

上市公司调研报告

农业

行业迎拐点，超级玉米助推业绩

登海种业（002041）

公司超级玉米将大幅推广

公司资的超级玉米（登海 661、登海 662、登海 701）明年将在黄淮海地区推广，从试销的情况较好。公司明年计划推广 1000 万亩，销售种子 1.5 万吨，出厂价将在 20 多元/公斤，毛利率将在 70% 左右。完全推广后预计增加销售收入 3 亿元，净利 1.5 亿元。我们判断，未来三年推广种植面积分别为 500 万亩、800 万亩和 1000 万亩。

公司大幅计提库存，扩大育种面积

公司在今年对库存进行了大量的计提，对库存的传统玉米种子按照市价商品粮进行销售，有效的降低了库存。计提后，公司的库存量降到了合理的水平。公司今年的育种面积大达到 2 万亩，以应对超级玉米的推广。

种子行业走出低谷，迎来新周期

种子行业基本上 3、4 年一个周期。2004-2005 年是行业的景气高峰期，2006 年开始走下坡路，2007、2008 年行业最恶劣。育种企业众多，行业集中度低，导致行业容易大起大落，前两年的行业低迷也没有大幅提高行业的集中度。但行业恶化导致值种面积大幅减少，行业的景气状况开始好转，特别有利于登海种业新品种的推出。

公司估值

A 股市场的种子估值均较高，全球著名的种子孟山都 2008 年前的 PE 也在 35-50 倍之间。对登海种业我们按照 2010 年的预测业绩给予 45-50 倍的估值。我们预测公司 2009-2011 年的每股收益分别为 0.52 元、0.79 元和 0.96 元。则公司的价格在 35.6-39.5 元，给予增持评级。

预测和比率

	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
主营收入（百万元）	416.93	494.92	710.56	835.37	908.92
主营收入增长率	32.77%	18.71%	43.57%	17.57%	8.80%
净利润	61.58	152.64	231.88	280.46	300.59
净利润增长率	58.54%	147.88%	51.91%	20.95%	7.18%
EPS（元）	0.01	0.52	0.79	0.96	1.02
P/E	2401	68	45	37	35

注：12 月 4 日收盘价计算

首次评级

增持

黄付生

huangfusheng@csc.com.cn
010-85130963

郑绮

zhengqi@csc.com.cn
010-85130985

当前股价：36.07 元

目标价格 6 个月：39.5 元

调研日期：2009 年 12 月 01 日

分析日期：2009 年 12 月 07 日

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现（%）

1 个月	3 个月	12 个月
21.0/15.7	33.8/18.2	122.9/57.9
12 月最高/最低价（元）		38.25/15.55
总股本（万股）		17,600
流通 A 股（万股）		17,600
总市值（亿元）		63.48
流通市值（亿元）		63.48
近 3 月日均成交量（万）		425
主要股东		
莱州市农业科学院		52.95%

股价表现



相关研究报告

目 录

调研目的	2
调研结论	2
超级玉米将奠定公司的龙头地位	2
先玉 335 将保持稳定增长	2
其他种子业务将延续	3
大额计提库存，育种面积扩大	4
种子行业走出低谷，迎来新周期	5
估值	5
风险分析	6
报表预测	6
附:	7

图 表

图 1：先玉 335 的收入及毛利率情况	3
图 2：先玉 335 的收入及毛利率情况	3
图 3：先玉 335 外的种子收入情况 单位：万元.....	4
图 4：公司存货大幅计提后快速下降后	4
图 5：全球最主要的种子公司美国孟山都的历史 PE 高位也在 35-50 倍.....	5

调研目的

了解公司的生产经营情况，了解公司超级玉米的市场拓展计划与试销情况，以及行业的发展情况。

调研结论

公司三季度亏损，主要是由于季节性因素没有种子销售，每年的销售季节 11 月开始，现在处于预售款阶段，形势不错。前期公司对库存进行了大幅度的计提，为迎接销售旺季的到来，库存开始适当增加。超级玉米现在开始预销售，明年大面积推广。行业开始转好，预计明年公司盈利能力会得到进一步改善，公司业绩也会提高。

超级玉米将奠定公司的龙头地位

公司资助研发的超级玉米，已经有三个品种（登海 661、登海 662、登海 701）通过审订，其他品种也将陆续推出。明年将在黄淮海地区推广，从试销的情况来看，还可以，公司明年计划推广 1000 万亩，销售种子 1.5 万吨，完全推广后预计增加销售收入 3 亿元，毛利 2 亿元，净利 1.5 亿元。我们判断，未来三年推广种植面积分别为 500 万亩、800 万亩和 1000 万亩。当前处在试销阶段，未来推广面积无法预测，超级玉米项目要求推广 1000 万亩，目前的预收款有几千万，但销售价格还没有最终确定，公司自己预测出厂价将在 20 多元/公斤，毛利率将在 70%左右。

该超级玉米的特点是高产、抗倒伏、抗病性强，不同地域表现不同，成熟期较短，只有 100 天左右，不耽误农民种植小麦。主要推广地是黄淮海地区，包括苏北、安徽、山东、河南、陕西一部分地区（秦岭以北），山西和河北。这部分地区是我国玉米的主要种植地区，总种植面积大 1 亿亩，其中山东和河南占绝大部分，种植玉米面积达 8000 多万亩，公司地理位置的便利和各级政府的支持，有利于公司拓展黄淮海地区的市场。超级玉米将成为公司未来成长的基础，将替代先玉 335，成为公司的主营品种。

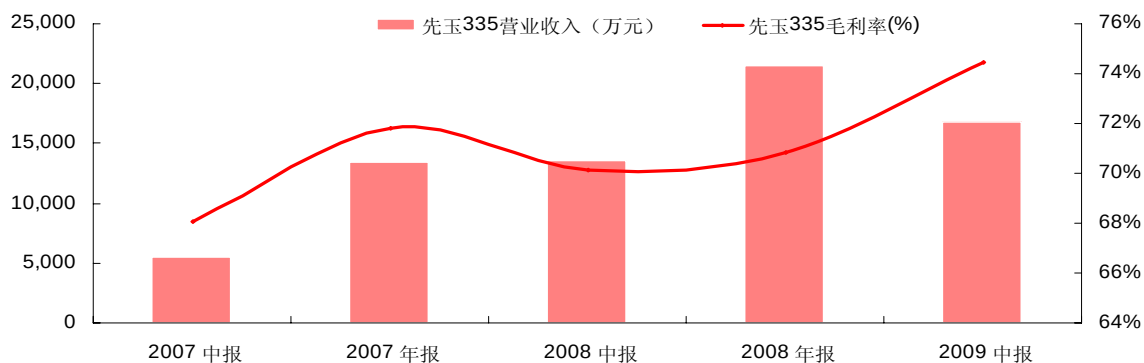
玉米种子行业竞争比较厉害，市场集中度较低。公司主要的竞争对手是河南科技研究所 2003 年研制成功的“郑丹”958。在 2006-2009 年间“郑丹”958 对登海种业的冲击十分明显，主要是公司的先玉 335 与“郑丹”958 的竞争。凭借高产、稳产、生长周期短等特点，“郑丹 958”在全国的种植面积迅速铺开，一度占领整个玉米种子市场的 30-40%，国内四家大的经销商都经销“郑丹”958，且具有价格优势，其主要特点是商品型号，产量相对较高。登海种业的超级玉米目前已经通过国家农业部和山东、河南相关部门的审订，将会扭转对“郑丹”958 的不利竞争局面。登海的超级玉米相对于“郑丹”958 平均会增产 6%，有些地区增产幅度达到 10%，亩产会达到 800 公斤以上。在抗倒伏、抗病长方面也优于“郑丹”958，超级玉米的推广将奠定登海种业中国玉米种子的龙头地位。

先玉 335 将保持稳定增长

近几年来，先玉 335 一直是公司的主营品种，占主营收入的 51%左右。先玉 335 未来主要来自合资公司登海先锋，种子全部来自美国先锋在辽宁的育种基地，公司享受合资公司 51%的收益。同时，合资公司登海先锋也销售公司的登海 3 号种子，但规模较小。登海先锋成立于 2002 年 12 月，是美国先锋种业进入中国的渠道。2003 年开始销售种子，连续两年亏损，2006 年开始盈利，2007 年和 2008 年盈利节节攀升，预计未来几年登海先锋的盈利能力会进一步提升。由于先锋在技术上的优势，田间管理、生产和种植水平非常高，种子的出芽率

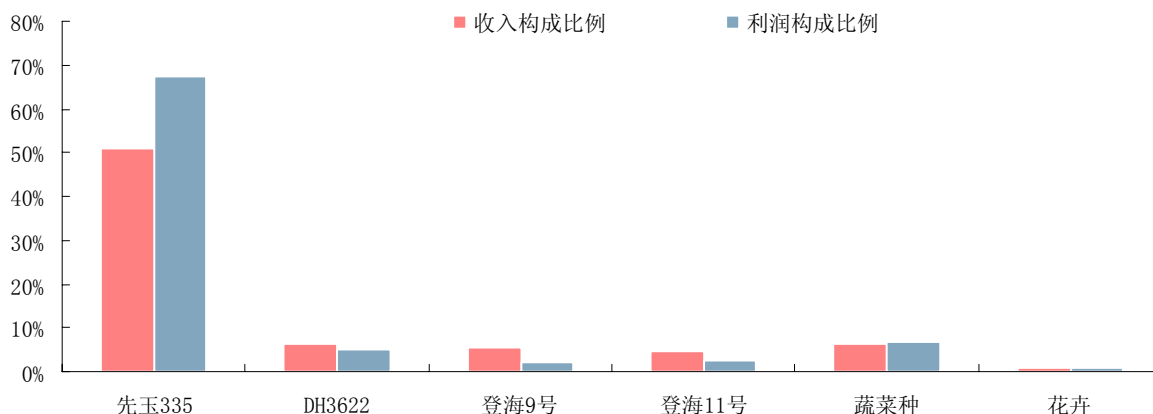
超过 95%，推行单粒播，极大的降低了成本，提升了盈利能力。

图 1：先玉 335 的收入及毛利率情况



数据来源：公司年报、中信建投证券研究发展部

图 2：先玉 335 的收入及毛利率情况



数据来源：公司年报、中信建投证券研究发展部

其他种子业务将延续

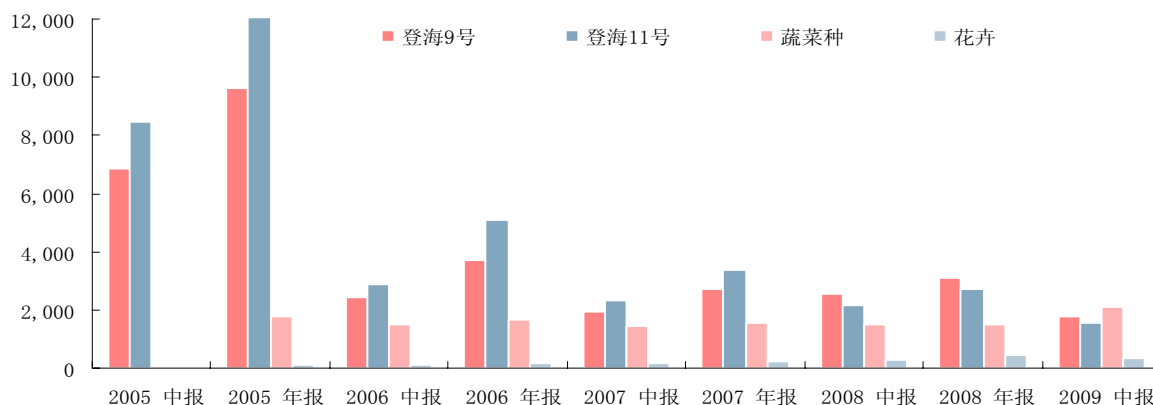
由于产品替代的周期性因素，公司的其他玉米种子基本处在维持并逐步削减的状态。其中，DH3622 是传统品种中市场表现比较好的产品，前几年销售量都比较小，占主营的 7% 左右，但去年和今年这个品种的市场表现非常好，销售规模快速提高。但这个品种的缺点是秸秆高，在丘陵地区很受农民欢迎，区域性较强，售价在 10 元、左右，明年应该市场表现仍将较好，但销量会逐年减少。

登海 9 号的销量也在逐年下降，10 元左右的价格优势继续维持这一品种的市场空降。登海 11 号亩产在 500-600 公斤/亩，同样也因 10 元左右的低价优势维持市场。其他较老的玉米品种销量都较低，价格都在 10 元左右的低位，市场逐步在萎缩。

蔬菜种子方面，每年给公司贡献 2000 多万元的营业收入，但仍处在亏损的状态，主要是白菜、萝卜和西瓜种子，这块业务不是公司的重点。

花卉种子也是公司基于多元化的需要，开拓的一个产业，公司有温室种植基地，主要在本地销售，对公司收入和利润贡献都很小。

图 3：先玉 335 外的种子收入情况 单位：万元



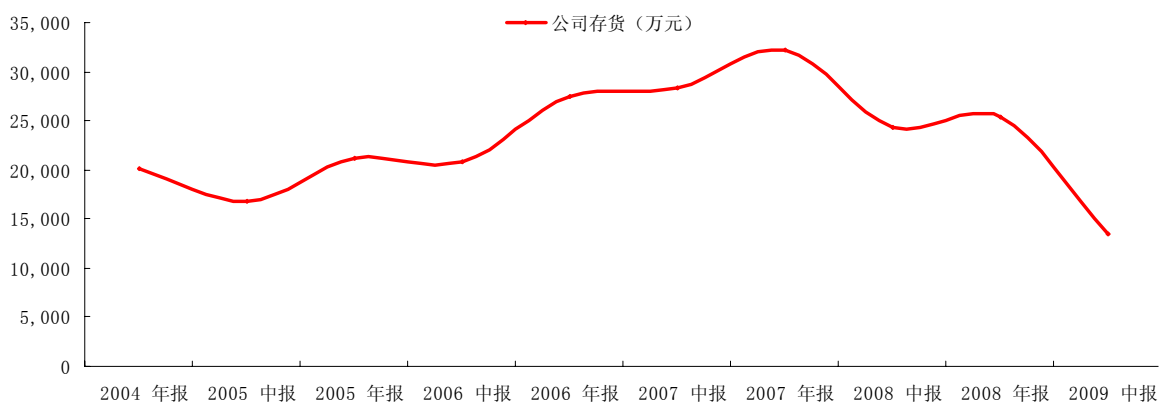
数据来源：公司年报、中信建投证券研究发展部

大额计提库存，育种面积扩大

公司今年的育种面积大达到 2 万亩，去年的育种面积是 1 万亩。主要是因为今年公司对库存进行了处理，加上超级玉米新品种的推广，公司提高了育种面积。

由于前几年公司的库存非常大，加上销售跟不上，公司的积压了大量玉米种子，存货价值达到 2 亿多元。公司在今年对库存进行了大量的计提，对库存的传统玉米种子按照市价商品粮进行销售，公司的亏损较大。但有美国先锋公司的支撑，公司计提了 5、6 千万，有效的降低了库存，这也是其他种子公司没有条件做到的。计提后，公司的库存量降到了合理的水平，库存的降低大大缓解了公司的负担，为今后推广新种子留下了巨大的空间，有利于长远的发展。

图 4：公司存货大幅计提后快速下降后



数据来源：公司年报、中信建投证券研究发展部

风险分析

1、超级玉米种植面积的推广情况。公司未来发展增速直接受超级玉米推广情况的影响，如果超级玉米推广顺利，种植面积超预期，则公司的业绩大幅增长。如果推广面积低于预期，则公司增长受到极大的抑制。

2、玉米的价格以及政府对农业的重视情况。如果玉米价格明年涨幅低于预期，影响农民种粮的积极性，则玉米种子的销售将受到冲击。

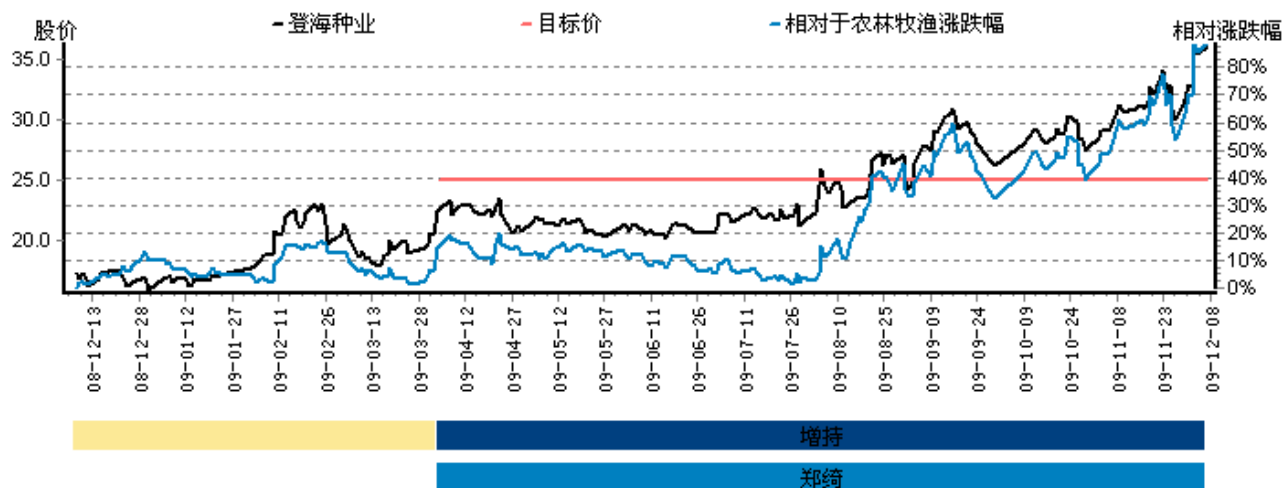
3、天气和气候情况，玉米中的种植受气候条件的影响较大，如果出现干旱或水涝等极端天气，影响公司的育种或农民的玉米种植。

报表预测

表：利润表预测(百万元)

	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E
营业收入	416.93	494.92	710.56	835.37	908.92
营业成本	191.83	213.72	294.06	346.20	381.26
销售费用	73.25	74.24	99.48	116.95	127.25
管理费用	55.00	49.49	78.16	83.54	90.89
财务费用	-8.07	-7.42	-10.66	-12.53	-13.63
营业利润	52.45	150.03	228.17	276.13	295.86
利润总额	61.75	153.10	232.58	281.31	301.50
净利润	61.58	152.64	231.88	280.46	300.59
基本每股收益（元）	0.01	0.52	0.79	0.96	1.02

附:



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

分析师介绍

黄付生 经济学博士，农林牧渔行业分析师。2007年3月进入中信建投证券从事宏观经济、大宗商品方面研究。

郑绮，食品饮料行业首席分析师，曾获最佳消费品分析师称号及《新财富》入围

基金研究服务

北京地区销售经理

张博 (010) 85130905 zhangbo@csc.com.cn

丁昕 (010) 85130318 dingxin@csc.com.cn

张明 (010) 85130232 zhangming@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨明 (010) 85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱律 (010) 85130231 zhuly@csc.com.cn

严非 (021) 68805033 yanfei@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 (010) 85130909 zhaohai@csc.com.cn

任威 (010) 85130923 renwei@csc.com.cn

张娅 (010) 85130230 zhangya@csc.com.cn

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉

追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界

强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断

注重研究、沟通、推介能力的全面发展

发扬敬业精神，发扬团队精神

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街188号4楼

电话: (8610) 8513-0588

传真: (8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道201号渣打银行大厦601室

电话: (8621) 6880-5588

传真: (8621) 6880-5010

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，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、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。