

登海种业 (002041.SZ)

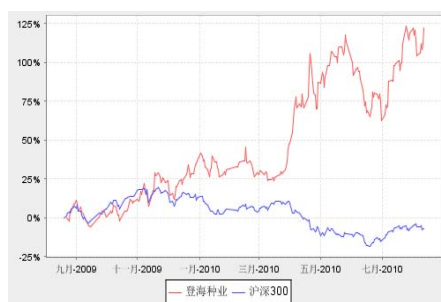
先玉 335 依然是盈利最大的贡献来源

评级: **增持** 前次: **增持**
 目标价(元): **67.12**
 联系人: 分析师
 谢刚: 孙国东
 消费品小组: S0740207010008
 021-58208304
 xiegang@qlzq.com.cn
 2010 年 8 月 29 日

基本状况

总股本(百万股)	176.00
流通股本(百万股)	176.00
市价(元)	62.15
市值(百万元)	10938.40
流通市值(百万元)	10938.40

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	416.93	579.12	820.58	1073.53	1330.39
营业收入增速	32.77%	38.90%	41.69%	30.83%	23.93%
净利润增长率	-65.60%	3498.1%	104.18%	54.58%	44.80%
摊薄每股收益(元)	0.02	0.53	1.09	1.68	2.43
前次预测每股收益(元)	0.02	0.53	1.09	1.68	2.43
市场预测每股收益(元)	NA	NA	NA	NA	NA
偏差率(本次-市场/市场)	NA	NA	NA	NA	NA
市盈率(倍)	1078.21	65.59	57.22	37.02	25.56
PEG	-16.43	0.02	0.55	0.68	0.57
每股净资产(元)	3.76	4.31	5.19	6.67	8.90
每股现金流量	1.39	2.91	1.72	3.38	4.32
净资产收益率	0.39%	12.35%	20.91%	25.16%	27.30%
市净率	4.22	8.10	10.08	7.85	5.88
总股本(百万股)	176.00	176.00	176.00	176.00	176.00

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 登海种业公布 2010 年中期业绩, 期内实现玉米种子销售收入 486.83 百万元, 同比增长 47.98%; 实现营业利润和净利润分别为 227.91、148.61 百万元, 同比增长 90.83%和 129.17%, 折合 EPS 为 0.844。
- 先玉 335 依然是 2010 年中期盈利的最大贡献来源。期内, 先玉 335 销售额 2.6 亿元, 毛利率 73.01%略低于我们预测的毛利率 74.61%, 4 季度末先玉 335 会再度热销, 预计全年销售额有望突破 4 亿元。
- 超试系列快速增长, 毛利率大幅上升, 成为新的增长引擎。登海 662 销售额 5930 万元, 毛利率高达 63.89%; 登海 701 销售额 2046 万元, 同比增长 1818.15%, 毛利率 62.99%, 高于我们预期的 60.80%。
- 2010 年是超试系列黄淮海地区大规模推广的第一年, 公司今年主推品种为登海 662、601、701 在上半年形成热销, 若 9 月底超试玉米的大田种植单产高的话, 明年超试品种的推广进程将面积加速增长。
- 登海种业是新品种储备最丰富的玉米种子龙头, 共有 12 个超试新品种储备, 这构成公司的核心竞争力之一。倘若登海 605 年内通过国审, 有望弥补登海 662 抗病性能弱的短板, 扩大公司玉米种子的市场份额。
- 登海未来几年的制种面积将快速攀升, 乐观预计 2011 年达到 7-8 万亩。登海越试种子的制种基地主要分布在新疆伊犁、昌吉和阿克苏, 其中主产地伊犁由于遭遇低温天气, 玉米抽雄时间比往年要晚 1 周左右, 比新疆大部受灾严重, 我们预计登海 2011 年玉米制种面积 7-8 万亩, 其中 90%为超试系列。
- 营销水平是我们评估玉米种子企业核心竞争力的第二个重要指标。我们认为登海种业的营销服务推广水平正在快速提升, 但和先锋相比还有较大差距, 预计随着制种玉米快速增长和营销能力的改善, 登海种业盈利增长保持快速增长可期, 但是否达到部分投资者预期的“产多少、销多少”我们持保留态度。

- 事实上，种子行业的投资主线除了自下而上看业绩外，更主要的是自上而下看政策——生物育种、种子公司门槛提升等是催化剂。预计 2011 年，国家在制定产业规划时可能会将“生物育种”纳入重点扶持之列，同时，种子企业设立资本金标准提高（国审标准由以前的 3000 万元提升到 1 亿元，省级由 500 万元提升到 3000 万元）也会提高优势种子企业的市场份额；进入 2011 年初，良种补贴金额的扩大和转基因种子的未雨绸缪，都有望提升种子行业 2011 年的行业景气度，这是我们看好 4 季度和明年种子行业机会的重要依据。
- 三季度是公司生产制种高峰期和销售清淡期，预计会发生季节性亏损，EPS 为 -0.15 ~ -0.22 元。公司预告今年 1-3 季度净利润将较 09 年同期增长 150-180%，去年同期为 43.62 百万元，今年 3 季度单季净利润为 -26.48 和 -39.57 百万元，即单季亏损 0.15 ~ 0.22EPS。通过前期和投资者交流，我们发现部分客户预期 3 季度公司盈利能持平或微盈有些过于乐观，我们对登海种业全年 EPS 预测为 1.09 元。
- 维持登海种业盈利预测。预计 2010-12 年登海种业净利润分别为 191.15、295.48、427.86 百万元，对应 EPS 为 1.09、1.68、2.43 元，同比增长 104.18%、54.58%、44.80%，同前次预期一样。
- 若产量表现稳定，则登海种业将是 2010 年 4 季度和 2011 年种业首选标的，目标价 67.12 元，建议增持。3 季度山东、河南部分地区暴发了粗缩病，是否影响第一年推广的超试系列的大田种植效果，还需要等到 9 月底、10 月初玉米收获后才能见分晓；在不确定性尚未消除的 3 季度我们更多是建议客户关注品种性状比稳定、客户基础好、营销服务水平优秀的敦煌种业（600354），但放眼长远，如果超试系列最终产量表现稳定的话，登海种业将成为 2010 年 4 季度和 2011 年种子行业的首选标的，我们维持公司“增持”评级，目标价 67.12 元，对应 2011 年 40 倍 PE。

图表 1：登海先锋先玉 335 销售收入预测

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
先玉 335	2007/2008	2008/2009	2009/2010	2010/2011E	2011/2012E	2012/2013E
产能（万公斤）	1100	1600	1600	2250	2250	2250
上年制种量（万公斤）	1000	1400	1600	2000	2100	2200
销售年度	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
当年销售量（万公斤）	755	1082	1502	1800	2050	2150
对应种植面积（万亩）	629	902	1001	1200	1367	1433
扣除返利后均价（元/公斤）	17.82	19.89	21.20	22.50	23.50	24.50
销售收入（百万元）	134.54	215.21	318.43	405.01	481.76	526.76
成本（百万元）	37.95	62.78	82.80	102.83	121.21	131.42
单位成本（元/公斤）	5.03	5.80	5.51	5.71	5.91	6.11
毛利（百万元）	96.59	152.43	235.63	302.18	360.55	395.34
毛利率（%）	71.79%	70.83%	74.00%	74.61%	74.84%	75.05%
先锋公司其它产品	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入（百万元）	13.07	19.64	22.64	27.64	32.64	37.64
成本（百万元）	4.82	7.85	9.05	11.05	13.05	15.05
毛利（百万元）	8.25	11.79	13.59	16.59	19.59	22.59
毛利率（%）	63.13%	60.02%	60.02%	60.02%	60.02%	60.02%

来源：齐鲁证券研究所

图表 2：登海种业超试系列玉米种子销售收入预测

超试玉米	2009/2010	2010/2011E	2011/2012E	2012/2013E	2013/2014E	2014/2015E
上年制种面积（万亩）	2.2	5.0	7.0	8.5	10.0	11.5
种子单产（公斤/亩）	300	330	340	350	360	370
当年制种量（万公斤）	660	1653	2383	2979	3604	4259
超试玉米	2009	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E
当年销售量（万公斤）	140	1071	1897	2582	3187	3822
对应种植面积（万亩）	93	714	1264	1721	2125	2548
扣除返利售价（元/公斤）	14.46	17.73	20.00	23.33	26.67	26.67
销售收入（百万元）	20.25	189.94	379.33	602.41	849.83	1019.19
单位成本（元/公斤）	6.75	6.95	7.15	7.35	7.55	7.75
成本（百万元）	9.45	74.46	135.65	189.81	240.67	296.28
毛利（百万元）	10.79	115.48	243.68	412.60	609.16	722.91
毛利率（%）	53.31%	60.80%	64.24%	68.49%	71.68%	70.93%

来源：齐鲁证券研究所

图表 3：登海种业销售收入预测表

项 目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
先玉335						
平均售价（元/公斤）	17.82	19.89	21.20	22.50	23.50	24.50
增长率（YOY）	N/A	11.62%	6.59%	6.13%	4.44%	4.26%
销售数量（万公斤）	755.00	1,082.00	1,502.00	1,800.00	2,050.00	2,150.00
增长率（YOY）	N/A	43.31%	38.82%	19.84%	13.89%	4.88%
销售收入（百万元）	134.54	215.21	318.43	405.01	481.76	526.76
增长率（YOY）	N/A	59.96%	47.96%	27.19%	18.95%	9.34%
毛利率	71.79%	70.83%	74.00%	74.61%	74.84%	75.05%
销售成本（百万元）	37.95	62.78	82.80	102.83	121.21	131.42
增长率（YOY）	N/A	65.40%	31.90%	24.19%	17.88%	8.43%
毛利（百万元）	96.59	152.43	235.63	302.18	360.55	395.34
增长率（YOY）	N/A	57.82%	54.58%	28.24%	19.32%	9.65%
占总销售额比重	42.85%	51.62%	54.99%	49.36%	44.88%	39.59%
占主营业务利润比重	64.55%	67.72%	71.22%	60.08%	52.27%	44.24%
先锋其他玉米种子						
销售收入（百万元）	13.07	19.64	22.64	27.64	32.64	37.64
增长率（YOY）	N/A	50.22%	15.28%	22.09%	18.09%	15.32%
毛利率	63.13%	60.02%	60.02%	60.02%	60.02%	60.02%
销售成本（百万元）	4.82	7.85	9.05	11.05	13.05	15.05
增长率（YOY）	N/A	62.90%	15.28%	22.09%	18.09%	15.32%
毛利（百万元）	8.25	11.79	13.59	16.59	19.59	22.59
增长率（YOY）	N/A	42.82%	15.28%	22.09%	18.09%	15.32%
占总销售额比重	4.16%	4.71%	3.91%	3.37%	3.04%	2.83%
占主营业务利润比重	5.52%	5.24%	4.11%	3.30%	2.84%	2.53%
超试系列						
平均售价（元/公斤）	0.00	0.00	14.46	17.73	20.00	23.33
增长率（YOY）	N/A	N/A	N/A	22.62%	-13.04%	31.58%
销售数量（万公斤）	0.00	0.00	140.00	1,071.10	1,896.67	2,581.77
增长率（YOY）	N/A	N/A	N/A	665.07%	1656.17%	141.04%
销售收入（百万元）	0.00	0.00	20.25	189.94	379.33	602.41
增长率（YOY）	N/A	N/A	N/A	838.10%	1427.11%	217.16%
毛利率	0.00%	0.00%	53.31%	60.80%	64.24%	68.49%
销售成本（百万元）	0.00	0.00	9.45	74.46	135.65	189.81
增长率（YOY）	N/A	N/A	N/A	687.73%	82.17%	39.93%
毛利（百万元）	0.00	0.00	10.79	115.48	243.68	412.60
增长率（YOY）	N/A	N/A	N/A	969.78%	111.02%	69.32%
占总销售额比重	0.00%	0.00%	3.50%	23.15%	35.34%	45.28%
占主营业务利润比重	0.00%	0.00%	3.26%	22.96%	35.32%	46.17%
登海其他玉米种子						
销售收入（百万元）	135.59	155.39	182.32	160.74	140.49	121.92
增长率（YOY）	N/A	14.60%	17.33%	-11.84%	5.78%	-24.15%
毛利率	22.87%	31.32%	29.49%	31.39%	32.96%	34.30%
销售成本（百万元）	104.58	106.71	128.56	110.29	94.18	80.11
增长率（YOY）	N/A	2.05%	20.47%	-14.21%	-14.60%	-14.94%
毛利（百万元）	31.01	48.67	53.77	50.45	46.31	41.81
增长率（YOY）	N/A	56.95%	10.46%	-6.16%	-8.20%	-9.72%
占总销售额比重	43.18%	37.27%	31.48%	19.59%	13.09%	9.16%
占主营业务利润比重	20.73%	21.62%	16.25%	10.03%	6.71%	4.68%
其他种子						
销售收入（百万元）	30.82	26.70	35.48	37.25	39.30	41.66
增长率（YOY）	N/A	-13.36%	32.90%	5.00%	5.50%	6.00%
毛利率	44.73%	45.72%	48.12%	49.12%	50.12%	51.12%
销售成本（百万元）	17.03	14.49	18.41	18.96	19.61	20.36
增长率（YOY）	N/A	-14.92%	27.01%	2.98%	3.43%	3.87%
毛利（百万元）	13.78	12.21	17.07	18.30	19.70	21.30
增长率（YOY）	N/A	-11.44%	39.88%	7.18%	7.65%	8.11%
占总销售额比重	9.81%	6.40%	6.13%	4.54%	3.66%	3.13%
占主营业务利润比重	9.21%	5.42%	5.16%	3.64%	2.86%	2.38%
销售总收入（百万元）	314.02	416.93	579.12	820.58	1073.53	1330.39
销售总成本（百万元）	164.38	191.83	248.27	317.58	383.69	436.75
毛利（百万元）	149.64	225.10	330.85	503.00	689.84	893.64
平均毛利率	47.65%	53.99%	57.13%	61.30%	64.26%	67.17%

来源：齐鲁证券研究所

附录 1: 财务预测简表
损益表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	314	417	579	821	1,074	1,330
增长率		32.8%	38.9%	41.7%	30.8%	23.9%
主营业务成本	-164	-192	-248	-318	-384	-437
% 销售收入	52.3%	46.0%	42.9%	38.7%	35.7%	32.8%
毛利	150	225	331	503	690	894
% 销售收入	47.7%	54.0%	57.1%	61.3%	64.3%	67.2%
营业税金及附加	0	0	0	0	0	0
% 销售收入	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业费用	-57	-73	-91	-129	-169	-209
% 销售收入	18.1%	17.6%	15.7%	15.7%	15.7%	15.7%
管理费用	-42	-55	-60	-86	-113	-140
% 销售收入	13.2%	13.2%	10.4%	10.5%	10.5%	10.5%
息税前利润 (EBIT)	51	97	180	288	408	545
% 销售收入	16.3%	23.2%	31.0%	35.1%	38.0%	41.0%
财务费用	2	8	11	17	24	34
% 销售收入	-0.7%	-1.9%	-1.9%	-2.1%	-2.2%	-2.5%
资产减值损失	-15	-52	-2	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
营业利润	38	52	189	305	432	578
营业利润率	12.1%	12.6%	32.6%	37.2%	40.2%	43.5%
营业外收支	1	9	-3	3	3	3
税前利润	39	62	185	308	435	581
利润率	12.4%	14.8%	32.0%	37.6%	40.5%	43.7%
所得税	0	0	-1	-2	-2	-3
所得税率	0.0%	0.3%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
净利润	39	62	184	307	433	578
少数股东损益	31	59	91	115	137	151
归属于母公司的净利润	8	3	94	191	295	428
净利率	2.4%	0.6%	16.2%	23.3%	27.5%	32.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	41	62	184	307	433	578
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	36	77	30	35	40	45
非经营收益	6	-2	0	-4	-3	-3
营运资金变动	23	107	298	-34	125	140
经营活动现金净流	107	244	512	303	595	761
资本开支	-57	-66	-60	-67	-66	-47
投资	0	0	0	-1	0	0
其他	0	0	0	0	0	0
投资活动现金净流	-57	-66	-60	-68	-66	-47
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	20	-19	-2	-2	0	1
其他	-1	-1	-29	0	-35	-35
筹资活动现金净流	19	-20	-31	-2	-35	-34
现金净流量	69	158	421	233	493	679

资产负债表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	320	478	898	1,131	1,625	2,304
应收款项	21	36	16	25	33	41
存货	311	253	219	393	474	540
其他流动资产	23	11	34	43	56	68
流动资产	674	777	1,168	1,592	2,187	2,952
% 总资产	68.6%	68.7%	74.6%	78.6%	82.5%	86.3%
长期投资	0	4	11	12	11	11
固定资产	287	327	363	393	418	419
% 总资产	29.2%	28.9%	23.2%	19.4%	15.8%	12.3%
无形资产	22	24	25	28	32	36
非流动资产	308	355	398	434	463	468
% 总资产	31.4%	31.3%	25.4%	21.4%	17.5%	13.7%
资产总计	982	1,132	1,566	2,027	2,651	3,420
短期借款	20	2	0	0	0	0
应付款项	188	296	559	753	976	1,199
其他流动负债	37	32	53	50	54	57
流动负债	245	330	612	803	1,030	1,255
长期贷款	0	0	0	0	0	1
其他长期负债	0	4	2	0	0	0
负债	246	335	614	803	1,030	1,256
普通股股东权益	662	665	758	914	1,175	1,567
少数股东权益	74	133	194	309	446	597
负债股东权益合计	982	1,132	1,566	2,027	2,651	3,420

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.043	0.015	0.532	1.086	1.679	2.431
每股净资产	3.762	3.777	4.309	5.195	6.673	8.904
每股经营现金净流	0.606	1.385	2.910	1.722	3.378	4.321
每股股利	0.200	0.000	0.000	0.200	0.200	0.200
回报率						
净资产收益率	1.14%	0.39%	12.35%	20.91%	25.16%	27.30%
总资产收益率	0.77%	0.23%	5.98%	9.43%	11.15%	12.51%
投入资本收益率	6.77%	12.08%	18.79%	23.41%	25.07%	25.04%
增长率						
主营业务收入增长率	10.83%	32.77%	38.90%	41.69%	30.83%	23.93%
EBIT 增长率	176.28%	89.13%	85.61%	60.14%	41.87%	33.42%
净利润增长率	24.50%	-65.63%	3498.09%	104.18%	54.58%	44.80%
总资产增长率	12.91%	15.32%	38.28%	29.46%	30.79%	29.03%
资产管理能力						
应收账款周转天数	17.3	8.3	3.0	3.0	3.0	3.0
存货周转天数	650.6	536.6	347.1	451.2	451.2	451.2
应付账款周转天数	52.3	36.9	26.0	26.0	26.0	26.0
固定资产周转天数	297.8	272.2	222.8	170.4	138.8	112.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-40.70%	-59.63%	-94.37%	-92.48%	-100.24%	-106.42%
EBIT 利息保障倍数	-24.1	-12.0	-16.7	-16.6	-17.3	-16.2
资产负债率	25.02%	29.56%	39.20%	39.64%	38.85%	36.73%

来源: 齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15% 以上
增持: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%
持有: 预期未来 6-12 个月内波动幅度在 -5%~+5%
减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5% 以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，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。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海
联系人:王莉本
电话:021-58303470
手机:13641659577
传真:021-58318543
邮编:200122
地址:上海市浦电路 438 号双
鸽大厦 19 楼

深圳
联系人:李霖
电话:0755-23819303
手机:15816898448
传真:0755-82717806
邮编:518048
地址:深圳市福田区深南大道
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京
联系人:张哲
电话:021-58206173
手机:18621368050
传真:021-58318543
邮编:200122
地址:上海市浦电路 438 号双
鸽大厦 19 楼

济南
联系人:韩丽萍
电话:0531-81283786
手机:15806668226
传真:0531-81283791
邮编:250010
地址:山东济南经十路 17703
号华特广场 B501