

登海种业：关注登海 605 的推广及先玉 335 的扩张 增持首次评级

投资要点：

- 📖 登海 605 是 2011 年的主推品种（目前超试系列共 10 个）
- 📖 先玉 335 的产能在 2012 年前问题不大
- 📖 公司整体毛利率仍将维持在 63% 以上的较高水平

报告摘要：

- **先玉 335 的产能 2012 年前问题不大。**登海先锋 2009 年 9 月四期完工后，种子年设计加工能力为 2.25 万吨，实际年产能根据生产需要及制种面积落实情况能略微提高。我们预计 2010 年先玉 335 制种量约 2000 万公斤，用于 2011 年的销售。按 350 - 400 公斤/每亩的制种量，制种面积 5 - 6 万亩。制种面积、加工产能互为依托，生产中将随时调整短板。我们认为，先玉 335 的产能未来两年能基本满足市场需要。
- **登海 605 将成为公司 2011 年的主推品种。**公司试验田的超试系列目前为 10 个，其中登海 661、662、701 及 605 已经通过国审或区域审定。2011 年公司将主推最新通过国审的登海 605，其本身的特点是适应性广、高产、根系发达、高抗倒伏，另外重要的一点是抗病性较好。从农业部审定公告看，登海 605 比郑单 958 高产 5% 以上，其带来的直接经济效益足以弥补种子成本。至于 3622 等常规性玉米种，由于农户种植习惯等原因仍会维持一定的销售量。
- **先玉 335 及超试系列 2011 年涨价是必然趋势，公司毛利率仍会维持较高水平。**我们从经销商处了解到，2011 年先玉 335 每袋的价格约 49 元，超试系列约 46 元。从成本看，制种租地是大头。我们判断登海先锋的毛利率未来维持在 74% 左右，公司整体毛利率在 63% 以上。
- **给予公司增持评级。**我们预期公司 10-12 年 EPS（现股本）分别为 0.94/1.44/1.91 元，同比增长 77%/52%/33%。考虑到公司在玉米种子研发储备等方面的竞争力和长期发展潜力，给予增持评级。

主要经营指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(万元)	41,693	57,912	77,763	105,969	128,970
营业成本(万元)	36,449	39,025	49,018	65,312	76,903
净利润(万元)	260	9,362	16,594	25,266	33,679
同比	-66%	3498%	77%	52%	33%
总股本(万股)	17,600	17,600	17,600	17,600	17,600
每股收益(元)	0.01	0.53	0.94	1.44	1.91

分析员

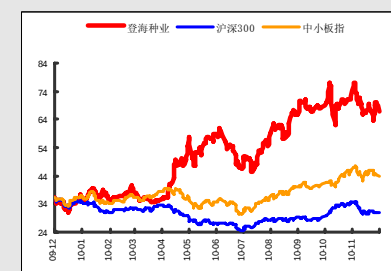
胡建军

执业证书编号：S1180210010226

电话：010-88085982

Email: hujianjun@hysec.com

市场表现



股东户数

报告日期	户均持股数变化	筹码集中度
20100930	16390	
20100630	14647	
20100331	8450	

数据来源：港澳资讯

机构持股汇总

报告日期

基金持股

占流通 A 股比

持股家数及进出情况

数据来源：港澳资讯

相关研究

目录

一、先玉 335 仍将是公司主要利润来源.....	5
(一)、先玉 335 销售收入 2010 年有望超过 4 亿元	5
(二)、登海先锋的产能近两年问题不大	6
(三)、先玉 335 的优势仍较突出	6
(四)、登海先锋毛利率维持较高水平	6
(五)、登海先锋仍将是公司最重要的利润来源	7
二、超试系列迎来快速成长期.....	7
(一)、超试系列品种情况	7
(二)、登海 605 将成为公司近两年主推的超试玉米品种	8
(三)、登海种业的经销渠道和经销方式	9
三、我们看好公司未来的发展前景.....	9
四、各业务模块利润驱动因素及盈利预测.....	10
五、登海种业近五年财务表现及行业估值.....	14
(一)、毛利率提高、成本率下降、净利率抬高	14
(二)、ROE和ROA上升趋势明显	14
(三)、财务费用维持负值、总体费用率小幅趋降	15
(四)、动态市盈率低于行业均值、市净率高于行业平均水平.....	15
(五)、种子行业市盈率一直高于农业及大盘估值水平	15
六、我国玉米及种子市场	16
(一)、黄淮海地区主要玉米种子	16
(二)、我们玉米市场发展前景	17

插图

图 1: 2005 - 2010Q3 登海种业逐季净利润情况	5
图 2: 2005 - 2009 登海种业四季度营业收入占当年收入比例	5
图 3: 2007 - 2010H先玉 335 毛利率走势	7
图 4: 2006 - 2010Q3 登海毛利率及净利率走势	14
图 5: 2006 - 2010Q3 登海ROE及ROA走势	14
图 6: 2006 - 2010Q3 登海各项费用比走势	15
图 7: 种子公司市盈率走势同行业及大盘比较 (2005 - 2010)	15
图 8: 中国玉米优势区域分布图	18

表格

表 1: 财务模型预测	4
表 2: 登海先锋利润贡献分析	11
表 3: 登海种业玉米种子盈利预测	12
表 4: 其它种子	12
表 5: 费用率假设及合并净利润预测	13
表 6: 种子行业估值情况	15
表 7: 黄淮海主要玉米种子比较	16

表 1: 财务模型预测

利润表	万元				
	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	41,693	57,912	77,763	105,969	128,970
营业总成本	36,449	39,025	49,018	65,312	76,903
营业成本	19,183	24,827	29,939	39,442	46,934
营业税金及附加	1	12	10	11	12
销售费用	7,325	9,091	11,314	15,895	18,701
管理费用	5,500	6,006	8,347	11,127	13,155
财务费用	-807	-1,077	-1,477	-2,013	-2,450
资产减值损失	5,247	166	885	850	552
营业外净收入	931	-349	-190	200	50
利润总额	6,175	18,538	28,555	40,857	52,116
净利润	6,158	18,446	28,550	40,851	52,106
少数股东损益	5,898	9,084	11,956	15,584	18,428
母公司所有者净利润	260	9,362	16,594	25,266	33,679

现金流量表	万元				
净利润	6,158	18,446	28,550	40,851	52,106
加: 资产减值准备	5,247	166	200	220	250
固定资产折旧	2,253	2,613	1,350	1,250	1,180
无形资产摊销	170	175	190	210	205
处置固定资产损失	-281	60	380	220	170
财务费用	113	-93	4	3	3
存货的减少	2,009	3,076	3,060	3,050	3,065
经营性应收项目减少	-1,065	-1,709	-4,350	-4,480	-4,305
经营性应付项目增加	9,710	28,442	32,330	32,977	33,636
经营活动流量净额	24,381	51,218	61,714	74,300	86,311
现金的期末余额	47,753	89,830	128,505	173,482	222,057
减: 现金的期初余额	31,964	47,753	89,830	128,505	173,482
现金等价物净增加额	15,789	42,077	38,675	44,977	48,575

财务指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主要运营指标					
股权回报率 (%)	0.39	13.16	18.66	22.16	22.81
资产回报率 (%)	5.76	13.68	15.61	19.43	21.53
毛利及费用指标					
毛利率 (%)	53.99	57.13	61.50	62.78	63.61
期间费用率 (%)	28.82	24.21	23.38	23.60	22.80
净利率 (%)	14.77	31.85	36.71	38.55	40.40

资产负债表	万元				
资产	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	47,753	89,830	108,830	130,596	156,715
应收账款	584	352	420	445	472
预付款项	898	3,214	9,850	11,328	13,027
应收利息	158	196	650	910	1,274
其他应收款	3,004	1,296	860	1,032	1,238
存货	25,332	21,880	20,870	24,627	29,059
流动资产合计	77,731	116,767	141,480	168,937	201,785
投资性房地产	383	1,052	1,355	1,355	1,355
固定资产	31,098	35,348	34,700	34,054	33,408
在建工程	1,566	917	2,860	3,320	2,933
无形资产	2,008	2,188	2,190	2,250	2,260
长期待摊费用	256	240	308	310	315
非流动资产合计	35,482	39,783	41,413	41,289	40,271
资产总计	113,213	156,551	182,893	210,226	242,056

负债与股东权益					
预收款项	21,921	45,040	55,060	68,825	86,031
应付职工薪酬	801	955	1,680	1,882	2,107
其他应付款	6,390	8,617	6,400	8,500	8,700
其他流动负债	1,756	3,830	12,010	10,050	9,800
流动负债合计	32,674	60,726	76,200	90,457	109,239
预计负债	349	448	85	75	120
其他非流动负债	443	191	45	45	45
非流动负债合计	793	639	130	120	165
负债合计	33,466	61,365	76,330	90,577	109,404
股本	17,600	17,600	17,600	17,600	17,600
资本公积金	24,052	24,052	24,115	24,120	24,120
少数股东权益	28,150	42,225	28,500	40,185	53,446
母公司股东权益	82,956	69,973	88,917	113,997	147,632
股东权益合计	111,106	112,198	117,417	154,182	201,078
负债和权益合计	187,436	202,774	193,747	244,759	310,482

估值指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
每股指标					
每股收益	0.01	0.53	0.94	1.44	1.91
每股净资产	3.78	4.31	5.05	6.48	8.39
估值指标					
PE		120.3	67.9	44.6	33.4
PB		14.8	12.7	9.9	7.6
EV/EBITDA		90.8	61.4	41.8	31.9

近日我们赴登海种业调研,就我们关心的问题同公司董秘等进行了沟通,并同有关经销商进行了交流。

一、先玉 335 仍将是公司主要利润来源

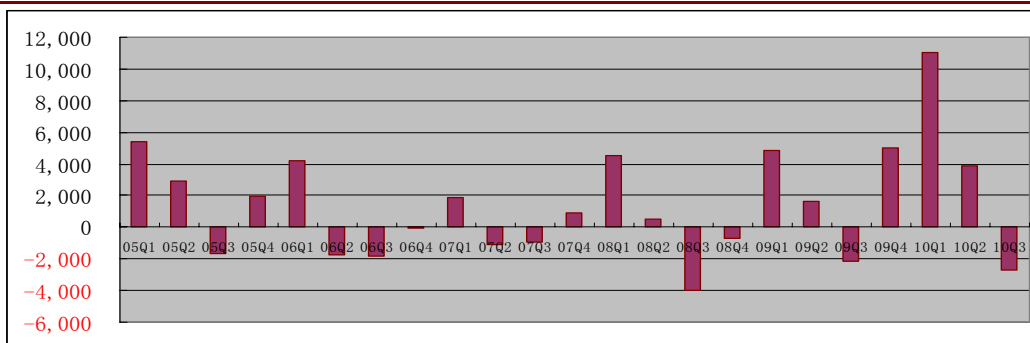
(一)、先玉 335 销售收入 2010 年有望超过 4 亿元

公司的销售季同会计年度有差异,这也是种业公司的重要特点。公司的销售季一般从 11 月至来年的 6 月上旬(基本 5 月底就差不多了)。从时间上看,11 月-12 月占销售季的四分之一,而销量占三分之一左右。

从 2005-2009 年公司财报看,四季度单季的销售收入占全年的比例为 36.3%,09 年为 38.1%。

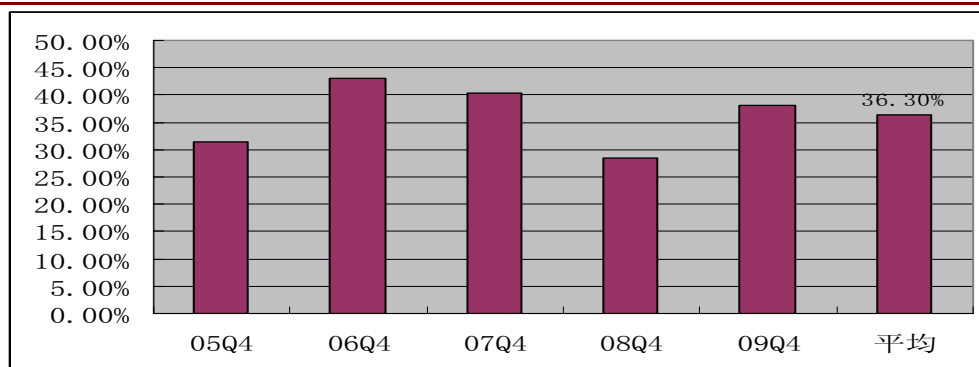
先玉 335 在 2010 年上半年实现销售收入 2.6 亿元,我们预计全年能超过 4 亿元,同比增长 20%以上,除了销量的增长,最主要的是销售价格的增长。

图 1: 2005 - 2010Q3 登海种业逐季净利润情况



资料来源: 公司报告 宏源证券

图 2: 2005 - 2009 登海种业四季度营业收入占当年收入比例



资料来源: 公司财报 宏源证券

（二）、登海先锋的产能近两年问题不大

根据公司 09 年报，09 年登海先锋实现营业收入 3.4 亿元，净利润 1.85 亿元，净利率 54%，其中先玉 335 实现 3.18 亿元营业收入，销量 1502 万公斤。

随着先玉 335 推广面积的快速增长，登海先锋种子加工能力开始受到市场的关注。登海先锋 2009 年 9 月底完成四期改造，年设计种子加工能力为 2.25 万吨。实际产能根据生产需要及制种面积落实情况能略微提高。

2010 年是四期改造完成后首年完整年度生产期，年内制种量较 2009 年能提高 30% 左右，可用于 2010-2011 年销售季的销售。

（三）、先玉 335 的优势仍较突出

先玉 335 按粒销售，出芽率甚为关键。国家标准是 85%，但先玉 335 一开始就能保持 92% 的出芽率，且纯度很高，出芽整齐。

先玉 335 种子另外一个重要优点是脱水快，在秸秆上就能降到 30% 左右。玉米种子最佳的含水率是 12-13%，高于 13% 易于发芽。其玉米由于色泽好、脱水快相对好卖，价格也比其他品种的玉米稍高。

先玉 335 是 2004 年通过国审，2002-2003 年参加黄淮海夏玉米品种区域试验，两年平均亩产 579.5 公斤，比对照农大 108 增产 11.3%；2003 年生产试验，平均亩产 509.2 公斤，比当地对照增产 4.7%。适宜种植密度为每亩 4000-4500 株。

公司没有公告先玉 335 的制种面积，按 350-400 公斤每亩的制种量测算，335 目前的制种面积约 5-6 万亩。

先玉 335 的制种基地集中于甘肃的酒泉和张掖，采取订单农业。由于农户大田生产的收入低于制种，因此制种面积的扩大并不会出现太大问题。

制种面积及种子加工能力生产中互为配套，目前加工能力的协调问题相对更重要一些。

（四）、登海先锋毛利率维持较高水平

先玉 335 由于具有诸多优势，从种子质量和售后服务等，其毛利率自 2007 年来一直保持在 70% 以上的高水平，09 年来，毛利率在 73% 以上。

先玉 335 的毛利率在 09 年中期达到 74.46% 的高位，此后稍微下滑，09 全年为 74%，2010 年中期降至 73.01%。我们判断随着售价的进一步提升和制种成本的基本稳定，未来有望维持在 74% 左右的水平。

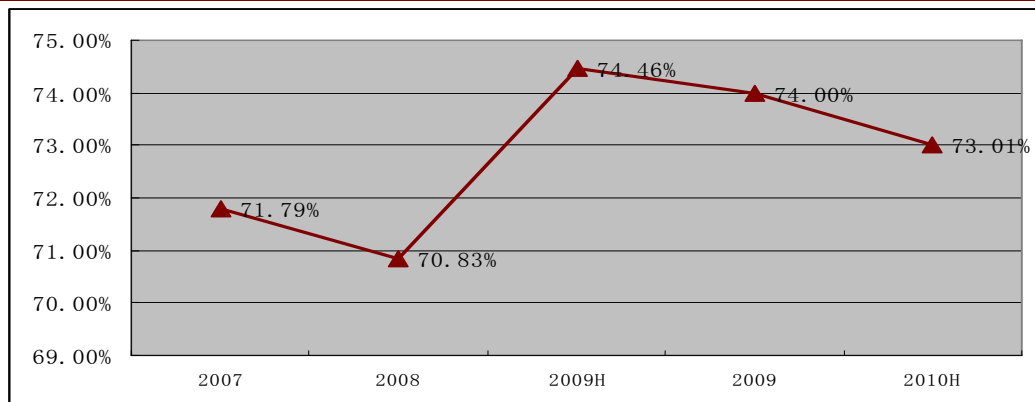
先玉 335 在国内首创单粒播，使单位用种量大幅下降。多粒播需要每亩用种量 2.5-3

公斤，单粒播一亩 4400 粒/每袋，用种量约 1.2 公斤。

从制种成本看，一是气候异常导致制种量下降和成本上升，另外最重要的租地成本呈上升趋势，目前甘肃条件较好土地的租地成本达到每亩 2000 元。

我们从经销商处得到的信息，2010 - 11 年销售季先玉 335 每袋的终端价格为 49 元。

图 3：2007 - 2010H 先玉 335 毛利率走势



资料来源：公司财报 宏源证券

（五）、登海先锋仍将是公司最重要的利润来源

登海种业和杜邦先锋的合作期限为 2002 - 2021 年，期限 20 年，合作区域为黄淮海区域。另外，先锋还和敦煌种业成立了敦煌先锋，后者生产的先玉 335 主要用于东北等地的春播玉米。

登海先锋合资公司中，登海种业持股 51%，先锋 49%。先锋作为全球领先的种子企业，对国内种业各方面的影响都很大，涉及生产技术、种子质量、管理理念及售后服务等各个环节，国内种子子公司同其相比均有较大的差距。

2009 年登海先锋实现净利润 1.85 亿元，对登海种业母公司所有者的净利润贡献达到 0.94 亿元，占当年登海种业净利润的 101%。

我们预测，2010 年登海先锋对母公司的净利润贡献将超过 1.24 亿元，占母公司合并净利润的 75% 左右。

二、超试系列迎来快速成长期

（一）、超试系列品种情况

公司表示，目前公司试验田中超试系列排号至 10 个，即超试 1-10 号。

目前超试系列共有 4 个品种通过审定，可在相应适应区域推广。

2009 年有三个品种通过审定：661 通过山东省审定，登海 662 通过国家、山东省及河南省审定，登海 701 通过山东省及河南省审定。

2010 年 11 月，超试系列登海 605 通过国审。

此外，常规玉米品种也不断有新品种通过审定。

2009 年，登海 3769 通过国审，适宜地区为福建、浙江、江西、广东及苏、皖两省淮河以南地区春播种植。

2010 年 11 月公告，控股子公司丹东登海良玉种业有限公司自主研发的玉米新品种“良玉 188”通过国审。

（二）、登海 605 将成为公司近两年主推的超试玉米品种

从公司财报看，登海 662 是超试系列中目前销量最大的品种，2009 年实现销售 2024 万元，2010 上半年实现销售 5930 万元。

对于前不久发生在河南杞县等地的登海 662 染玉米粗缩病问题，公司表示，玉米粗缩病是以带毒灰飞虱传播病毒，灰飞虱在吸取玉米汁液的同时，把病毒传播给健康的植株，造成作物感病，其导致的玉米粗缩病，有植物癌症之称，一旦染病，无法防治。河南发生的登海 662 染病地块，主要是农户在蔬菜地里套播玉米，灰飞虱寄生条件较好，灰飞虱成功越冬后其盛发期正值玉米幼苗，抵抗力较弱，导致幼苗染病。一般情况下，要适当错期，使玉米苗期错过灰飞虱的盛发期；另外，要加强田间管理和合理用药。还有很重要的一点，玉米粗缩病需要群防群治，单个地块治理很难起效。公司派驻地方的技术员也曾经提醒过相关防治工作。

由于公司已经有四个超试品种通过审定，主推哪个品种是投资者甚为关心的问题。

公司表示，2011 年主推登海 605，其特性主要有适应性广、高产、抗病性较好。此外，605 具有登海超试系列惯有的根系发达、高抗倒伏、穗位低特性，而抗倒伏一直是登海超试系列优于郑单 958 等其它玉米品种的重要看点。

在 2010 年山东粮王大赛中，登海 605 单产 980 公斤获得第二名，冠军被登海 661 以 1029 公斤的亩产获得。

根据农业部的审定报告，登海 605 比郑单 958 高产 5.3-5.5%。从山东的玉米种植看，超试系列比郑单 958 单产高约 8%。

我们认为，较高的单产是超试系列的最重要卖点，其对于农户的吸引力最大，按 600 公斤亩产和 2 元每公斤的玉米价格计算，5% 的高产带来超过 60 元的收入，足可以弥补种

子成本，从而可以接受超试系列国产种子的高价位。

（三）、登海种业的经销渠道和经销方式

公司表示，超试系列同先玉 335 一样，采用按粒卖，每袋用于一亩播种，但粒较大。超试系列每袋约 1.5 公斤，先玉 335 每袋 1.2 公斤。因此，虽然每袋价格相近，但如果按每公斤价格计算，超试系列比先玉 335 低了 20%。

公司玉米种的销售主要通过经销商来进行，目前一级经销商约几百家，黄淮海地区每个县保证一个，有的是两个，一级经销商下面还有二级经销商。公司主要和一级经销商合作。

我们从经销商得到的信息，经销商的利润主要来源于登海种业从提货销售价中返还的一部分利。

公司掌控着销售价格和销售货款：1、种子的终端价是由登海种业统一下发指导价；2、经销商必须全额预付提货款，而后公司根据经销商的经销情况分别进行返利。

公司其它的常规玉米品种目前是销售主体，2009-2010 年的销售额约 1.8-2 亿元，其毛利较超试系列低 10 个百分点以上。

我们认为，公司常规品种如 3622、3722 等由于推广期较长，出于农户认可度及种植习惯原因，公司仍会保持一定的制种量和销售规模。另外，新品种如 3769 是主要针对黄淮海以外的南方非玉米主产区的特性种子。所以，未来常规玉米种子仍会保持一定比例。

三、我们看好公司未来的发展前景

2010 年 10 月，中国种子协会认定 54 家中国种业企业为“2010 年中国种业骨干企业”，登海种业位列第五位。前四位分别是隆平高科、辽宁东亚、中国种子集团及北京德农。

登海种业是“国家认定企业技术中心”、“国家玉米工程技术研究中心（山东）”、“国家玉米新品种技术研究推广中心”和“国家首批创新型试点企业”。

公司长期致力于玉米育种与高产栽培研究工作，在国内率先开展紧凑型玉米育种，一年三至四代的育种速度，总结出“紧凑型株型+高配合力”的玉米育种理论。现已选育出 100 多个紧凑型玉米杂交种，其中 76 个通过省级以上审定，具有多项发明专利和数十项植物新品种权。

公司目前有 10 个超试品种及诸多常规品种，丰富品种储备是公司长期竞争力的重要保证。

从技术上看，杂交玉米的育成是农业生产的一项革命，首先是杂交后只有杂交一代才能表现出优质高产的杂交优势，经过大田种植后生产出的玉米出芽率低，只能作为粮食，

因而产生了真正的种、粮的专业化分工，有利于提高种子质量水平和玉米产量，极大地推动了玉米种植业的发展。其次，杂交玉米能综合并超越父母本优势，最主要的是可以通过杂交改良果穗、株型、密植等，显著增加产量。

杂交一种是自交，一种是品种杂交，两者相比自交系具有生长整齐、性态稳定、纯度高等优点，但需要相当长的时间去除变异，这才能获得比较优良的杂交种。目前我国玉米种植基本上均为自交系玉米种子。

玉米育种首先要从选育自交系着手，育成一个自交系需要至少自交数代，这即使在科技发达的今天也需要几年的时间。拥有足够的自交系后才能进行组配杂交组合，之后是测比试验、品比试验、区域试验、生产试验，因此，育成一个新品种往往需要几年甚至十几年的时间，科研周期较长。

从实际操作看，由于海南“南繁”加代的影响，育种周期可以缩短为 5-6 年，而此后的报审也需要 4 年的时间。

具体为预备试验（1 年）、大田区域试验（2 年）、生产试验（1 年）。

以登海 605 为例，是 2006 年报审，2010 年审定通过。

我们看好公司未来潜力主要基于以下几点：

- 1、育种及审定周期长，科研投入不足的公司难具发展持续性；
- 2、种子公司注册资本或提高到 3000 万元，而目前国内约 8700 家种子企业，注册资本 3000 万元以上的仅有约 200 家；
- 3、搜集原始素材、培育优良自交系在育种工作中占有重要地位。育成一个新品种最关键的因素是拥有种质资源的数量和质量，而搜集种质资源是一个漫长而艰苦的过程。
- 4、目前对国内育种行业威胁最大的来自于杜邦先锋、孟山都、瑞士先正达等国际巨头，而根据目前规定，国际巨头只能成立合资公司来进入中国种子领域，合资公司需中方控股。作为中国最重要玉米产区的黄淮海地区，先锋和登海的合作具有排他性。

不过我们提醒投资者注意非正常渠道种子对正轨种子的冲击，一是偷走亲本非法自繁种子；二是制种基地农户私藏公司的种子。

四、各业务模块利润驱动因素及盈利预测

表 2: 登海先锋利润贡献分析

(先玉 335)	2009	2010E	2011E	2012E
制种量 (万公斤)	1800	2000	2200	2400
销售量 (万公斤)	1502	1600	1900	2100
每亩种子用量 (公斤/亩)	1.2	1.2	1.2	1.2
推广面积 (万亩)	1252	1333	1583	1750
玉米播种面积 (万亩)	44,790	44,790	44,790	44,790
黄淮海玉米面积(万亩)	14,500	14,500	16,000	16,000
黄淮海市场占有率	8.63%	9.20%	9.90%	10.94%
销售价格 (元/公斤)	25	32	35	38
提货销售价格 (元/袋)	30	38	42	45
每袋 (公斤/袋)	1.2	1.2	1.2	1.2
销售金额(万元)	37,550	50,667	66,500	78,750
扣除经销商返利营业收入 (万元)	31,843	42,966	56,393	66,782
毛利率	74%	73%	74%	74%
费用率	19%	19%	20%	20%
净利率	55%	54%	54%	54%
所得税	0	0	0	0
净利润(万元)	17,468	23,202	30,452	36,062
登海母公司权益	51%	51%	51%	51%
母公司所有者利润(万元)	8,908	11,833	15,531	18,392
登海先锋其它玉米种子				
营业收入(万元)	2,215	2,480	2,800	3,200
净利率	48%	48%	48%	48%
净利润(万元)	1,070	1,198	1,352	1,546
登海母公司权益	51%	51%	51%	51%
母公司所有者利润(万元)	546	611	690	788
登海先锋净利润(万元)	18,537	24,400	31,805	37,608
登海先锋对母公司净利润贡献(万元)	9,454	12,444	16,220	19,180

表 3: 登海种业玉米种子盈利预测

超试系列	2009	2010E	2011E	2012E
制种面积 (万亩)	2	4	5	6
制种单产 (公斤/亩)	350	330	360	360
制种量 (万公斤)	700	1320	1800	2160
销售量 (万公斤)	114	500	1150	1650
每亩种子用量 (公斤/亩)	1.2	1.2	1.2	1.2
推广面积 (万亩)	95	417	958	1,375
玉米播种面积 (万亩)	44,790	44,790	44,790	44,790
黄淮海玉米面积 (万亩)	14,300	14,300	14,300	14,300
市场占有率	0.21%	0.93%	2.14%	3.07%
提货销售价格 (元/袋)	26	35	41	44
每袋 (公斤/袋)	1.5	1.5	1.5	1.5
销售价格 (元/公斤)	17.3	23.3	27.3	29.3
销售金额 (万元)	1,976	11,667	31,433	48,400
扣除经销商返利营业收入 (万元)	1,620	9,567	25,775	39,688
毛利率	53%	63%	62%	62%
毛利润(万元)	859	6,027	15,981	24,607
其它常规玉米种子	18,000	20,000	18,000	16,000
营业收入(万元)	33%	35%	35%	35%
毛利率	5,940	7,000	6,300	5,600
毛利润(万元)	18,000	20,000	18,000	16,000

表 4: 其它种子

	2009	2010E	2011E	2012E
蔬菜种收入(万元)	1,478	2100	2300	2500
毛利率	57%	57%	57%	57%
毛利润(万元)	842	1,197	1,311	1,425
花卉种子及其它 (万元)	932	650	700	800
毛利率	44%	44%	44%	44%
毛利润(万元)	410	286	308	352

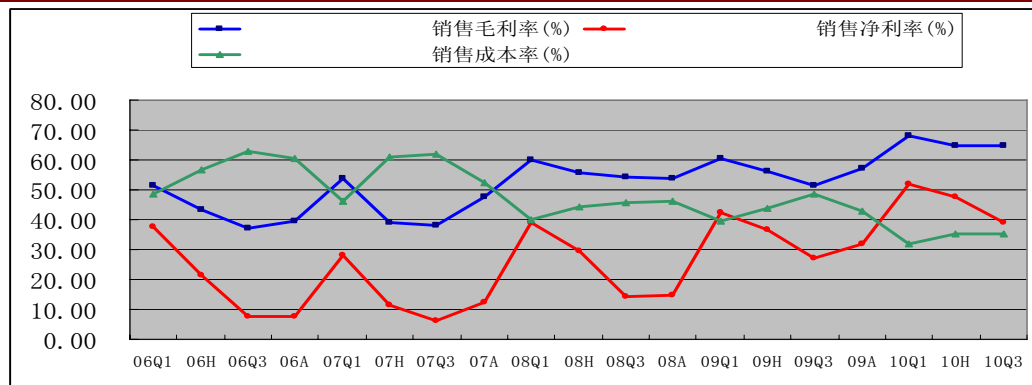
表 5: 费用率假设及合并净利润预测

	2009	2010E	2011E	2012E
销售费用率	20%	18%	19%	18%
管理费用率	14%	13%	13%	12%
财务费用率	-1%	-2%	-3%	-3%
费用率及其它	35%	31%	31%	29%
费用总额	7,773	10,110	14,634	17,275
营业利润	278	4,400	9,266	14,709
营业外收入	750	900	950	980
营业外支出	1100	1050	1060	1070
利润总额	-72	4,250	9,156	14,619
所得税	92	100	110	120
净利润	-164	4,150	9,046	14,499
合并净利润	9,290	16,594	25,266	33,679
同比增长	3498%	79%	52%	33%
总股本(万股)	17600	17600	17600	17600
每股收益	0.53	0.94	1.44	1.91

五、登海种业近五年财务表现及行业估值

(一)、毛利率提高、成本率下降、净利率抬高

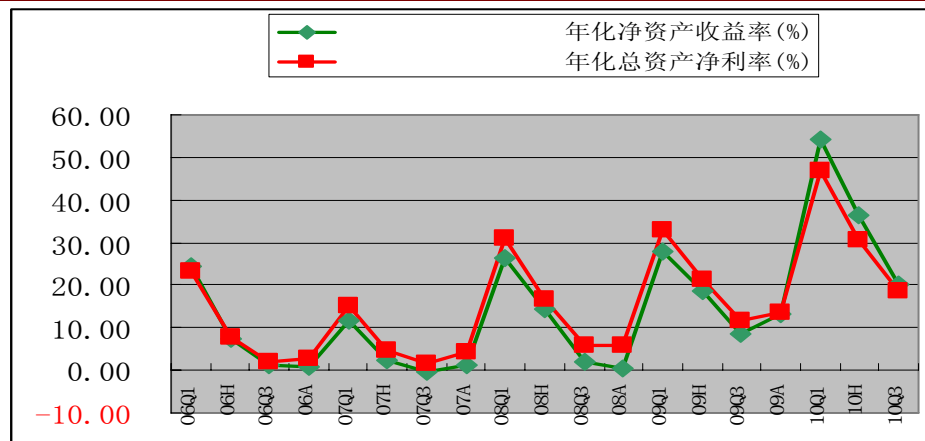
图 4: 2006 - 2010Q3 登海毛利率及净利率走势



资料来源: 公司财报 宏源证券

(二)、ROE 和 ROA 上升趋势明显

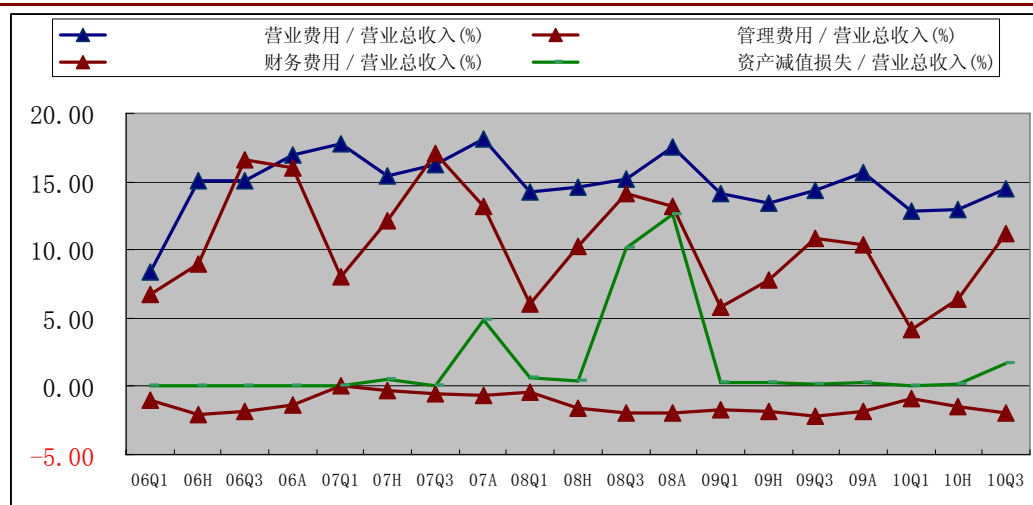
图 5: 2006 - 2010Q3 登海 ROE 及 ROA 走势



资料来源: 公司财报 宏源证券

(三)、财务费用维持负值、总体费用率小幅趋降

图 6: 2006 - 2010Q3 登海各项费用比走势



资料来源: 公司财报 宏源证券

(四)、动态市盈率低于行业均值、市净率高于行业平均水平

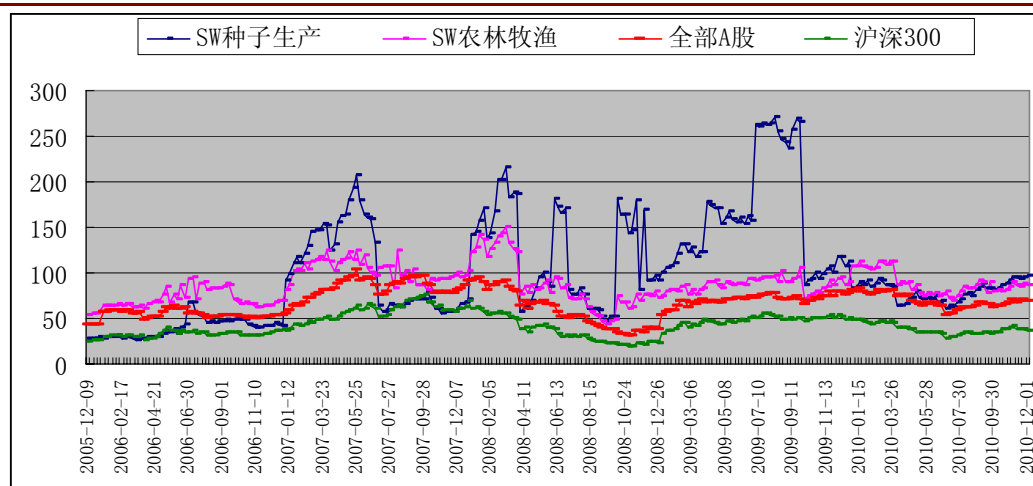
表 6: 种子行业估值情况

	市盈率 (TTM, 算术平均)	市盈率 (TTM, 中值)	市净率 (算术平均)
SW 种子生产	97.39	82.15	8.79

资料来源: WIND 宏源证券

(五)、种子行业市盈率一直高于农业及大盘估值水平

图 7: 种子公司市盈率走势同行业及大盘比较 (2005 - 2010)



资料来源: wind 宏源证券

六、我国玉米及种子市场

(一)、黄淮海地区主要玉米种子

在黄淮海市场，主流玉米种子主要包括郑单 958、先玉 335、浚单 20 及农大 108 等，这也是登海超试系列面对的主要竞争对手。

表 7：黄淮海主要玉米种子比较

	先玉 335	郑单 958	农大 108	浚单 20	登海 605
选育单位	铁岭先锋	河南农科院粮作所	中国农业大学选育	河南浚县农科所	登海种业
品种来源	母本为 PH6WC，来源为先锋公司自育；父本为 PH4CV，来源为先锋公司自育	郑 58 × 昌 7-2	亲本组合为 178/黄 C	母本为 9058，来源为在国外材料 6JK 导入 8085 泰（含热带种质）；父本为浚 92-8，来源为昌 7-2 × 5237	DH351×DH382
是否转基因	否	否	否	否	否
生育期	在黄淮海地区生育期 98 天，比对照农大 108 早熟 3.5 天	生育期 130 天左右	西南地区生育期 112~116 天，黄淮海夏玉米区 99 天	出苗至成熟 97 天，比农大 108 早熟 3 天	黄淮海地区出苗至成熟 101 天，比郑单 958 晚 1 天
株高及穗高	株高 286 厘米，穗位高 103 厘米，全株叶片数 19 片左右	成株株型紧凑，株高 257cm，穗位 105cm，全株 22 片叶	株高 260 厘米，穗位高 100 厘米	株高 242 厘米，穗位高 106 厘米，成株叶片数 20 片	株型紧凑，株高 259 厘米，穗位高 99 厘米，成株叶片数 19~20 片
果穗	果穗筒形，穗长 18.5 厘米，穗行数 15.8 行，穗轴红色，籽粒黄色，粒型为半硬粒型，百粒重 34.3 克	果穗筒形，穗轴白色，穗长 19.1cm，穗行数 16 行左右，秃顶度 0.45cm。籽粒白色，半马齿型，千粒重 385g	穗长 16~18 厘米，果穗筒形，穗行数 16 行，单穗粒重 127.2 克，籽粒黄色、半马齿型，百粒重 26~35 克	果穗筒型，穗长 16.8 厘米，穗行数 16 行，穗轴白色，籽粒黄色，半马齿型，百粒重 32 克	果穗长筒型，穗长 18 厘米，穗行数 16~18 行，穗轴红色，籽粒黄色、马齿型，百粒重 34.4 克
抗病情况	高抗茎腐病，中抗黑粉病、弯孢菌叶斑病，感大斑病、小斑病、矮花叶病和玉米螟	感小斑病、玉米螟，中抗大斑病、茎腐病，抗弯孢霉叶斑病、瘤黑粉病、丝黑穗病，高抗矮花叶病	高抗玉米小斑病、丝黑穗病、弯孢菌叶斑病和穗腐病，抗玉米大斑病、灰斑病和玉米螟，感茎腐病和纹枯病	感大斑病，抗小斑病，感黑粉病，中抗茎腐病，高抗矮花叶病，中抗弯孢菌叶斑病，抗玉米螟	高抗茎腐病，中抗玉米螟，感大斑病、小斑病、矮花叶病和弯孢菌叶斑病，高感瘤黑粉病、褐斑病和南方锈病
营养含量	籽粒粗蛋白含量 9.55%，粗脂肪含量 4.08%，粗淀粉含量 74.16%，赖氨酸含量	籽粒粗蛋白 10.11%，粗脂肪 4.00%，赖氨酸 0.33%，粗淀粉 71.11%	籽粒含粗蛋白 9.43%，粗脂肪 4.21%，粗淀粉 72.25%，赖氨酸 0.36%，品质优	籽粒容重为 758 克/升，粗蛋白含量 10.2%，粗脂肪含量 4.69%，粗淀粉含量	籽粒容重 766 克/升，粗蛋白含量 9.35%，粗脂肪含量 3.76%，粗淀粉含量 73.40%，

	0.30 %		良；秸秆粗蛋白含量 70.33 %，赖氨酸含量 6.95 %，粗脂肪 1.06 %，粗纤维 31.73 %，灰分 6.78 %		赖氨酸含量 0.31%
产量表现	02-03 年参加黄淮海夏玉米品种区域试验，两年平均亩产 579.5 公斤，比对照农大 108 增产 11.3 %；2003 年生产试验，平均亩产 509.2 公斤，比当地对照增产 4.7 %。	春播中熟组区域试验 平均 亩 产 786.2kg，2007 年同组区域试验平均亩产 797.8kg。2007 年生产试验平均亩产 750kg	2000 年参加黄淮海夏玉米组生产试验，平均亩产 510.3 千克，比当地对照增产 8.58 %	平均亩产 612.7 公斤，比农大 108 增产 9.19 %；2002 年生产试验，平均亩产 588.9 公斤，比当地对照增产 10.73 %	08 ~ 09 年参加黄淮海夏玉米品种区域试验，两年平均亩产 659.0 千克，比对照郑单 958 增产 5.3 %。2009 年生产试验，平均亩产 614.9 千克，比对照郑单 958 增产 5.5 %
栽培技术	适宜 密度 每 亩 4000-4500 株，注意防治大斑病、小斑病、矮花叶病和玉米螟。	种植密度 4000 ~ 5000 株/亩。拔节期重施追肥，遇旱及时浇水，注意防治玉米螟	亩密度 3500 株。后期应注意田间排水，如成熟期积水，会增加青枯病的发生，纹枯病流行区应慎用	适宜 密度 每 亩 4000 ~ 4500 株	中等肥力以上地块栽培，每亩适宜密度 4000 ~ 4500 株，注意防治瘤黑粉病，褐斑病、南方锈病重发区慎用

资料来源：农技推广中心 宏源证券

（二）、我们玉米市场前景

玉米在我国是仅次于水稻的重要粮食作物，常年播种面积、产量分别占粮食的 22 % 和 25 %，粮、饲、经多用，在粮食、饲料、化工、医药、轻工和经贸等行业，都是重要的产品和原料。

我国 31 个省（市、区）都有玉米种植，从东北平原起，经黄淮海平原，至西南地区形成一条“中国玉米带”。具体可分为北方春玉米区、黄淮海夏玉米区、西南山地玉米区、西北灌溉玉米区、南方丘陵玉米区、青藏高原玉米区等六大产区。主产区为“中国玉米带”北段的北方春玉米区和中段的黄淮海夏玉米区，玉米面积占全国的 70 % 左右。

根据《玉米优势区域布局规划》（2008-2015 年）数据，2007 年，玉米播种面积、总产和单产分别达到 44216.3 万亩、15230 万吨和 344.5 公斤/亩，分别比 2003 年增加 8114 万亩、3647 万吨和 23.7 公斤/亩。玉米快速发展为我国粮食连年增产做出重要贡献，2003-2007 年，玉米总产增加对全国粮食增产贡献率达到 44 % 以上，位居各大粮食作物之首。

图 8：中国玉米优势区域分布图



资料来源：优势玉米区域规划

2007 年东北、黄淮海两大产区玉米播种面积占全国的 70%，产量占全国的 73%，比 2003 年均有所提高。同时，西南地区玉米生产在畜牧业的拉动下快速发展，播种面积由 2003 年的 6798 万亩增加到 2007 年的 7416 万亩，已成为我国玉米的又一个重要产区。

近年来，我国玉米品种更新换代步伐加快，商品化杂交种比例达到 95% 以上，优质品种比重由 2003 年的 28% 提高到 2007 年的 47%，鲜食玉米、青饲玉米等专用玉米异军突起，玉米品种结构进一步优化。

玉米种植效益方面。据调查测算，2006 年全国玉米平均亩产值 504 元，亩纯收益平均约 108 元，分别比 2003 年提高 94 元和 46 元。全国最大的玉米生产省吉林 2006 年玉米平均亩纯收益 211 元，比 2005 年增加 129 元，增长 158%。

2007 年开始大力推广以“一增四改”（合理增加种植密度、改种耐密型高产品种、改套种为平播、改粗放用肥为配方施肥、改人工种植为机械化作业）为核心的高产高效栽培技术体系，努力提高良种覆盖率和技術到位率。

据有关部门预计，2007 年我国玉米消费总量达 1.49 亿吨。如果以年增长率 3% 预计，到 2015 年我国玉米消费将超过 1.8 亿吨。由于玉米需求增长迅猛，供求关系将由供求平衡向供应偏紧和供应不足方面转化。为满足国内玉米消费，2015 年我国玉米播种面积可望达到 4.5 亿亩。

按照我国目前玉米增产和消费增长的比例计算，到 2010 年仅能自求平衡，到 2015 年将会出现紧平衡，自给压力增加。同时，虽然近年来全球玉米也呈现了增产势头，但增产幅度依然是低于消费增长速度，贸易量呈明显减少趋势。目前不仅美国减少了玉米出口，阿根廷、印度等国已停止了玉米出口。通过大量进口满足我国迅猛增长的玉米消费需求将不现实。

我国玉米市场发展潜力：

面积潜力。东北地区可以通过改连作大豆为大豆与玉米轮作，扩大玉米种植面积，黄淮海地区改套种为平播，提高复种指数。西南地区按照宜水则水，宜旱则旱的原则，将无灌溉保证的稻田改种玉米。据测算，扩大玉米面积的潜力在 5000 万亩左右。

单产潜力。玉米具有其他作物不可比拟的杂种优势和高光效增产潜力。在玉米增产因素中单产贡献率达 85%，目前技术进步在我国玉米单产增长中的贡献份额为 49%，与发达国家的 60-80% 相比，科技增产还有较大潜力。我国玉米单产排在世界 21 位，是单产排在前 10 位国家平均水平的 67%。与美国等发达国家平均亩产 600 多公斤相比，差距更大。我国玉米最高亩产已超过 1400 公斤，而全国平均亩产只有 350 公斤左右，玉米单产提高仍有较大潜力。

效益潜力。通过单产提高，推广节本增效技术和深加工转化增值，提高玉米效益存在较大潜力。随着燃料乙醇的开发，可有效缓解能源短缺压力，社会效益将更加显现。通过大力发展柠檬酸等玉米精深加工和综合利用，不断完善和延长产业链，增加玉米产业的出口创汇能力，充分释放产业链各环节的增效潜力。

优势区域布局：

按照自然资源禀赋、玉米生产条件及规模 and 市场需求，以北方春玉米区、黄淮海夏玉米区、西南玉米区为优势区域。并根据玉米生产规模和粮食生产中的地位等指标，在三大优势区域内确定 575 个县（市、区、农场）作为今后国家重点支持的对象。

北方春玉米区包括黑龙江、吉林、辽宁、内蒙古、宁夏、甘肃、新疆 7 省玉米种植区，河北、北京北部，陕西北部与山西中北部，及太行山沿线玉米种植区。区内共有人口 2.27 亿人，耕地面积 6.55 亿亩，农作物播种总面积和粮食作物播种面积分别为 5.80 亿亩和 4.34 亿亩，其中玉米面积 1.70 亿亩，分别占农作物播种总面积和粮食作物播种面积的 29.4% 和 39.3%；玉米总产量 6563.6 万吨，占粮食总产量的 53.2%；玉米单产 385 公斤/亩，是全国平均水平的 1.09 倍；玉米种植面积和玉米产量分别占全国玉米总面积和总产量的 43.1% 和 47.1%。

2010 年末玉米种植面积达到 1.9 亿亩以上，力争到 2015 年末玉米种植面积保持在 2.0 亿亩左右，其中 233 个重点县（市、区）玉米播种面积达到 1.4 亿亩左右，优质玉米面积比重提升到 85% 左右，单产提高 15%。

黄淮海夏玉米区涉及黄河流域、海河流域和淮河流域，包括河南、山东、天津、河北、北京大部，山西、陕西中南部和江苏、安徽淮河以北区域。本区共有人口 3.72 亿人，耕地面积 4.61 亿亩，农作物播种总面积和粮食作物播种面积分别为 6.87 亿亩和 4.68 亿亩，其中玉米面积 1.45 亿亩，分别占农作物播种总面积和粮食作物播种面积的 21.2% 和 31.0%；玉米总产量 5033.3 万吨，占粮食总产量的 33.2%；玉米单产 346 公斤/亩，相当于全国平均水平的 98.3%；玉米种植面积和产量分别占全国玉米总面积和总产量的 36.8% 和 36.1%。该区多为小麦-玉米两熟制。区内阶段性干旱与病虫害对玉米生产的威胁很大。

到 2010 年末玉米种植面积达到 1.6 亿亩以上，到 2015 年末玉米种植面积稳定保持在 1.7 亿亩左右，其中 275 个玉米优势生产县（市、区）玉米种植面积达到 1.2 亿亩，优质玉米面积比重达到 85% 左右，单产提高约 15%。

关于玉米良种体系建设：

加强优异玉米种质资源创新能力和新品种选育能力，提高玉米新品种自主创新和研发能力；选育和筛选出一批高产、优质、抗逆、广适新品种，加快优良新品种推广步伐；提高玉米良种繁育质量，强化玉米种子质量检测，提高生产用种质量。

在优势区域内，确定并新建“玉米种质创新及新品种选育中心”20 个。

以甘肃河西走廊为重点，充分发挥其光、热、水资源和天然隔离屏障，在全国适宜区域内建设“玉米良种繁育基地”40个，分布在40个重点县。每个良种繁育基地规模5万亩，共计200万亩，可保证全国3.2亿亩玉米用种。

在优势区域内建设省级新品种展示基地20个，每个面积100亩，共计2000亩。在优势区域的每个重点县建1个新品种展示区，每个面积100亩，共计约6万亩。

机构销售团队

华北区域

牟晓凤

010-88085111

muxiaofeng@hysec.com

华东区域

曾利洁

010-88085790

zenglijie@hysec.com

刘爽

010-88085798

liushuang@hysec.com

孙利群

010-88085096

sunliqun@hysec.com

华南区域

雷增明

010-88085989

leizengming@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。