

登海种业 (002041)

增持/维持评级

股价: RMB28.25

分析师

蒋小东

SAC 执业证书编号:S1000510120031

(021)6849 8615

jiangxiaodong@mail.htlhsc.com.cn

吴晓丹

SAC 执业证书编号:S1000510120014

(021)6849 8528

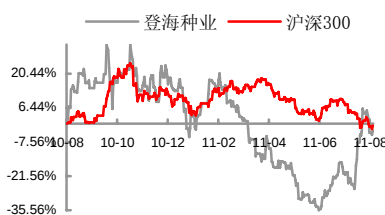
wuxd@mail.htlhsc.com.cn

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	352
流通 A 股 (百万股)	352
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	9,944

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

四季度自有种子恢复增长 值得期待

- **事件:** 公司公布 2011 半年报。实现营业收入和利润分别为 4.04 亿元和 0.96 亿元, 比上年同期下降 16.92%和 34.09%, 折合 EPS0.27 元。
- **10 年年底先玉 335 销售提前, 11 年上半年收入下降。** 由于先玉 335 需求旺盛, 山东登海先锋种业将销售提前, 整个销售季 10 年 11 月至 11 年 6 月中, 前两个月份实现 65%的收入, 同比增长 142.44%, 而 2011 年 1-6 月仅实现整个销售季 35%的营业收入, 同比下降 26.5%。
- **种子加工产能扩张弥补生产环节短板。** 2011 上半年度, 公司全资子公司甘肃省张掖市登海种业有限公司 2.6 万吨种子加工生产线项目开工建设, 设计玉米良种综合加工能力为 2.6 万吨/年, 为公司自有种子推广提供有力的支持。预计 2012 年 8 月投产, 届时将逐步投放产能。公司原有生产线较为落后, 导致出芽率较低, 新建生产线能有效弥补这一不足, 实现单粒播种, 减少种植人工成本, 有效提高种子竞争力。
- **登海 605 长势良好, 下半年公司业绩将恢复增长。** 公司推出登海 605 品种具有抗倒伏、耐密高产性等方面优势明显。其品种缺点是抗性综合来说略差。目前玉米生产季节过半, 登海 605 大田长势良好, 未出现大规模疫病, 今年丰收可期。针对年初曝出三个批次 605 种子发芽率不达标的事件, 公司已经做出澄清, 问题主要出在生产环节, 研发和品种没有问题。随着公司种子加工产能的完工, 生产环节将从传统方式转变为机器加工, 从而保证种子质量。我们认为若今年登海 605 品种获得丰产, 广大农户对超试种子的信心将得以重拾。从四季度开始的 11/12 销售季中登海 605 大面积推广将值得期待, 根据公司的制种面积和产量, 下一销售季推广面积有望达到 1000 万亩以上。
- **盈利预测投资建议:** 预计公司 11-13 年的 EPS 为 0.62、0.78 和 0.92 元; 鉴于公司是种子行业整合的最佳标的, 并且未来自有超试种子业务存在超预期可能, 我们仍然给予“增持评级”。

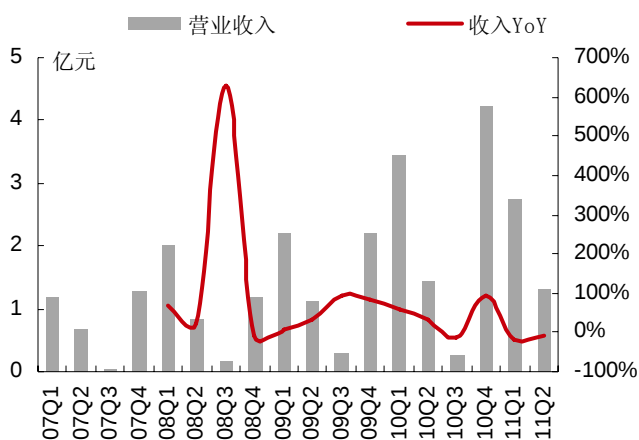
经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	937.8	1058.0	1219.0	1400.0
(+/-%)	61.9	12.8	15.2	14.8
归属母公司净利润(百万元)	208.7	218.0	275.0	322.0
(+/-%)	123.0	4.4	26.1	17.1
EPS(元)	0.59	0.62	0.78	0.92
P/E(倍)	47.6	45.6	36.1	30.9

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

10年年底先玉 335 销售提前，11 年上半年收入下降

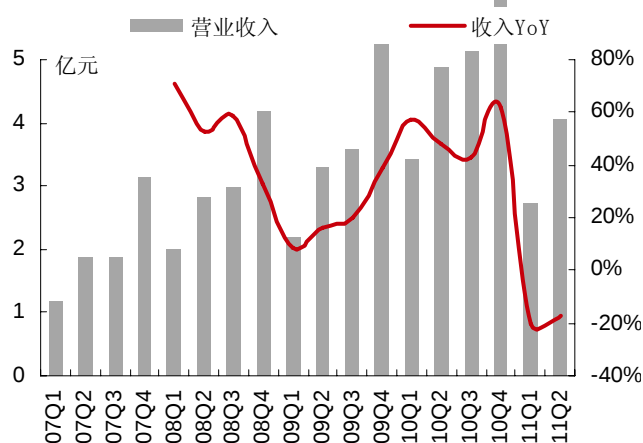
11 年上半年收入下降是符合市场预期的。主要原因是公司收入和利润增长的主要原因是子公司山东登海先锋种子产品的销售提前。公司生产出来的种子在 11、12 月至次年 1-6 月销售。而 2010 年，该子公司的主要产品先玉 335 销量大幅增长，共实现主营业务收入 6.6 亿元，实现净利润 3.5 亿元万元，分别同比增长 93.89%、88.54%。其中 2010 年 11、12 两个销售月份的销售收入就占整个销售季节的 65%，导致 2011 年 1-6 月销量较去年同期下降。我们认为，这一销售制度的改变相对于把今年的收入和利润在会计上移到去年，而今年年底的收入和利润也会大幅增加，综合来看，公司的上半年收入和利润的下降并不说明公司经营情况出现问题。

图 1： 公司季度收入增速变化



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

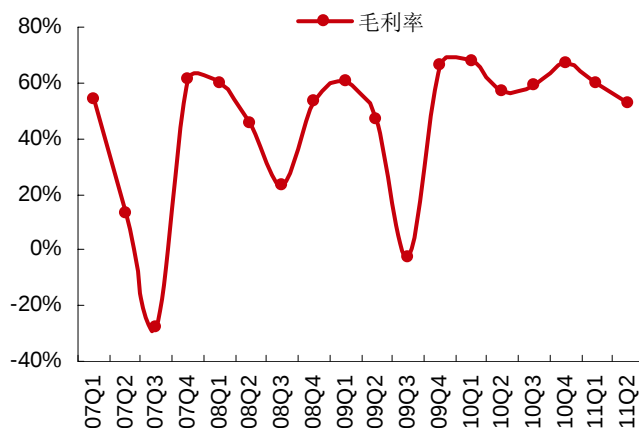
图 2： 公司季度累计收入增速变化



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

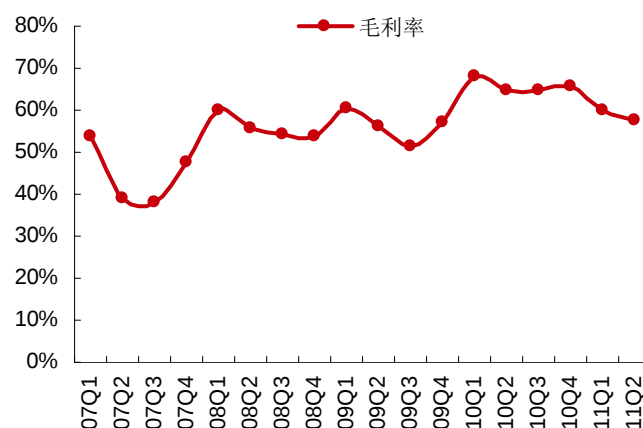
本期毛利率下降，费用率上升

图 3： 公司单季度毛利率季节性明显



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

图 4： 公司累计毛利率较 07 年上升

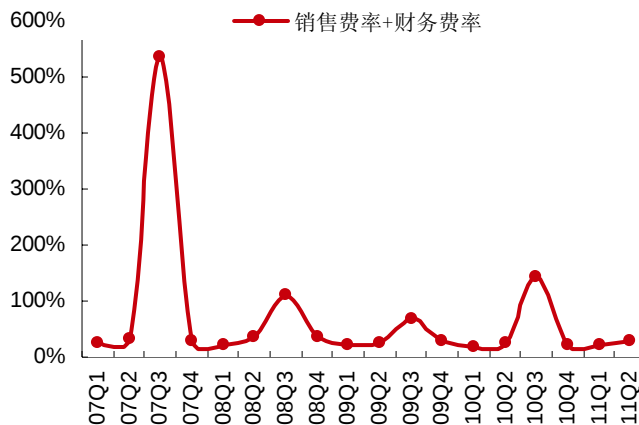


资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

公司上半年毛利率 57.53%，同比下降 7.25 个百分点（二季度单季 52.66%，同比下降 4.68 个百分点）；销售+管理费用率 23.43%，同比上升 4.08 个百分点（二季度单季 30.19%，同比上升 5.26 个百分点）。毛利率下降，主要是由于公司制种成本，包

括人工、土地、化肥等上升导致。而费用率上升主要是销售费用率的上升，是由于公司加大产品，特别是登海 605 的推广导致。预计登海 605 等产品销售进入正轨后，公司的毛利率和费用率将恢复正常。

图 5: 公司季度销售+管理费用率季节性明显



资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所

图 6: 公司季度销售+管理费用率在波动中缓慢下降



资料来源: 公司公告, 华泰联合证券研究所

种子加工产能扩张弥补生产环节短板

2010 年 12 月, 公司控股子公司山东登海先锋种业有限公司酒泉生产基地扩建工程竣工, 增加加工能力 2000 吨/年。预计 11 年该子公司总加工能力达到 2.45 万吨/年。

2011 上半年度, 公司全资子公司甘肃省张掖市登海种业有限公司 2.6 万吨种子加工生产线项目开工建设, 计划投资 2.2 亿元, 设计玉米良种综合加工能力为 2.6 万吨/年。截止 6 月 30 日, 该项目完成投资 22,891,291.82 元。总投资额计划为人民币 2.2 亿元, 预计 2012 年 8 月结束, 届时将逐步投放产能。

公司原有生产线较为落后, 导致出芽率较大, 新建生产线能有效弥补这一不足, 实现单粒播种, 减少种植人工成本, 有效提高种子竞争力。

登海 605 长势良好, 下半年公司业绩恢复增长

综合来看, 登海 605 性能优异。玉米种子市场主流品种主要有三大品种: 先玉 335, 郑单 958 和浚单 20。目前公司推出登海 605 品种具有抗倒伏、耐密和高产性等方面优势明显。登海 605 在黄淮海地区区域试验单产 659 公斤/亩, 对照郑单 958 增产 5.30%; 生产试验单产 614.9, 对照郑单 958 增产 5.5%。其品种缺点是抗性综合来说略差, 高感刘黑粉病, 感大、小斑病, 矮花叶病弯孢菌叶斑病等, 对茎腐病和玉米螟显示出抗性。

年初出芽率不合格的利空消失殆尽。登海 2011 年 3 月 31 日, 农业部公布种子质量监督抽查有关情况的通报。登海 605 出芽率为 85%, 达到国家标准, 但未到达公司 92%标准。后经公司内测, 出芽率均在 92%以上, 因此公司正在申请复核。目前玉米

生产季节过半，登海 605 生长情况良好，未爆出相关问题，我们认为经过一年实地检验，广大农户能认识登海 605 的优良品质，来年大面积推广不成问题。

盈利预测与投资评级

我们预计公司 11-13 年的 EPS 为 0.62、0.78 和 0.92 元；鉴于公司是种子行业整合的最佳标的，并且未来自有超试种子业务存在超预期可能，仍然给予“增持评级”。

表格 1：登海种业盈利预测

		2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
登海超试系列	销售量（万公斤）	1.10	6.28	10.74	14.00	18.00
	销售单价（元/公斤）	18.41	20.00	22.00	23.10	24.26
	销售收入（百万元）	20.25	125.60	236.23	323.40	436.59
	销售成本（百万元）	9.45	47.73	89.77	122.89	165.90
	毛利（百万元）	10.79	77.87	146.46	200.51	270.69
	毛利率	53.31%	62.00%	62.00%	62.00%	62.00%
先玉 335	销售量（百万公斤）	15.02	25.57	24.65	24.89	26.14
	销售单价（元/公斤）	21.20	23.74	26.12	27.69	27.69
	销售收入（百万元）	318.43	607.04	643.75	689.15	723.61
	销售成本（百万元）	82.80	163.90	167.39	179.20	188.16
	毛利（百万元）	235.63	443.14	476.36	509.96	535.45
	毛利率	74.00%	73.00%	74.00%	74.00%	74.00%
其他玉米种子	销售收入（百万元）	204.96	118.17	141.81	170.17	204.21
	销售成本（百万元）	137.61	73.98	141.41	169.77	203.81
	毛利（百万元）	67.35	44.20	56.72	68.07	81.68
	毛利率	32.86%	37.40%	40.00%	40.00%	40.00%
其他种子	销售收入（百万元）	35.48	33.80	35.99	35.99	35.99
	销售成本（百万元）	18.41	21.50	21.43	19.93	19.93
	毛利（百万元）	17.07	12.30	14.56	16.06	16.06
	毛利率	48.12%	36.40%	40.45%	44.62%	44.62%
合计	销售收入（百万元）	579.12	937.80	1057.78	1218.72	1400.40
	销售成本（百万元）	248.27	321.50	420.00	491.79	577.80
	毛利（百万元）	330.85	616.30	637.78	726.92	822.60
	毛利率	57.13%	65.72%	60.29%	59.65%	58.74%

资料来源：华泰联合证券研究所

风险提示

公司品种大田表现出现问题

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1533	2336	2889	3526	营业收入	938	1058	1219	1400
现金	1209	1814	2285	2871	营业成本	321	420	492	578
应收账款	5	16	12	13	营业税金及附加	0	0	0	0
其他应收款	9	37	45	37	营业费用	78	87	97	112
预付账款	52	49	56	75	管理费用	144	169	183	210
存货	253	420	492	530	财务费用	-15	-18	-25	-31
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	8	0	0	0
非流动资产	419	494	547	566	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	367	446	495	515	营业利润	400	400	471	531
无形资产	22	22	22	22	营业外收入	0	11	12	11
其他非流动资产	0	25	29	29	营业外支出	26	12	14	16
资产总计	1953	2830	3436	4092	利润总额	388	398	469	527
流动负债	633	729	866	999	所得税	4	2	3	3
短期借款	0	0	0	0	净利润	385	397	467	523
应付账款	36	45	47	59	少数股东损益	176	179	191	201
其他流动负债	69	684	820	940	归属母公司净利	209	218	275	322
非流动负债	19	9	10	11	EBITDA	385	421	496	557
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.59	0.62	0.78	0.92
其他非流动负	0	9	10	11	主要财务比率				
负债合计	651	737	877	1010	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	368	547	738	939	成长能力				
股本	176	352	352	352	营业收入	61.9%	12.8%	15.2%	14.9%
资本公积	241	494	494	494	营业利润	112.0	-0.1%	17.8%	12.8%
留存收益	517	699	975	1297	归属母公司净利	123.0	4.4%	26.3%	17.1%
归属母公司股	933	1546	1821	2143	获利能力				
负债和股东权	1953	2830	3436	4092	毛利率(%)	0.0%	60.3%	59.6%	58.7%
现金流量表					净利率(%)	22.3%	20.6%	22.6%	23.0%
单位: 百万元					ROE(%)	22.4%	14.1%	15.1%	15.0%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC(%)	40.9%	134.2	158.8	230.3
经营活动现金	406	301	547	632	偿债能力				
净利润	385	397	467	523	资产负债率(%)	33.4%	26.1%	25.5%	24.7%
折旧摊销	0	40	49	57	净负债比率(%)	97.14	0.00%	0.00%	0.00%
财务费用	0	-18	-25	-31	流动比率	2.42	3.21	3.34	3.53
投资损失	0	0	0	0	速动比率	2.02	2.63	2.77	3.00
营运资金变动	0	-124	56	83	营运能力				
其他经营现金	406	7	0	0	总资产周转率	0.53	0.44	0.39	0.37
投资活动现金	-60	-109	-101	-76	应收账款周转率	208	59	51	61
资本支出	62	125	100	75	应付账款周转率	10.92	10.31	10.75	11.00
长期投资	0	-13	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金	0	2	-2	-1	每股收益(最新	0.59	0.62	0.78	0.92
筹资活动现金	-35	413	25	31	每股经营现金流	1.15	0.86	1.55	1.79
短期借款	0	0	0	0	每股净资产(最	3.70	4.39	5.17	6.09
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	176	0	0	P/E	47.64	45.64	36.14	30.85
资本公积增加	0	254	0	0	P/B	7.64	6.43	5.46	4.64
其他筹资现金	-35	-16	25	31	EV/EBITDA	27	22	18	16
现金净增加额	0	605	470	586					

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买入 股价超越基准 20%以上
增持 股价超越基准 10%-20%
中性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减持 股价弱于基准 10%-20%
卖出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
中性 行业股票指数基本与基准持平
减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电话: 86 755 8249 3932
传真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电话: 86 21 5010 6028
传真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司 (以下简称“华泰联合”) 签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通, 对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动, 涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期, 或因使用不同假设和标准, 采用不同观点和分析方法, 致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告, 对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用, 在任何情况下并不构成私人咨询建议, 也没有考虑到个别客户的目标或财务状况; 同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售, 投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估, 并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求, 必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下, 华泰联合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。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下, 华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易, 可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务, 可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准, 采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定, 分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定, 但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关, 其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发, 间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权, 未经华泰联合事先书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告, 则由该机构独自为此发送行为负责, 华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。