



农业/必需消费

登海种业 (002041)

期待推广、服务体系提升

秦军
021-38676768
qinjun@gtjas.com
编号 S0880511010013

本报告导读:

销售确认提前导致中报业绩下滑, 登海 605 已过出芽率关, 未来观察登海的关键在于其推广、服务体系提升, 11-12 年业绩预测 0.74/0.93 元, 谨慎增持, 目标价 33 元。

投资要点:

- **销售提前导致业绩波动。**由于提前确认收入, 是导致登海种业中报业绩下滑主因之一。10/11 销售年度, 登海种业玉米种子收入增长 16.4%。显示登海种业在经历了前 2 个销售年度的高增长之后, 逐步进入平稳增长阶段。
- **登海 605 已过出芽率关。**根据目前大田种植表现, 登海 605 已过出芽率关, 如果 9 月中旬之前气候正常, 有望取得好收成。根据中报测算库存登海 605 可能有 3800 万, 如新销售年度全部销售, 将使 11-12 年业绩在现预测基础上提升 13%。
- **种业龙头将迎来黄金发展期。**《农作物种子生产经营许可管理办法》将于 2011 年 9 月 25 日正式实施。未来几年行业将经历洗牌, 行业新规将推动结构性变化, 可能呈现小企业加速退出、大企业快速成长格局, 种业龙头将迎来黄金发展期。
- **期待推广、服务体系提升。**登海种业拥有“超级系列”, 具备品种基础, 主要的瓶颈是推广。未来观察登海种业的关键并非超级玉米的种植表现, 而是其销售、服务体系的提升。
- **维持谨慎增持, 目标价 33 元。**预计新销售年度先玉系列制种面积增长 15-20%, 登海系列制种面积持平, 毛利率稳定, 费用率上升。我们对登海种业 11-13 年业绩预测为 0.74、0.93、1.12 元, 动态估值 38.2X、30.2X, 在种业股中估值水平中等偏高, 维持谨慎增持评级, 目标价 33 元。

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	579	938	1,187	1,443	1,641
(+/-)%	39%	62%	27%	22%	14%
经营利润 (EBIT)	178	385	409	513	592
(+/-)%	301%	116%	6%	25%	15%
净利润	94	209	260	329	393
(+/-)%	3498%	123%	24%	27%	20%
每股净收益 (元)	0.27	0.59	0.74	0.93	1.12
每股股利 (元)	0.10	0.10	0.22	0.28	0.34

利润率和估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营利润率 (%)	35.6%	44.8%	36.9%	37.8%	38.4%
净资产收益率 (%)	12.3%	22.4%	22.5%	22.9%	22.2%
投入资本回报率 (%)	242.9%	307.5%	-543.9%	-430.1%	-373.1%
EV/EBITDA	49.8	24.5	23.5	18.9	16.3
市盈率	106.0	47.5	38.2	30.2	25.2
股息率 (%)	0.4%	0.4%	0.8%	1.0%	1.2%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 谨慎增持

上次评级: 谨慎增持

目标价格: 33.00

上次预测:

当前价格: 28.19

2011.09.05

交易数据

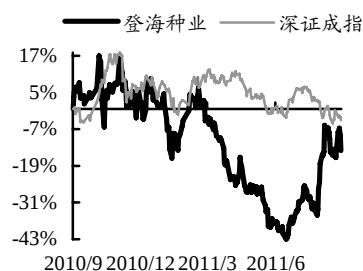
52 周内股价区间 (元)	18.42-78.87
总市值 (百万元)	9,923
总股本/流通 A 股 (百万股)	352/328
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	93%
日均成交量 (百万股)	9
日均成交值 (百万元)	228

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	994
每股净资产	2.82
市净率	10.0
净负债率	1%

EPS (元)	2010A	2011E
Q1	0.313	0.206
Q2	0.110	0.066
Q3	-0.077	-0.037
Q4	0.248	0.503
全年	0.593	0.738

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	29%	38%	-14%
相对指数	35%	41%	-12%

模型更新时间: 2011.09.04

股票研究

必需消费

农业

登海种业 (002041)

评级: 谨慎增持

上次评级: 中性

目标价格: 33.00

上次预测: \

当前价格: 28.19

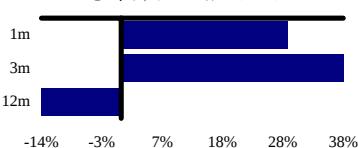
公司网址

www.denghai.com

公司简介

公司是玉米种子行业中的龙头企业,位居中国种业五十强第三位,位居中国种业五十强第三位,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)".现已选育出 100 多个紧凑型玉米杂交种,其中 43 个通过审定,获得 7 项发明专利和 38 项植物新品种权。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。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

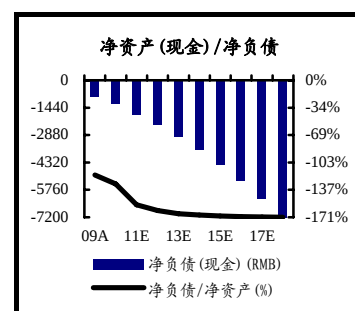
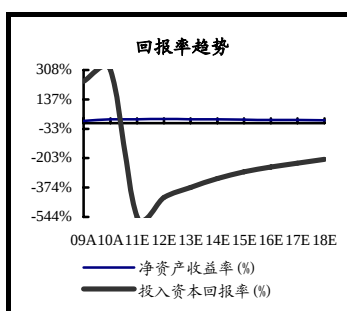
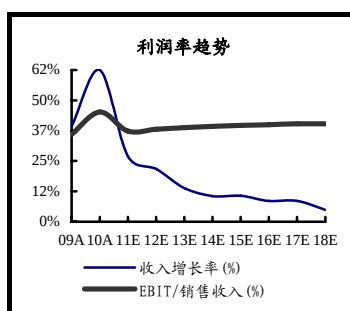
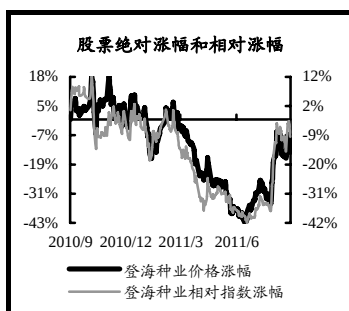
18.42-78.87

市值 (百万)

9,923

财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
营业收入	579	938	1,187	1,443	1,641	1,813	2,006	2,176	2,361	2,474
营业成本	248	321	398	468	524	571	624	671	722	754
营业税费	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
销售费用	91	78	107	130	148	163	181	196	213	223
管理费用	60	144	273	332	377	417	461	500	543	569
财务费用	-11	-15	-20	-26	-35	-45	-56	-68	-82	-98
公允价值变动	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
营业利润	189	400	429	539	626	706	796	877	966	1,025
利润总额	185	388	435	546	635	715	806	888	977	1,038
所得税	1	4	4	5	6	7	8	8	9	10
少数股东损益	91	176	171	212	236	246	278	305	336	353
净利润	94	209	260	329	393	463	520	574	632	675
资产负债表										
货币资金、交易性金融资产	898	1,209	1,886	2,437	3,060	3,762	4,552	5,414	6,363	7,365
其他流动资产	269	324	416	490	549	599	655	704	759	793
长期投资	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
固定资产	353	367	413	490	550	591	631	661	692	684
无形及其他资产	25	25	25	25	25	25	25	25	25	24
资产合计	1,566	1,953	2,772	3,482	4,224	5,015	5,902	6,843	7,877	8,904
流动负债	607	633	1,078	1,297	1,469	1,621	1,788	1,935	2,096	2,197
非流动负债	6	19	0	0	0	0	0	0	0	0
股东权益	758	933	1,154	1,434	1,768	2,161	2,604	3,092	3,629	4,203
投入资本(IC)	85	135	-80	-126	-167	-217	-277	-335	-400	-467
现金流量表										
NOPLAT	206	416	434	540	625	700	782	854	933	982
折旧与摊销	28	34	29	32	39	44	49	54	58	63
营运流动资金增量	302	(16)	329	132	102	89	100	88	96	58
资本支出	(62)	(44)	(79)	(119)	(99)	(83)	(89)	(83)	(89)	(54)
自由现金流	474	391	713	586	667	749	841	912	998	1,049
营运现金流	506	398	771	682	737	800	893	954	1,042	1,053
投资现金流	(47)	(79)	(119)	(99)	(83)	(89)	(83)	(89)	0	(58)
融资现金流	(32)	0	677	550	624	702	790	861	949	1,002
现金流净额	427	320	1,329	1,133	1,277	1,412	1,601	1,727	1,991	1,997
财务指标										
成长性										
收入增长率	38.9%	61.9%	26.6%	21.5%	13.7%	10.5%	10.6%	8.5%	8.5%	4.8%
EBIT 增长率	301.3%	116.4%	6.1%	25.4%	15.4%	11.8%	11.8%	9.2%	9.3%	5.0%
净利润增长率	3498.1%	123.0%	24.4%	26.6%	19.6%	17.7%	12.4%	10.3%	10.1%	6.7%
利润率										
毛利率	57.1%	65.7%	66.4%	67.5%	68.1%	68.5%	68.9%	69.2%	69.4%	69.5%
EBIT 率	35.6%	44.8%	36.9%	37.8%	38.4%	38.9%	39.3%	39.6%	39.9%	40.0%
净利润率	16.2%	22.3%	21.9%	22.8%	24.0%	25.5%	25.9%	26.4%	26.8%	27.3%
收益率										
净资产收益率(ROE)	12.3%	22.4%	22.5%	22.9%	22.2%	21.4%	20.0%	18.6%	17.4%	16.1%
总资产收益率(ROA)	6.0%	10.7%	9.4%	9.4%	9.3%	9.2%	8.8%	8.4%	8.0%	7.6%
投入资本回报率(ROIC)	242.9%	307.5%	-543.9%	-430.1%	-373.1%	-321.7%	-282.2%	-255.0%	-233.0%	-210.2%
运营能力										
存货周转天数	347	268	268	282	289	292	292	294	294	298
应收账款周转天数	32	27	26	25	25	25	24	24	24	24
总资产周转天数	987	760	852	881	940	1,010	1,074	1,148	1,218	1,314
净利润现金含量	5.41	1.91	2.97	2.07	1.87	1.73	1.72	1.66	1.65	1.56
资本支出/收入	10.7%	4.6%	6.6%	8.2%	6.0%	4.6%	4.4%	3.8%	3.8%	2.2%
偿债能力										
资产负债率	39.2%	33.4%	38.9%	37.2%	34.8%	32.3%	30.3%	28.3%	26.6%	24.7%
净负债率	-118.5%	-129.6%	-155.8%	-162.9%	-166.7%	-168.3%	-169.6%	-170.4%	-171.0%	-171.3%
估值比率										
PE	106.0	47.5	38.2	30.2	25.2	21.4	19.1	17.3	15.7	14.7
PB	6.5	5.3	4.3	3.5	2.8	2.3	1.9	1.6	1.4	#DIV/0!
P/S	8.57	5.29	4.18	3.44	3.02	2.74	2.47	2.28	2.10	2.01
EV/EBITDA	49.8	24.5	23.5	18.9	16.3	14.6	13.0	11.9	10.9	10.4
股息率	0.4%	0.4%	0.8%	1.0%	1.2%	1.4%	1.6%	1.7%	1.9%	2.0%



1. 投资要点

登海种业中报业绩下降 16.9%，并预告三季报下降 20-50%，与前两年的业绩高增长形成鲜明对比。玉米种子销售年度与财务年度的差异是造成财务数据的波动的主要原因之一，6 月份结束的 10/11 销售年度，先玉系列种子销量约增长 23%，收入增长 31%；玉米种子合计收入增长 16.4%。显示出登海种业经历了前 2 个销售年度的高增长之后，逐步进入平稳增长阶段。

今年超级玉米主推品种登海 605 在今年 3 月底农业部发布的《种子质量监督抽查有关情况的通报》中，因出芽率低于 92% 标准值，被列为不合格玉米种子。这一信息不但使调整中的登海种业股价雪上加霜，也使部分本该 10/11 年度销售的种子销售受阻，没有实现销售。

据公司解释，出芽率不合格的仅为一批种子，其他批次经检验都合格。根据目前大田种植表现，登海 605 已经过了出芽率的关，如果到 9 月中旬之前气候正常，有望取得好收成。我们根据中报存货测算，库存登海 605 可能有 3800 万，如新的销售年度全部实现销售，将使 11-12 年的业绩在我们预测的基础上提升 13%。

修订后的《农作物种子生产经营许可管理办法》将于 2011 年 9 月 25 日起正式实施。这意味着未来几年行业将经历一次洗牌，行业新规将推动行业发生结构性变化，很可能呈现小企业加速退出、大企业快速成长的格局，赋予了种业龙头企业一个黄金发展期。

目前，登海种业已经拥有了“超级系列”，具备了品种基础，主要的瓶颈是推广。只有两条腿发育的均衡，才能走得稳、走得快。我们认为，观察未来登海种业变化的关键，并非超级玉米系列大田种植的表现，而是销售、服务体系的提升。

我们预计新的销售年度先玉系列制种面积增长 15-20%，登海系列制种面积与上年持平，毛利率保持稳定，费用率有所上升。基于上述假设，我们对登海种业 2011-13 年业绩预测为 0.74、0.93、1.12 元，动态估值 38.2X、30.2X，在种业股中估值水平中等偏高，我们维持登海种业谨慎增持评级，目标价 33 元。

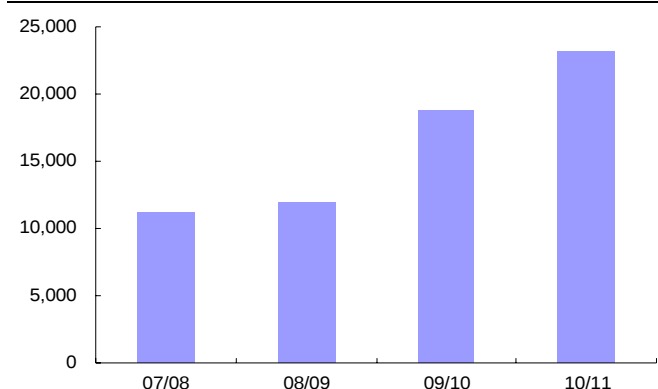
2. 中报回顾：销售提前导致业绩波动

在 2010 年给出漂亮的年报之后，登海种业 2011 年中期收入下降 16.9%，利润下降 35.5%。对此公司在定期报告中给出的解释是：登海先锋公司自 10/11 新销售季开始销售提前。整个销售季（2010 年 11 月至 2011 年 6 月）中 11、12 两月份累计实现收入同比增长 142%，占整个销售季比例 65%；1H11 实现收入同比下降 26.5%，占整个销售季收入比例 35%。

我们根据登海种业财务报表的信息，还原出按销售年度计算的先玉系列种子销量、收入，发现财务数据的波动很大程度上是由于销售年度与日历年度的差异造成。按销售年度计算，刚刚结束的 10/11 销售年度，先玉系列种子销量约 2.3 万吨（测算），增长 23%；先玉系列收入 5.39 亿，增长 31%；母公司登海系列种子收入 2.86 亿，下降 4%；玉米种子合计收入 8.25 亿元，增长 16.4%。

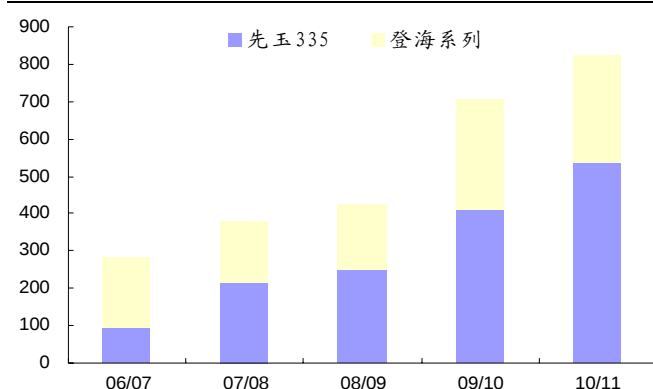
这一系列的数据算不上惊喜，但也中规中矩，显示出登海种业的收入、利润在经历了前几个销售年度的高增长之后，随着基数的增大，逐步进入平稳增长阶段。

图 1：先玉系列种子销量（吨）



数据来源：公司定期报告，国泰君安证券研究所

图 2：10/11 年度先玉销售收入增长 31%（百万）



数据来源：公司定期报告，国泰君安证券研究所

3. 登海 605：已过发芽率关

2011 年 3 月 31 日，农业部办公厅发布《种子质量监督抽查有关情况的通报》，公布查出市场上有 7 家玉米种子发芽率不合格。其中登海 605 因出芽率为 85%，低于 92%标准值，被列为不合格玉米种子。

这个信息在市场上的流传，给登海种业造成了两方面的影响：一是使种业股龙头登海种业股价加速调整，带动其他种业股下跌；二是使部分本该 10/11 年度销售的种子受到影响，没有实现销售。

登海 605 于 2010 年通过国家审定，是登海种业“超级玉米”系列中的主打品种之一。登海 605 的优势是：高产，抗倒伏，不同环境的增产能力强，具有较广的适应性。登海 605 今年推广面积达 330 多万亩，重点市场是黄淮海夏玉米区。

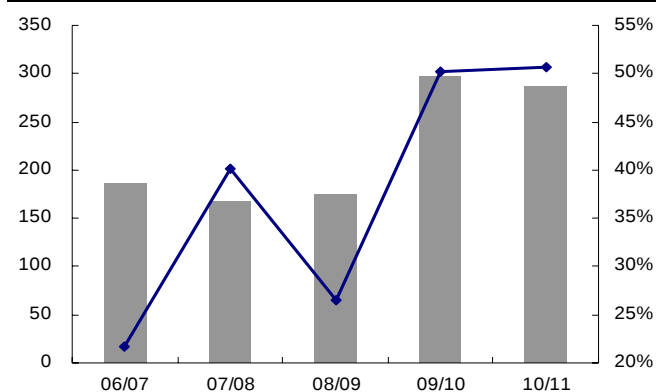
根据信息披露的信息，登海 605 不合格的仅仅是一个批次，共 5.8 万公斤。主要原因是种子加工环节的包衣工艺，先玉 335 使用进口设备加工，采取雾化包衣，登海 605 的包衣环节采用的是搅拌法。根据目前登海 605 的大田种植表现，已经过了出芽率关。9 月上旬至中旬，黄淮海地区的夏玉米即将进入乳熟期，如果这个阶段气候正常，玉米有望取得不错的收成。

近几年，由于登海种业母公司逐步将“超级玉米”作为主打品种，在制种面积增长不多的情况下，进行了品种调整。今年母公司制种量 2/3 是超级玉米系列，总面积大约 6 万亩，跟去年基本持平。

由于产品结构调整，超级玉米占比提升，近两个销售年度在制种规模没有大规模增长的情况下，收入应该持续增长。但刚刚结束的 10/11 销售年度，登海系列种子收入没有增长，我们认为，一个可能的原因是一季度有关于登海 605 的负面新闻影响了销售，产生了一部分库存。产生库存，根据目前 605 的生长表现，在新的销售年度可实现销售。

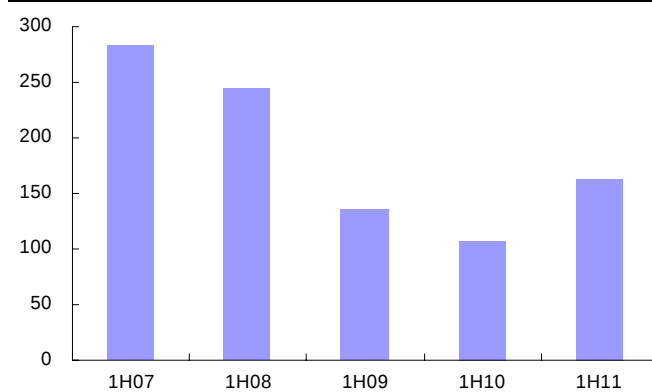
登海种业中报存货科目同比增加 5600 万，我们认为除去由于收入规模增长带来的正常存货增加外，很可能有登海 605 库存的因素。如果按照 09/10 销售年度的存货/收入比，新增存货中可能有 3800 万的登海 605，乐观预期，以先玉 335 的盈利水平测算（75%毛利率，50%净利率），这些登海 605 库存可以为 11/12 销售年度贡献 7600 万净利润，即 0.22 元的 EPS，可将 11-12 年的业绩在我们预测的基础上提升 13%。

图 3: 10/11 年度登海系列收入、毛利率（百万，%）



数据来源：公司定期报告，国泰君安证券研究所

图 4: 登海种业 11 年中期存货上升（百万）



数据来源：公司定期报告，国泰君安证券研究所

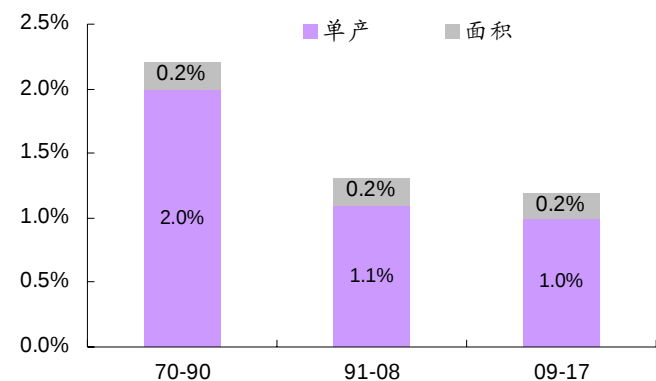
4. 行业新规催生发展机遇

在经历了接近一年的征求意见之后，农业部近日发布了修订后的《农作物种子生产经营许可管理办法》，将于 2011 年 9 月 25 日起正式实施。《办法》将生产、经营杂交玉米、水稻种子企业注册资本门槛大幅提高到 3000 万元。对于目前行业中的 7-8 千家企业而言，这意味着未来几年行业将经历一次洗牌，行业新规将推动行业发生结构性变化，很可能呈现小企业加速退出、大企业快速成长的格局，赋予了种业龙头企业一个黄金发展期。

1. 战略地位：提高单产，保障供应

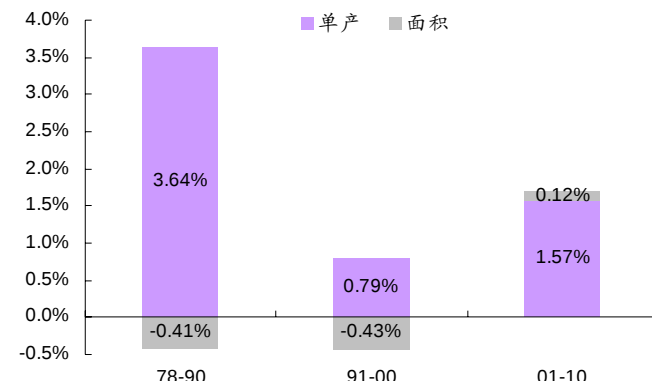
历史上，人类主要依靠扩大耕地面积来满足日益增长的粮食需求。随着人口增长，人地矛盾日益突出。历史经验告诉我们，粮食总产出增长的90%以上贡献来源于单产，播种面积增加对总产出贡献有限。在中国，1980-2000年间，我们还看到由于劳动力迁移、土地抛荒等原因导致播种面积下降，单产水平的提高不仅弥补了播种面积的下降，还在这一时期推动总产出增长。提高单产的手段包括：优质种子、现代化耕作技术、科学田间管理等因素，种子是重要因素之一。

图 5：总产量增长源自单产：全球谷物与油料作物



数据来源：公司定期报告，国泰君安证券研究所

图 6：总产量增长源自单产：中国粮食作物

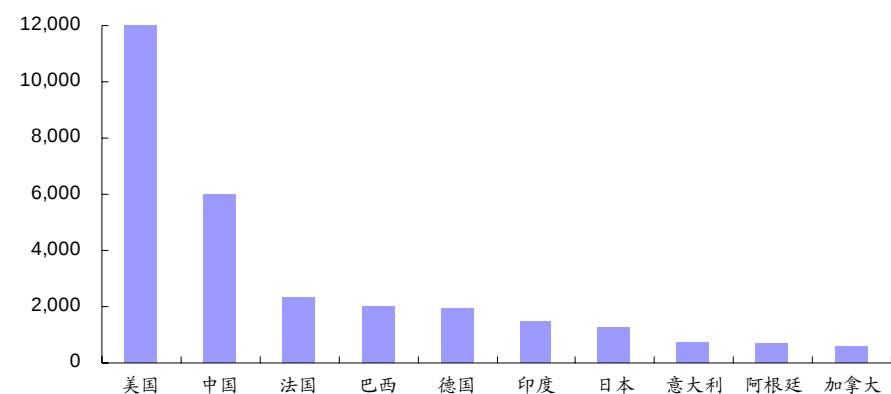


数据来源：公司定期报告，国泰君安证券研究所

2. 行业容量：逐年增长

全球范围来看，种子行业是一个 420 亿美元（2010 年）容量的行业，比 2008 年增长 15%。种子行业容量较大的国家通常具有人口多、耕地面积大、耕作技术发达等特征，但种子行业容量与这些因素似乎并不成正比，前五大国家合计占比 57.9%。

图 7：部分国家 2010 年种子行业市场容量（百万美元）



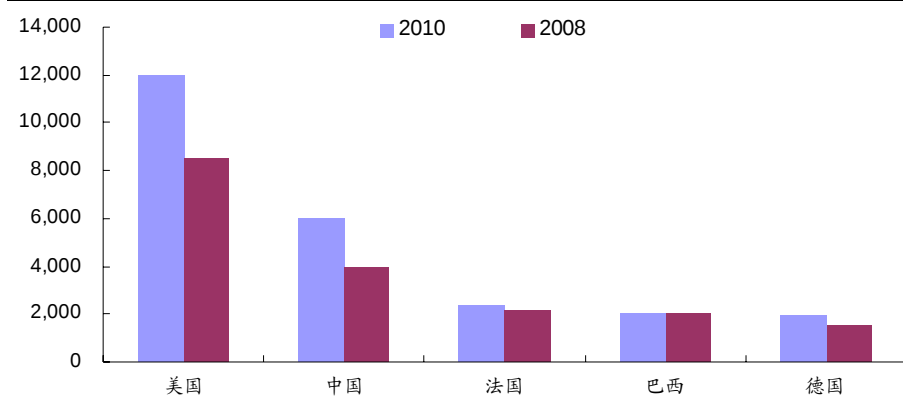
数据来源：ISF，国泰君安证券研究所

我国是世界上最大的种子消费国之一，最近两年，随着行业供需结构的好转，以及先进耕作技术的推广，我国种子行业容量不断扩大，2010 年种子行业容量 60 亿美元，比 2008 年增长 50%，占世界总量的 14.3%。

由于耕地面积限制，大幅度扩大耕种面积来扩大种子需求并不现实，未来我国种子市场容量扩大的动力将来自两个方面：一是商品化率提升。

目前我国种子商品化大约 50%左右, 远低于发达国家 80-90%的水平, 据测算, 商品化率每提高 1 个百分点, 市场容量增加 3-5 亿元。二是种粮比的提高。目前我国种子价格与粮价之比平均约为 5-8 倍, 远低于发达国家 20-25 倍的水平。近几年随着以先玉 335 为代表的一批新品种大量推广, 在“优质品种+优质服务”的新模式下, 种植户经济效益得到提高, 数倍于传统种子价格的新品种仍然供不应求。新品种的不断推广将有助于提高平均种粮比。

图 8: 主要国家种子行业市场容量增长较快 (百万美元)



数据来源: ISF, 国泰君安证券研究所

3. 未来趋势: 种业龙头将迎来黄金发展期

美国种业巨头孟山都的成长历史显示, 兼并收购是主要扩张手段。目前孟山都的业务包含玉米、大豆、蔬菜种子等领域, 业务遍布 66 个国家, 2010 年总收入 105 亿美元, 其中种子及相关产品收入达 76 亿美元。

表1: 孟山都收购兼并大事记

年份	事件
1982	收购大豆种子企业 Jacob Hartz Seed Co.。
1996	收购 Agracetus 的生物科技资产, 收购 Calgene 股权。
1997	收购 Asgrow Agronomics 的种子业务; 收购玉米种子企业 Holden's Foundation Seeds 和 Corn States Hybrid Service。
1998	收购 DeKalb Genetics。
2004	成立控股公司 American Seeds Inc. (ASI), 掌握大部分大豆、玉米种子生产; ASI 收购 Channel Bio Corp。
2005	收购 Seminis, 全球蔬菜瓜果种子领先的公司; 收购 Stoneville 棉花公司; ASI 收购 NC+ Hybrids; ASI 收购四家公司股权, 皆为 CORE Group 的股东; ASI 收购东部玉米种植带的领先企业 Specialty Hybrids。
2006	ASI 收购一系列地区性种子企业。
2007	收购 Delta and Pine Land 公司
2008	收购三家公司, 进入甘蔗产业; 收购位于危地马拉, 业务覆盖中美洲的棉花种子企业 SCB; 收购位于荷兰的蔬菜瓜果种子企业 De Ruiter。

数据来源: 国泰君安证券研究所整理

相比而言, 国内种业龙头的规模与国际巨头相去甚远。2010 年年报显示, 上市种子企业收入规模均值 6.15 亿元, 最大刚刚超过 10 亿。即将于 9 月 25 日正式实行的《农作物种子生产经营许可管理办法》中将玉米、

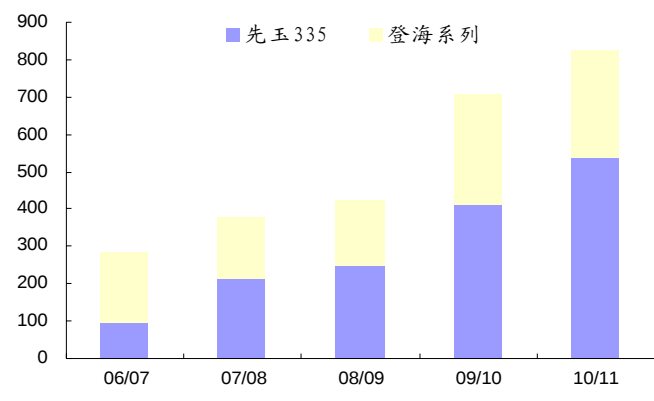
水稻种子企业注册资本门槛大幅提高到 3000 万元，将“育繁推”一体化企业的注册资本要求提高到 1 亿元。对于目前行业中的 7-8 千家企业而言，这意味着未来几年行业将经历一次洗牌，很可能呈现小企业加速退出、大企业快速成长的格局。

国务院 2011 年 4 月 18 日发布的《关于加快推进现代农作物种业发展的意见》中提出，“到 2020 年……打造一批育种能力强、生产加工技术先进、市场营销网络健全、技术服务到位的“育繁推一体化”现代农作物种业集团”，《意见》同时还提出“鼓励种子企业间的兼并重组……培育具有核心竞争力和较强国际竞争力的“育繁推一体化”种子企业。”这意味着，无论是行业准入还是政策扶持，未来的种业政策都将向大企业倾斜，在行业供需结构好转、行业容量持续扩大的背景下，种业龙头将迎来黄金发展期。

5. 未来：期待推广、服务体系提升

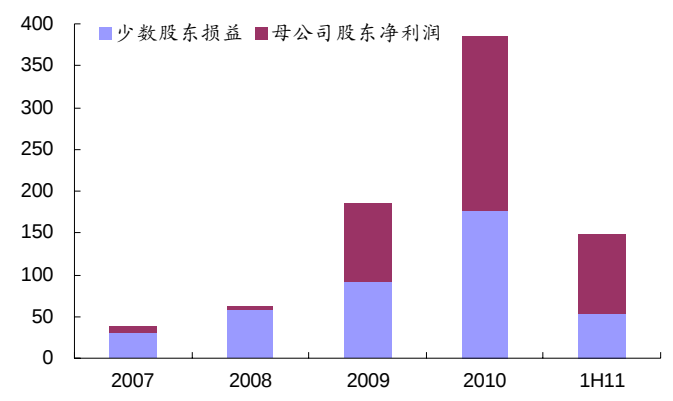
过去 5 个销售年度，由于先玉 335 的推广面积大幅度提高，登海种业玉米种子在收入总量增长的情况下，结构也发生了较大的变化，先玉 335 占其玉米种子收入比例从 06/07 销售年度的 34.5% 上升到 10/11 销售年度的 65.3%。自 2009 年之后，登海种业的净利润呈现爆发式增长，主要原因是：先玉 335 销量增长、母公司产品结构调整、母公司存货减值大幅度下降。

图 9：先玉 335 占玉米种子收入近 2/3



数据来源：公司定期报告，国泰君安证券研究所

图 10：登海种业净利润构成



数据来源：公司定期报告，国泰君安证券研究所

近几年，先玉 335 的崛起为国内玉米种子市场带来了很多新变化。杜邦先锋与登海、敦煌的合资公司在国内开“价值营销”风气之先，打破价格战的旧模式，通过“产品+服务”实现了“高投入-高产出”。

所谓价值营销，就是在提升客户（种粮农户）的经济效益的同时，获取企业的经济利润。我国的粮食生产总体呈现生产个体分散、数量巨大、单体规模小的特征，不同农户的资源禀赋（如劳动力数量、劳动力年龄分布、家庭主要经济来源、种植土地面积等）存在差异，在对生产资料（种子、肥料、农药等）的需求及其使用方面也各有不同，价值营销即针对不同个体的需求，为客户提供有针对性的解决方案，为农户创造价值的同时，创造企业的经济利润。

价值营销给种子行业带来的影响是巨大而深刻的。传统的种业是一个“重研发、轻市场”的产业，大多数企业的思路是看重研发、生产，对市场营销、服务相对忽视。产品同质化最终导致价格战，推广面积大的品种盈利却不多（所有郑单 958 制种企业的利润不如登海先锋一家多）。“产品+服务”的价值营销模式，通过提供差异化的服务，为客户创造超额价值来实现自身经济利润。

作为上市玉米种子企业中自主研发能力最强的，登海种业未来几年的业绩增长到底是继续依赖合资公司，还是依靠自有品种，这是投资者最关注的问题。我们认为，对种子企业而言，品种与推广好比两条腿。目前，登海种业已经拥有了“超级系列”，具备了品种基础，主要的瓶颈是推广，只有两条腿发育的均衡，才能走得稳、走得快。我们认为，观察未来登海种业变化的关键，并非超级玉米系列大田种植的表现，而是销售、服务体系的提升。在调研过程中，登海种业强调的工作重点顺序是：新品种、研发、质量、销售服务，我们认为期待自主品种品种的崛起，就是期待登海种业销售服务体系的实质性提升。

6. 盈利预测与投资评级

主要假设：

- （1）2011 年先玉系列制种面积增长 15-20%，超过 7 万亩；毛利率稳定；
- （2）2011 年登海系列种子制种面积与上年持平，约 6 万亩，其中 60% 左右为超级玉米系列。
- （3）11/12 销售年度随着销量增大，推广压力加大，费用率有所上升。

基于以上假设，在不包含库存销售贡献业绩的情况下，我们对登海种业 11-13 年业绩预测为 0.74、0.93、1.12 元，动态估值 38.2X、30.2X，在种业股中估值水平中等偏高，我们维持登海种业谨慎增持评级，目标价 33 元。

登海种业收入、利润预测简表（百万）

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
先玉系列	318	608	591	726	812
登海系列	225	296	562	681	791
非玉米种子	24	27	29	32	36
营业收入	579	938	1,187	1,443	1,641
营业成本	248	321	398	468	524
销售费用	91	78	107	130	148
管理费用	60	144	273	332	377
财务费用	-11	-15	-20	-26	-35
少数股东损益	91	176	171	212	236
归属母公司股东净利润	94	209	260	329	393

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		