

买入 维持
登海种业 (002041)
2010 年 4 月 21 日

超试与先玉 335 比翼齐飞

农林牧渔&食品行业分析师: 丁频
SAC 执业证书编号:S0850203100085
dingpin@htsec.com
021-23219405
郭世凯
联系人
guosk@htsec.com
021-23219269

登海种业今日公布 2009 年年度报告。公司实现营业收入 57911.73 万元, 同比增长 38.90%, 实现营业利润 18887.47 万元, 同比增长 260.12%, 实现利润总额 18538.32 万元, 同比增长 200.20%, 实现净利润 9362.06 万元, 同比增长 3498.09%, 每股收益 0.53 元。全年销售玉米种实现营业收入 54363.67 万元, 同比增长 39.31%; 销售蔬菜种实现营业收入 1478.17 万元, 与上年持平; 销售花卉实现营业收入 409.09 万元, 同比增长-1.91%。公司的分配预案: 拟以 2009 年 12 月 31 日总股本 17600 万股为基数, 向全体股东每 10 股派发现金股利 2 元 (含税)。

玉米种子销售量同比略有增长。全年销售玉米种实现营业收入 54363.67 万元, 同比增长 39.31%; 增长主要来源于先玉 335, 销售收入同比增长 48%以及登海 662 (超试品种) 实现 2015 万元的销售。本期毛利率为 57.13%, 较上期增长 3.14 个百分点, 主要原因登海先锋子公司其主销品种先玉 335 产能、市场逐步扩大和“卖粒模式”所带来的高利润空间进一步显现, 同时公司总部本期销售价格提高和超试品种的进入市场, 使公司销售毛利率增长影响所致。老品种的销售收入仍趋下降, 登海 11 号和 9 号销售收入分别下降 13%和 33%。

表 1 主要品种的销售情况

	主营业务收入 (万元)	同比 (%)	毛利率 (%)	同比 (%)
先玉 335	31843	47.97	70.83	3.17
登海 3622	2928	198.26	47.73	5.11
登海 11 号	2349	-13.31	32.81	-7.09
登海 662	2025	--	53.31	
登海 9 号	2061	-33.14	31.38	-2.59

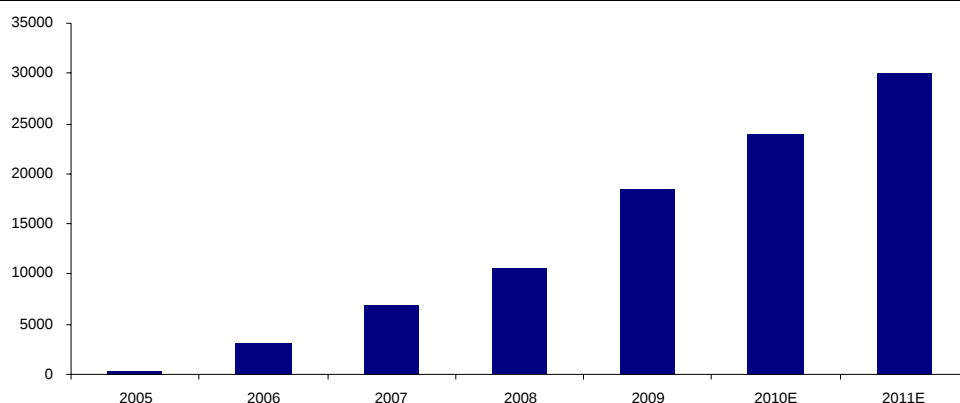
资料来源: 公司年报

母公司因超试品种而实现盈利。母公司实现收入 19817 万元, 同比增长 26%, 毛利率 31%, 提升 2 个百分点, 2008 年母公司亏损 5389 万元, 即使扣除资产减值损失, 母公司仍亏损 490 万元, 而 2009 年实现盈利 2868 万元。主要应该归功于: 1) 超试实现销售 2025 万元, 2) 部分老品种在在提高质量的基础上, 初步实现了销售方式由卖斤向卖粒、低价位向高质量高价位的转变。

2010 年超试品种推广面积将超过我们前期预测。我们曾在深度报告中, 坚定看好超试的推广前景。我们假设在审定之后的第一年 (2010 年) 推广 500 万亩, 销售数量达到 600 万公斤, 这样的推广速度已经超越过往 10 年表现最好的品种郑单 958。但是, 事实推广速度可能比我们预想的更快。4 月 12 日晚, 新闻联播内容: 今年春耕备播中, 凭借每亩 1400 多斤的高产能力和超强的抗倒伏性能, 超级玉米上市后立刻成为了最受欢迎的品种之一。根据年报披露信息, 2009 年超试实现销售 2025 万元, 按照先玉 335 的价格测算, 销售数量为 95 万公斤, 则 2010 年上半年可销售数量在 800 万公斤左右。假设下半年销售 100 万公斤, 则 2010 年的推广面积将达到 600 万亩, 销售数量达到 900 万公斤。如果在 6-9 月的生长过程中, 不出现大的问题, 则 2011 年的销售数量将达到 1800 万公斤, 推广面积 1200 万亩。但超试品种的毛利率水平略低于我们的预期, 2009 年达到 53%, 我们认为主要原因是 2009 年制种的平均亩产量由于天气原因低于预期。

登海先锋仍然是公司最主要的盈利来源。2009 年,实现主营业务收入 34058 万元,同比增长 45.02 %;实现净利润 18537 万元,同比增长 53.9%。其主要原因是先玉 335 市场销售继续保持旺销态势,2009 年先玉 335 实现销售收入 31843 万元,同比增长 47.97 %,销量完成 1502 万公斤,同比增加 38.82%,平均价格 21.20 元/公斤,价格较上年也有一定幅度的增长。

图 1 登海先锋历年利润及预测（万元）



资料来源：公司公告，海通证券研究所

先玉 335 由 2007 年的 229 万亩上升至 2008 年的 816 万亩,跃升为全国推广面积最大的第五位,表明 1) 具有市场竞争力的品种在其推广的前期,其推广面积的上升幅度可以成倍计算。2) 我们预计 2009-2010 年先玉 335 的推广面积仍能大幅增长。我们预期登海先锋 2010 年利润达到 2.4 亿元,同比增长 33%。先锋的新厂建设计划渐行渐近,我们预计新厂地址落户甘肃的可能性较大。

表 2 2001、2004、2007 和 2008 年全国玉米主要品种推广面积

2001 年		2004 年		2007 年		2008 年	
品种	推广面积 (万亩)	品种	推广面积 (万亩)	品种	推广面积 (万亩)	品种	推广面积 (万亩)
农大 108	3810	郑单 958	4295	郑单 958	5691	郑单 958	5704
豫玉 22	1097	农大 108	2720	浚单 20	1646	浚单 20	2458
鲁单 50	961	鲁单 981	1144	鲁单 981	1332	鲁单 981	883
农大 3138	956	四单 19	1108	农大 108	1092	先玉 335	816
四单 19	956	豫玉 22	980	聊玉 18	612	农大 108	760
龙单 13	879	沈单 16	693	四单 19	573	聊玉 18	637
中单 2 号	608	龙单 13	655	东单 60	542	中科 4 号	551
掖单 13 号	607	鑫玉 6 号	639	中科 4 号	510	星垦 3	534
掖单 2 号	399	东单 60	617	沈单 16	461	四单 19	469
本玉 9 号	414	登海 11 号	556	鑫玉 16	377	东单 60	441

资料来源：全国农业技术服务推广中心，表格中阴影部分为登海种业销售的品种。

存货减值准备计提已经结束。我们注意到 2009 年公司的资产减值损失为 165 万元,第四季度并未再次计提存货减值准备。我们也继续对母公司的存货金额保持了关注。母公司存货为 12579 万元,根据我们的测算,超试的存货就有 8013 万元 (单位成本 9.96 元/公斤,804 万公斤),再扣除其他其余形式的存货,比如包装、自交系等,则其他种子的存货价值为 3565 万元。而母公司的主打品种年销售额均在 2000 万元以上。由此可见,公司其他品种未来不会再出现类似 2008 年大幅计提减值的情形。

公司财务指标优异。公司现金充裕,没有借款,财务费用为-1077 万元。公司经营性现金流达 5.12 亿元,母公司的经营性现金流也达到 1.15 亿元。大大好于上年同期水平。预收账款达到 4.50 亿元,显示公司产品销售畅通。费用管理严格,营业费用同比增长 24%,管理管理费用 6006 万元,同比上升 9%,均低于收入的增速。

盈利预测和投资建议。由于超试的推广面积预计将超出我们前期预测,我们上调 2010-11 年公司的每股收益至 1.17 和 1.65 元,分别较上次预测调升 12%和 20%。我们再次重申公司未来具有较为确定的高成长,仍维持对公司“买入”的投资评级。目标价格 45-50 元。

不确定因素。今年天气较为异常,西部地区气温较低,如果天气原因导致今年制种出现困难,则对今明两年的公司盈利都将构成不利影响。

表 3 公司未来二年的盈利预测(万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E
一、营业总收入(万元)	31402	43693	57912	87074	117704
二、营业总成本(万元)	27599	37146	39024	54031	73674
其中:营业成本(万元)	16438	19127	24827	35283	49013
营业税金及附加(万元)	0	0	12	15	18
销售费用(万元)	5688	8077	9091	13669	18477
管理费用(万元)	4154	5442	6006	6607	7267
财务费用(万元)	-212	-500	-1077	-1542	-1102
资产减值损失(万元)	1530	5000	165	0	0
三、非经营性净收益(万元)	0	0	0	0	0
公允价值变动净收益(万元)	--	0	0	0	0
投资净收益(万元)	--	0	0.780	0	0
其中:对联营合营企业的投资收益(万元)	--	0		0	0
四、营业利润(万元)	3803	6547	18889	33043	44030
加:营业外收入(万元)	513	700	737	700	700
减:营业外支出(万元)	432	600	1087	700	700
其中:非流动资产处置净损失(万元)	252				
五、利润总额(万元)	3884	6647	18539	33043	44030
减:所得税费用(万元)	0	1064	164	219	164
六、净利润(万元)	3884	5584	18447	33043	44030
归属于母公司所有者的净利润(万元)	757	284	9363	20743	29270
少数股东损益(万元)	3127	5300	9084	12300	14760
每股收益(元)	0.04	0.02	0.53	1.17	1.65

资料来源:公司报告,海通证券研究所

信息披露

分析师负责的股票研究范围

丁频：农林牧渔&食品行业

重点研究上市公司：登海种业、南宁糖业、通威股份、北大荒、双汇发展、伊利股份、光明乳业、顺鑫农业、好当家、獐子岛、中粮屯河

郭世凯：消费小组

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级,这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为:

公司评级

买入: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅在15%以上;

增持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间;

中性: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报高于市场整体水平5%以上;

中性: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 海通证券研究所力求准确可靠, 但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证, 据此投资, 责任自负。本报告不构成个人投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属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, 还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所授权许可, 任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。