

赵钦 郭锐

农林牧渔行业研究员

021-38565914

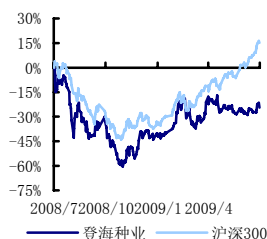
zhaoq@xyzq.com.cn

登海种业 (002041)**甩掉包袱，期待爆发****推荐 (维持)****市场数据**

报告日期	2009-7-8
收盘价(元)	21.48
52周最高/最低(元)	28.45/11.29
总股本(百万股)	176.00
流通股本(百万股)	163.52
总市值(百万元)	3780.48
流通市值(百万元)	3512.46
每股净资产(元)	4.05

主要财务指标

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	2009 中报
营业收入(百万元)	417	502	671	787	336
同比增长(%)	32.8%	20.5%	33.6%	17.3%	19.09%
净利润(百万元)	3	65	108	158	59
同比增长(%)	-65.6%	2409.9%	65.8%	46.3%	18.09%
毛利率(%)	54.0%	58.3%	58.4%	60.6%	58.3%
净利率(%)	0.6%	13.0%	16.1%	20.1%	17.6%
每股收益(元)	0.01	0.37	0.62	0.90	0.36
每股经营现金流(元)	1.39	0.89	0.90	1.62	—

股价走势**相关报告**

《调研信息速递：超试玉米空间巨大》2009-7-6

投资要点

- **超试玉米布局展开，静待国审。**登海超试玉米系列种子品质优秀，丰产产量为 800-900 公斤/亩，2009 年育种量将达到 1 万吨，一旦 2009 年通过国审（持乐观态度），销售将在 2010 年迅速铺开。
- **2009 年仍看先锋。**登海先锋进入黄金成长期，其登海先锋四期将于 2009 年底完工，届时产能将增加到 2250 万公斤/年，2009 年有望销售 1400 万公斤，实现净利 1.57 亿元。
- **去库存化将于 2009 年基本完成。**2009 年 2 季度销售结束后，公司存货将下降至 0.9-1.0 亿元之间，对应约 2 万吨存货，预计 2009 年计提存货跌价损失 1500 万元，库存量和库存种子质量将进入合理水平，2010 年将不会出现大额计提。
- **预计公司 2009-2011 年 EPS 为 0.37、0.62、0.90 元。**超试玉米种子优势明显、市场巨大、登海先锋增长迅速、公司盈利改善、去库存化基本完成，2009-2010 年将步入爆发期，给予公司推荐评级。
- **近期催化剂：**国审预计 7 月底进行，我们对于超试玉米种子通过国审持乐观态度。

风险因素：种子生产受气候、病虫等影响较大，育种量和质量存在不确定性；存在国审进度低于预期的可能；实际库存资产减值损失额。

一、超试玉米：未来爆发点

● 超试玉米种子品质优秀

超试玉米具有超高产、抗病性好、抗倒伏、广适性等优点。登海超试系列种子丰产产量为 800-900 公斤/亩，其中登海 661（超试 1 号）经山东多点品比实验，平均亩产 745 公斤，对比郑单 958 增产 8.5%。

● 静待国审

超试系列其中登海 661、662、701（对应超试 1、2、4 号，夏玉米系列）已在 2009 年 3 月通过山东省审；登海 662、701 在 4 月通过河南省审，已获得在山东、河南销售的许可。由于农业部国审推迟，预计 2009 年国审最早将在 7 月底进行，我们将密切保持跟踪。

对于超试玉米种子于 2009 年通过国审持乐观态度，一旦通过国审，超试玉米将获得在全国范围内销售的许可，则超试玉米种子销售将 2010 年迅速铺开。

● 育种布局展开

公司对于超试玉米寄予厚望，2009 年育种面积达到 2 万亩以上，按照育种面积 2.5 万亩，育种亩产 400 公斤计算，则 2009 年超试玉米育种量将达到 1 万吨，为大规模销售做好准备。

相关加工线及时跟进。传统晾晒法加工效率低下，受气候影响大，公司种子加工线 10 吨/小时 2 条、5 吨 /小时 2 条改造已经完成，其将采用按穗烘干工艺，种子质量得到保证，为大规模生产作好准备。

● 政府支持巨大

“超级玉米新品种选育与产业化开发”项目作为“十一五”国家科技支撑计划重点项目之一，受到政府资金、政策诸多扶持，政府曾提出其推广目标是 2010 年以前推广种植面积 1000 万亩。

● 2010 年迎来爆发

超试玉米采用单粒播种，每亩需种量在 1.5 公斤左右，2009 年育种约 1 万吨，公司销售渠道成熟，如果国审在 2009 年通过，则 2010 年超试玉米种子将迅速迎来爆发期，成为公司除先锋种子以外另一个增长点。

表 1: 超试玉米销售预测

超试玉米	2009E	2010E	2011E	2012E
上产季制种量 (万公斤)	1000	1200	1600	1600
当年销售量 (万公斤)	70	700	1000	1500
对应种植面积 (万亩)	47	467	667	1000
均价 (元/kg)	15.00	17.00	19.00	20.00
销售收入 (百万元)	10.5	119	190	300
成本 (百万元)	6.3	59.5	76	120
毛利 (百万元)	4.2	59.5	114	180
毛利率 (%)	40.00%	50.00%	60.00%	60.00%
净利润率毛估 (%)	20.00%	25.00%	36.00%	36.00%
净利毛估 (百万元)	2.1	29.75	57	90
EPS 贡献 (元)	0.01	0.17	0.32	0.51
占主营业务收入占比 (%)	2.09%	17.73%	24.14%	32.61%

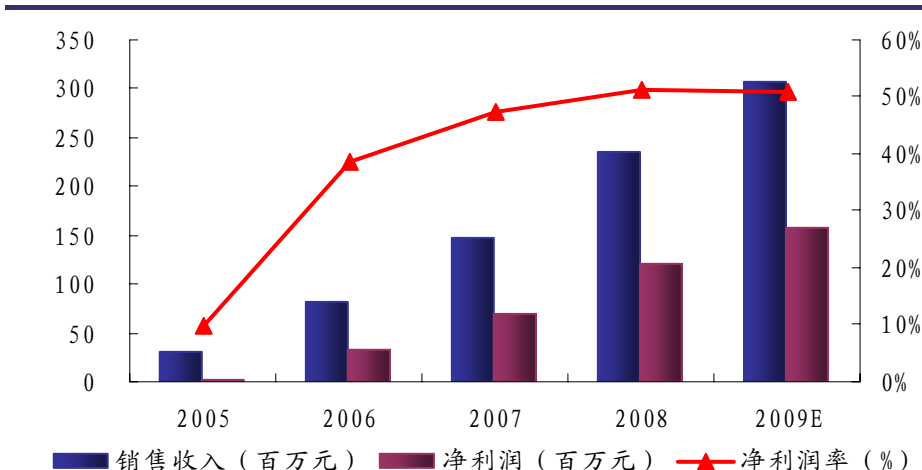
数据来源: 公司公告、兴业证券研发

二. 2009 年仍看先锋

● 先锋进入黄金成长期

登海先锋于 2002 年底成立 (公司持股 51%), 经过生产和销售布局, 已于 2007 年步入黄金成长期。登海先锋 2008 年实现销售收入 2.35 亿元, 净利润 1.20 亿元, 其中先玉 335 销量在 2008 年突破 1 万吨, 是登海先锋主要盈利来源。

图 1: 登海先锋盈利状况 (百万元, %)



数据来源: 公司公告、兴业证券研发

● 2009-2011 年产销扩张

登海先锋三期已于 2008 年 9 月竣工 (与当年育种时间一致), 登海先锋种子产能扩张到 1600 万公斤/年, 登海先锋四期 (酒泉) 将于 2009 年底完工, 届时登海先锋产能将增加到 2250 万公斤/年。

表 2：登海先锋公司盈利预测

	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
先玉 335						
产能（万公斤）	1100	1600	1600	2100	2100	2100
上年制种量（万公斤）	1000	1400	1500	2000	2000	2000
当年销售量（万公斤）	755	1082	1400	1700	1900	2000
对应种植面积（万亩）	629	902	1167	1417	1583	1667
均价（元/kg）	17.82	19.89	20.00	20.00	20.00	20.00
销售收入（百万元）	134.54	215.2	280	340	380	400
成本（百万元）	37.95	62.77	84.00	102.00	114.00	120.00
毛利（百万元）	96.59	152.43	196.00	238.00	266.00	280.00
毛利率（%）	71.79%	70.83%	70.00%	70.00%	70.00%	70.00%
净利率毛估（%）	51%	55%	55%	55%	55%	55%
净利率毛估（百万元）	68.62	118.36	154.00	187.00	209.00	220.00
先锋公司其它产品						
销售收入（百万元）	13.07	19.65	28	34	38	40
成本（百万元）	4.82	7.86	11.2	13.6	15.2	16
毛利（百万元）	8.25	11.79	16.8	20.4	22.8	24
毛利率（%）	63%	60%	60%	60%	60%	60%
净利率（%）	10%	10%	10%	10%	10%	10%
净利润毛估（百万元）	1.307	1.965	2.8	3.4	3.8	4
先锋公司合计						
销售收入（百万元）	147.61	234.85	308	374	418	440
成本（百万元）	42.77	70.63	95.20	115.60	129.20	136.00
毛利（百万元）	104.84	164.22	212.80	258.40	288.80	304.00
毛利率（%）	71.02%	69.92%	69.09%	69.09%	69.09%	69.09%
净利率毛估（%）	47.24%	51.29%	50.91%	50.91%	50.91%	50.91%
净利润毛估（百万元）	69.73	120.45	156.80	190.40	212.80	224.00
持股比例（%）	51%	51%	51%	51%	51%	51%
权益 EPS(元)	0.20	0.35	0.45	0.55	0.62	0.65

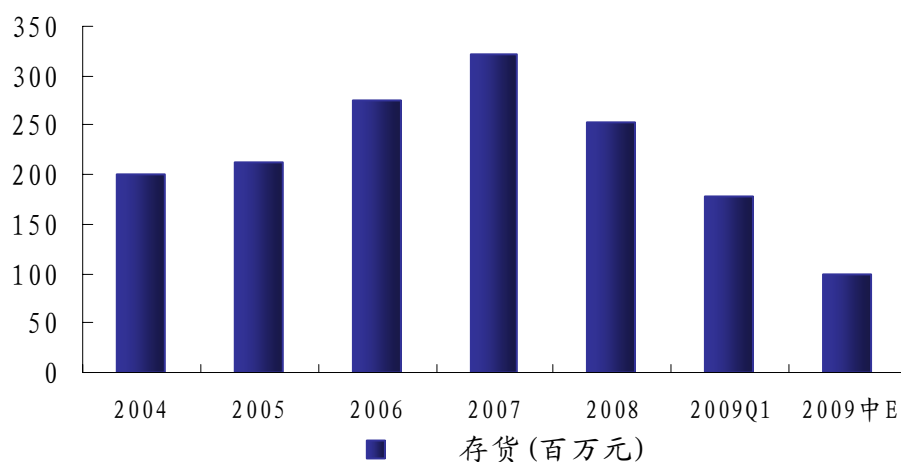
数据来源：公司公告、兴业证券研发

三、去库存化将在 2009 年基本完成

公司 2008 年对库存商品共计提存货跌价损失 4800 万元，对应转商种子约 1 万吨。公司 2009 年 1 季度末存货已降至 1.79 亿元，预计 2 季度销售结束，公司存货将下降至 0.9-1.0 亿元之间，对应约 2 万吨存货。

库存种子转商大额计提将在 2009 年完成。预计公司 2009 年计提存货跌价损失 1500 万元，对应转商约 3000 吨种子，如不计算 2009 年的育种量（2009 年 9 月收获），库存水平将降至 1.6-1.7 万吨，所剩库存绝大部分为生产年限较短（3 年以内），发芽率较高种子，库存量和库存种子质量将进入合理水平，2010 年将不会出现大额计提。

图 2: 公司存货水平 (百万元)



数据来源: 公司公告、兴业证券研发

四. 其它种子稳定发展

公司登海 1、9、11 号等玉米种子也比较优秀, 年销售额均在 1000 万元以上, 是公司普通玉米种子中的拳头产品, 其市场较为成熟, 受先锋种子和超试玉米种子挤压, 销售量将略有降低并稳定。

表 3: 公司玉米种子盈利预测

	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
其它玉米种子						
销售量 (万公斤)	1921.6	1742.99	1650	1500	1500	1500
销售价格 (元/kg)	7.06	8.92	9.50	10.00	10.00	10.00
销售收入 (百万元)	135.59	155.39	156.75	150	150	150
成本 (百万元)	88.13	93.23	94.05	90.00	90.00	90.00
毛利 (百万元)	47.46	62.16	62.70	60.00	60.00	60.00
毛利率 (%)	35.00%	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%	40.00%
占主营业务收入占比 (%)	43.18%	37.27%	31.21%	22.35%	19.06%	16.30%
玉米种子合计						
销售收入 (百万元)	283.2	390.24	475.25	643	758	890
成本 (百万元)	130.90	163.87	195.55	265.10	295.20	346.00
毛利 (百万元)	152.30	226.37	279.70	377.90	462.80	544.00
毛利率 (%)	53.78%	58.01%	58.85%	58.77%	61.06%	61.12%
占主营业务收入占比 (%)	90.19%	93.60%	94.62%	95.83%	96.32%	96.74%

数据来源: 公司公告、兴业证券研发

花卉、蔬菜种子由于市场较小, 收入及毛利水平基本维持稳定, 对于总盈利贡献较小。

表 4: 公司花卉、蔬菜种子业务预测

	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
花卉种子						
销售收入 (百万元)	2.35	4.17	5	6	7	8
成本 (百万元)	1.29	2.29	2.75	3.30	3.85	4.40
毛利 (百万元)	1.06	1.88	2.25	2.70	3.15	3.60
毛利率 (%)	45%	45%	45%	45%	45%	45%
占主营业务收入占比 (%)	0.75%	1.00%	1.00%	0.89%	0.89%	0.87%
蔬菜种子						
销售收入 (百万元)	15.36	14.78	14	14	14	14
成本 (百万元)	7.68	7.39	7.00	7.00	7.00	7.00
毛利 (百万元)	7.68	7.39	7.00	7.00	7.00	7.00
毛利率 (%)	50%	50%	50%	50%	50%	50%
占主营业务收入占比 (%)	4.89%	3.54%	2.79%	2.09%	1.78%	1.52%

数据来源: 公司公告、兴业证券研发

五. 推荐: 卸掉包袱, 期待爆发

● 主要假设

针对公司未来发展和盈利预测, 主要假设如下:

1. 出于对于超试玉米种子质量和公司科研能力的信心, 假设超试玉米种子 2009 年通过国审, 并在 2010 年大规模销售;
2. 登海先锋进入黄金发展期: 先玉 335 销售迅速增长, 毛利率稳定在 70%;
3. 去库存化 2009 年基本完成: 2009 年计提跌价损失 1500 万元, 大额资产减值计提基本结束, 2010-2012 年分别计提资产减值损失 800、500、300 万元;
4. 公司营业费用率、管理费用率小幅下降, 由于公司现金充裕, 有息借款极低, 财务费用率维持在-2%左右的水平;
5. 公司继续享受增值税、所得税优惠, 实际税率为 0%。

表 5: 公司盈利预测假设

年份	2008	2009E	2010E	2011E
营业费用 / 主营业务收入 %	17.57%	17.30%	17.00%	16.50%
管理费用 / 主营业务收入 %	13.19%	13.10%	13.00%	13.00%
财务费用 / 主营业务收入 %	-1.94%	-2.37%	-2.13%	-2.27%
实际税率 %	0.28%	0.00%	0.00%	0.00%

数据来源: 兴业证券研发

● 推荐

表 6: 盈利预测结果

项目	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入（百万元）	416.93	502.25	671.00	787.00
增长率 %	32.77%	20.46%	33.60%	17.29%
营业利润（百万元）	61.75	142.14	201.55	262.62
增长率 %	58.99%	130.17%	41.80%	30.30%
归属母公司净利润（百万元）	2.60	65.31	108.25	158.35
增长率 %	-65.63%	2409.86%	65.77%	46.27%
最新摊薄每股收益（元）	0.02	0.37	0.62	0.90
每股净资产（元）	3.78	4.15	4.65	5.37
动态市盈率（倍）	1452.94	57.89	34.92	23.87
市净率（倍）	5.69	5.18	4.62	4.00

数据来源：兴业证券研发

预计 2009-2011 年公司 EPS 为 0.37、0.62、0.90 元，公司目前股价为 21.48 元（2009-07-07 日收盘价），股价对于公司未来业绩改善已经有所表现，但是公司作为科研实力雄厚的种子企业，超试玉米种子优势明显、市场巨大、登海先锋增长迅速、公司盈利改善、去库存化基本完成，2009-2010 年将步入爆发期，给予公司推荐评级。

近期催化剂：国审即将进行，我们对于超试玉米种子通过国审持乐观态度。

风险因素：种子生产受气候、病虫等影响较大，育种量和质量存在不确定性；
国审进度低于预期的可能；
实际库存资产减值损失额。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	777	961	1194	1469
货币资金	478	607	708	926
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	6	20	27	31
其他应收款	30	23	31	37
存货	253	296	408	453
非流动资产	355	391	403	423
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
投资性房地产	4	0	0	0
固定资产	311	345	371	392
在建工程	16	8	4	2
油气资产	0	0	0	0
无形资产	20	20	20	20
资产总计	1132	1353	1598	1892
流动负债	327	405	468	532
短期借款	2	10	10	10
应付票据	0	0	0	0
应付账款	13	14	19	21
其他	312	381	439	501
非流动负债	8	8	8	8
长期借款	0	0	0	0
其他	8	8	8	8
负债合计	335	413	476	540
股本	176	176	176	176
资本公积	241	241	241	241
未分配利润	200	259	336	446
少数股东权益	133	210	303	407
股东权益合计	797	940	1122	1352
负债及权益合计	1132	1353	1598	1892

现金流量表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	3	65	108	158
折旧和摊销	25	26	30	34
资产减值准备	30	-16	-2	4
无形资产摊销	2	2	2	2
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	-8	-12	-14	-18
投资损失	0	0	0	0
少数股东损益	59	77	93	104
营运资金的变动	-117	-31	66	-4
经营活动产生现金流量	229	157	159	285
投资活动产生现金流量	-37	-47	-52	-52
融资活动产生现金流量	-12	20	-5	-15
现金净变动	180	130	101	218
现金的期初余额	320	478	607	708
现金的期末余额	500	607	708	926

利润表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	417	502	671	787
营业成本	192	209	279	310
营业税金及附加	0	0	0	0
销售费用	73	87	114	130
管理费用	55	66	87	102
财务费用	-8	-12	-14	-18
资产减值损失	52	15	8	5
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	52	137	197	258
营业外收入	16	10	10	10
营业外支出	7	5	5	5
利润总额	62	142	202	263
所得税	0	0	0	0
净利润	62	142	202	263
少数股东损益	59	77	93	104
归属母公司净利	3	65	108	158
EPS (元)	0.01	0.37	0.62	0.90

主要财务比率

	2008	2009E	2010E	2011E
成长性(%)				
营业收入增长率	32.8%	20.5%	33.6%	17.3%
营业利润增长率	37.9%	161.5%	43.3%	31.1%
净利润增长率	-65.6%	2409.9	65.8%	46.3%
盈利能力(%)				
毛利率	54.0%	58.3%	58.4%	60.6%
净利率	0.6%	13.0%	16.1%	20.1%
ROE	0.4%	8.9%	13.2%	16.8%
偿债能力(%)				
资产负债率	29.6%	30.5%	29.8%	28.6%
流动比率	2.38	2.37	2.55	2.76
速动比率	1.48	1.58	1.63	1.86
营运能力(次)				
资产周转率	0.39	0.00	0.00	0.00
应收帐款周转率	32.11	28.39	22.88	21.59
每股资料(元)				
每股收益	0.01	0.37	0.62	0.90
每股经营现金	1.39	0.89	0.90	1.62
每股净资产	3.78	4.15	4.65	5.37
估值比率(倍)				
PE	1452.94	57.89	34.92	23.87
PB	5.69	5.18	4.62	4.00

- 9 -