

登海种业(002041)：一季度净利润同比增长 6.76%

增持（上调）

农业

当前股价：22.75 元

报告日期：2009 年 4 月 23 日

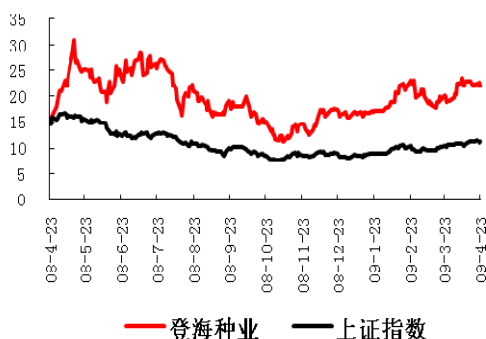
主要财务指标（单位：百万元）

	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	314	417	533	623
(+/-)	10.83%	32.77%	27.76%	16.94%
营业利润	38	52	156	198
(+/-)	73.13%	37.92%	197.00%	26.84%
归属于母公司 的净利润	8	3	62	70
(+/-)	32.59%	-65.63%	2265%	13.03%
每股收益（元）	0.04	0.01	0.35	0.40
市盈率（倍）	38	2255	65	57

公司基本情况（2009 年 3 月 31 日止）

总股本/已流通股（万股）	17,600/16,352
流通市值（亿元）	37.20
每股净资产（元）	4.05
资产负债率（%）	21.05

股价表现（最近一年）



天相消费品组

联系人一天相农业组

010-66045566-8180 ranll@txsec.com

服务热线 010-66045555

- 2009 年一季度，公司实现营业收入 2.18 亿元，同比增长 8.98%；营业利润 9189 万元，同比增长 15.8%；归属母公司所有者的净利润 4825 万元，同比增长 6.76%；实现每股收益 0.27 元。
- 公司对 08 年 1 季度的收入与净利润进行了追溯调整，调高 08 年 1 季度的收入至 2.00 亿元，调高 08 年 1 季度的营业利润至 4519 万元。
- 公司一季度收入增速与我们的预期相符（我们前期在动态点评报告中的预测为 10% 左右）。我们估计，公司收入得以增长原因是：（1）玉米种子价格上涨根据农业部种植业管理司对今年全国春耕用种情况的调度情况，今年杂交玉米、杂交水稻种子的价格同比略有上涨，涨幅在 5%~20% 不等。我们认为，先玉 335 的价格涨幅估计高于 20%；（2）由于 08/09 年度种子市场启动较晚，公司种子在 08 年销量较小，因而使 09 年 1 季度的销量同比增加。
- 公司综合毛利率提升 0.66 个百分点，至 60.66%。公司毛利率提升的原因除了玉米种子价格上升外，公司转变营销思路，发展“单粒播”也是重要原因。由于毛利率提升，加上费用率同比有所下降，致使公司营业利润和净利润增速高与收入增速。
- 我们在前期的年报点评中也指出，由于（1）公司去库存化已基本收尾，08 年业绩已基本见底；（2）先玉 335 优势明显，公司酒泉第三期项目在 08 年 9 月交付使用，增加的 7,000 吨产能预计将在 09 年的销售中完全释放，公司若不存在新制种大额计提减值准备，今年公司的业绩有望大幅反弹。
- 公司未来业绩的另一大看点是超试玉米的商用化。2009 年 3 月 23 日，公司自主研发的超试玉米新品种通过省级审定。超试玉米具有高产（亩产可达 1,000 公斤以上，比郑单 958 高 5% 以上）、抗倒伏、抗逆性强等特点，随着该品种的大批量生产和市场销售，公司自有品牌的市场竞争力将大幅增强。我们认为，超试玉米系列品种将和先玉 335 一起，成为公司业绩的重要支撑，增大公司在杂交玉米市场的份额。

- **盈利预测与评级。**我们上调了公司的盈利预测，调整后公司2009-2010年的EPS分别为0.35元和0.40元，以最新收盘价22.75元计算，对应的动态市盈率分别为65X和57X。估值仍高于行业平均水平，但我们认为公司产品具有核心竞争力，公司未来的成长性较好，上调公司的评级至“增持”。
- **风险提示。**(1) 种子生产的自然风险；(2) 若公司09年继续大幅计提存货跌价准备，公司的业绩将在我们预测值的基础上大幅收缩。

附表1：公司盈利能力指标

	2007A	2008A	2008Q1	2009Q1
综合毛利率(%)	47.65%	53.99%	60.91%	60.66%
归属母公司净利润率(%)	12.37%	14.77%	36.28%	42.33%
净资产收益率(%)	1.09%	0.39%	5.92%	6.77%

附表2：公司费用控制能力指标

	2007A	2008A	2008Q1	2009Q1
营业费用(万元)	5,688	7,325	2,837	3,100
营业费用率(%)	18.11%	17.57%	14.54%	14.19%
管理费用(万元)	4,154	5,500	1,105	1,255
管理费用率(%)	13.23%	13.19%	5.67%	5.74%
财务费用(万元)	-212	-807	-86	-367
财务费用率(%)	-0.68%	-1.94%	-0.44%	-1.68%
期间费用(万元)	9,630	12,017	3,856	3,988
期间费用率(%)	30.67%	28.82%	19.77%	18.25%

附表3：季度报表比较

	2007Q1	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4	2009Q1
营业收入	11,751	19,503	8,740	1,540	11,911	21,845
增长率 (%)	-4.26%	56.62%	-55.19%	-82.38%	673.40%	83.40%
减：营业成本	5,422	7,624	4,868	1,180	5,512	8,595
毛利率 (%)	53.86%	60.91%	44.30%	23.41%	53.72%	60.66%
减：营业税金及附加	0	0	0	0	0	1
销售费用	2,089	2,837	1,277	426	2,785	3,100
管理费用	967	1,105	1,806	1,287	1,302	1,255
财务费用	5	-86	-376	-117	-228	-367
期间费用率	26.05%	19.77%	30.97%	103.59%	32.40%	18.25%
资产减值损失	-24	85	35	2,892	2,235	73
投资净收益	0	0	0	0	0	0
营业利润	0	-48	48	0	0	0
增长率 (%)	3,292	7,889	1,177	-4,127	305	9,189
加：营业外收入	218.28%	207.30%	-85.08%	-450.50%	-107.39%	2913.02%
减：营业外支出	8	41	653	18	882	68
利润总额	8	6	438	55	166	11
增长率 (%)	3,292	7,924	1,393	-4,163	1,021	9,247
利润率 (%)	252.36%	186.93%	-82.42%	-398.88%	-124.53%	805.49%
减：所得税	28.01%	40.63%	15.94%	-270.34%	8.57%	42.33%
实际税负比率 (%)	0	848	72	-78	-825	0
净利润	0.00%	10.70%	5.19%	1.88%	-80.75%	0.00%
归属于母公司所有者						
净利润	3,292	7,076	1,321	-4,085	1,846	9,247
增长率 (%)	1,915	4,163	833	-4,008	-727	4,825
净利润率 (%)	-5057.82%	351.22%	-79.99%	-581.23%	-81.87%	-763.71%
少数股东损益	28.01%	36.28%	15.11%	-265.25%	15.50%	42.33%

附表 4：登海种业（002041）盈利预测

单位：万元	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	31,402	41,693	53,269	62,291
增长率	10.83%	32.77%	27.76%	16.94%
毛利率(%)	47.65%	53.99%	59.19%	61.53%
减：营业税金及附加	0	1	5	6
销售费用	5,688	7,505	9,588	11,212
管理费用	4,154	5,420	6,392	7,475
财务费用	(212)	(834)	(533)	(623)
期间费用率	23.00%	29.00%	29.00%	29.00%
资产减值损失	1,530	5,247	500	500
加：公允价值变动净收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	3,803	5,245	15,578	19,759
增长率(%)	73.13%	37.92%	197.00%	26.84%
加：营业外收入	513	1,595	0	0
减：营业外支出	432	665	0	0
利润总额	3,884	6,175	15,578	19,759
增长率(%)	93.01%	58.99%	152.27%	26.84%
利润率(%)	12.37%	14.81%	29.24%	31.72%
减：所得税费用	(0)	17	1,402	1,778
实际税负比率(%)	0.00%	0.28%	9.00%	9.00%
净利润	3,884	6,158	14,176	17,981
归属母公司所有者的净利润	757	261	6,176	6,981
增长率	32.59%	-65.63%	2265.34%	13.03%
净利润率(%)	2.41%	0.63%	11.59%	11.21%
少数股东损益	3127	5897	8000	11000
总股本（万股）	17600	17600	17600	17600
每股收益(元)	0.04	0.01	0.35	0.40
每股净资产(元)	3.76	3.78	-	-
净资产收益率(%)	1.14%	0.39%	-	-

资料来源：天相投资顾问有限公司

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路28号舜华园小区朝3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250002