场存在扭曲，很多品种以相当低的价格出售。今后以低价购买优秀品种的可能性越来越小。另一方面，购买品种不但面临成本的上升，还要面临不确定性的增加。从中长期来看，科研院所作为研发主体优势在丧失，会逐渐转向基础研究。品种育成的主要力量将是种子公司。综合来看，我们认为自主研发是种子公司做大做强的必经之路。在目前的市场发展阶段，像登海这样具有良性循环自主研发能力的种子公司是具有优势的。

## 5.2. 登海的研发能力评估

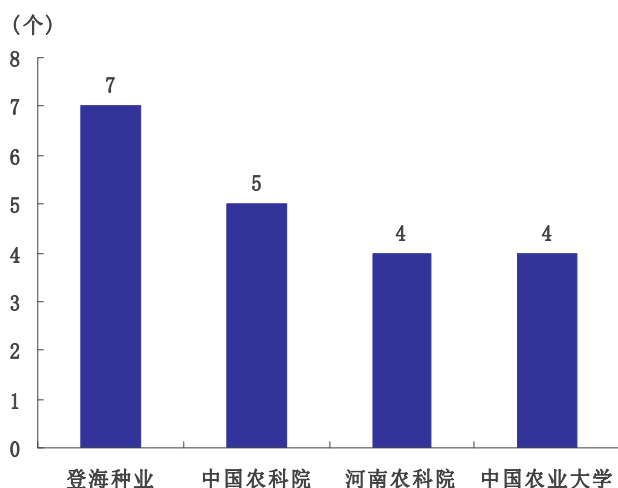
国审玉米，对品种的产量、品质和抗逆性等指标有较为严格的限制。从1998-2008年，我国平均每年国审通过的玉米品种 33.5 个。虽然，通过国审并不代表品种有广阔的市场空间，但一般来讲，国审玉米品种的数量可以代表育种机构的育种能力。从(图 11-13)，可以看到登海种业国审玉米品种数量和持续性，都位居国内育种机构的首位。

图 11 国审玉米品种总数和登海育成通过国审品种数量(1998-2008)



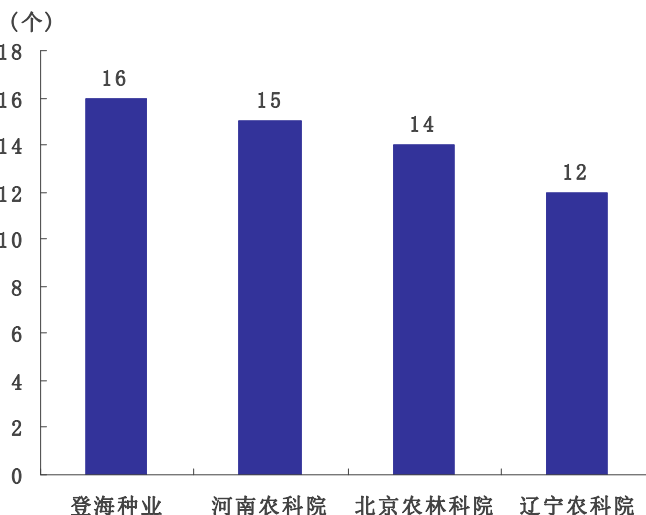
数据来源：农业部公告，安信证券研究中心整理

图 12 1998-2002 年通过国审玉米机构前四名



数据来源：农业部公告，安信证券研究中心整理

图 13 2003-2008 年通过国审玉米机构前四名



数据来源：农业部公告，安信证券研究中心整理

育种研发竞争越来越激烈，作为种子公司，在中长期来看，仍然避免不了品种替换周期带来的盈利波动

登海有位居全国前列的研发能力，那么如何解释 2006 年以后的品种竞争力下降？我们认为，因为种子的研发周期较长，2006 年之后，正好是登海品种的间断期。登海系列的竞争力有所下降，而超试品种在研发期间，尚未推出市场。这也从另一面，说明了即使有很好研发能力的种子公司，盈利即使在短期内是相对稳定的，但在中长期，市场竞争激烈，品种跟进有脱节的时候，盈利波动还是比较明显的。

从(图 12-13),还可以看到的现象是，行业研发的竞争在变得越来越激烈。登海要重复 90 年代辉煌的可能性已经非常小。登海和其他机构，像河南农科院、北京农林科学院之间的国审数量在 2003-2008 的差别并不大。从前四名育种机构占总量的比例来看，1998-2002 是 33.9%，到了 2003-2008 只有 18.4%。新品种研发集中度下降很大，竞争明显变得激烈。从这一现象来看，我国的种业要像发达国家那样，进入垄断竞争阶段还为时尚早。未来几年，应该还是持续地激烈竞争，行业洗牌。

## 6. 超试品种的寄托

登海种业研发的超试品种将最早在今年推出市场。目前，关于超试品种的公开信息并不多，我们难以精确判断其未来的商业价值。不过，就玉米种子市场本身的规律，我们还是可以就超试品种未来占领市场的时间顺序，可能的盈利区间做一些讨论。借此把公司的前景看得更清楚。

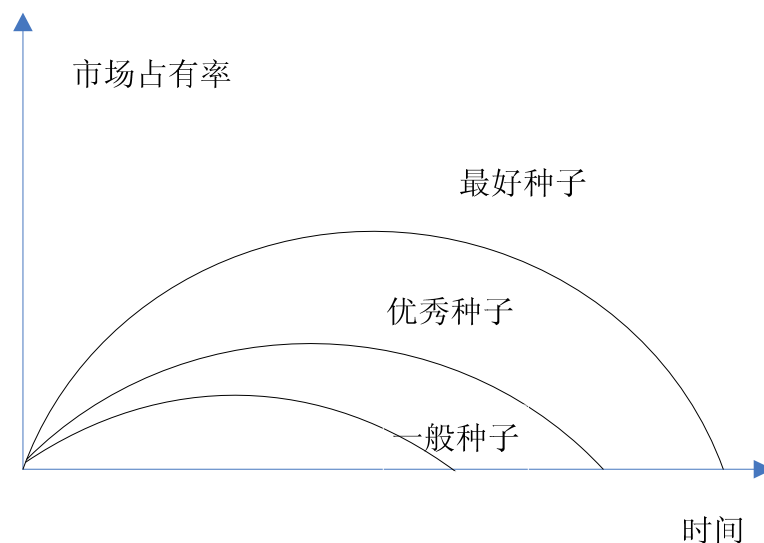
### 6.1. 市场培育和占领的时间

种子通过国审以后，需要进行市场推广。而种子的市场反应，取决于种植最后的效果。其反应的时间，和种植的周期相关。一般主产区都是一年一季的种植。**所以一般来讲，从种子进行市场投放，到开始有一定量的市场占有率，至少需要两年的时间。**在这之后，种子在市场上的占领时间和种子本身的品质相关。有一些种子，即使通过国审，也未必能大规模的占有市场。而具有领头羊品质的优秀种子，像郑单 958 和农大 108 等，因为短期无法被超越，可以占领市场超过十年。其他优秀种子，但没这么突出的，市场寿命可能在六七年左右。当然，还有始终无法大规模打开市场的，寿命会更短。

**例子：**郑单 958, 2000 年通过国审，2002 年进入全国推广面积前三，直至目前还是种植面积最大的品种。农大 108, 1998 年通过国审，2000 年推广面积全国第一，04 年以后让位于郑单 958。先玉 335, 2004 年通过国审，06, 07 年销售额逐年大幅递增。

图 14 前十位玉米种子市场占有率(1995-2000)

最好的种子可以占领市场长达十年，再往下可能只有六七年，市场表现一般种子也许只有四五年的市场存活时间



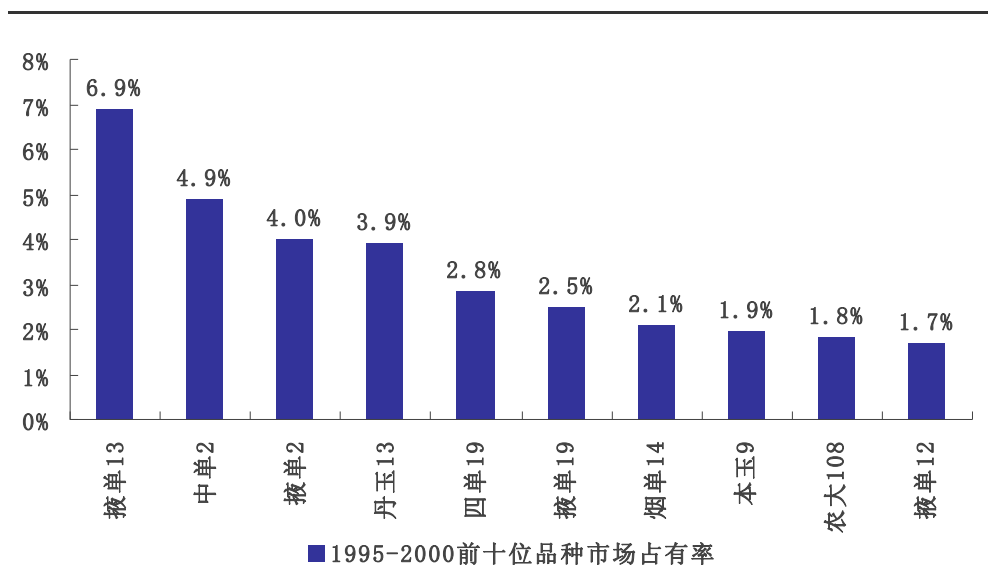
来源：安信证券研究中心

## 6.2. 市场份额的区间

由于各地水土气候的不同，品种具有其一定的地域适应性。像郑单 958 主要在黄淮海地区，先玉 335 在东北地区的表现要好于黄淮海地区。所以说，种子市场是有一定程度的**差异化竞争的市场**。虽然，竞争环境不同，品种的市场份额每年都在变化，但总体来讲，**市场占有率的分布存在一定的规律**。

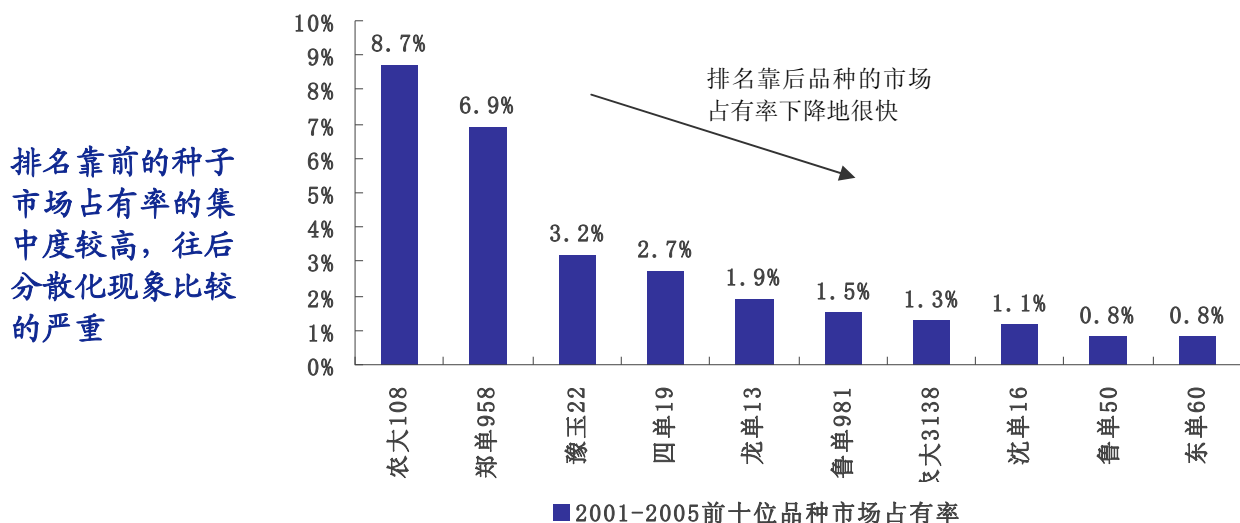
我们观察 1995-2000 和 2001-2005 的种子市场分布数据。发现：1. 前 10 大种子合计的市场占有率稳定在 30% 左右。2. 排名靠前的种子市场集中度在近十年进一步提高。**排名前四的种子市场占有率合计 20%。排名五名以后，市场占有率只有 1% 左右。**目前，每年玉米种子的需求量在 11 亿公斤左右。1% 的市场占有率意味着 1100 万公斤。假设种子的均价 10 元/公斤，净利润率 20%，1% 的市场占有率就意味着 2200 万元的净利润。

图 15 前十位玉米种子市场占有率(1995-2000)



数据来源：安信证券研究中心整理

图 16 前十位玉米种子市场占有率(2001-2005)



数据来源：安信证券研究中心整理

### 6.3. 超试系列的盈利预测

登海今后自有品种的观点在于可能近期通过国审的超试系列品种。

根据前文论述的规律，超试品种如果要打开一定的市场规模，起码需要两年的时间，而进入市场占有率顶峰状态可能需要五年时间。因为目前关于超试的公开资料非常有限，我们只能做情景假设。超试系列，目前的实验编号超过 11 号，最后陆续通过审定而面向全国的品种应该也有若干个。考虑到整个市场的普通玉米杂交种的需求量约为 11 亿公斤。在最乐观的条件下，如果超试系列是非常优秀的品种，整个系列的市场总占有率有望达到 10%，就是 1 亿公斤的销售量。当然，这是比较乐观的情况，难度也很大。即使可以取得这个销售量，也至少是五年之后。如果是中性假设，有品种能进入全国前五的，整体的市场占有率有望达到 6%，就是 6000 万公斤的销售量。这个销售量和 2005 年公司销量顶峰时期的情况相似。如果悲观一些，超试表现比较一般，或许最终总共只有 3%市场占有率，也就是 3000 万公斤的销量。

另一个值得关注的行业动向是单粒播种种子的推广。我们在过去的报告中，提到过可单粒播种的种子，是未来国内玉米杂交种的生产方向。随着单粒精品种子生产模式的推广，种子的单价提高，但需求总量会有所下降。考虑到种子市场在过去的几年都在承受着巨大的库存压力，随着这些压力在 2010 以后明显缓解。最终，综合种子精品化和去库存化两个因素，结合我国和较成熟市场的种粮比差距。最后，种子价升量减的结果可能还是整体的盈利会有所改善，表现为毛利有所提升。

(表 1) 我们做了超试品种的盈利预测，包括乐观、中性和较为悲观的假设情景。虽然超试品种的性状还不得而知。而且 2009 年是否通过国审开始销售的还没有最后确定。但我们认为出现中性情景的概率还是较大的(根据前面的分析)。在盈利预测表中，净利润和 EPS 是一种估计。最后总的 EPS 预测以报告开头和结尾的数据为准。

表 1 超试品种的盈利预测

| 假设情景 | 变量         | 2009F | 2010F | 2011F  | 2012F  |
|------|------------|-------|-------|--------|--------|
| 乐观   | 销售量(百万公斤)  | 2     | 8     | 16     | 24     |
|      | 销售价格(元/公斤) | 16.0  | 17.6  | 19.4   | 21.3   |
|      | 毛利润率       | 45%   | 52%   | 54%    | 54%    |
|      | 营业利润(百万元)  | 14.40 | 73.22 | 167.27 | 276.00 |
|      | 净利润(百万元)   | 6.72  | 39.42 | 92.93  | 153.33 |
|      | EPS 贡献(元)  | 0.04  | 0.22  | 0.53   | 0.87   |
| 中性   | 销售量(百万公斤)  | 2     | 6     | 12     | 18     |
|      | 销售价格(元/公斤) | 16.0  | 17.3  | 18.7   | 20.2   |
|      | 毛利润率       | 45%   | 50%   | 50%    | 50%    |
|      | 营业利润(百万元)  | 14.40 | 51.84 | 111.97 | 181.40 |
|      | 净利润(百万元)   | 6.72  | 26.96 | 58.23  | 94.33  |
|      | EPS 贡献(元)  | 0.04  | 0.15  | 0.33   | 0.54   |
| 悲观   | 销售量(百万公斤)  | 2     | 4     | 8      | 12     |
|      | 销售价格(元/公斤) | 16.0  | 17.0  | 18.0   | 19.1   |
|      | 毛利润率       | 45%   | 48%   | 48%    | 48%    |
|      | 营业利润(百万元)  | 14.40 | 32.56 | 69.03  | 109.76 |
|      | 净利润(百万元)   | 6.72  | 16.28 | 34.52  | 54.88  |
|      | EPS 贡献(元)  | 0.04  | 0.09  | 0.20   | 0.31   |

数据来源：安信证券研究中心

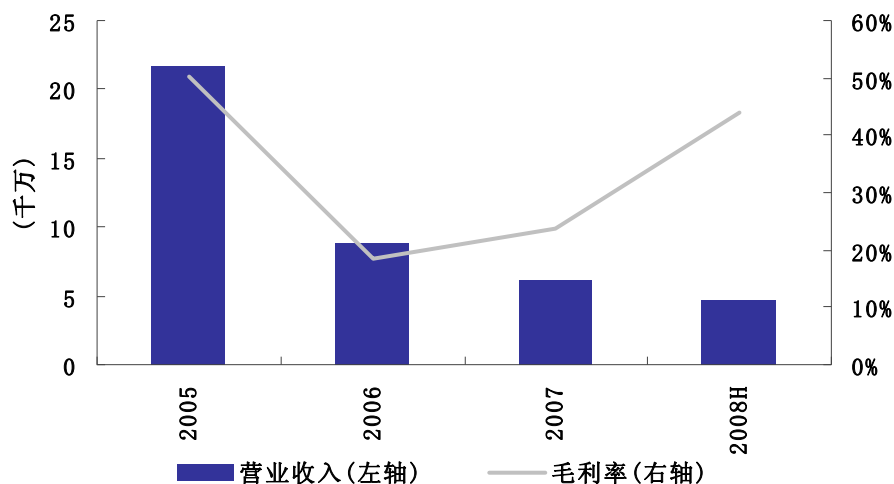
数据说明：EPS 均按目前的股本计算

## 7. 登海系列的盈利预测

根据我们前面的分析，登海自有品种登海系列失去一定的市场竞争力，已经是不争的事实。但公司通过一系列的狠抓销售措施，使得种子的毛利在 2006 年之后有显著的回升(图 17)。但由于品种失去市场的竞争力，所以销售量在持续下降。导致的结果是整体营业利润有所上升，但幅度有限。我们认为登海系列品种虽然在一定地域的销售能保持理想的毛利率，但销售量在未来会继续萎缩，导致利润下滑(表 2)。最终，登海系列的市场份额需要通过超试品种来替代。

图 17 登海 9 号和 11 号合计的销售收入和综合毛利率

2008 年毛利有较大幅度的回升，但销售量继续下降，利润回升的幅度有限



数据来源：公司公告，安信证券研究中心整理

数据说明：因为种子销售集中在上半年（先锋种子下半年也会有部分的量），所以 2008 年上半年的销售基本可以代表全年

表 2 登海系列品种的盈利预测

|            | 2007  | 2008F | 2009F | 2010F | 2011F |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 销售量(百万公斤)  | 20    | 18    | 14    | 10    | 6     |
| 销售价格(元/公斤) | 10.3  | 10.8  | 11.7  | 12.6  | 13.6  |
| 毛利率        | 26%   | 32%   | 40%   | 40%   | 40%   |
| 营业利润(百万元)  | 53.39 | 62.23 | 65.34 | 50.40 | 32.66 |
| 净利润(百万元)   | 4.00  | 15.56 | 26.14 | 20.16 | 13.06 |
| EPS 贡献(元)  | 0.02  | 0.09  | 0.15  | 0.11  | 0.07  |

数据来源：安信证券研究中心

数据说明：EPS 均按目前的股本计算

## 8. 先锋助力

登海先锋成立于 2002 年 12 月，登海种业母公司占 51% 的股权。公司主要生产杜邦先锋的杂交玉米种子。一共规划了四期工程，第四期 09 年就可投入生产。总共的满负荷产能约为 2.25 万吨，产品主要投放黄淮海地区。

2004 年，登海先锋在先玉 335 通过国审之后，逐步开拓市场。公司以单粒播种和优秀的营销能力，保持了种子的高价和高毛利。先玉系列种子的毛利高达 70% 以上，纯利润率达到了 50% 左右。但我们认为，先玉系列的高价主要来自单粒播种的成本优势和营销能力。而这些优势可能随着国内单粒播种种子的广泛生产和营销学习而逐步丧失。而且先玉种子在黄淮海地区的表现不如东北。我们认为，公司的高毛利在未来面临回落的压力。但由于先锋公司的竞争力，即使毛利出现回落，也会高于市场平均水平(表 3)。(关于先锋种子高价来源以及未来毛利趋势的讨论详见 2009 年 1 月 10 日敦煌种

业的深度报告《寻找公司的安全边际》）。

表 3 登海先锋盈利估计预测

|              | 2007  | 2008   | 2009F  | 2010F  | 2011F  |
|--------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 制种量(百万公斤)    | 10    | 14     | 16     | 20     | 20     |
| 销售量(百万公斤)    | 6.7   | 11.2   | 14.6   | 17.2   | 20     |
| 销售价格(元/公斤)   | 20.0  | 22.0   | 23.8   | 24.2   | 24.7   |
| 毛利润率         | 72%   | 74%    | 74%    | 64%    | 54%    |
| 营业利润(百万元)    | 96.20 | 182.34 | 256.70 | 266.78 | 266.97 |
| 权益净利润        | 34.84 | 66.53  | 97.13  | 95.87  | 88.99  |
| 权益 EPS 贡献(元) | 0.20  | 0.38   | 0.55   | 0.54   | 0.51   |

数据来源：安信证券研究中心

数据说明：EPS 均按目前的股本计算

## 9. 总结和投资建议

登海种业过去的辉煌是十分突出的，90 年代掖单系列的市场占有率一度高达 30%。随着国内种子研发竞争的加剧，受郑单 958 等优秀品种的冲击，登海系列品种的竞争力在 06 年以后逐渐丧失。再加上整个行业的严重过剩，两方面的原因造成了公司 2006 年以后销量和毛利的崩溃。

种子企业的核心竞争力在于研发。而种子的研发和市场推出存在周期性，短期的盈利能力下降并不能完全说明问题。登海是以自主研发能力著称的，在过去的十年里面，登海育成品种通过国审的数量居所有机构首位。我们比较了自主研发和品种购买两种模式，认为过去品种购买型种子企业的成功是因为市场存在扭曲。未来企业走自主研发道路是不可避免的。虽然现在种子市场研发竞争激烈，我们认为登海凭借长时间的积累，以及表现出的不断推出新品种的能力，已经证明具备可靠的研发价值。

公司狠抓销售，登海系列种子的毛利近两年得以回升。但由于品种优势失去，销量的逐渐下降已不可避免。公司在 2008 年度，将发芽率较低和销路不好的种子进行转商处理。合计处理种子 1000 多万公斤，计提损失约 5000 万。目前的存货降至 2000 万公斤，约为一年的销量。此举有效地降低了库存损失风险。而登海先锋虽然可能在未来面临高毛利压力，但销量地大幅上升，还是会持续给公司带来丰厚的收益。

公司近几年研发重点的超试品种，可能在近期通过国审进行销售。目前关于超试的公开信息较少。我们分析了过去种子市场品种的开拓时间以及市场占有率分布。认为超试品种要达到一定的销售量至少需要两三年的时间。而在中性的假设下，在经过五六年的市场培育，超试系列可能最终会有 6% 左右的市场占有率，约 5000-6000 万公斤的销售量。我们认为，中性的可能要大于乐观和悲观的估计。但就目前而言，新品种要带来相当的盈利，需要较长的时间。

我们计算公司 09、10 和 11 年的 EPS 分别为 0.65、0.86 和 1.05。按照目前的股价，公司 09 年的 PE 达到了 30 倍，10 年也有 23 倍，估值已经不低。因为超试品种的市场表现和推出时间存在不确定性。综合高估值和不确定性，我们给与公司中性-B 的投资评级，6 个月目标价 19.00 元。

表 4 登海种业（002041）盈利预测

|         | 2007  | 2008E  | 2009F | 2010F | 2011F |
|---------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 每股盈利(元) | 0.04  | 0.01   | 0.65  | 0.86  | 1.05  |
| P/E     | 452.9 | 1586.9 | 30.1  | 22.6  | 18.5  |

数据来源：安信证券研究中心

数据说明：P/E 的股价按照敦煌种业 2009-03-30 的收盘价元计算

## 财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2009-3-30

| 利润表               | 2006         | 2007           | 2008E          | 2009E          | 2010E          | 财务指标           | 2006        | 2007        | 2008E        | 2009E        | 2010E        |
|-------------------|--------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>营业收入</b>       | <b>284.6</b> | <b>314.0</b>   | <b>505.6</b>   | <b>610.2</b>   | <b>717.9</b>   | <b>成长性</b>     |             |             |              |              |              |
| 减: 营业成本           | 172.7        | 164.4          | 221.8          | 225.9          | 235.3          | 营业收入增长率        | -31.2%      | 10.3%       | 61.0%        | 20.7%        | 17.6%        |
| 营业税费              | 0.0          | 0.0            | -              | -              | -              | 营业利润增长率        | -75.5%      | 73.1%       | 248.2%       | 62.6%        | 26.1%        |
| 销售费用              | 48.1         | 56.9           | 91.0           | 109.8          | 129.2          | 净利润增长率         | -93.4%      | 32.6%       | -63.3%       | 4472.3%      | 33.0%        |
| 管理费用              | 45.6         | 41.5           | 65.7           | 79.3           | 93.3           | EBITDA 增长率     | -67.1%      | 71.7%       | 153.6%       | 57.0%        | 23.8%        |
| 财务费用              | -4.0         | -2.1           | -5.4           | -8.0           | -11.6          | EBIT 增长率       | -79.4%      | 99.9%       | 253.6%       | 63.3%        | 25.4%        |
| 资产减值损失            | 0.3          | 15.3           | 0.1            | -12.1          | 0.1            | NOPLAT 增长率     | -79.6%      | 110.3%      | 74.2%        | 224.0%       | 26.4%        |
| 加: 公允价值变动收益       | -            | -              | -              | -              | -              | 投资资本增长率        | 10.2%       | -1.7%       | -10.5%       | -11.2%       | -17.5%       |
| 投资和汇兑收益           | -            | -              | -              | -              | -              | 净资产增长率         | 0.9%        | 5.6%        | 16.3%        | 17.2%        | 22.2%        |
| <b>营业利润</b>       | <b>22.0</b>  | <b>38.0</b>    | <b>132.4</b>   | <b>215.3</b>   | <b>271.5</b>   | <b>利润率</b>     |             |             |              |              |              |
| 加: 营业外净收支         | -0.5         | 0.8            | -63.0          | -              | 2.0            | 毛利率            | 39.3%       | 47.7%       | 56.1%        | 63.0%        | 67.2%        |
| <b>利润总额</b>       | <b>21.5</b>  | <b>38.8</b>    | <b>69.4</b>    | <b>215.3</b>   | <b>273.5</b>   | 营业利润率          | 7.7%        | 12.1%       | 26.2%        | 35.3%        | 37.8%        |
| 减: 所得税            | -            | -0.0           | -              | -              | -              | 净利率            | 2.0%        | 2.4%        | 0.5%         | 20.8%        | 23.5%        |
| <b>净利润</b>        | <b>5.7</b>   | <b>7.6</b>     | <b>2.8</b>     | <b>127.0</b>   | <b>168.9</b>   | EBITDA/营业收入    | 11.4%       | 17.8%       | 28.0%        | 36.5%        | 38.4%        |
| <b>资产负债表</b>      | <b>2006</b>  | <b>2007</b>    | <b>2008E</b>   | <b>2009E</b>   | <b>2010E</b>   | EBIT/营业收入      | 6.3%        | 11.4%       | 25.1%        | 34.0%        | 36.2%        |
| 货币资金              | 251.0        | 319.6          | 473.3          | 664.1          | 947.3          | <b>运营效率</b>    |             |             |              |              |              |
| 交易性金融资产           | -            | -              | -              | -              | -              | 固定资产周转天数       | 216         | 262         | 187          | 152          | 126          |
| 应收帐款              | 27.4         | 19.2           | 38.8           | 46.8           | 55.1           | 流动营业资本周转天数     | 228         | 163         | 74           | 46           | 21           |
| 应收票据              | -            | -              | -              | -              | -              | 流动资产周转天数       | 740         | 732         | 543          | 565          | 618          |
| 预付帐款              | 39.5         | 22.7           | 33.8           | 45.1           | 56.9           | 应收帐款周转天数       | 32          | 18          | 15           | 18           | 18           |
| 存货                | 275.3        | 321.5          | 288.6          | 306.3          | 319.1          | 存货周转天数         | 315         | 352         | 228          | 181          | 158          |
| 其他流动资产            | -0.0         | 1.1            | 6.8            | 10.0           | 13.2           | 总资产周转天数        | 1,053       | 1,077       | 767          | 743          | 763          |
| 可供出售金融资产          | -            | -              | -              | -              | -              | 投资资本周转天数       | 534         | 503         | 293          | 217          | 158          |
| 持有至到期投资           | -            | -              | -              | -              | -              | <b>投资回报率</b>   |             |             |              |              |              |
| 长期股权投资            | -            | -              | -              | -              | -              | ROE            | 3.1%        | 5.3%        | 8.1%         | 21.5%        | 22.3%        |
| 投资性房地产            | -            | -              | -              | -              | -              | ROA            | 2.5%        | 3.9%        | 6.0%         | 15.7%        | 16.3%        |
| 固定资产              | 192.1        | 265.5          | 260.8          | 256.0          | 248.0          | ROIC           | 4.3%        | 8.3%        | 14.7%        | 53.3%        | 75.8%        |
| 在建工程              | 66.8         | 33.8           | 20.9           | 13.1           | 8.5            | <b>费用率</b>     |             |             |              |              |              |
| 无形资产              | 16.7         | 18.3           | 17.2           | 16.2           | 15.2           | 销售费用率          | 16.9%       | 18.1%       | 18.0%        | 18.0%        | 18.0%        |
| 其他非流动资产           | 3.5          | 3.2            | 8.6            | 9.0            | 9.2            | 管理费用率          | 16.0%       | 13.2%       | 13.0%        | 13.0%        | 13.0%        |
| <b>资产总额</b>       | <b>872.3</b> | <b>1,005.7</b> | <b>1,149.9</b> | <b>1,367.6</b> | <b>1,673.4</b> | 财务费用率          | -1.4%       | -0.7%       | -1.1%        | -1.3%        | -1.6%        |
| 短期债务              | -            | 22.0           | 10.0           | 10.0           | 10.0           | 三费/营业收入        | 31.5%       | 30.7%       | 29.9%        | 29.7%        | 29.4%        |
| 应付帐款              | 49.1         | 80.3           | 60.8           | 61.9           | 64.5           | <b>偿债能力</b>    |             |             |              |              |              |
| 应付票据              | -            | -              | -              | -              | -              | 资产负债率          | 20.1%       | 26.8%       | 25.6%        | 26.7%        | 26.8%        |
| 其他流动负债            | 106.2        | 139.6          | 189.3          | 250.8          | 323.1          | 负债权益比          | 25.1%       | 36.7%       | 34.4%        | 36.4%        | 36.5%        |
| 长期借款              | -            | -              | -              | -              | -              | 流动比率           | 3.39        | 2.55        | 2.93         | 3.02         | 3.20         |
| 其他非流动负债           | 0.1          | 1.4            | 7.2            | 10.3           | 13.5           | 速动比率           | 1.80        | 1.29        | 1.87         | 2.15         | 2.46         |
| <b>负债总额</b>       | <b>175.3</b> | <b>269.9</b>   | <b>294.4</b>   | <b>364.9</b>   | <b>447.9</b>   | 利息保障倍数         | -4.49       | -16.92      | -23.31       | -25.81       | -22.43       |
| <b>少数股东权益</b>     | <b>42.6</b>  | <b>73.8</b>    | <b>140.5</b>   | <b>228.8</b>   | <b>333.5</b>   | <b>分红指标</b>    |             |             |              |              |              |
| 股本                | 176.0        | 176.0          | 226.2          | 196.2          | 196.2          | DPS(元)         | 0.10        | -           | -            | 0.19         | 0.26         |
| 留存收益              | 478.5        | 486.1          | 488.9          | 577.7          | 695.9          | 分红比率           | 308.3%      | 0.0%        | 0.0%         | 30.0%        | 30.0%        |
| <b>股东权益</b>       | <b>697.1</b> | <b>735.9</b>   | <b>855.5</b>   | <b>1,002.7</b> | <b>1,225.6</b> | 股息收益率          | 0.5%        | 0.0%        | 0.0%         | 1.0%         | 1.3%         |
| <b>现金流量表</b>      | <b>2006</b>  | <b>2007</b>    | <b>2008E</b>   | <b>2009E</b>   | <b>2010E</b>   | <b>业绩和估值指标</b> | <b>2006</b> | <b>2007</b> | <b>2008E</b> | <b>2009E</b> | <b>2010E</b> |
| 净利润               | 21.5         | 38.8           | 2.8            | 127.0          | 168.9          | EPS(元)         | 0.03        | 0.04        | 0.01         | 0.65         | 0.86         |
| 加: 折旧和摊销          | 16.5         | 22.1           | 14.8           | 15.3           | 15.6           | BVPS(元)        | 3.96        | 4.18        | 3.78         | 5.11         | 6.25         |
| 资产减值准备            | -7.5         | 15.1           | 0.1            | -12.1          | 0.1            | PE(X)          | 600.5       | 452.9       | 1,586.9      | 30.1         | 22.6         |
| 公允价值变动损失          | -            | -              | -              | -              | -              | PB(X)          | 4.9         | 4.7         | 5.2          | 3.8          | 3.1          |
| 财务费用              | 1.4          | 0.4            | 1.8            | -5.4           | -8.0           | P/FCF          | -97.6       | 92.3        | 120.4        | 22.4         | 16.7         |
| 投资收益              | -            | -              | -              | -              | -              | P/S            | 12.0        | 10.9        | 8.7          | 6.3          | 5.3          |
| 少数股东损益            | 15.8         | 31.3           | 66.6           | 88.4           | 104.6          | EV/EBITDA      | 98.8        | 57.3        | 28.8         | 15.2         | 11.7         |
| 营运资金的变动           | 36.9         | 33.6           | 42.5           | 43.0           | 47.3           | CAGR(%)        | 115.7%      | 91.7%       | 64.8%        | -100.0%      | -100.0%      |
| <b>经营活动产生现金流量</b> | <b>57.9</b>  | <b>106.7</b>   | <b>121.4</b>   | <b>253.4</b>   | <b>324.9</b>   | PEG            | 5.2         | 4.9         | 24.5         | -0.3         | -0.2         |
| <b>投资活动产生现金流量</b> | <b>-73.3</b> | <b>-59.1</b>   | <b>-2.1</b>    | <b>-2.1</b>    | <b>-2.1</b>    | ROIC/WACC      | 0.4         | 0.8         | 1.5          | 5.3          | 7.6          |
| <b>融资活动产生现金流量</b> | <b>-19.2</b> | <b>21.1</b>    | <b>43.6</b>    | <b>-60.1</b>   | <b>-39.1</b>   | REP            | 16.7        | 8.9         | 7.1          | 1.8          | 1.5          |

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

## 作者简介

尤宏业，北京大学理学学士，经济学双学士。2005 年 7 月至 2008 年 3 月就职于中国农业科学院，从事农业经济和政策研究。2008 年 5 月加入安信证券研究所。

## 免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

## 公司评级体系

### 收益评级：

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；  
 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；  
 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；  
 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；  
 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；  
 B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 销售联系人

|               |                         |               |                        |
|---------------|-------------------------|---------------|------------------------|
| 朱贤            | 上海联系人                   | 凌洁            | 上海联系人                  |
| 张勤            | 上海联系人                   | 李国瑞           | 上海联系人                  |
| 021-68763879  | zhangqin@essence.com.cn | 021-68763872  | ligr@essence.com.cn    |
| 南方            | 上海联系人                   | 李昕            | 北京联系人                  |
| 021-68765206  | nanfang@essence.com.cn  | 010-66581689  | lixin@essence.com.cn   |
| 马正南           | 北京联系人                   | 潘琳            | 深圳联系人                  |
| 010-66581668  | mazn@essence.com.cn     | 0755-82558268 | panlin@essence.com.cn  |
| 张茜萍           | 深圳联系人                   | 王远洋           | 深圳联系人                  |
| 0755-82558089 | zhangqp@essence.com.cn  | 0755-82558087 | wangyy3@essence.com.cn |

## 安信证券研究中心

### 深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层  
 邮编: 518026

### 上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层  
 邮编: 200122

### 北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层  
 邮编: 100034