

登海种业 (002041) 农产品

—业绩高增长, 估值有待提升

投资评级 推荐 公司评级 A 收盘价 57.00 元

投资要点:

- 行业概况。**北方、黄淮海两大产区种植面积占全国比重 82%，近几年以年均 0.3% 的速度提升，根据《玉米优势区域布局规划》，08 年黄淮海区域玉米种植 1.45 亿亩，分别占全国种植面积的 36.8%，计划到 2010 年末，达到 1.6 亿亩以上，到 2015 年末，稳定在 1.7 亿亩，优质玉米面积比重达到 85% 左右，单产提高约 15%。如以亩用种量 1.2 公斤计算，市场容量将达到 2.04 亿公斤，如按 1.5 公斤计算，市场容量可达 2.55 亿公斤，区内市场容量巨大，足够支撑公司现有业务发展。
- 公司分析。**1) “先玉 335” 出芽率高、后期脱水快、高产稳产、并且商品品质好，同时凭借先锋公司先进的销售服务体系，销售保持旺盛，2009 年销量 1502 万公斤，预计 2010 年可达到 2000 万公斤，目前产能 2250 万公斤，并可根据实际需要适当提升，短期内产能压力不大。2) “登海超试” 自 2009 年开始少量销售，相对产量高、抗倒性更优，同时销售模式逐步向 “先玉 335” 靠拢，未来成长潜力巨大，目前拥有 1-10 号十个储备，2009 年 3 个通过审定，2010 年 11 月 “登海 605” 通过审定，将是明年主推品种。
- 盈利预测与估值。**“先玉 335” 将保持旺销势头，为公司提供主要利润来源，“超试” 系列逐步进入成长期，助推整体业绩提升，假定未来制种面积随着销售上升而得到扩张，产能可满足市场需求，各项费用率保持稳定，预计 2010-2012 年实现每股收益为 1.13、1.61、2.05 元。公司研发实力业内领先，并且储备丰富，未来业绩增长确定性较高，理应享受较高溢价水平，合理价值区间 80.60-88.65 元，给予 “推荐” 评级。

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	417	579	854	1080	1302
营业收入增长率	33%	39%	47%	26%	21%
净利润 (百万元)	3	94	197	284	362
净利润增长率	-66%	3498%	110%	44%	27%
EPS (元)	0.01	0.53	1.13	1.61	2.05
ROE	0%	12%	21%	24%	23%
P/E	4720	131	62	43	34
P/B	18.48	16.20	13.35	10.20	7.85
EV/EBITDA	217.33	72.94	43.17	31.71	25.50

2011 年 1 月 18 日

主要数据

52 周最高/最低价 (元)	76.93/34.54
上证指数/深圳成指	2706.66/11734.62
50 日均成交额 (百万元)	108.78
市净率 (倍)	12.74
股息率	0.36%

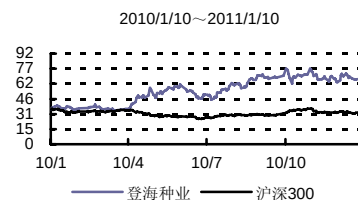
基础数据

流通股 (百万股)	163.54
总股本 (百万股)	176.00
流通市值 (百万元)	8978.59
总市值 (百万元)	9662.40
每股净资产 (元)	4.31
净资产负债率	80.92%

股东信息

大股东名称	莱州市农业科学院
持股比例	52.95%

52 周行情图



相关研究报告

《国元证券公司研究—登海种业 (002041) 中报点评: 销售旺盛, 盈利能力提升》, 2010-8-30

联系方式

研究员:	沈亮亮
职业证书编号:	S0020210090003
电话:	021-68889174-1953
电邮:	shenliangliang@gyzq.com.
联系人:	赵喜娟
电话:	(86-21) 51097188-1952
电邮:	zhaoxijuan@gyzq.com.cn
地址:	中国上海市浦东南路 379 号 金穗大厦 15F (200120)

正文目录

第 1 部分 行业概况	3
1.1 生产布局趋于集中	3
1.2 玉米市场需求空间较大	4
1.3 黄淮海市场仍有较大提升空间	4
第 2 部分 公司分析	5
2.1 “先玉 335” 平稳提升，“超试” 系列潜力巨大	5
2.2 短期内“先玉 335” 产能压力不大，产品保持高毛利率	7
2.3 “超试玉米” 带动母公司业绩提升，“登海 605” 是明年主推产品	7
2.4 种子需求价格弹性较小	8
第 3 部分 盈利预测及估值	10
3.1 盈利预测	10
3.2 公司估值	11

图表目录

图 1：全国玉米种植结构分布	3
图 2：全国玉米种植面积和产量	3
图 3：全国玉米消费结构	4
图 4：全国饲料产量（万吨）	4
图 5：全国乙醇生产消耗玉米（万吨）	4
图 6：美国乙醇生产消耗玉米（亿蒲式耳）	4
图 7：黄淮海区域玉米单产（公斤/亩）	5
图 8：黄淮海区域玉米种植	5
表 1：主要玉米播种区气候环境特点	3
表 2：黄淮海区域主要玉米品种	6
表 3：主要品种抗性对比	6
表 4：主要品种单产对比	6
表 5：登海先锋业绩预测	7
表 6：“超试玉米” 收入成本预测	8
表 7：其他种子收入成本预测	8
表 8：玉米种植成本构成	9
表 9：种子提价及增产对净利润影响测算	9
表 10：各品种零售价及用种成本	9
表 11：利润表预测	10
表 12：资产负债表预测	10
表 13：现金流量表预测	11
表 14：同类型种子企业估值	12

第1部分 行业概况

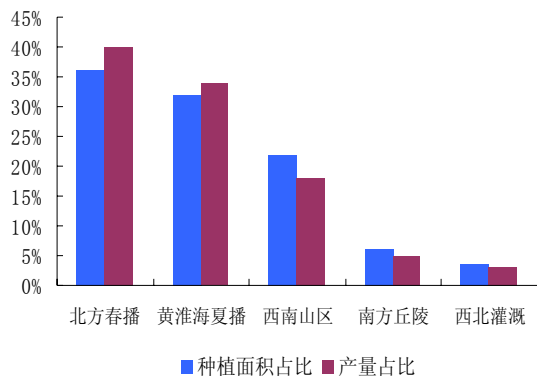
1.1 生产布局趋于集中

我国玉米种植主要集中在东北至西南半山丘陵地带，分为北方、黄淮海、西南、南方、西北五大区域，2009 年，北方、黄淮海两大产区种植面积占全国比重 82%，近几年以年均 0.3% 的速度提升，而西南区域在畜牧业的拉动下，发展迅速，随着优势区域布局规划加深，区域间的比较优势更加明显。

北方春播区因土质佳、光照足，适合玉米种植，区域内每公顷产量达到 6 吨，超出全国平均产量 12%，其中，吉林、宁夏、新疆等地超出近 30%，为全国单产最高区域，适合种植成熟期适中，或较早熟，耐低温，密植高产品种。

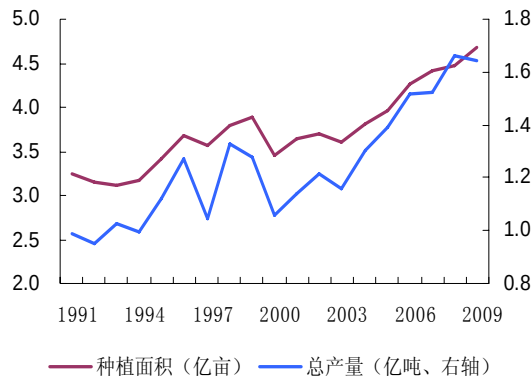
黄淮海夏播区光照足，土质优，具备充足的水利资源，并且土层深厚，更适合夏玉米播种，为国内最大的集中玉米产区，区域内单产与全国水平相当，因以小麦-玉米两熟制为多，种植制度复杂，玉米病毒病严重，同时降雨集中，经常发生春旱夏涝，而且常有风、雹、盐碱等灾害，适合种植高抗、耐密、高产品种。

图 1：全国玉米种植结构分布



资料来源：中华粮网，国元证券研究中心

图 2：全国玉米种植面积和产量



资料来源：CEIC，国元证券研究中心

表 1：主要玉米播种区气候环境特点

区域	分布	气候条件	不利因素
北方春播区	东三省、内蒙、宁夏等	温带湿润、半湿润气候，一年一熟，年降雨量 400-800 毫米，60% 集中于 6~8 月，日照充足，地势平坦，土质肥沃，大部分地区适合玉米种植，为国内玉米高产产区。	热量条件不稳，易受低温冷害，处于雨养状态，个别年份干旱少雨可影响生产。
黄淮海夏播区	山东、河南、河北、安徽、江苏等	暖温带半湿润气候，多为小麦-玉米两熟制，年平均气温 10~14℃，年日照 2000~2800 小时，黄淮海三条河流水系下游，年降水量 500~800 毫米，多集中于玉米生长发育季节，水资源充沛，灌溉玉米面积占 50% 以上，地势平坦，土层深厚。	降雨过分集中，夏季降雨量占全年的 70% 以上，经常发生春旱夏涝，而且常有风、雹、盐碱、病虫害等自然灾害发生。
西南山区	重庆、四川、云南、贵州、广西等	亚热带湿润、半湿润气候，从一年一熟至一年多熟兼有，4~10 月平均气温均在 15℃ 以上，全年降水量 800~1200 毫米，多集中于 4~10 月，属畜牧优势产区，对玉米需求量大，为南方玉米最大产区。	区内近 90% 的土地为丘陵山地，旱地比重大，土壤贫瘠，耕作粗放，灌溉设施差，单产不稳定。

资料来源：中华粮网，国元证券研究中心

1.2 玉米市场需求空间较大

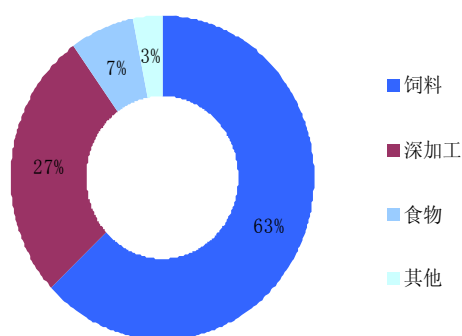
2008/09 年度，我国玉米消费中饲料消费约占 63%左右，工业消费约占 27%左右，食物消费约占 7%左右，消费结构相对稳定。

饲料产业自上世纪 70 年代末实施工业化以来快速增长，2009 年产量达到 1.4 亿吨，较 1980 年的 110 万吨增加了 129 倍，近十年复合增长率在 5%左右，已处于平稳增长阶段，其中配合饲料 2009 年产量 1.07 亿吨，占总量的 76%，结构已相对合理。因配合饲料直接消耗玉米，原料中玉米占比约 50%-60%，如按年均 5%的增速计算，每年将增加 260 万吨以上的玉米需求，带动玉米消费增速 3%左右。

工业消费中，淀粉产品约占 55%，乙醇产品约占 30%，另外还有赖氨酸、柠檬酸、味精，玉米油、DDGS 等其他产品约占 15%，以发达国家作对照，美国市场饲料占约 57%，乙醇占 30%。国内市场在 2000 年随玉米能源属性的挖掘而快速增长，2006 年开始，因对粮食安全的担忧，在政策引导下工业玉米增长逐步平稳。

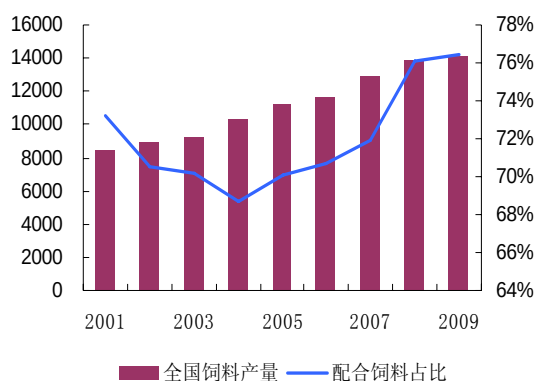
总体上看，未来几年玉米需求将保持平稳提升，供需将维持相对平衡，长期来看，随着全球能源日趋紧张，深加工尤其是玉米乙醇潜力巨大，玉米市场需求空间巨大。

图 3：全国玉米消费结构



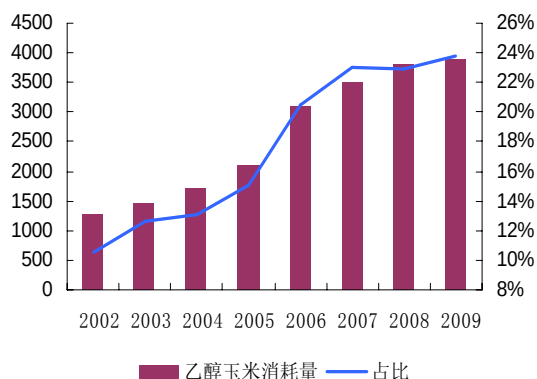
资料来源：中华粮网，国元证券研究中心

图 4：全国饲料产量（万吨）



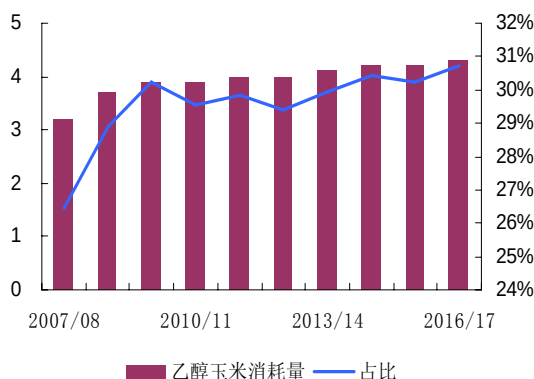
资料来源：《农业机械》2010 年 10 期，国元证券研究中心

图 5：全国乙醇生产消耗玉米（万吨）



资料来源：中华粮网，国元证券研究中心

图 6：美国乙醇生产消耗玉米（亿蒲式耳）



资料来源：UNSD，国元证券研究中心

1.3 黄淮海市场仍有较大提升空间

根据《玉米优势区域布局规划》，08 年黄淮海区域玉米种植 1.45 亿亩，总产量 5033 万吨，分别占全国种植面积和产量的 36.8%、36.1%，计划到 2010 年末，种植面积达到 1.6 亿亩以上，到 2015 年末，种植面积稳定保持在 1.7 亿亩左右，优质玉米面积比重达

到 85%左右，单产提高约 15%。如以亩用种量 1.2 公斤计算，市场容量将达到 2.04 亿公斤，如按 1.5 公斤计算，市场容量可达 2.55 亿公斤。

黄淮海区域属一年两熟生态区，玉米种植方式复杂，间套复种并存，其中小麦、玉米两茬套种占 60%以上，一般在冬小麦收割前 7-20 天播种玉米，虽共生期不算长，但限制了玉米播种密度的增加，根据《规划》，区内种植制度将逐步由套种改为平播，一般是小麦收割后不经过整地，在麦茬田直接免耕播种玉米，可提高种植密度和亩穗数，提升复种指数，增加玉米有效种植面积，生育期较长的品种将更有优势。

玉米是 C4 作物，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率为 49%，与发达国家的 60-80%相比，科技增产还有较大潜力。我国玉米最高亩产已超过 1400 公斤，而全国平均亩产只有 350 公斤左右，与美国等发达国家平均亩产 600 多公斤较大，玉米单产提高仍有较大潜力。

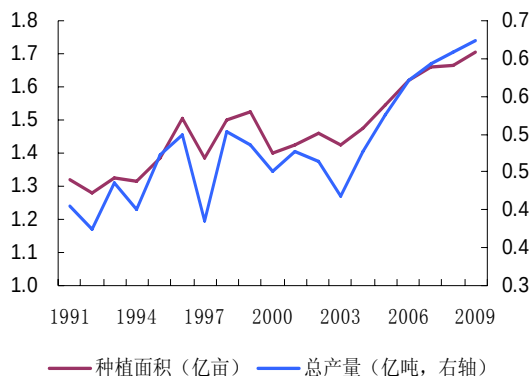
从以往市场主流品种表现看，从开始推广至达到顶峰，生命周期在 10 年左右，部分品种如“郑单 958”周期可能更长。参考国内玉米单产变化情况，2003 年之前表现平平，并且 01-03 年有较明显下滑，期间正值“掖单 13”、“农大 108”等品种进入衰退期，至 03 年开始，随着“郑单 958”、“浚单 20”等品种的兴起，单产呈现明显提升，品种质量对产出的影响日趋明显，随着“先玉 335”、“登海超试”等高产品种推广加大，单产将进入一新台阶。

图 7：黄淮海区域玉米单产（公斤/亩）



资料来源：CEIC，国元证券研究中心

图 8：黄淮海区域玉米种植



资料来源：CEIC，国元证券研究中心

第2部分 公司分析

2.1 “先玉 335” 平稳提升，“超试” 系列潜力巨大

目前，黄淮海区域玉米种植主流品种包括“郑单 958”、“农大 108”、“浚单 20”、“先玉 335”，其中“农大 108”已逐步进入衰退期，09 年推广面积不到 500 万亩。

“郑单 958”于 2000 年通过国审，因其耐密、高产等优势，迅速从黄淮海扩展至东北地区，推广面积由 2001 年的 339 万亩提升至 2008 的 6400 万亩，09 年仍保持在 5000 万亩以上，“先玉 335”在黄淮海地区销量 1502 万公斤，加上敦煌种业在北方春播区的约 1700 万公斤，每亩需种量 1.2 公斤计算，合计推广面积在 2600 万亩左右。

根据《农经》调查统计，目前约有六成受访者偏向于“郑单 958”，四成偏向“先玉 335”，今后几年，“郑单 958”仍将保持较大种植面积，但总体趋势逐年走低，而“先玉

335”则呈现逐年走高的态势。

品种性状方面，“先玉 335”在产量和抗性方面与“郑单 958”相当，优势一方面在于出芽率高、后期脱水快、高产稳产，商品品质好，东北地区单产高出 5%-10%，其缺点在于前期发根慢，在黄淮海区域因生长期常遇风雨天气，抗倒性稍差，推广可能没有东北地区快，但相对一般品种仍有较大优势，另一方面在于登海先锋的推广模式，将销售种子和配套产品、售后服务、信息反馈相结合，高价格带动高返利提升经销商积极性，后期市场份额将呈平稳提升。

公司“超试”系列品种体现出了更强的抗性和更高的产量，黄淮海区域病虫害较多，但在实践中，可通过专业方法规避，相对来说，因区内春旱夏涝，抗到性显得更加重要。

根据《2010 年山东省玉米良种补贴推介品种》，“登海超试”玉米亩产均在 650 公斤左右，超出其他品种 8%以上，倒伏、倒折率之和最低不到 3%，最高不超过 5%，而其他品种在 10%左右。其缺点在于对水肥光照要求高，适宜区域不广，但黄淮海区域容量以足够支撑起发展。

表 2：黄淮海区域主要玉米品种

品种	审定时间	审定区域	适宜范围	推广企业
农大 108	19998 年	国审；北京、天津、河北、山西	北方、黄淮海、西南区	金色农化等四家
郑单 958	2000 年	国审；山东、河南、河北	夏玉米区，东北表现较好	金博士等四家
浚单 20	2003 年	国审；河北	黄淮海	丰乐种业等四家
先玉 335	2004 年	国审；河南、河北	北方、黄淮海	登海种业
登海 661	2009 年	山东	高肥高水条件使用	登海种业
登海 662	2009 年	国审；山东、河南	黄淮海	登海种业
登海 701	2009 年	山东、河南	黄淮海	登海种业

资料来源：国元证券研究中心

表 3：主要品种抗性对比

品种	大斑病	小斑病	玉米螟	茎腐病	黑粉病	倒伏性
郑单 958	抗	抗	-	感	高抗	抗
农大 108	抗	高抗	抗	感	-	抗
浚单 20	感	抗	抗	中抗	感	-
先玉 335	感	感	感	高抗	中抗	抗
登海 661	中抗	感	-	中抗	高抗	高抗
登海 662	高感	中抗	-	高抗	高抗	高抗
登海 701	高感	中抗	-	高抗	高抗	高抗

资料来源：《山东省 2010 年中央财政玉米良种补贴项目推介品种》，国元证券研究中心

表 4：主要品种单产对比

品种	亩产（公斤/亩）	适宜密度（株/亩）	夏播生育期（天）	倒伏率	倒折率
郑单 958	600	3500-4500	103	-	-
农大 108	550	3000-3500	108	-	-
浚单 20	600	4000-4500	103	-	-
先玉 335	500-600	4000-4500	104	-	-
登海 661	650	3500-4000	110	0.50%	1.10%

登海 662	650	4000-4500	105	0.40%	2.00%
登海 701	650	4500	104	2.90%	2.00%

资料来源:《山东省 2010 年中央财政玉米良种补贴项目推介品种》, 国元证券研究中心

2.2 短期内“先玉 335”产能压力不大, 产品保持高毛利率

登海先锋 09 年 10 月份完成四期工程改造, 年产能达到 2250 万公斤, 较上一年度增加 40%左右, 2009 年销售 1502 万公斤, 预计 2010 年销量能达到 2000 万公斤, 黄淮海区域市场份额达到 11%, 未来两年每年增加 200 万公斤, 实际产能可根据实际需要提升至 2450 万公斤, 短期内产能压力并不大。

“先玉 335”每袋(1.2 公斤)的售价在 50 元左右, 扣除返利后价格约 27 元, 折合每公斤 22.5 元, 目前公司地租成本每亩约 1900 元, 占总成本比重超过 70%, 亩制种量 350-400 公斤, 超出一品种 50 公斤左右, 摊薄成本低, 加上售价较高, 维持了产品较高毛利率, 根据公告信息, “先玉 335”毛利率始终维持在 70%以上, 后期租金成本存在上升趋势, 但产品供需偏紧, 价格仍有提升空间, 毛利率将维持在 70%-75%之间。

表 5: 登海先锋业绩预测

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
先玉 335					
销量(万公斤)	1,082	1,502	2,000	2,200	2,450
单价(元/公斤)	19.89	21.20	22.5	24.75	25.99
收入(万元)	21,520	31,843	45,000	54,450	63,675
单位成本(元/公斤)	5.80	5.51	6.2	6.5	6.8
成本(万元)	6,277	8,280	12,400	14,300	16,660
毛利率(%)	71	74	72	74	74
其他品种					
收入(万元)	1,965	2,215	2,437	2,680	2,948
毛利率(%)	63	60	62	62	62
合计					
收入(万元)	23,485	34,058	47,437	57,130	66,624
成本(万元)	7,004	9,166	13,326	15,318	17,780
毛利率(%)	70	73	72	73	73
费用率(%)	19	19	19	19	19
净利润(万元)	12,045	18,537	25,098	30,957	36,185
净利率(%)	56	58	56	57	57
对母公司贡献(万元)	6,143	9,454	12,800	15,788	18,454
贡献 EPS(元)	0.35	0.54	0.73	0.90	1.05

资料来源: 公司公告, 国元证券研究中心

2.3 “超试玉米”带动母公司业绩提升, “登海 605”是明年主推产品

公司“超试系列”玉米共有 1-10 号, 2009 年“登海 661、662、701”3 个品种通过审定, 2010 年 11 月“登海 605”通过审定。“超试玉米”自 2009 年开始少量销售, 主要是“登海 662”, 销售 2025 万元, 2010 年上半年, “登海 662”、“登海 701”分别销售 5930 万元、2046 万元。

“超试玉米”采用“单粒播种”模式, 并且销售体系逐步向“先玉 335”靠拢, 目前每袋(1.5 公斤)零售价约 45 元, 折算每公斤 30 元, 扣除返利后售价约 18 元, 预计今

年的销售量将达到 800 万公斤，当前“超试”制种面积约 5 万亩，亩制种量约 330 公斤，产能约 1650 万公斤，随着销量打开，以及新审定品种增加，后期产能将进一步扩张。

2011 年“超试系列”主推品种将是“登海 605”，产品具备更广的适用性，可在山东、河南、河北中南部、安徽北部、山西运城地区夏播种植，在单产、抗性方面表现更优，更适合在黄淮海区域推广。

单产方面，08/09 年“登海 605”参加黄淮海夏玉米品种区域试验，两年平均亩产 659 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%。

突出的产品属性，以及逐步完善的销售体系将使公司“超试系列”逐步打开市场，进入快速成长期，带动母公司业绩回升。

表 6：“超试玉米”收入成本预测

项目	2009	2010E	2011E	2012E
销量（万公斤）	140	900	1,400	1,800
单价（元/公斤）	14.46	18	20	22
收入（万元）	2,025	16,200	28,000	39,600
单位成本（元/公斤）	6.75	6.8	7	7.5
成本（万元）	945	6,120	9,800	13,500
毛利率（%）	53	62	65	66

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

表 7：其他种子收入成本预测

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
常规玉米种（万元）	15,539	18,281	19,195	20,155	21,162
成本（万元）	10,730	12,875	13,436	14,108	14,814
毛利率（%）	31	30	30	30	30
蔬菜种（万元）	1,478	1,478	1,552	1,630	1,711
成本（万元）	809	860	885	929	975
毛利率（%）	45	42	43	43	43
花卉中（万元）	417	409	430	451	474
成本（万元）	167	152	159	167	175
毛利率（%）	60	63	63	63	63
其他（万元）	537	531	558	586	615
成本（万元）	379	426	446	469	492
毛利率（%）	29	20	20	20	20

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

2.4 种子需求价格弹性较小

当前国内玉米种子较发达国家仍存在较大差距，品种间层次差别较大，低端低效种子较多，而种植户在选择种子时，除产量外，对产品品质、品牌、服务的关注度逐步提升，而价格因素影响相对较小。根据相关调查统计，在购种决策时，有 68% 的农民把品种表现作为首选因素，其后的影响因素分别为种子质量（18%）、品牌因素（5%）、价格因素（1%）。

以“先玉 335”的推广为例，品种在稳产、脱水、增产方面表现优异，同时先锋公司

在销售模式、售后服务方面很好兼顾了经销商、种植户的利益，塑造了较高的品牌影响力，国内主流种业公司也正在向先锋靠拢。

而种子需求的价格弹性较低，种子成本在农户种植总成本中的比重在 6%左右，种子成本提升对边际成本的影响并不大，而产量增加完全可以抵消购种成本增加，以 2009 年平均亩产 430 公斤，玉米售价每公斤 1.64 元计算，单产增加 5%可增加收益 35 元，而种子成本提升 50%，也仅增加成本 16 元。

表 8：玉米种植成本构成

项目	2004	2005	2006	2007	2008	2009
总成本（元/亩）	376	392	412	450	523	551
人工成本	37.39%	37.83%	36.41%	35.53%	33.81%	34.95%
土地成本	16.35%	17.29%	17.84%	20.28%	19.71%	21.31%
化肥成本	19.86%	20.64%	20.69%	19.66%	23.04%	19.79%
租赁作业费	9.76%	10.43%	12.00%	12.37%	12.06%	12.51%
种子成本	5.54%	6.26%	6.29%	5.99%	5.44%	5.79%
间接成本	5.04%	1.81%	1.21%	1.10%	1.02%	0.97%
其他成本	6.06%	5.75%	5.56%	5.07%	4.93%	4.67%

资料来源：发改委，国元证券研究中心

注：间接成本包括：固定资产折旧、保险费、管理费、财务费、销售费等
其他成本包括：农药费、农膜费、燃料动力费、工具材料费等

表 9：种子提价及增产对净利润影响测算

项目	2005	2006	2007	2008	2009
亩产量（公斤）	423	424	422	457	430
亩产值（元）	488	557	651	683	726
平均售价（元/公斤）	1.11	1.27	1.50	1.45	1.64
亩种子费用（元）	25	26	27	28	32
亩净利润（元）	96	145	201	159	175
种子提价\增产	0%	3%	5%	8%	10%
0%	0	21	35	56	71
10%	-3	18	32	53	67
20%	-6	15	29	50	64
30%	-10	12	26	47	61
40%	-13	8	22	44	58
50%	-16	5	19	40	55

资料来源：发改委，国元证券研究中心

表 10：各品种零售价及用种成本

品种	单价	亩用种成本
郑单 958	5.5	14.47
农大 108	7.5	19.8
浚单 20	7	18.48
先玉 335（元/袋）	50	50
登海超试（元/袋）	45	45

资料来源：国元证券研究中心

第3部分 盈利预测及估值

3.1 盈利预测

假定超试玉米制种面积随着销售上升而得到增加，产能可满足市场需求，各项费用率保持稳定，预计 2010-2012 年收入增加 47.4%、26.4%、20.6%，实现 8.54 亿、10.8 亿、13.02 亿元，净利润增加 110.2%、44.2%、27.4%，实现 1.97 亿、2.84 亿、3.62 亿元，每股收益为 1.13、1.61、2.05 元。

表 11：利润表预测

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	417	579	854	1080	1302
营业成本	192	248	344	394	452
营业税金及附加	0	0	0	0	0
营业费用	73	91	102	130	156
管理费用	55	60	85	108	130
财务费用	-8	-11	-8	-5	-5
营业利润	52	189	330	453	568
营业外收入	16	7	6	6	6
营业外支出	7	11	8	5	5
利润总额	62	185	328	454	569
所得税	0	1	0	2	3
净利润	62	184	328	452	566
少数股东损益	59	91	131	168	205
归属母公司净利润	3	94	197	284	362
EBITDA	69	206	349	475	590
EPS（元）	0.01	0.53	1.13	1.61	2.05

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

表 12：资产负债表预测

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	777	1168	1364	2305	2461
现金	478	898	1024	1619	1953
应收账款	6	4	21	23	30
其他应收款	30	13	21	27	33
预付账款	9	32	41	59	68
存货	253	219	234	554	350
其他流动资产	2	2	22	24	28
非流动资产	355	398	372	347	322
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	311	353	332	308	282
无形资产	20	22	23	25	27
其他非流动资产	24	22	17	15	14
资产总计	1132	1566	1736	2652	2783
流动负债	327	607	489	952	517
短期借款	2	0	231	514	8

应付账款	13	22	17	24	27
其他流动负债	312	585	241	414	481
非流动负债	8	6	2	4	4
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	8	6	2	4	4
负债合计	335	614	491	956	521
少数股东权益	133	194	325	493	698
股本	176	176	176	176	176
资本公积	241	241	241	241	241
留存收益	248	342	503	787	1149
归属母公司股东权益	665	758	920	1204	1565
负债和股东权益	1132	1566	1736	2652	2783

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

表 13：现金流量表预测

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	244	512	-75	306	836
净利润	62	184	328	452	566
折旧摊销	25	28	27	27	27
财务费用	-8	-11	-8	-5	-5
投资损失	0	-0	0	0	0
营运资金变动	107	298	-408	-168	248
其他经营现金流	59	12	-13	-0	0
投资活动现金流	-66	-60	-3	1	-2
资本支出	77	71	0	0	0
长期投资	0	0	-1	0	0
其他投资现金流	11	11	-3	1	-2
筹资活动现金流	-20	-32	204	288	-501
短期借款	-20	-2	231	283	-506
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	0	-30	-27	5	5
现金净增加额	158	421	126	595	334

资料来源：公司公告，国元证券研究中心

3.2 公司估值

种子有一定生命期，而新品种开发周期长，从选育至推广，需要几年至十几年不等，除投入大量研发费用外，新品市场适用性存在较大不确定性，品种间接应乏力，从而引发业绩大幅波动的风险较大，故研发能力强、品种储备足的公司，理应给予高估值。

登海种业目前“超试”品种就有 10 个，已审定的 4 个刚进入成长期，未来几年的高增长较有保障，而其在研发方面功底深厚，研发费用收入比常年保持在 3% 以上，部分年份达到近 6%。

截止目前公司已选育出 100 多个紧凑型玉米杂交种，其中 43 个通过审定，在全国设立了 32 处育种中心和试验站，建设成遍布全国的国内最大的玉米育种科研平台，拥有 216

名科研人员，其中 9 名研究员享受国务院特殊津贴。“九五”以来，先后承担国家、省部级课题 41 项，其中 863 计划、国家科技支撑计划等国家级课题 16 项，达到了国家级科研单位的水平。

2007 年新增研发项目 10 个，“超级玉米”被科技部列为“十一五”国家科技支撑计划重点项目。

2008 年新增科研项目 9 个，科技部、国务院国资委、中华全国总工会联合授予公司“创新型企业”称号，公司成为被国家授予的首批 91 家企业之一，其中也是目前农业行业中唯一获得此称号的企业。

2009 年新增科研项目 9 个，获得品种权 24 项，9 月通过“山东省专利明星企业”复审，10 月被评为“山东省知识产权试点单位”。经山东省知识产权局批准，公司被确定为“山东省专利能力培育单位”。

从选取的同业种子子公司看，2010/2011 年的平均市盈率为 65/44 倍，公司在业内研发能力突出，后期业绩增长明确，我们认为给予 2011 年 50-55 倍 PE 并不为过，合理价值区间 **80.60-88.65 元**，经过前期下跌后，股价已基本反映底部，10 年度业绩仍存在超预期的可能，给予“**推荐**”评级。

表 14：同类型种子企业估值

公司	代码	收盘价	EPS			PE		
			2010	2011	2012	2010	2011	2012
隆平高科	000998	25.91	0.24	0.35	0.62	107	74	42
丰乐种业	000713	16.38	0.42	0.53	0.46	39	31	35
荃银高科	300087	64.00	0.79	0.98	1.19	81	65	54
敦煌种业	600354	29.54	0.55	1.04	1.62	53	29	18
万向德农	600371	12.14	0.00	0.32	0.00		37	
大北农	002385	37.04	0.88	1.32	1.84	42	28	20
平均						65	44	34
登海种业	002041	57.00	1.12	1.61	2.05	51	35	28

资料来源：WIND，国元证券研究中心

国元证券投资评级体系:

(1)公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅介于上证指数 $\pm 5\%$ ” 之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内, 股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上		

(2)行业评级定义

推荐	行业基本面向好, 预计未来 6 个月内, 行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定, 预计未来 6 个月内, 行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡, 预计未来 6 个月内, 行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责声明:

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠, 但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有, 未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与本公司研究中心联系。 网址: www.gyzq.com.cn