

朱卫华 0755-82943101
 zhuweihua@cmschina.com.cn
 黄珺、董广阳 0755-82943241
 huangj@cmschina.com.cn

2009年4月1日

登海种业(002041.SZ)/20.60 元

超级玉米打开巨大市场空间

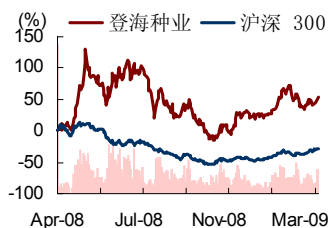
投资评级: 审慎推荐-A
评级调整: 上调

基础数据

总股本(万股)	17600
流通股本(万股)	16352
总市值(亿元)	36
流通市值(亿元)	34
52周股价	11.3-30.9 元

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-4	9	24
相对表现	-23	-4	53



事件: 2009年4月1日, 登海种业发布超试玉米、蔬菜新品种通过省级审定的公告: 公司自主研发的超试玉米三个新品种于2009年3月23日经第五届山东省农作物品种审定委员会第七次常委会议审定通过, 其品种名称分别为: 登海661、登海662、登海701, 另有公司西白夏绿55、西星长茄1号、西星西葫芦1号三个蔬菜新品种经本次会议审定通过。特别是随着登海661等三个玉米新品种审定后的市场推广, 因其高产、抗倒伏、抗逆性强等特点, 品种市场竞争力将明显增强, 为公司增加市场份额、优化品种结构、加快发展速度奠定坚实基础。

- **“超级玉米种子”千呼万唤始出来。**公司的“超级玉米新品种选育与产业化开发”项目被科技部列为“十一五”国家科技支撑计划重点项目之一, 项目总经费8746万元, 登海种业获得国家划拨科研经费1505万元。超级玉米种子终于不负所望, 如期通过06、07年的区试和08年的生产性试验, 于09年3月通过省级审定, 目前正在申请国家级审定。
- **超级玉米在生产试验中亩产较先玉335高出5%以上, 优势突出。**登海种业的超级玉米系列目前有超一到超九9个系列, 此次通过省级审定的三个品种就是超试系列中的其中三种, 兼具优质、多抗、广适、易制种等优良性状于一体。早在2005年时登海超试1号就在试验田中创下1402.86公斤/亩的夏玉米高产世界纪录, 通过08年的生产性试验, 超级玉米种子的平均亩产均超过1000公斤, 超过先玉335亩产5%, 相比前两年先玉335夏玉米投入市场时与冠军品种郑单958亩产相当的情况, 超级3个品种的优势突出。
- **预计国审在短期内通过, 加工配套跟上, 2010年开始将大规模销售。**目前三个超级玉米品种已通过省审, 在上报国家。根据过去郑单958和先玉335的审订时间来看, 省审和国审都分别在2000年和2004年年内通过, 因此我们预计超级玉米明年可以在全国范围内销售。此外, 超级玉米种子加工能力也及时跟进, 公司建设了10吨/小时种子加工线2条、5吨/小时种子加工线2条, 年加工种子量可达1000万公斤, 已为大规模生产作好铺垫, 预计2010年开始公司将开始大规模销售超级玉米系列。
- **09年业绩得益于08年计提存货减值准备, 2010年超级玉米发力, 调高08-10年盈利预测至0.02元、0.33元、0.74元。**从08年的业绩预报中我们估算08年计提存货减值准备将近5000万, 即已将三年以上发芽率不合格的种子基本清除, 那么09年计提准备的幅度不会很大, 母公司亏损额度也是缩小或能够盈利, 加上预计先锋公司0.35元EPS的贡献, 09年业绩将大幅上升; 预计2010年登海原有种子仍继续萎缩不过能够微幅盈利, 先玉335保持良好势头, 超级玉米种子销量达1万吨, 盈利水平与登海先锋07年相当, 那么EPS可达0.74元。
- **超级玉米打开巨大市场空间, 调高评级至“审慎推荐A”。**公司目前估值水平为09年62倍PE, 2010年28倍PE, 虽然相对估值明显偏高, 但考虑到市场空间及盈利水平提升空间巨大, 预计短期股价会有较好表现, 因此调高短期评级。此外近期各省将相继出台对应国家良种补贴政策的相关方案, 以及春播在即, 都将成为种子板块的催化剂, 建议积极关注。
- **风险因素:** 公司超级玉米种子的销售渠道能否顺利打开面临较大风险, 若公司管理、营销能力不能跟进或玉米市场环境恶化将影响未来盈利水平。

表 1、登海种业分部盈利预测

	2007	2008E	2009E	2010E	2011E
登海先锋先玉 335					
产量 (吨)	9,000	12,000	16,000	20,000	20,000
销售收入 (万元)	13,454	17,490	23,320	29,150	28,858
毛利 (万元)	9,658	12,555	16,741	20,926	20,717
净利润 (万元)	6,403	8,964	11,952	14,940	14,791
归属公司权益净利润 (万元)	3,265	4,572	6,096	7,619	7,543
先锋公司贡献 EPS	0.19	0.26	0.35	0.43	0.43
原有登海系列					
销售收入	13,871	14,981	10,487	9,438	8,494
其中: 登海 9 号	2,722	2,994	3,294	3,261	3,195
其中: 登海 11 号	3,361	3,697	4,067	4,474	4,295
其他	7,788	8,289	3,126	1,704	1,004
净利润 (存货减值准备之前)	-1,137	361	289	260	257
计提存货减值准备	1,543	4,630	800	500	500
净利润	-2,680	-4,269	-511	-240	-243
自身玉米种子贡献 EPS	-0.15	-0.24	-0.03	-0.01	-0.01
超级玉米系列					
产量 (吨)	-	-	500	10,000	15,000
销售收入 (万元)	-	-	750	14,000	19,500
净利润 (万元)	-	-	300	5,600	7,800
超级玉米种子贡献 EPS	-	-	0.02	0.32	0.44
销售收入 (万元)	27,325	32,471	34,557	52,588	56,853
净利润 (万元)	757	303	5884	12979	15101
EPS	0.04	0.02	0.33	0.74	0.86

资料来源: 公司公告, 招商证券研发中心

参考报告:

1、敦煌种业 (600354) - 先锋品种表现优异, 自身业务亏损加大 1/9/2008

敦煌种业半年报点评, 对登海种业、敦煌种业、万向德农三家玉米种子公司作比较分析。

2、敦煌种业 (600354) - 联手先锋带来业绩拐点 20/3/2008

分析师简介

朱卫华：清华大学经济学学士，中国科学技术大学管理学硕士，拥有证券执业资格、注册国际投资分析师 CIIA 资格，8 年证券从业经验。现为招商证券研发中心研究董事、消费品研究小组组长，连续获得 2005、2006、2007 年度《新财富》最佳分析师食品饮料行业第一名，2005 年度最佳分析师农林牧渔行业第三名。

黄珺：MBA 在读，拥有证券从业资格，4 年证券从业经验，现于招商证券从事食品饮料、农林牧渔行业研究。

董广阳：上海财经大学经济学硕士，2008 年进入招商证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从 2008 年 4 月 11 日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

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和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。