



**CICC**  
中国国际金融有限公司  
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL  
CORPORATION LIMITED

**公司动态**  
证券研究报告

2011年12月7日

农业

研究部

袁霏阳<sup>1</sup>

分析师, SAC 执业证书编号:  
S0080511030012  
yuanfy@cicc.com.cn

推荐

**登海种业 (002041.SZ)**

**种子销售超预期, 上调盈利预测10%**

### 主要财务信息

| (单位: 人民币百万元)  | 2008 A  | 2009 A  | 2010 A | 2011 E | 2012 E | 2013 E |
|---------------|---------|---------|--------|--------|--------|--------|
| 主营业务收入        | 417     | 579     | 938    | 1,159  | 1,451  | 1,720  |
| (+/-%)        | 32.8    | 38.9    | 61.9   | 23.6   | 25.2   | 18.5   |
| 主营业务利润        | 225     | 331     | 616    | 727    | 904    | 1,067  |
| (+/-%)        | 50.4    | 46.9    | 86.3   | 18.0   | 24.3   | 18.0   |
| 净利润           | 3       | 94      | 209    | 260    | 365    | 443    |
| (+/-%)        | -65.8   | 3,514.7 | 123.0  | 24.4   | 40.4   | 21.5   |
| 每股收益(基本, 元)   | 0.01    | 0.53    | 1.19   | 0.74   | 1.04   | 1.26   |
| (+/-%)        | -65.8   | 3,514.7 | 123.0  | -37.8  | 40.4   | 21.5   |
| 每股收益(全面摊薄, 元) | 0.01    | 0.27    | 0.59   | 0.74   | 1.04   | 1.26   |
| 每股经营现金流(元)    | 0.69    | 1.46    | 1.15   | 1.28   | 1.65   | 1.93   |
| 市盈率(倍)        | 4,029.7 | 111.5   | 50.0   | 40.2   | 28.6   | 23.6   |
| 市净率(倍)        | 15.7    | 13.8    | 11.2   | 9.0    | 6.9    | 5.3    |
| 股价/经营现金流      | 42.8    | 20.4    | 25.7   | 23.1   | 18.0   | 15.4   |
| EV/EBITDA(倍)  | 75.8    | 44.4    | 21.6   | 20.2   | 15.8   | 13.5   |
| 净资产收益率(%)     | 0.4     | 12.3    | 22.4   | 22.4   | 24.0   | 22.5   |
| 投入资本回报率(%)    | -0.8    | 10.9    | 20.8   | 20.4   | 22.0   | 20.7   |
| 股息收益率(%)      | 0.0     | 0.0     | 0.3    | 0.0    | 0.0    | 0.0    |

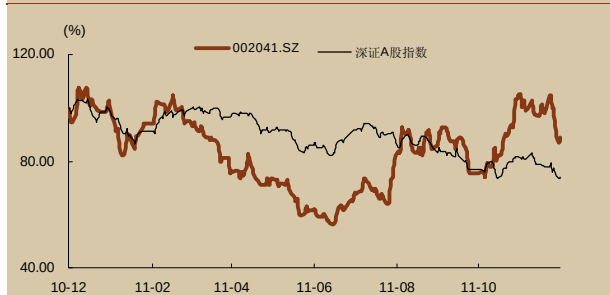
### 股票信息

|              | A股               |
|--------------|------------------|
| 股票代码         | 002041 CH        |
| 当前股价         | 人民币 29.65        |
| 日成交量(百万股)    | 4.55             |
| 52周最高价/最低价   | 人民币37.53/18.42   |
| 总市值(百万元)     | 10,437           |
| 发行股数(百万股)    | 352              |
| 其中: 流通股(百万股) | 164              |
| 主要股东(持股比例)   | 莱州市农业科学院(53.07%) |

### 最近估值走势

| %         | 1周内变化  | 1个月变化  | 3个月变化  | 年初至今   |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 002041.SZ | -14.90 | -15.29 | +3.49  | -9.66  |
| 深证A股指数    | -6.71  | -9.29  | -10.94 | -25.07 |
| 中金农业指数    | -8.34  | -8.51  | -9.88  | -23.01 |

### 最近估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

### 公司近况:

(1) 公司主推玉米品种登海 605 销售形势喜人, 今年的推广面积存在超预期可能。(2) 登海先锋公司主推玉米品种先玉 335 销售情况好于预期。(3) 丹东登海良玉种业业绩持续增长, 成为公司业绩新增长点。

### 评论:

公司主推玉米品种登海 605 推广形势将超预期: (1) 登海 605 今年的大田表现突出, 单产和抗性均在竞争品种中处于领先地位; (2) 公司今年加强了营销团队建设, 改革对经销商的管理和激励机制, 大幅增加了品种营销能力。我们将登海 605 在 2011 年的销量从 540 万公斤增至 600 万公斤。将 2012 年的销量从 930 万公斤增至 1100 万公斤。

尽管今年先玉 335 在局部地区出现倒伏现象, 但事实证明优秀成熟品种的销售受到局部大田表现不佳的影响有限。我们根据目前的销售表现, 将登海先锋公司先玉 335 在 2011 年的销量从 2300 万公斤增至 2500 万公斤。将 2012 年的销量从 2500 万公斤增至 2600 万公斤。

丹东登海良玉种业主推的国审品种良玉 188 和良玉 208 在东北市场的认可度持续提高。预计今年子公司丹东登海良玉种业的净利润贡献继续增加, 成为公司业绩新增长点。

### 估值与建议:

本轮受农业部春季种子抽查结果影响, 种业板块出现跳水行情。我们认为这为投资者介入种业板块提供了良好机会: (1) 产品质量不合格主要由于上年制种条件恶劣以及上市公司对经销商环节管控不力, 与品种本身的出厂质量没有关系, 伴随上市公司对种子质量控制环节重视程度与投入不断加大, 未来出现问题种子的风险将大幅下降。(2) 中央农村经济工作会议, 种业专项规划和一号文件等政策利好预期在近期有望逐步兑现。(3) 种业公司估值再次进入极具吸引力区间。

上调盈利预测后, 预计公司 2011、2012 和 2013 年的每股收益分别为 0.74 元、1.04 元和 1.26 元。对应市盈率分别为 40.2x、28.6x 和 23.6x。维持“推荐”评级。

<sup>1</sup> 报告贡献人: 周学帆 王士彦

**近期公司和行业重点信息及评论：**

► **登海种业发布公告，（1）宣布购买国审玉米品种“京科 968”生产经营权。（2）将合资成立新的控股子公司。**

**中金评论：新品种使东北市场开拓如虎添翼。新合作推动研发实力进一步增强，外延式扩张迈出第一步。**

（1）**向北京农林科学院购买 2011 年国审玉米新品种“京科 968”的生产、经营权：**京科 968 是 2011 年新审定的国审玉米品种，主要推广区域为东华北地区，从该品种的审定表现来看，其单产较对照郑单 958 有超过 5% 的增幅（同等种植密度条件下），生育期较短为 128 天与农华 101 一致，抗病性较优于农华 101，唯一缺陷是高秆但是穗位偏高（株高 296 厘米，与农华 101 一致，都属于高秆品种，但是京科 968 的穗位 120 厘米，显著高于农华 101 的 101 厘米，所以可能抗倒性逊于农华 101）。总体判断，京科 968 为较优秀的玉米品种，如果成为公司的主推品种，在东华北地区的推广潜力不低于 500 万亩。

从战略上来看，我们认为购买京科 968 意味着公司在以往较弱的东华北地区市场开始投入更多的力量，结合丹东登海良玉的两个国审玉米品种良玉 188 和良玉 208，有望使公司在东北地区形成为公司攻城略地的三驾马车。有较大的战略意义。

（2）**合资成立新的控股子公司泰安登海五岳泰山种业有限公司：**登海种业与泰安五岳泰山种业有限公司合资成立新公司，注册资本 3000 万元，其中登海种业出资 1530 万元，占股本的 51%。我们认为公司对五岳泰山种业的并购行为主要有两个意义：首先，五岳泰山种业与山东省农科院有着较好的协作关系和历史合作，因此公司对五岳泰山种业的并购可能主要着眼与未来在研发环节与山东省农科院更紧密的合作关系，甚至不排除公司与山东省农科院进一步建立类似隆平高科与湖南省农科院一样的合作意向。其次，这一并购让我们感受到登海种业在种业兼并整合的大环境下所作出的战略调整，顺应形式的可喜变化，从过去“清高”的登海，变为更务实，更紧跟市场潮流的登海。

总的来看，本次成立新公司和品种收购行为体现了登海种业更为灵活务实的新战略，使市场对公司未来在横向并购品种和纵向与科研院所的合作方面打开了新的想象空间。

► **农业部对 2011 年种子执法年的工作成果进行总结，并启动了冬季种子企业督查行动。**

**中金评论：将 2012 年继续定为种子执法年，种业行业整顿和规范由政府行动持续推进。**

此举可以看出国家对整顿市场秩序，提高行业集中度的决心和有执行力，这一点符合我们前期种业深度报告中对行业短期核心政策驱动力——行业整顿，打击套牌的判断。我们对其中要点点评如下：

1、农业部决定 2012 年继续在全国范围内组织开展种子执法年活动。表明对种业的规范和整顿将成为政府的长期行为。从 2010 年和 2011 年的成果和效果来看，种子执法年的持续推进必将推动行业的进一步规范和整合，实现优胜劣汰，有利于为优势企业创造规范有序、良性竞争的市场。

2、《农作物种业生产经营许可管理办法》在一定程度上得到农业主管部门的贯彻落实，大量不合格企业倍吊销经营许可证，行业集中度得到提高。“今年各地依法吊销、注销或撤销许可证 575 个，对 713 家问题企业作出了限期整改的决定。经过两年清理，种子经营企业数量由 8700 多家减少到 7500 多家。”

3、通过贯彻落实品种推出制度提升市场上种子品种的整体质量，淘汰审定时间较长的老品种和不再适宜种植的品种，从而形成一种品种审定和退出制度的循环体系，敦促行业整体创新，不断推出新品种。“今年是自 2008 年实施品种退出制度以来，退出力度最大、范围最广、数量最多的一年。年底前，将集中退出 300 多个国审品种。”

4、提升种子检测和查处力度，打击假冒伪劣种子、套牌种子，为优秀品种创造健康的市场环境。“今年对所有审定的玉米品种建立了指纹数据库，并首次开展了水稻品种的真实性检测，目前正在根据检测结果，依法对问题企业进行处罚。”“今年各地共累计派出执法人员 34.6 万人次，通过深入制种基地、企业和种子集散地，进行明查暗访和拉网式排查，查企业资质、查品种审定、查质量指标、查标签广告、查经营档案，今年共依法查处案件 6800 多起，没收假劣种子 179 万公斤，涉案金额 1420 多万元。”

► 农业部春季种子抽查不合格涉及上市公司。

中金评论：此一时非彼一时！

农业部办公厅的这则公告是导致市场近日大幅下跌的导火索。由于上市公司的部分品种在品种检测的过程中出现某一项指标不合格，导致市场对上市公司品种质量的担忧提升，引发板块整体股价下跌。综合相关上市公司的说明性公告和我们的行业经验，我们认为本次事件尽管很大程度上与相关上市公司品种本身的出厂质量没有关系，却一定程度上反映了种业产业链下游分销环节中，种子质量保障措施缺失，是行业整体需要加强的环节。

另一方面，我们更主张对该事件给予正面解读：

（1）尽管上市公司的部分品种榜上有名，但是本次抽查结果所反映的是上一销售年度的种子品质问题。这在一定程度上与 2010 年制种气候条件不利，导致制种大幅减产，产品质量普遍下降有较大的关系。再者，2010 年由于制种减产导致种业公司普遍出现交货难的现象，因此使得经销商将上年囤积的陈种子拿来销售，也增加了品质不合格的风险。

（2）2011 年随着种子执法行动的持续推进，上市公司均在生产加工设备的改造升级和生产质量流程控制和风险控制方面加大了重视程度和投资力度。再加上 2011 年制种期间气候风调雨顺，制种普遍丰收，种子质量好。因此本销售年度上市公司的种子质量将会大幅改善，未来出现问题种子的风险也将大幅下降。

（3）持续的抽检和实名公布表明了政府对提升种子质量，提高行业整体竞争力的持续监督和大力推动，政府推动行业规范的决心和执行力度彰显。这显然与过去缺乏执行力度的原则性政策措施形成鲜明对比，有利于行业的规范发展，长期利好种子行业。

**相关要闻请参见：**《农业部门上下协同 检打联动 种子市场监管工作取得新成效》、《国家农作物品种审定委员会关于停止推广部分国家审定农作物品种的公示公告》、《农业部启动冬季种子企业督查行动》以及《农业部办公厅关于 2011 年春季种子市场联动抽查结果和 2010 年冬季种子企业监督抽查品种纯度结果的通报》

<http://www.seedchina.com.cn/InfoDetail.aspx?Infold=865&TypeId=2>

<http://www.seedchina.com.cn/InfoDetail.aspx?Infold=861&TypeId=2>

<http://www.seedchina.com.cn/InfoDetail.aspx?Infold=867&TypeId=2>

<http://www.seedchina.com.cn/InfoDetail.aspx?Infold=872&TypeId=2>

图表 1: 盈利预测调整

| (人民币: 百万元)   | 2011E |       |       | 2012E |       |       |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|              | 调整前   | 调整后   | 变化    | 调整前   | 调整后   | 变化    |
| 先玉335销量 (万吨) | 2.3   | 2.5   | 7.3%  | 2.5   | 2.6   | 2.8%  |
| 登海605销量 (万吨) | 0.54  | 0.60  | 11.1% | 0.93  | 1.10  | 18.3% |
| 销售收入         | 1098  | 1159  | 5.6%  | 1368  | 1451  | 6.1%  |
| 毛利率          | 61.9% | 62.7% | 0.8%  | 62.0% | 62.3% | 0.4%  |
| 营销费用         | 110   | 116   | 5.5%  | 135   | 144   | 6.1%  |
| 营销费用/销售收入    | 10.0% | 10.0% | 0.0%  | 9.9%  | 9.9%  | 0.0%  |
| 管理费用         | 181   | 191   | 5.6%  | 205   | 218   | 6.1%  |
| 管理费用/销售收入    | 16.5% | 16.5% | 0.0%  | 15.0% | 15.0% | 0.0%  |
| 息税前利润        | 389   | 420   | 8.0%  | 507   | 543   | 7.1%  |
| 息税前利润率       | 35.4% | 36.2% | 0.8%  | 37.1% | 37.4% | 0.4%  |
| 净利润          | 236   | 260   | 10.0% | 328   | 365   | 11.3% |
| 净利润率         | 21.5% | 22.4% | 0.9%  | 23.9% | 25.1% | 1.2%  |
| 每股收益 (人民币元)  | 0.67  | 0.74  | 10.0% | 0.931 | 1.04  | 11.3% |

资料来源: 中金公司研究部

图表 2: DCF 模型分析

| 人民币: 百万元 | 2012E | 2013E | 2014E | 2015E | 2016E | 2017E | 2018E       | 2019E | 2020E | 2021E         |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------------|-------|-------|---------------|
| 息税前利润    | 543   | 637   | 764   | 917   | 1,101 | 1,321 | 1,585       | 1,902 | 2,092 | 2,302         |
| 同比变化 (%) |       | 17.3% | 20.0% | 20.0% | 20.0% | 20.0% | 20.0%       | 20.0% | 10.0% | 10.0%         |
| 自由现金流    | 313   | 390   | 468   | 562   | 674   | 809   | 971         | 1,165 | 1,282 | 1,410         |
| 同比变化 (%) |       | 24.6% | 20.0% | 20.0% | 20.0% | 20.0% | 20.0%       | 20.0% | 10.0% | 10.0%         |
| 期末增长率    | 2.0%  |       |       |       |       |       |             |       |       |               |
| 加权资本成本   | 10.2% |       |       |       |       |       |             |       |       |               |
| 税后债务成本率  | 4.5%  |       |       |       |       |       |             |       |       |               |
| 股本成本率    | 12.6% |       |       |       |       |       |             |       |       |               |
| 无风险回报率   | 3.5%  |       |       |       |       |       |             |       |       |               |
| 风险补偿率    | 7.0%  |       |       |       |       |       |             |       |       |               |
| Beta 系数  | 1.3   |       |       |       |       |       |             |       |       |               |
| 最优资本结构   | 30.0% |       |       |       |       |       |             |       |       |               |
|          |       |       |       |       |       |       | 自由现金流贴现值    |       |       | 4,307         |
|          |       |       |       |       |       |       | 期末价值折现金额    |       |       | 7,363         |
|          |       |       |       |       |       |       | 企业价值        |       |       | 11,670        |
|          |       |       |       |       |       |       | 净现金(债务)     |       |       | 1,823         |
|          |       |       |       |       |       |       | <b>权益价值</b> |       |       | <b>13,494</b> |
|          |       |       |       |       |       |       | <b>每股价值</b> |       |       | <b>38.33</b>  |

资料来源: 中金公司研究部

图表 3: 历史和预测的财务指标

| (单位: 人民币百万元)      | 2008 A       | 2009 A       | 2010 A       | 2011 E       | 2012 E       | 2013 E       |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>损益表</b>        |              |              |              |              |              |              |
| 主营业务收入            | 417          | 579          | 938          | 1,159        | 1,451        | 1,720        |
| 主营业务利润            | 225          | 331          | 616          | 727          | 904          | 1,067        |
| 营业费用              | -73          | -91          | -78          | -116         | -144         | -172         |
| 管理费用              | -55          | -60          | -144         | -191         | -218         | -258         |
| 营业利润              | 97           | 180          | 394          | 420          | 543          | 637          |
| 财务费用              | 8            | 11           | 15           | 23           | 29           | 36           |
| 资产减值损失            | -52          | -2           | -8           | 0            | 0            | 0            |
| 税前利润              | 62           | 185          | 388          | 447          | 575          | 676          |
| <b>净利润</b>        | <b>3</b>     | <b>94</b>    | <b>209</b>   | <b>259</b>   | <b>365</b>   | <b>443</b>   |
| 每股盈利 (元)          | 0.01         | 0.53         | 1.19         | 0.74         | 1.04         | 1.26         |
| 每股股利 (元)          | -            | -            | 0.20         | -            | -            | -            |
| <b>现金流量表</b>      |              |              |              |              |              |              |
| 经营活动现金流净额         | 244          | 512          | 406          | 451          | 581          | 679          |
| 投资活动现金流净额         | -66          | -60          | -60          | -100         | -60          | -61          |
| 融资活动现金流净额         | -20          | -32          | -35          | -12          | 29           | 36           |
| 货币资金增加额           | 158          | 421          | 311          | 339          | 549          | 655          |
| 货币资金期初余额          | 320          | 478          | 898          | 1,209        | 1,548        | 2,098        |
| 货币资金期末余额          | 478          | 898          | 1,209        | 1,548        | 2,098        | 2,752        |
| <b>资产负债表</b>      |              |              |              |              |              |              |
| 货币资金              | 478          | 898          | 1,209        | 1,548        | 2,098        | 2,752        |
| 应收帐款              | 6            | 4            | 6            | 10           | 12           | 9            |
| 存货                | 253          | 219          | 253          | 355          | 405          | 465          |
| 长期投资合计            | 4            | 11           | 13           | 13           | 13           | 13           |
| 固定资产合计            | 327          | 363          | 381          | 447          | 468          | 485          |
| 无形资产及其他资产         | 24           | 25           | 25           | 23           | 21           | 20           |
| <b>资产合计</b>       | <b>1,132</b> | <b>1,565</b> | <b>1,953</b> | <b>2,495</b> | <b>3,141</b> | <b>3,874</b> |
| 短期借款              | 2            | -            | -            | -            | -            | -            |
| 应付帐款              | 13           | 22           | 36           | 35           | 45           | 54           |
| 应付股利              | -            | -            | -            | -            | -            | -            |
| 应交税金              | 3            | 0            | 9            | 1            | 1            | 1            |
| 长期借款              | -            | -            | -            | -            | -            | -            |
| 股本                | 176          | 176          | 176          | 352          | 352          | 352          |
| 储备和未分配利润          | 489          | 582          | 757          | 805          | 1,170        | 1,613        |
| <b>负债和所有者权益合计</b> | <b>1,132</b> | <b>1,566</b> | <b>1,953</b> | <b>2,495</b> | <b>3,141</b> | <b>3,874</b> |

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部



图表 4: 主要盈利预测假设

|                                                             | 2007  | 2008  | 2009  | 2010E | 2011E   | 2012E   | 2013E   |
|-------------------------------------------------------------|-------|-------|-------|-------|---------|---------|---------|
| <b>先玉335</b>                                                |       |       |       |       |         |         |         |
| 登海种业拥有山东登海先锋51%股权，登海先锋需按收入的10%缴纳特许权使用费给杜邦先锋                 |       |       |       |       |         |         |         |
| 产能(万吨)                                                      | 0.90  | 1.60  | 2.25  | 2.25  | 2.45    | 2.45    | 2.45    |
| 产量(万吨)                                                      |       | 1.2   | 2.0   | 2.2   | 2.40    | 2.40    | 2.40    |
| 销量(万吨)                                                      | 0.8   | 1.1   | 1.5   | 2.5   | 2.50    | 2.60    | 2.70    |
| 单价(元/公斤)                                                    | 17.8  | 19.9  | 21.2  | 25.0  | 28.0    | 30.0    | 32.0    |
| 单位成本(元/公斤)                                                  | 5.0   | 5.8   | 5.5   | 6.3   | 8.4     | 9.0     | 9.6     |
| 销量折合(万袋)                                                    | 629   | 902   | 1,252 | 2,057 | 2,083   | 2,167   | 2,250   |
| 单价(元/袋 1.2公斤每袋)                                             | 21.4  | 23.9  | 25.4  | 30.0  | 33.6    | 36.0    | 38.4    |
| 先玉335收入(百万元)                                                | 134.5 | 215.2 | 318.4 | 617.0 | 700.0   | 780.0   | 864.0   |
| 先玉335毛利(百万元)                                                | 96.6  | 152.4 | 235.6 | 462.8 | 490.0   | 546.0   | 604.8   |
| 毛利率                                                         | 71.8% | 70.8% | 74.0% | 75.0% | 70.0%   | 70.0%   | 70.0%   |
| 费用(百万元)                                                     | 39.9  | 51.6  | 72.4  | 156.6 | 164.6   | 183.4   | 203.2   |
| 净利润(百万元)                                                    | 69.7  | 120.4 | 185.4 | 349.5 | 374.6   | 417.4   | 462.4   |
| 净利率                                                         | 47.2% | 51.3% | 54.4% | 52.9% | 50.0%   | 50.0%   | 50.0%   |
| 少数股东损益(百万元)                                                 | 34.2  | 59.0  | 90.8  | 171.3 | 183.5   | 204.5   | 226.6   |
| 归属登海种业净利润(百万元)                                              | 35.6  | 61.4  | 94.5  | 178.2 | 191.0   | 212.9   | 235.8   |
| 股本(百万股)                                                     | 176   | 176   | 176   | 176   | 352     | 352     | 352     |
| 每股收益(元)                                                     | 0.20  | 0.35  | 0.54  | 1.01  | 0.54    | 0.60    | 0.67    |
| <b>超试玉米：已推出登海661、登海662、登海701、登海605、登海9193、登海6106和登海6702</b> |       |       |       |       |         |         |         |
| 制种面积(万亩)                                                    |       |       |       | 5.8   | 6.0     | 6.5     | 6.5     |
| 亩产(公斤/亩)                                                    |       |       |       | 350   | 370     | 370     | 370     |
| 产量(万吨)                                                      |       |       |       | 2.0   | 2.2     | 2.4     | 2.4     |
| <b>登海605</b>                                                |       |       |       |       |         |         |         |
| 销量(万吨)                                                      |       |       |       | 0.1   | 0.6     | 1.1     | 1.3     |
| 单价(元/公斤)                                                    |       |       |       | 24.0  | 29.0    | 31.0    | 32.3    |
| 单位成本(元/公斤)                                                  |       |       |       | 9.3   | 11.0    | 12.1    | 12.7    |
| 销量折合(万袋)                                                    |       |       |       | 32    | 387     | 710     | 839     |
| 单价(元/袋 1.55公斤每袋)                                            |       |       |       | 30.0  | 45.0    | 48.0    | 50.0    |
| 登海605收入(百万元)                                                |       |       |       | 12.0  | 174.2   | 340.6   | 419.4   |
| 登海605毛利(百万元)                                                |       |       |       | 6.6   | 109.7   | 211.2   | 255.8   |
| 毛利率                                                         |       |       |       | 55.0% | 63.0%   | 62.0%   | 61.0%   |
| 其他超试玉米收入(百万元)                                               |       |       | 20.2  | 120.0 | 60.0    | 80.0    | 160.0   |
| 其他超试玉米毛利(百万元)                                               |       |       | 10.8  | 74.4  | 37.2    | 48.8    | 96.8    |
| 超试玉米收入(百万元)                                                 |       |       | 20.2  | 132.0 | 234.2   | 420.6   | 579.4   |
| 超试玉米毛利(百万元)                                                 |       |       | 10.8  | 81.0  | 145.2   | 256.6   | 350.5   |
| 毛利率                                                         |       |       | 53.3% | 61.4% | 62.0%   | 61.0%   | 60.5%   |
| 费用(百万元)                                                     |       |       |       | 34.8  | 49.2    | 84.1    | 115.9   |
| 归属登海种业净利润(百万元)                                              |       |       |       | 46.2  | 96.0    | 172.5   | 234.6   |
| 净利率                                                         |       |       |       | 35.0% | 41.0%   | 41.0%   | 40.5%   |
| 股本(百万股)                                                     |       |       |       | 176   | 352     | 352     | 352     |
| 每股收益(元)                                                     |       |       |       | 0.26  | 0.27    | 0.49    | 0.67    |
| 营业收入(百万元)                                                   | 314.0 | 416.9 | 579.1 | 939.8 | 1,159.4 | 1,451.4 | 1,720.1 |
| 营业成本(百万元)                                                   | 164.4 | 191.8 | 248.3 | 321.5 | 431.9   | 547.0   | 652.9   |
| 毛利(百万元)                                                     | 149.6 | 225.1 | 330.9 | 618.3 | 727.5   | 904.5   | 1,067.1 |
| 毛利率                                                         | 47.7% | 54.0% | 57.1% | 65.8% | 62.7%   | 62.3%   | 62.0%   |

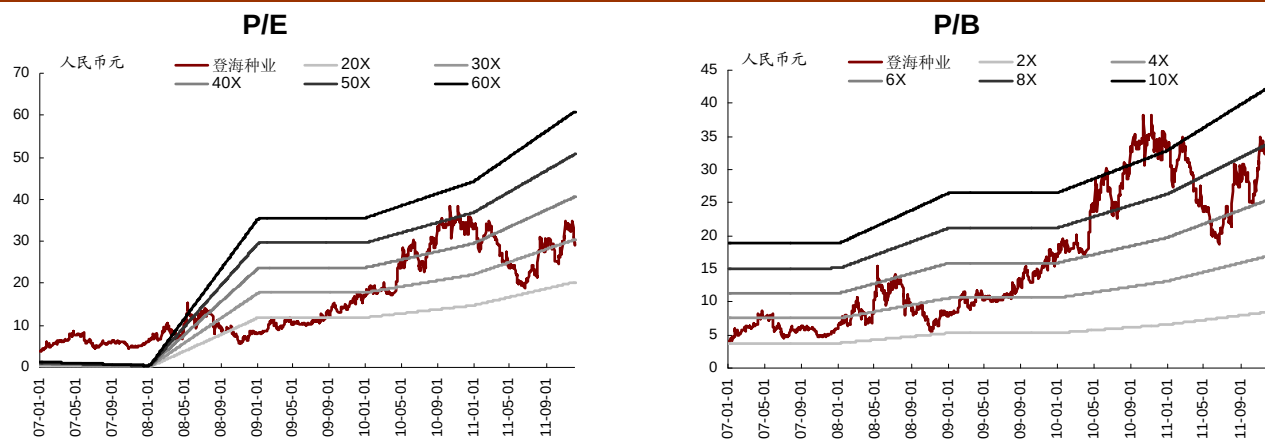
资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 5: 可比公司估值

| 板块          | 公司       | 代码             | 总市值    | 市盈率   |       |       |       | 市净率  |       |       |       | 净资产收益率 (%) |       |       |       | 股息收益率 (%) |       |       |       | EV/EBITDA |       |       |       |
|-------------|----------|----------------|--------|-------|-------|-------|-------|------|-------|-------|-------|------------|-------|-------|-------|-----------|-------|-------|-------|-----------|-------|-------|-------|
| 2011-12-6   |          |                | 百万美元   | 2010  | 2011E | 2012E | 2013E | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E | 2010       | 2011E | 2012E | 2013E | 2010      | 2011E | 2012E | 2013E | 2010      | 2011E | 2012E | 2013E |
| 国际种业公司      | MONSANTO | MON US EQUITY  | 37,671 | 23.5  | 20.3  | 17.4  | 14.9  | 3.3  | 3.0   | 2.8   | 2.5   | 13.9       | 14.8  | 15.9  | 16.6  | 1.6       | 1.7   | 1.9   | 1.6   | 11.9      | 10.7  | 9.6   | 8.5   |
|             | SYNGENTA | SYNN VX EQUITY | 27,375 | 19.4  | 14.9  | 13.3  | 12.0  | 3.2  | 3.3   | 3.0   | 2.6   | 16.6       | 22.1  | 22.2  | 21.8  | 2.4       | 2.7   | 3.0   | 3.4   | 11.0      | 9.4   | 8.6   | 7.9   |
|             | KWS SAAT | KWS GR EQUITY  | 1,376  | 14.7  | 14.9  | 13.8  | 13.7  | 2.1  | 1.8   | 1.6   | 1.5   | 14.1       | 11.8  | 11.5  | 11.0  | 1.3       | 1.5   | 1.7   | 1.6   | 6.9       | 7.5   | 6.9   | 6.8   |
|             | 平均值      |                |        | 19.2  | 16.7  | 14.9  | 13.5  | 2.8  | 2.7   | 2.4   | 2.2   | 14.9       | 16.2  | 16.5  | 16.5  | 1.8       | 2.0   | 2.2   | 2.2   | 9.9       | 9.2   | 8.3   | 7.7   |
| 中金覆盖的A股种业公司 | 隆平高科     | 000998.SZ      | 1,366  | 102.2 | 58.8  | 33.3  | 25.6  | 7.7  | 6.9   | 5.7   | 4.7   | 7.5        | 11.7  | 17.2  | 18.2  | 0.2       | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 46.1      | 26.6  | 17.7  | 13.7  |
|             | 荃银高科     | 300087.SZ      | 282    | 65.2  | 73.7  | 34.7  | 17.5  | 3.9  | 3.8   | 3.4   | 2.9   | 5.9        | 5.1   | 9.8   | 16.3  | 0.7       | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 60.0      | 57.9  | 25.9  | 13.1  |
|             | 登海种业     | 002041.SZ      | 1,664  | 50.0  | 40.2  | 28.6  | 23.6  | 11.2 | 9.0   | 6.9   | 5.3   | 22.4       | 22.4  | 24.0  | 22.5  | 0.3       | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 21.6      | 20.2  | 15.8  | 13.5  |
|             | 平均值      |                |        | 72.4  | 57.6  | 32.2  | 22.2  | 7.6  | 6.6   | 5.3   | 4.3   | 11.9       | 13.1  | 17.0  | 19.0  | 0.4       | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 42.6      | 34.9  | 19.8  | 13.4  |
| 其它A股种业公司    | 敦煌种业     | 600354.SH      | 600    | 47.1  | 29.1  | 19.5  | 14.5  | 3.8  | 3.0   | 2.8   | 2.5   | 12.5       | 12.8  | 16.7  | 18.5  | 0.0       | 3.5   | 5.4   | 6.7   | 9.7       | 7.4   | 5.9   | 4.7   |
|             | 万向德农     | 600371.SH      | 413    | 62.7  | n.a   | n.a   | n.a   | 7.0  | n.a   | n.a   | n.a   | 12.2       | n.a   | n.a   | n.a   | 0.0       | n.a   | n.a   | n.a   | 30.5      | n.a   | n.a   | n.a   |
|             | 丰乐种业     | 000713.SZ      | 641    | 42.2  | 39.8  | 30.3  | 23.3  | 3.6  | 3.5   | 3.3   | 3.0   | 11.5       | 8.9   | 10.8  | 13.0  | 0.0       | 0.5   | 0.8   | 1.1   | 23.8      | 35.4  | 28.0  | 22.2  |
|             | 神农大丰     | 300189.SZ      | 503    | 51.7  | 35.5  | 26.1  | 22.6  | 2.5  | 7.3   | 5.7   | 4.6   | 19.6       | 20.6  | 21.9  | 20.3  | 0.0       | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 44.5      | 27.0  | 19.4  | 16.7  |
| A股种业公司      | 平均值      |                |        | 50.9  | 34.8  | 25.3  | 20.1  | 4.2  | 4.6   | 3.9   | 3.3   | 14.0       | 14.1  | 16.5  | 17.3  | 0.0       | 1.4   | 2.1   | 2.6   | 27.1      | 23.3  | 17.7  | 14.6  |
|             | 中值       |                |        | 49.4  | 35.5  | 26.1  | 22.6  | 3.7  | 3.5   | 3.3   | 3.0   | 12.4       | 12.8  | 16.7  | 18.5  | 0.0       | 0.5   | 0.8   | 1.1   | 27.1      | 27.0  | 19.4  | 16.7  |
| A股种业公司      | 平均值      |                |        | 60.1  | 46.2  | 28.7  | 21.2  | 5.7  | 5.6   | 4.6   | 3.8   | 13.1       | 13.6  | 16.7  | 18.2  | 0.2       | 0.7   | 1.0   | 1.3   | 33.7      | 29.1  | 18.8  | 14.0  |
|             | 中值       |                |        | 51.7  | 40.0  | 29.5  | 23.0  | 3.9  | 5.3   | 4.6   | 3.8   | 12.2       | 12.2  | 16.9  | 18.4  | 0.0       | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 30.5      | 26.8  | 18.5  | 13.6  |

资料来源: 彭博资讯, Wind, 中金公司研究部

图表 6: 历史 P/E 和 P/B 区间



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

---

## 法律声明

---

### 一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。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财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、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。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门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。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未打算提供给零售客户使用。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

### 特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析师估测 12 个月之内绝对收益 20%以上为“推荐”、10%~20%为“审慎推荐”、-10%~10%为“中性”、-20%~-10%为“减持”、-20%以下为“回避”。

**本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。**



## 北京

中国国际金融有限公司  
北京市建国门外大街1号  
国贸写字楼2座28层  
邮编: 100004  
电话: (86-10) 6505-1166  
传真: (86-10) 6505-1156

## Singapore

China International Capital  
Corporation (Singapore) Pte. Limited  
#39-04, 6 Battery Road,  
Singapore 049909  
Tel: (65) 6572-1999  
Fax: (65) 6327-1278

## 上海

中国国际金融有限公司上海分公司  
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号  
汇亚大厦32层  
邮编: 200120  
电话: (86-21) 5879-6226  
传真: (86-21) 5888-8976

## United Kingdom

China International Capital  
Corporation (UK) Limited  
Level 25, 125 Old Broad Street  
London EC2N 1AR, United Kingdom  
Tel: (44-20) 7367-5718  
Fax: (44-20) 7367-5719

## 香港

中国国际金融(香港)有限公司  
香港中环港景街1号  
国际金融中心第一期29楼  
电话: (852) 2872-2000  
传真: (852) 2872-2100

### 北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号  
SK大厦1层  
邮编: 100022  
电话: (86-10) 8567-9238  
传真: (86-10) 8567-9235

### 杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号  
世贸丽晶城欧美中心1层  
邮编: 310012  
电话: (86-571) 8849-8000  
传真: (86-571) 8735-7743

### 成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号  
香格里拉办公楼1层、16层  
邮编: 610021  
电话: (86-28) 8612-8188  
传真: (86-28) 8444-7010

### 武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号  
新世界中心写字楼4层  
邮编: 430032  
电话: (86-27) 8334-3099  
传真: (86-27) 8359-0535

### 佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号  
卓远商务大厦一座12层  
邮编: 528000  
电话: (86-757) 8290-3588  
传真: (86-757) 8303-6299

### 上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号  
邮编: 200020  
电话: (86-21) 6386-1195  
传真: (86-21) 6386-1180

### 南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号  
绿地广场2层  
邮编: 210008  
电话: (86-25) 8316-8988  
传真: (86-25) 8316-8397

### 厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号  
磐基中心商务楼4层  
邮编: 361012  
电话: (86-592) 515-7000  
传真: (86-592) 511-5527

### 重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号  
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞  
蓝爵公馆1层  
邮编: 401120  
电话: (86-23) 6307-7088  
传真: (86-23) 6739-6636

### 天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号  
天津环贸商务中心(天津中心)10层  
邮编: 300051  
电话: (86-22) 2317-6188  
传真: (86-22) 2321-5079

### 深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号  
免税商务大厦裙楼107、201  
邮编: 518048  
电话: (86-755) 8832-2388  
传真: (86-755) 8254-8243

### 广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号  
粤海天河城大厦40层  
邮编: 510620  
电话: (86-20) 8396-3968  
传真: (86-20) 8516-8198

### 青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号  
香格里拉写字楼中心11层  
邮编: 266071  
电话: (86-532) 6670-6789  
传真: (86-532) 6887-7018

### 长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号  
证券大厦附楼三楼  
邮编: 410001  
电话: (86-731) 8878-7088  
传真: (86-731) 8446-2455

### 大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B  
邮编: 116000  
电话: (86-411) 8755-5088  
传真: (86-411) 8801-7568



中国国际金融有限公司  
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL  
CORPORATION LIMITED