

朱卫华 0755-82943101
zhuweihua@cmschina.com.cn

黄珺、董广阳 0755-82943241
huangj@cmschina.com.cn

2009年12月1日

登海种业(002041.SZ)/31.63元

超试、先玉共同拉动未来三年高增长

日用消费·农林牧渔

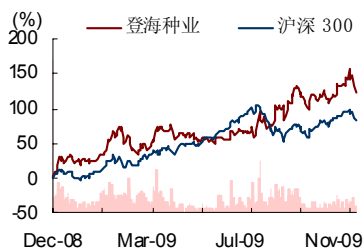
审慎推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	3096
总股本(万股)	17600
已上市流通股(万股)	16352
总市值(亿元)	53
流通市值(亿元)	49
每股净资产(MRQ)	4.0
ROE(TTM)	5.1
资产负债率	15.7%
主要股东	莱州市农业科学院
主要股东持股比例	52.9%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	1	46	126
相对表现	-2	24	45



相关报告

- 1、登海种业(002041) - 超级玉米打开巨大市场空间 2009/4/2
- 2、敦煌种业(600354) - 先锋品种表现优异, 自身业务亏损加大 2008/9/1
- 3、敦煌种业(600354) - 联手先锋带来业绩拐点 2008/3/20

11月中旬, 我们赴山东莱州公司总部调研。经过三年艰苦的调整, 公司终于走出低谷: 新销售年度刚开始, 初步估算先玉 335 和超试系列预收款接近 3 亿, 先锋系列的持续优良表现和超试系列的潜力毋庸置疑, 同时原有系列的停产也消除过往巨额计提之忧, 相信超试、先锋可共同拉动公司未来三年业绩高增长。

- **先锋系列: 表现一如既往优秀, 未来仍为业绩主心骨。**登海先锋四期 9 月份投产, 先玉 335 总产能已达 2.25 万吨, 今年产量、销量可分别增长 20% 和 40% 以上至 1.8 万吨和 1.6 万吨, 假设新销售年度价格小幅增长, 预计今年可贡献收入 3.5 亿及净利 9600 万。从媒体等多方面消息估计, 预收款已达到 2 亿元以上, 表明先玉产品的仍处供不应求状态。
- **超试系列: 今年始发力, 将成为未来三年主要利润增长点。**新年度超试的销售尚未正式开始, 但近 8000 万的预收款已经到达, 我们对超试系列的销售较为乐观, 因第一、超试系列全方位赶超郑单 958, 虽亩产增长幅度不大, 但是从抗倒伏、单粒播等多个指标好于郑单 958, 二、经过 4 年建立的经销商队伍的逐步成熟, 三、超试系列产品梯队完整, 12 个品种全面开花推向市场。08-10 年超试系列推广面积分别为 50、600、1000 万亩, 估计 09 年销售年度已收到数千万预收款, 预计 09-11 年 EPS 贡献为 0.10、0.30 和 0.42 元。
- **原有种子只剩少量库存待消化, 暂不制种, 消除计提后顾之忧。**未来三年的存货计提的金额将大幅减少, 一是原有存货已从 07 年初的将近 3 亿元降低到 09 年三季度末的 8000 多万元, 二是原有系列制种面积从 06 年的 10 万亩到 09 年的不到 1 万亩, 三是登海系列有后续新品种推出, 非超试品种登海 3769 也通过了国审, 将在东南沿海销售。
- **公司及行业共同度过三年低谷, 逐步好转。**通过三年的艰苦调整, 未来先锋系列、超试系列的增长及原有系列的减亏三者共同拉动公司走出业绩低谷; 同时种子行业也因今年制种地区受灾制种产量大幅减少导致库存大幅降低至 3-5 亿公斤, 供大于求局面有所缓和, 与公司共同复苏。
- **因登海先锋系列及超试系列新销售年度旺销, 我们调高未来三年盈利预测至 0.53、0.87 和 1.06, 估值已达 2011 年 30 倍, 维持审慎推荐 A 的评级, 未来三年高增长, 建议长期持有, 尤其关注超试陆续通过审定的阶段性机会。**

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	314	417	511	704	810
同比增长	10%	33%	23%	38%	15%
营业利润(百万元)	38	52	194	270	313
同比增长	73%	38%	270%	39%	16%
净利润(百万元)	8	3	92	153	187
同比增长	33%	-66%	3454%	65%	22%
每股收益(元)	0.04	0.01	0.53	0.87	1.06
PE	697.5	2029.2	57.1	34.5	28.3
PB	8.0	7.9	7.2	6.3	5.5

资料来源: 招商证券

我们建议从三个产品看登海种业，登海先锋系列（先玉 335 等）、登海超试系列（登海 661、662、701 等）及登海原有系列（登海 1 号、9 号、11 号等），过去三年，是先锋系列的增长期、超试的酝酿期和原有系列的过渡期，未来三年，真是先锋系列的平稳期、超试的爆发期和原有系列的减亏期。

一、先锋系列：表现一如既往优秀，未来仍为业绩主心骨

09 年先玉 335 加工产能增长 40%，因制种受旱情影响减产 10% 左右，加工未能满负荷生产，但产量、销量仍可分别增长 20% 和 40% 以上。9 月登海先锋酒泉四期竣工后，今年产能新增 40% 约 6500 吨/年达到 2.25 万吨，新增产能即可在今年 9-11 月的加工季节投入使用。公司 09 年的制种计划也是与加工产能匹配的，不过因旱情等因素影响，制种的亩产 10% 左右的下滑，因此制种产量为 2 万吨左右，较计划减少 10%，不过仍比去年同期增长 20% 以上，预计 09 年年度销量为 1.6 万吨（上一销售年度的 1 万吨及本销售年度的 6000 吨），同比增长 40% 以上。

登海先锋预收款同比大幅增长，预计新销售年度价量齐涨，收入及利润贡献增长将超过 50%。新的玉米种子销售年度已经开始，由于供不应求，先玉 335 的销售通常要早于其他种子，新销售年度的定价尚未公布，但我们预计仍可较去年同期增长 5% 左右至 22-23 元/公斤，更加值得关注的是，11 月销售季节开始之前，公司已收到大量先玉 335 的预收款，根据媒体及经销商渠道信息，我们估计 2 亿至 2.5 亿左右，较去年同期高出 20% 以上，预计先玉 335 将会一如既往取得优异成绩。

登海先锋产能基本稳定，未来两年仍可期待逐步满产及提价带来的增长。登海先锋目前暂无扩产计划，我们认为也在情理之中，一是作为高端品种，先玉 335 的市场占有率已较大，未来能否再继续高速增长存疑问，先玉 335 已大批量销售 4 年，按照达产后 2.25 万吨来计算，其在黄淮海地区 1.3 亿亩玉米种子面积市场占有率已达到 10%，在山东、河南两重点省份占有率达到近 17%；二是相对于东北地区，黄淮海地区的玉米种子面积没有太大的增长，三是随着和先玉 335 的性能和针对市场都十分类似登海超试系列推出市场，相信登海和先锋都对合资公司的发展有相对谨慎的想法。

表 1、登海种业先玉 335 生产经营情况预测

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
产能（吨）	9,000	16,000	22,500	22,500	22,500
产量（吨）	14,000	15,000	18,000	19,000	20,000
销量（吨）	7,550	10,820	16,000	18,000	19,000
销售收入（万元）	13,454	21,520	35,200	41,400	45,600
毛利（万元）	9,658	15,243	24,990	29,684	32,986
净利润（万元）	6,973	12,045	19,003	22,118	23,864
归属公司权益净利润（万元）	3,556	6,143	9,692	11,343	12,239
先锋公司贡献 EPS	0.20	0.35	0.55	0.64	0.70

资料来源：招商证券

二、超试系列始发力，未来三年主要利润增长点

在今年 4 月登海超试系列三个品种通过省审时，我们撰写了《登海种业（002041）——超级玉米打开巨大市场空间》一文，对超试玉米的相关情况作了具体介绍，11 月份超试系列的销售虽未正式开始，但从经销商等多渠道得知，超试系列的预收款早已打入公司账户，对于市场持有不同态度的登海超试系列的前景，我们的预期较为乐观：

1、超试系列具备高产、抗倒伏、单粒播种的优点，是全方位对郑单 958 的赶超。市场有较多人质疑，超级系列相对目前市场上的其他种子在性能上到底是不是一个突破性的品种，因其在亩产上仅高于郑单 958 等 5-7%，而 01 年时郑单 958 相对当时龙头品种农大 108 在亩产上有 15-20% 大幅度的增加，我们认为现阶段平均每亩 60 斤的增产已是较大突破，更应该强调的是，在现有亩产达到较高水平上时，新品种对旧品种的替代性因体现在不仅仅是亩产而是综合性能上。例如在抗倒伏性能上，超试在许昌、漯河等低的表现十分突出，郑单 958 的抗倒伏性能在 7、8 年的周期后退化较为严重，在今年的大风天气下性能明显弱于超试系列；其次是单粒播种，新播种方式简化了农户播种的过程和省去了发芽后剪苗的环节，也是将来发展趋势，先玉 335 已经将此方法带进中国，超试系列在此基础上发扬光大难度不会很大；最后是抗病性，就本身性能来说超试与郑单 958 不相上下，但由于郑单 958 种质退化，近 2、3 年抗病性明显下降，超试在实际生产中略胜一筹。

2、登海自身经销商渠道已逐步成熟。此前对于超试系列是否能成功，我们认为最为关键的是其销售方式，通过与原总的沟通，疑虑大大消除。此前种业公司销售方式多为直销，自从先锋公司进入中国后，经销商的模式才在种业中开始建立，先锋公司用将近 4 年时间打造其在中国的经销商渠道，直到 07 年开始才获得较好的回报。登海种业母公司也于 06 年开始打造经销商队伍，建立渠道，也将近 4 年时间，今年超试系列开始销售公司也专门加强该品种的销售队伍，加上有先锋公司开业界先河，相信高质高价的产品会给农户及经销商带来同样丰厚的回报。

高质是高价的前提，高价是经销商高毛利的前提。目前先玉 335 出厂价 20-25 元，终端价为 30-50 元，经销商利润为 10 元以上，而郑单 958 的出厂价与终端价均在 4-6 元，经销商的利润在几毛，登海自身系列出厂价在 10 元左右，终端价格 12-15 元，经销商利润为 2-5 元。从三者的价格和出厂终端差价看来，首先是高质，品质和价格虽没有必然的关系，但却是高价的前提，我们认为，超试系列的综合性能略优于先玉 335 和郑单 958，也属于单粒播种的高端品，有实力定位于 20 元以上的高价；其次是高价才能给经销商留出合理的利润空间，参考登海母公司原种子的中间利润，鉴于先锋公司经销商渠道较为成熟以及每年稳步扩产的饥饿销售模式，我们认为超试系列中间利润在二者之间 4-10 元较为合理。在郑单 958 市场占有率超过 50% 的山东、河南两大夏玉米市场，预计超试系列可成功推广。

3、超试系列 12 品种将陆续推向市场，后劲十足。第三个看好超试系列的理由是超试丰富的产品序列，目前为止超试共开发超试 1-12 号，其中 1 号、2 号、4 号分别对应已经通过审定的超试 661、662 和 701，虽然 662 通过了国审，并不代表后续品种都将通过国审才能大规模销售，超试系列的销售将是整个系列的全面开花，预计明后两年将会有陆续有品种通过国审、省审。

08-10 年超试系列推广面积分别为 50、600、1000 万亩，估计 09 年销售年度已收到数千万元预收款，预计 09-11 年 EPS 贡献为 0.10、0.30 和 0.42 元。11 月末，媒体报道了

超试系列的销售情况：“部分经销商已经将数千万的预收款打至公司账户，超级玉米最快 12 月中旬开始销售”，这与我们此前调研时的情况相符，超试系列第一年规模销售的开局良好。今年超试系列的制种面积约为 3 万亩，预计明后年约为 5 万亩和 6 万亩，分别生产 75、900、1500 万公斤种子，达到公司 2010 年推广面积 1000 万亩的计划。按照 20-22 元/公斤的价格计算，我们保守估计超试系列的净利率将在 20% 以上，未来三年分别给公司贡献 EPS0.10、0.30 和 0.42 元。

表 2、超试系列通过审定情况

审定前名称	现用名	审定情况
超试 1 号	登海 661	09 年 3 月通过山东审定
超试 2 号	登海 662	09 年 3 月通过山东审定 09 年 4 月通过河南审定 09 年 8 月通过黄淮海地区国家审定
超试 4 号	登海 701	09 年 3 月通过山东审定 09 年 4 月通过河南审定

资料来源：公司公告，招商证券

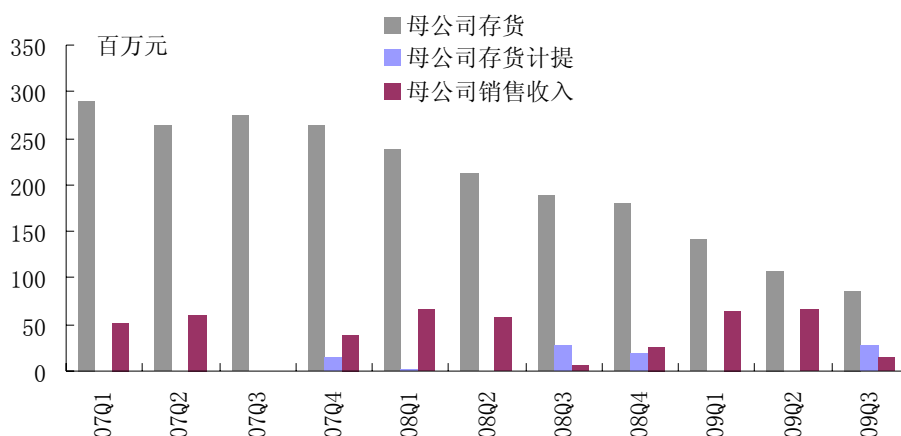
表 3、登海种业超试系列生产经营情况预测

	2008	2009E	2010E	2011E
产量（吨）	750	9,000	15,000	18,000
销量（吨）	-	3,750	11,000	16,000
销售收入（万元）	-	8,084	23,100	32,000
净利润（万元）	-	1,721	5,313	7,360
超级玉米种子贡献 EPS	-	0.10	0.30	0.42

资料来源：招商证券

三、登海原有系列止步，消除计提之忧

原有系列库存达到低点，制种计划几乎止步，后续计提金额十分有限。对于连续三年都大幅计提的母公司的原登海系列，也是我们此前对公司整体业绩较大的担忧，07、08 和 09 年前三季度分别侵蚀了净利润 1543 万元、4900 万元和 98 万元，不过，未来三年的存货计提将大幅减少，因为，一是原有存货已从 07 年初的将近 3 亿元降低到 09 年三季度末的 8000 多万元；二是原有系列制种面积从 06 年的 10 万亩到 09 年的不到 1 万亩，除了试验制种及新通过审定的品种外，原有登海 1 号、9 号、11 号等都几乎不再制种；三是登海系列有后续新品种推出，在登海 662 通过国审的同时，原有非超试品种登海 3769 也通过了国审，将在东南沿海销售。

图 1、近年登海种业母公司存货计提情况


资料来源：招商证券

四、公司及行业共同度过三年低谷，逐步好转

未来三大增长点：登海先锋的稳步、超试系列的爆发及原有系列的减亏，三年调整基本宣告结束。06-08 年是公司最低迷的三年，郑单 958 逐步占据了 50% 以上的市场份额，公司原有种子大幅亏损，侵蚀掉登海先锋的盈利，09 年开始，三个方面拉动公司重回快速增长正轨：登海先锋贡献最主要利润，虽然未来的增速减缓，但仍是公司业绩的顶梁柱，未来三年贡献 EPS0.55 元、0.64 元和 0.7 元；超试系列将迅速成长，未来两年贡献业绩主要增量，未来三年分别贡献 EPS0.10 元、0.30 元和 0.42 元；原有登海系列逐步减亏，其余业务的亏损将从 08 年的 -0.33 元减少到未来三年的 -0.05 元、-0.03 元和 -0.02 元。

玉米制种受灾改善供需形势，行业面转好进一步支撑公司业绩增长。06-08 年是公司低迷的三年，也是玉米种子行业低迷的三年，无论是热销还是冷门的种子，价格都跌至几年最低点，我们归结其主要原因有两点，一是种子行业价格体系的重整，直销至经销体系的转变，导致市场定价混乱，二是种子 03-06 年初行业供不应求，处在高价暴利阶段，导致后续三年种子严重供大于求的局面。我们认为这两者的改善都非常显著，从销售模式来说，以先玉 335 为代表的稳定的价格体系正逐渐建立，高质量高价高水平的服务为导向，从生产企业到经销商到农户都将受益，从需求面来说则有阶段性的机会，据种子协会数据，玉米种子每年用量在 10 亿公斤左右，前两年库存高峰高达 18 亿，随后降至 10 亿，今年则随着北方制种减产导致预计库存降至 3-5 亿，虽然仍供大于求，但供需局面大幅改善，特别是对于优质品种，价格持续开始走高。

表 4、登海种业分部收入及净利润预测

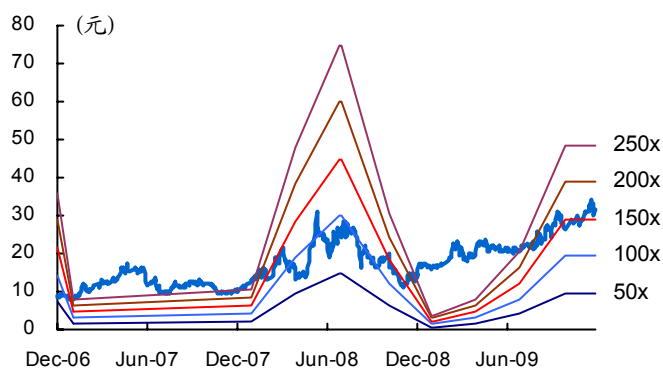
单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入	314	417	511	704	810
登海先锋	148	235	371	431	465
超试系列	-	-	81	231	320
其他	160	199	60	42	25
净利润					
登海先锋	36	61	97	113	122
超试系列	-	-	17	53	74
其他	-28	-59	-23	-13	-10

资料来源：招商证券

表 5、登海种业盈利预测总表

单位: 百万元	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业总收入	187	273	297	414	285	314	417	511	704	810
营业成本	83	135	143	223	173	164	192	153	232	276
营业费用	12	26	31	55	48	57	73	92	113	126
管理费用	25	29	39	48	46	42	55	67	88	97
财务费用	0	1	2	-2	-4	-2	-8	-4	-5	-6
资产减值损失	0	0	0	0	0	15	52	8	5	5
营业利润	67	82	82	90	22	38	52	194	270	313
营业外收入	0	1	1	1	0	5	16	0	0	0
营业外支出	0	0	1	3	1	4	7	8	8	8
利润总额	67	83	82	88	21	39	62	186	262	305
净利润	67	83	82	88	21	39	62	186	261	304
少数股东损益	0	-2	-3	2	16	31	59	93	108	117
归属母公司所有者净利润	67	85	85	86	6	8	3	92	153	187
每股收益	0.38	0.48	0.48	0.49	0.03	0.04	0.01	0.53	0.87	1.06

资料来源: 招商证券

图 1: 登海种业历史 PE Band


资料来源: 招商证券研发中心

图 2: 登海种业历史 PB Band


资料来源: 招商证券研发中心

参考报告:

- 1、登海种业（002041）- 超级玉米打开巨大市场空间 2009/4/2
- 2、敦煌种业（600354）- 先锋品种表现优异，自身业务亏损加大 2008/9/1
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。
- 3、敦煌种业（600354）- 联手先锋带来业绩拐点 2008/3/20

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	674	777	749	1012	1140
现金	320	478	510	655	718
交易性投资	0	0	0	1	2
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	13	6	2	3	4
其它应收款	8	30	37	51	58
存货	311	253	194	294	349
其他	23	11	5	8	9
非流动资产	308	355	412	460	632
长期股权投资	0	4	4	4	4
固定资产	256	311	372	423	597
无形资产	18	20	18	16	15
其他	34	20	18	17	17
资产总计	982	1132	1161	1472	1772
流动负债	244	327	206	301	353
短期借款	20	2	20	20	20
应付账款	26	13	10	16	19
预收账款	122	219	175	266	315
其他	76	93	0	0	0
长期负债	1	8	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0
其他	1	8	0	0	0
负债合计	246	335	206	301	353
股本	176	176	176	176	176
资本公积金	241	241	241	241	241
留存收益	245	248	313	420	551
少数股东权益	74	133	226	334	451
母公司所有者权益	662	665	729	836	967
负债及权益合计	982	1132	1161	1472	1772

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	107	244	145	287	354
净利润		3	92	153	187
折旧摊销		0	45	51	64
财务费用		0	(4)	(5)	(6)
投资收益		0	0	0	0
营运资金变动		0	(69)	(28)	(15)
其它		241	81	116	124
投资活动现金流	(59)	(66)	(98)	(101)	(241)
资本支出		0	(100)	(100)	(240)
其他投资		(66)	2	(1)	(1)
筹资活动现金流	21	(20)	(14)	(41)	(50)
借款变动		0	18	0	0
普通股增加		0	0	0	0
资本公积增加		0	0	0	0
股利分配		0	(28)	(46)	(56)
其他		(20)	(4)	5	6
现金净增加额	69	158	33	145	63

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	314	417	511	704	810
营业成本	164	192	153	232	276
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	57	73	92	113	126
管理费用	42	55	67	88	97
财务费用	(2)	(8)	(4)	(5)	(6)
资产减值损失	15	52	8	5	5
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	38	52	194	270	313
营业外收入	5	16	0	0	0
营业外支出	4	7	8	8	8
利润总额	39	62	186	262	305
所得税	(0)	0	1	1	1
净利润	39	62	186	261	304
少数股东损益	31	59	93	108	117
母公司所有者净利润	8	3	92	153	187
EPS (元)	0.04	0.01	0.53	0.87	1.06

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	10%	33%	23%	38%	15%
营业利润	73%	38%	270%	39%	16%
净利润	33%	-66%	3454%	65%	22%
获利能力					
毛利率	47.7%	54.0%	70.0%	67.0%	66.0%
净利率	2.4%	0.6%	18.1%	21.7%	23.1%
ROE	1.1%	0.4%	12.7%	18.3%	19.3%
ROIC	4.7%	5.5%	19.5%	22.2%	21.3%
偿债能力					
资产负债率	25.0%	29.6%	17.7%	20.5%	19.9%
净负债比率	2.0%	0.2%	1.7%	1.4%	1.1%
流动比率	2.8	2.4	3.6	3.4	3.2
速动比率	1.5	1.6	2.7	2.4	2.2
营运能力					
资产周转率	0.3	0.4	0.4	0.5	0.5
存货周转率	0.6	0.7	0.7	1.0	0.9
应收帐款周转率	21.2	44.2	122.9	238.7	220.4
应付帐款周转率	7.0	9.9	13.1	17.8	16.1
每股资料(元)					
每股收益	0.04	0.01	0.53	0.87	1.06
每股经营现金	0.61	1.39	0.82	1.63	2.01
每股净资产	3.76	3.78	4.14	4.75	5.50
每股股利	0.14	0.00	0.16	0.26	0.32
估值比率					
PE	697.5	2029.2	57.1	34.5	28.3
PB	8.0	7.9	7.2	6.3	5.5
EV/EBITDA	78.4	98.8	18.7	13.9	11.8

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，拥有证券从业资格、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《新财富》最佳分析师食品饮料行业 2005、2006、2007 年度第一名、2008、2009 年度第二名，农林牧渔行业 2005 年度第三名。

黄璐：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

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±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。