



登海先锋贡献率将继续提升

增持 维持

投资要点:

- 登海先锋利润贡献率全年有望提高到 65%
- 蔬菜种子毛利率提升, 综合毛利率下滑
- 前三季度净利润预减 20-50%

报告摘要:

- 2011 上半年净利润同比下降 34.85%。**2011 上半年公司实现营业收入 4.04 亿元, 同比减少 16.9%, 营业利润 1.5 亿元, 同比减少 34.1%, 归属母公司净利润 9585 万元, 同比下降 34.85%, 每股收益 0.27 元。公司解释, 登海先锋 2010-11 销售季提前, 2010 年最后两个月实现的营收达到整个销售季的 65%, 导致 2011 年 1-6 月收入同比减少 26.5%, 从而影响了当期利润。同时, 公司前三季度净利润预减 20-50%。
- 玉米种毛利率下滑, 蔬菜种毛利率提升。**报告期, 公司玉米种子毛利率下滑 7.9 个百分点, 至 57.6%, 蔬菜种子毛利率上升 7 个百分点, 至 64.5%。但蔬菜种子只占营收的 4.5%, 综合毛利率仍下滑 7 个百分点。母公司的毛利率同比下滑了 4 个百分点。
- 登海先锋仍是公司最重要利润来源。**上半年登海母公司实现销售收入 1.66 亿, 同比减少 8.5%, 净利润 4008 万元, 同比减少 32%。我们推算登海先锋上半年实现销售收入约 2 亿元, 净利润约 1.1 亿元, 净利率仍维持在 55% 的高位。登海先锋上半年对公司的净利润贡献率约 57.5%。我们判断登海先锋全年实现销售收入 6 亿元, 净利润约 3.2 亿元, 对登海母公司净利润的贡献率约 65%。
- 维持增持评级。**从转基因、发芽率到上半年利润大幅低于市场预期, 公司上半年风波不断。我们认为, 公司超试系列能否成功仍需时间来验证, 公司近期在营销和管理方面的改进未来有望产生积极的作用, 而先玉 335 的高歌猛进趋势难挡。资源、整合和通胀是农业股活跃的基本要素, 而公司的优势在于自主研发和资源整合的巨大潜力, 政策面也支持这种趋势。维持 11-12 年 2.53/3.35 亿元的盈利预测, 并引入 13 年盈利预测 4.22 亿元, 现价 27.7 元相当于 12/13 年 29/23 倍 PE, 估值未现高估, 维持增持评级。

主要经营指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入 (万元)	57,912	93,780	107,847	128,662	152,185
净利润 (万元)	9,362	20,874	25,271	33,541	42,188
总股本 (万股)	17,600	17,600	35,200	35,200	35,200
每股收益 (元)	0.53	1.19	0.72	0.96	1.20

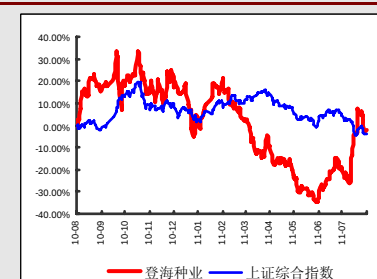
分析师

胡建军 (S1180210010226)

电话: 010-88085982

Email: hujianjun@hysec.com

市场表现



数据来源: Wind 资讯

股东户数

报告日期	股东数	户均持股 (流通股)
20100331	33926	4820
20101231	14883	10988

机构持股汇总

报告日期	20110331	20101231
机构持股 (万)	82097386	8294270
占流通 A 股比	53.31%	12.24%

数据来源: Wind 资讯

相关研究

季报点评*登海种业: 登海先锋销售季前移影响 Q1 利润 2011-04-25

公司研究*登海种业: 关注登海 605 的推广及先玉 335 的扩张 2010-12-09

表：财务模型预测

利润表	万元				
	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	57,912	93,780	105,969	128,970	152,185
营业总成本	39,025	53,743	61,718	72,458	83,591
营业成本	24,827	32,150	36,972	43,258	50,179
营业税金及附加	12	8	11	12	13
销售费用	9,091	7,827	9,079	10,895	12,529
管理费用	6,006	14,425	16,589	19,243	22,130
财务费用	-1,077	-1,493	-2,013	-2,450	-2,400
资产减值损失	166	826	850	1,050	880
营业外净收入	-350	-1,223	230	450	260
利润总额	18,538	38,815	44,251	56,512	68,594
净利润	18,446	38,452	43,897	56,060	68,045
少数股东损益	9,084	17,578	18,625	22,519	25,857
母公司所有者净利润	9,362	20,875	25,271	33,541	42,188

现金流量表	万元				
	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	18,446	38,452	43,897	56,060	68,045
加：资产减值准备	166	659	850	1,050	880
固定资产折旧	2,613	3,229	3220	4200	4200
无形资产摊销	175	166	165	164	163
处置固定资产损失	60	215	50	120	70
财务费用	-93	19	18	15	16
存货的减少	3,076	-4,027	-5,660	-6,510	-7,877
经营性应收项目减少	-1,709	-1,829	-143	-160	-110
经营性应付项目增加	28,442	3,699	552	800	500
经营活动流量净额	51,218	40,622	42,948	55,739	65,887
现金的期末余额	89,830	120,928	140,000	155,000	185,000
减：现金的期初余额	47,753	89,830	120,928	140,000	155,000
现金等价物净增加额	42,077	31,098	19,072	15,000	30,000

资产负债表	万元				
资产	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	89,830	120,928	140,000	155,000	185,000
应收账款	352	550	620	680	720
预付款项	3,214	5,152	6,150	7,257	8,563
应收利息	196	475	610	650	650
其他应收款	1,296	877	950	1,050	1,120
存货	21,880	25,340	31,000	37,510	45,387
流动资产合计	116,767	153,321	180,130	202,947	242,240
投资性房地产	1,052	1,345	1,344	1,342	1,330
固定资产	35,348	36,727	36,305	51,000	55,000
在建工程	917	1,384	3,315	1,312	1,310
无形资产	2,188	2,192	2,199	2,120	2,110
长期待摊费用	240	277	290	295	280
非流动资产合计	39,783	41,941	41,458	56,074	60,035
资产总计	156,551	195,262	241,588	309,021	398,775

负债与股东权益					
	2009	2010	2011E	2012E	2013E
应付账款	2,240	3,648	4,200	5,000	5,500
预收款项	45,040	32,991	37,000	42,000	49,000
其他流动负债	3,830	6,868	6,800	6,500	6,500
流动负债合计	60,726	63,283	50,000	55,500	63,000
长期借款	448	1,853	1,900	1,950	1,920
其他非流动负债	191	8	15	50	65
非流动负债合计	639	1,861	1,915	2,000	1,985
负债合计	61,365	65,144	51,915	57,500	64,985
股本	17,600	17,600	18,600	19,333	35,200
资本公积金	29,711	34,582	6,452	6,452	6,452
少数股东权益	31,147	36,877	53,108	70,426	93,461
母公司股东权益	75,830	93,331	136,565	181,095	240,329
股东权益合计	95,186	130,118	189,673	251,521	333,790
负债和权益合计	156,551	195,262	241,588	309,021	398,775

分析师简介:

胡建军: 宏源证券研究所农林牧渔业研究员, 经济学硕士, 高级经济师。

主要研究覆盖公司: 登海种业、隆平高科、丰乐种业、壹桥苗业、东方海洋、天宝股份、国联水产、华英农业、新赛股份、雏鹰农牧。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaozen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@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。