

杨澍

执业证书编号: S0730511080001

021-50588666-8013

yangshu@ccnew.com

增速放缓，无碍种业龙头地位

——登海种业（002041）研究报告

证券研究报告—公司研究

增持（首次）

发布日期：2012年5月10日

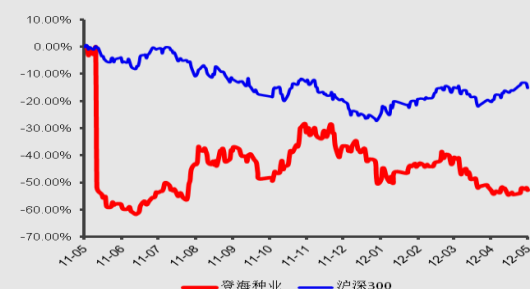
市场数据

收盘价（元）	23.05
一年内最高/最低（元）	35.58/18.42
沪深300指数	2657.51
市净率（倍）	6.98
流通市值（亿元）	75.70

基础数据

每股净资产（元）	3.30
每股经营现金流（元）	0.51
毛利率（%）	58.14
净资产收益率（%）	22.57
资产负债（%）	25.58
总股本/流通股（万股）	35200/32842
B股/H股（万股）	/

个股相对沪深300指数走势



联系人：周楷翔

电话：021-50588666-8031

传真：021-50587779

地址：上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编：200122

投资要点：

- 登海种业是国内玉米种业龙头，位居2011年全国种业十强第八位。公司是国内首批育繁推一体化种子企业，以突出的研发实力为基础，形成“育种-制种-销售-服务”全产业链运营模式。
- 登海种业研发实力卓越，年年有国审品种诞生，且十五年间国审通过数量国内居首。研发赋予公司强大的生命力，在行业整合、研发向企业转移的过程中，公司有望脱颖而出。
- 登海先锋主要品种先玉335的增速出现下降，但幅度仍属正常范围之内，预计未来两年先玉335销量基本保持稳定。
- 超试系列是登海种业几年内的主打系列，其中登海605是公司当前主推品种。基于几款黄淮海区域内国审品种的指标对比，我们认为超试605具备高产、抗倒伏的特质，但抗病性较弱，将导致品种在不同年份、不同区域的推广效果差异较大，预计未来两年销量将保持25-30%的增速。
- 玉米种子行业供大于求的格局趋于恶化，同时制种成本的持续上涨属于大概率事件，判断未来两年公司种子毛利率将出现下滑，其中先玉335由于经营模式优势缩小，将导致毛利率下滑幅度更大。
- 预计公司2012-2013年营业收入12.79亿元、15.30亿元，实现归属母公司净利润2.40亿元、2.51亿元，对应每股收益（EPS）0.68元、0.71元，以5月9日收盘价23.05计算，对应市盈率34倍、32倍。考虑公司卓越的研发能力，给予公司“增持”投资评级。
- 风险提示：极端天气影响或病虫害灾害；超试系列品种推广效果不及预期；制种成本涨幅超过预期。

目录

1、登海种业：国内杂交玉米种业龙头	4
2、产业链完整，研发实力突出	4
2.1 育繁推一体化.....	4
2.2 育种研发实力突出.....	5
2.3 长期稳定经营的保证.....	7
3、先玉 335 增速回落	8
3.1 登海先锋大放异彩.....	8
3.2 销售策略调整导致一季度业绩大幅下滑	9
3.3 先玉 335 优势缩小.....	10
3.4 未来阶段量稳利减.....	11
4、超试系列是主打品种	12
4.1 超试系列崭露头角.....	12
4.2 其他品种填补春播区域.....	14
5、盈利预测与估值	14
5.1 盈利预测.....	14
5.2 估值.....	15
6、风险提示	15
行业投资评级.....	17
公司投资评级.....	17
重要声明.....	17
免责条款.....	17
转载条款.....	17

图表目录

图表 1: 公司主营业务收入.....	4
图表 2: 2011 年中国种业十强排名	4
图表 3: 杂交玉米种子业务分工	5
图表 4: 公司科研技术人员占比	6
图表 5: 公司研发投入	6
图表 6: 公司玉米种子国审数量 (含登海良玉)	6
图表 7: 各机构通过国审数量排名 (1998-2011)	7
图表 8: 全国持有效许可证的种子经营企业	7
图表 9: 登海先锋净利润	8
图表 10: 登海先锋支撑公司	8
图表 11: 公司先玉 335 销量测算	9
图表 12: 公司先玉 335 推广面积测算	9
图表 13: 参股公司年度营业收入	10
图表 14: 参股公司单季营业收入	10
图表 15: 参股公司年底应收账款	10
图表 16: 参股公司年底存货量	10
图表 17: 先玉 335 主要优势	11
图表 18: 先玉 335 销售收入及利润预测	11
图表 19: 四款超试品种审定信息	12
图表 20: 国审主要品种单产指标对比	12
图表 21: 国审主要品种性状指标对比	13
图表 22: 国审主要品种抗性指标对比	13
图表 23: 超试系列销售收入预测	13
图表 24: 登海种业各项业务收入预测	14
图表 25: 登海种业利润预测	15
图表 26: 种业公司估值比较	15

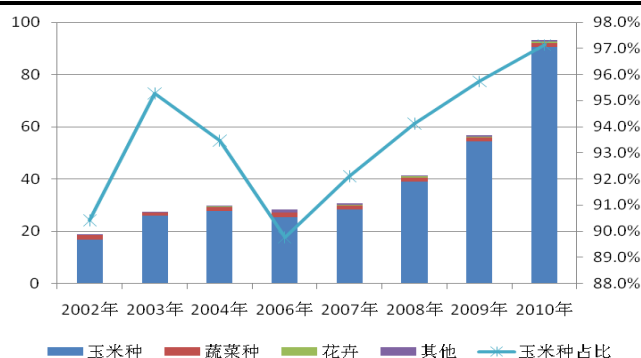
1、登海种业：国内杂交玉米种业龙头

山东登海种业股份有限公司（下文简称“登海种业”）成立于 2000 年，前身是莱州市登海种业有限公司，主营业务包括杂交玉米种子、蔬菜种子、花卉等。公司杂交玉米种子收入占比保持在九成以上，随着 2006 年登海先锋放量，该比例逐年提升，2010 年达到 97%。

公司属育繁推一体化种业企业，位居 2011 年全国种业十强第八位。公司在杂交玉米品种培育方面具备明显优势，先后育成掖单、登海、超试等多个系列优质品种，荣获“国家认定企业技术中心”、“国家玉米工程技术研究中心（山东）”、“国家玉米新品种技术研究推广中心”、“国家首批创新型试点企业”等称号。

图表 1：公司主营业务收入

单位：千万元



来源：中原证券研究所 公司公告

图表 2：2011 年中国种业十强排名

1	中国种子集团公司
2	山西屯玉种业科技股份有限公司
3	湖南亚华种业股份有限公司
4	袁隆平农业高科技股份有限公司
5	江苏大华种业集团有限公司
6	德农种业有限公司
7	湖北荆楚种业股份有限公司
8	山东登海种业股份有限公司
9	甘肃省敦煌种业股份有限公司
10	辽宁东亚种业有限公司

来源：中原证券研究所 中华农资网

2、产业链完整，研发实力突出

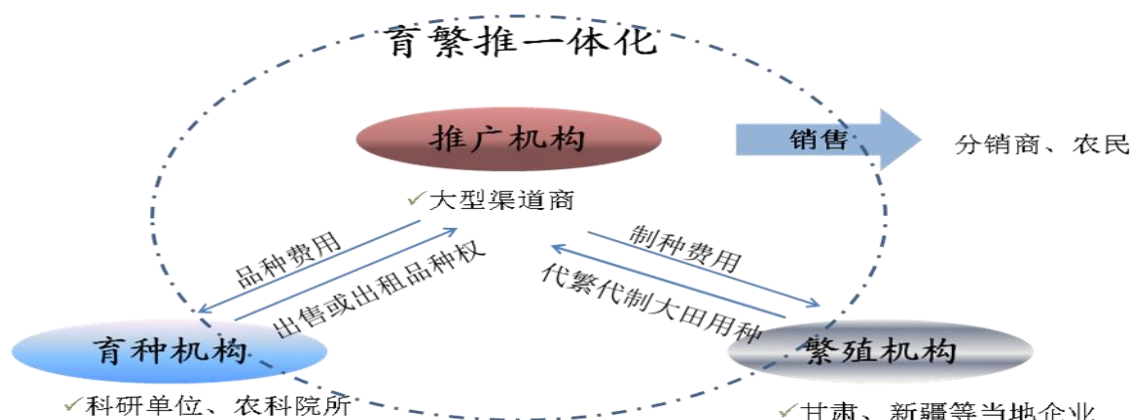
2.1 育繁推一体化

国内种业发展背景独特，由计划经济时代过渡而来，时至今日仍然留有遗风。从分工来看，科研、繁育、推广、经营四环节相对割裂，其中科研环节多为事业单位承担、繁育环节由制种当地企业垄断、经营环节则分散于主产区内的渠道商。行业运转流程为：科研院所育成新品种，出让或出租至种子经营企业，经营企业外包并督导生产繁育，最终回收、加工、包装、出售至各级经销商及农民。

上下游脱节阻碍行业发展，造成企业核心竞争力缺失，以及“小、多、乱、杂”等一系列突出问题。在此背景下，育繁推一体化模式应运而生。一

体化模式打通了整个产业链，集育种、繁殖、推广于一身，一方面提升了新品种研发回报，鼓励企业创新，推动行业发展；另一方面便于落实配套服务，实现种植良法推广，提升行业竞争层面。2011 年，国务院出台《关于加快推进现代农作物种业发展的意见》，明确鼓励育繁推一体化种业龙头企业发展，标志这一方向得到国家认可。

图表 3：杂交玉米种子业务分工



来源：中原证券研究所

登海种业是国内首批育繁推一体化种子企业。公司以突出的研发实力为基础，加速上游制种环节及下游营销环节的扩张和改良，目前已形成“育种-制种-销售-服务”全产业链运营模式。

上游制种环节，公司实现由代繁代制向自繁自制的转变。公司在新疆、宁夏、内蒙、甘肃等西北四省投资建立了 9 个玉米种子生产加工基地（含在建），形成 4 条以果穗烘干为基础的加工设备，实现产品符合“单粒播”质量标准。上述基地完全达产后，可年产玉米种子 8 万余吨（总公司 4.6 万吨+登海先锋 3.75 万吨），足以匹配公司销量。

在下游销售环节，公司重新塑造营销体系，强化以经销商为主的网络建设，配合公司整体战略目标，实现种子销售方式由卖斤向卖粒、低价向高价的转变。

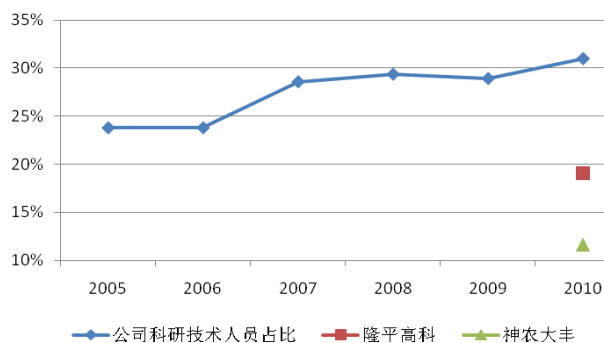
2.2 育种研发实力突出

登海种业的研发实力来自于莱州农业科学院的传承。莱州农科院成立于 1989 年，由玉米育种专家李登海创建，曾是“国家玉米工程技术研究中心”依托单位和全国紧凑型玉米研究中心。上世纪 90 年代，其科研成果及品种推广面积在国内排名均位居前列。

登海种业成立后，莱州农科院陆续将其植物新品种权及申请权、玉米及

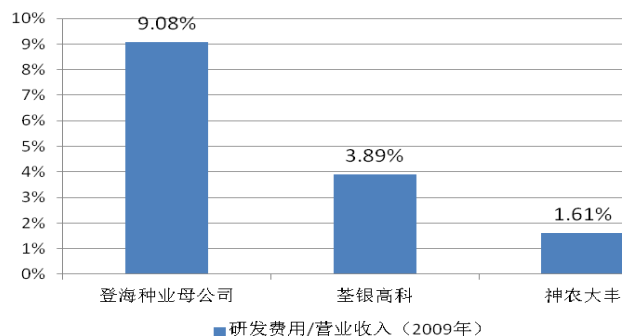
蔬菜科研资产、玉米种子相关生产经营性资产注入公司，同时将玉米及蔬菜种子科研人员也转移至公司，公司研发实力得以一步到位。

图表 4: 公司科研技术人员占比



来源: 中原证券研究所 公司公告

图表 5: 公司研发投入

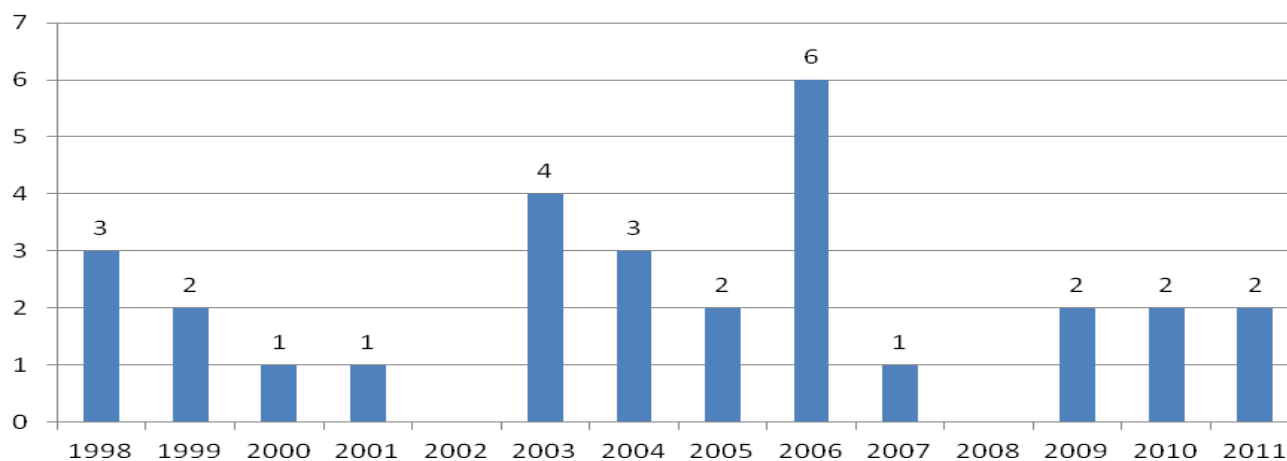


来源: 中原证券研究所 公司公告

对比其他种业上市公司，登海种业的科研技术人员配备以及研发资金投入均大幅领先。公司科研人员占比始终在 20%以上，且上市之后逐年提升，2010 年底已达到 30%，同期隆平高科（000998）与神农大丰（300189）占比为 19%、12%。除人力外，公司在资金投入上同样偏重研发，登海种业母公司研发投入占营业收入的比重在 10%左右，与国外种子企业投入相仿，远高于荃银高科（300087）与神农大丰（300189）的 3.89%、1.61%。

图表 6: 公司玉米种子国审数量（含登海良玉）

单位: 个/年

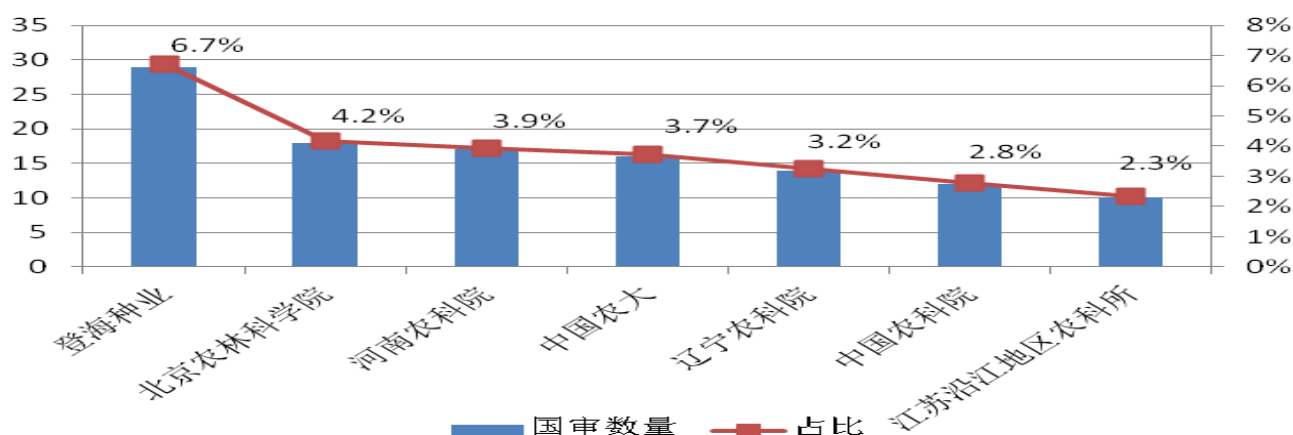


来源: 中原证券研究所 国家农业部

玉米品种通过国审，表明性状优势突出、适应性广，有资格在较大范围内推广，因此国审数量能够反映公司的研发实力。统计显示，1998 至 2011 年，登海种业几乎年年有新品种通过国审，其中高峰期在 2003 至 2006 年，期间年均 4 个品种通过国审，2009 至 2011 年均 2 个品种，说明公司研发工作的连续性。

此外，国审数量占比可以反映公司研发在行业中的地位。1998 至 2011 年，全国共计 431 款玉米品种通过国家审定，其中登海种业占据 29 席，占比 6.7%，在全国排名首位，北京农科院、河南农科院、中国农大等一流研发机构位列其后。

图表 7：各机构通过国审数量排名（1998-2011）



来源：中原证券研究所 国家农业部

2.3 长期稳定经营的保证

拥有优质新品种是种子企业的核心竞争力，获取渠道包括自行培育、联合培育、外部收购、授权经营等。当前国内种子行业仍处于混沌状态，持证种子生产企业超过一万家，持证种子经营企业七千六百余家，但其中育繁推一体化企业仅 91 家，大多数企业并不具备自主研发能力。

图表 8：全国持有效许可证的种子经营企业

农业部发证	252
育繁推一体化企业	91
进出口企业	95
外资企业	29
转基因经营企业	100
省级发证	2950
市级发证	2236
县级发证	2164
合计:	7602

来源：中原证券研究所 中国种业信息网

历史原因导致国内种业经营、研发二元化格局，即种子公司开展商业经营，但前端研发多由专业院校、科研院所等事业单位承担，相关经费也由国家下拨。在此背景下，种子公司通过购买或租赁的形式获取品种经营权，并

且价格相当便宜，如郑单 958 最初每年的使用费仅 20 万元，浚单 20 向四家企业出售的价格仅 600 万元。国家投入资金，成果廉价出售，企业获得机会，这本身构成一个扭曲。

随着行业的发展和竞争的加剧，上述扭曲逐步得以纠正。一方面，科研机构出售品种经营权的价格大幅提高，企业获利空间收窄、经营风险提升，如 2011 年敦煌种业购买吉祥一号（尚未通过国审）经营权花费 2680 万元；另一方面，政府推动研发资源向企业转移，形成投入者获利、获利者投入的循环。《国务院关于加快推进现代农作物种业发展的意见》2011 年发布，其中提出“坚持企业主体地位”，要求科研单位用 5 年时间将商业育种转移到企业。

未来，国有科研机构将逐步偏重基础性研究，种子企业自身必须具备研发实力才能开展商业育种。在此背景下，已有多家种子企业开始通过收购科研院所、成立合资公司等手段拓展研发渠道。登海种业的研发优势将凸显价值，支撑其业绩长期稳定。

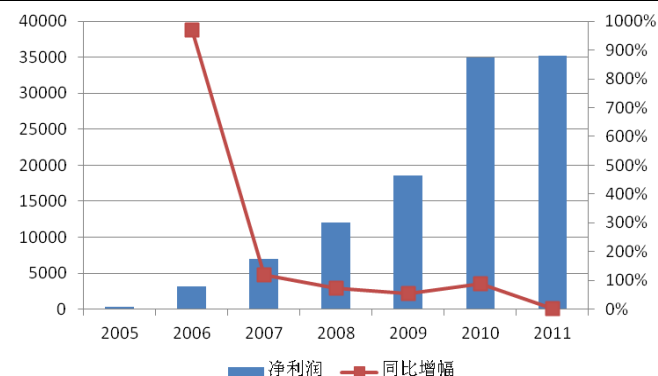
3、先玉 335 增速回落

3.1 登海先锋大放异彩

登海先锋成立于 2002 年，是先锋良种在国内的首家合资公司。公司快速发展主要得益于优势品种先玉 335，先玉 335 具备单粒播种、高产稳产等特点，配以高价格、高返利、高服务的营销模式，推广面积爆发增长。（参见敦煌种业研究报告，2012 年 3 月）

图表 9：登海先锋净利润

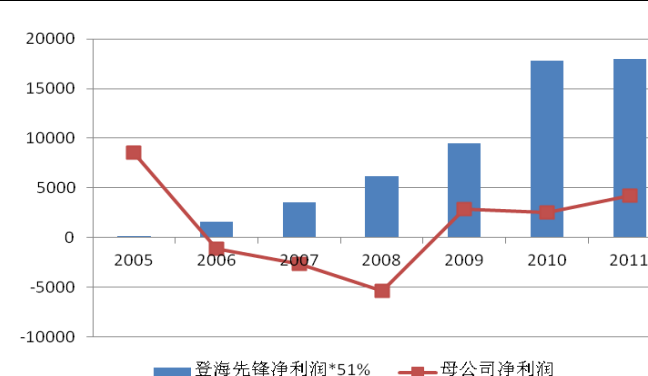
单位：万元



来源：中原证券研究所 公司公告

图表 10：登海先锋支撑公司

单位：万元



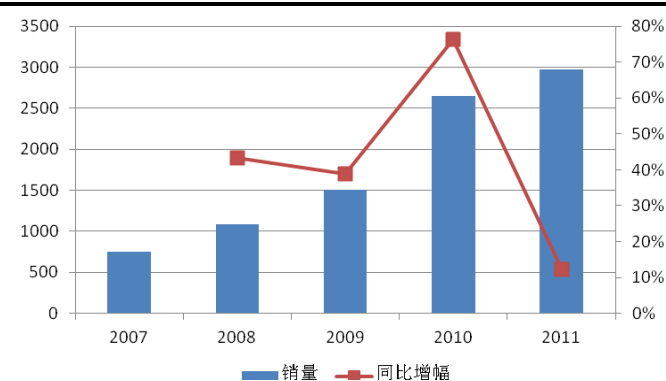
来源：中原证券研究所 公司公告

2004 年先玉 335 通过国审，适宜种植范围为黄淮海夏播区，即登海先锋覆盖区域；2005 年登海先锋产生盈利；2006 年开启高速成长阶段，2010 年登海先锋实现净利润 3.5 亿元，比 2006 年增长 993%，期间年均复合增长率达到 80%以上。

2006 年以来，登海先锋一直是登海种业的主要利润来源，尤其 2006 至 2008 年，登海母公司发展遭遇瓶颈，连续数年亏损，依靠登海先锋才得以实现盈利。

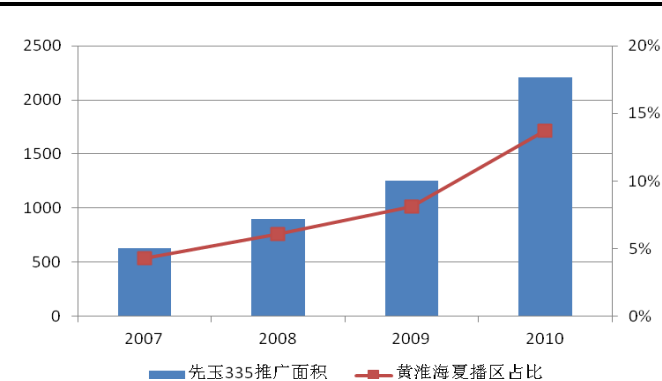
测算公司先玉 335 的销量，目前约 3000 万公斤/年，是 2007 年的 400%，2007 至 2011 年年均复合增长率在 40%以上。目前先玉 335 在夏播区推广面积占比约为 13%。

图表 11: 公司先玉 335 销量测算 单位: 万公斤



来源: 中原证券研究所 公司公告

图表 12: 公司先玉 335 推广面积测算 单位: 万亩



来源: 中原证券研究所

3.2 销售策略调整导致一季度业绩大幅下滑

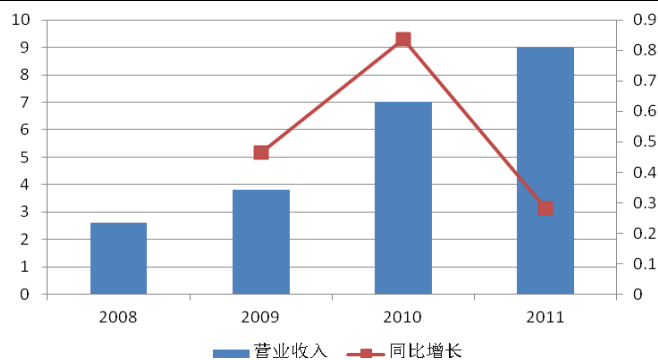
登海先锋经过连续高增长，在 2011 年出现放缓，当年营业收入同比增长 23%，净利润同比增长 1%，远低于之前年度；2012 年一季报再次显示，登海先锋销量出现同比大幅下滑，引发市场对先玉 335 的担忧。

在登海种业的参股公司中，登海先锋营收占比在 90%以上，因而可以透过参股公司财务数据分析登海先锋的发展。08/09 年度、09/10 年度，参股公司四季度营收小于次年一季度，之后由于销售策略调整，10/11 年度、11/12 年度，四季度营收远高于次年一季度，造成一季度营收同比下滑现象。2011 年四季度参股公司营收 6.56 亿元，同比大幅增长 68%，同时 2011 年底参股公司应收账款大幅提升至 1.11 亿元，判断公司四季度有提前铺货的行动。

从销售年度（当年四季度+次年一季度）来看，10/11 年度参股公司营收同比增长 34%，11/12 年度参股公司营收同比增长 25%。我们认为，排除销售策略的影响，登海先锋增速出现下滑，但并未大幅异常。

图表 13: 参股公司年度营业收入

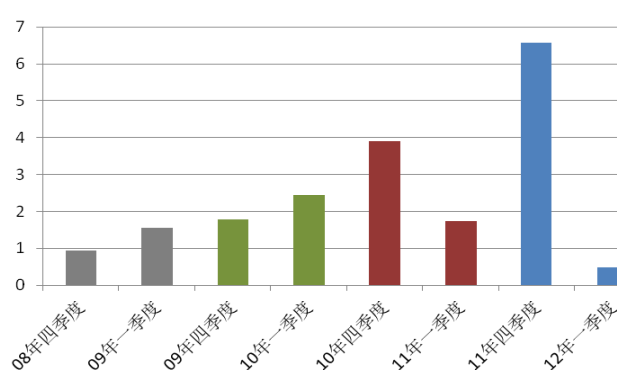
单位: 亿元



来源: 中原证券研究所 公司公告

图表 14: 参股公司单季营业收入

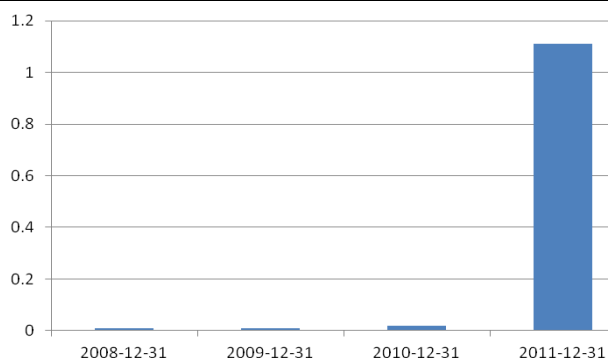
单位: 亿元



来源: 中原证券研究所 公司公告

图表 15: 参股公司年底应收账款

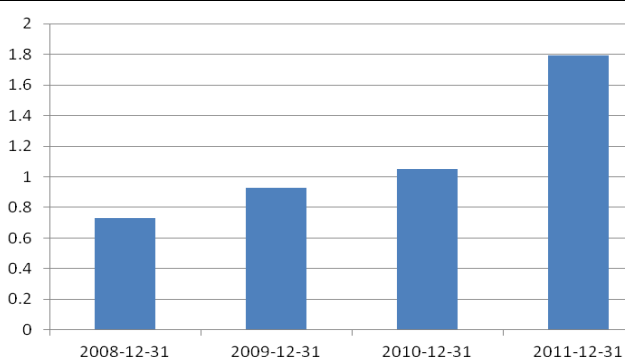
单位: 亿元



来源: 中原证券研究所 公司公告

图表 16: 参股公司年底存货量

单位: 亿元



来源: 中原证券研究所 公司公告

3.3 先玉 335 优势缩小

虽然目前登海先锋营收仍处于增长当中,但由于其主打品种先玉 335 的优势正在被逐渐缩小,因而如果未来没有新的优势品种跟进,公司快速增长可能转入稳定发展。

先玉 335 推广之前,国内种业加工及销售模式以粗放为主,一穴多粒、多级经销商、无技术服务、无追踪回访等现象均体现了这一特征。在此背景下,登海先锋引入全新经营理念,贴近农户需求,创造价值。

先玉 335 正式推广始于 2005 年,至今已有七年,凭借单粒播种、性状优良、现场会营销、全程服务等四大优势爆发增长,推广面积跻身全国三甲之列。四大优势中,高产稳产等性状特征来源于遗传物质,主要在育种研发环节实现;单粒播种来自于高发芽率,主要在生产加工环节实现;现场会营销与全程服务则在销售及售后环节实现。

图表 17: 先玉 335 主要优势

单粒播种	性状优良	现场会营销	全程服务
□ 发芽率达到95% □ 节省用种量1/3 □ 节省间苗人工时	□ 高产稳产 □ 籽粒品质好、脱水快 □ 适合机械化收割	□ 苗期现场会 □ 田间现场会 □ 脱粒现场会	□ 技术支持 □ 农机、农化配套 □ 协助卖粮
➤ 实现环节: 生产加工	➤ 实现环节: 育种研发	➤ 实现环节: 营销体验	➤ 实现环节: 售后跟踪

来源: 中原证券研究所

种子企业的核心竞争力在于新品种研发,而非生产、加工、营销、服务。随着行业的发展,登海先锋在经营模式上的优势逐渐被同业吸收消化,相关差距得以缩小。如单粒播种模式已被郑单 958、登海 605、浚单 20 等主要品种采用;同业公司也纷纷下移销售网络至县级经销商,追踪服务能力增强。

经营优势缩小的同时,先玉 335 的性状劣势也有所体现,包括易根倒、耐密性差、适应性不佳、感虫、感大小斑病等。2011 年气候原因导致先玉 335 在多地感病减产,会对未来销售造成影响。

3.4 未来阶段量稳利减

前期先玉 335 始终处于量价齐升阶段。凭借登海先锋的经营模式以及品种自身的性状优势,种子销量逐年上涨;配合“饥饿销售策略”,种子价格提升可基本覆盖制种成本增长,产品毛利率始终保持在 70%以上。

未来先玉 335 可能进入量稳利减阶段。随着优势缩小,实现销量稳定则需要在价格上做出让步。制种成本方面,人工、地租、农化、粮价等要素上涨均为长期趋势,因而成本提升是大概率事件。我们判断,未来两年先玉 335 销量基本稳定,但价格涨幅落后于成本,毛利率下降至 60%左右。

图表 18: 先玉 335 销售收入及利润预测

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
产能(万公斤)	900	1650	2250	2450	2450	3750	3750
销量(万公斤)	755	1082	1502	2661	3100	3000	3200
单价(元/公斤)	17.8	19.9	21.2	23.2	24.5	25.5	26.5
销售收入(万元)	13439	21532	31842	61735	75950	76500	84800
单位成本(元/公斤)	5.03	5.8	5.5	6.4	8.5	9.5	10.8
毛利率	72%	71%	74%	72%	65%	63%	60%
净利润(万元)	6276	10840	16683	31455	31719	27540	27136
净利率	46.70%	50.34%	52.39%	50.95%	41.76%	36%	32%

来源: 中原证券研究所

4、超试系列是主打品种

4.1 超试系列崭露头角

超试系列是登海种业主持承担“十一五”国家支撑计划“超级玉米新品种选育与产业化开发”重点项目所培育出的品种，具有根系发达、穗位低、抗倒伏的特点，并具有较强的高产稳产能力。目前已有四款超试品种通过国审或省级审定，另有八款后备品种处于在研过程中。

图表 19：四款超试品种审定信息

超试	品种名	审定	时间	生产试验产量	密度	种植区域
1 号	登海 661	鲁审	2009	745.1 公斤	3500-4000 (4800)	山东
2 号	登海 662	国审	2009	626.2 公斤	4000-4500	黄淮海夏播区内
4 号	登海 701	鲁审	2009	645.1 公斤	4500	山东
6 号	登海 605	国审	2010	614.9 公斤	4000-4500	黄淮海夏播区内

来源：中原证券研究所 中国种子咨询网

登海 605（超试 6 号）是当前公司的主推品种，推广区域为黄淮海夏播区，区域内主要竞争对手为郑单 958、浚单 20、先玉 335。由于品种替代是行业竞争格局，因而对比主要品种的审定指标。

登海 605 在丰产性、抗倒伏方面领先，但在抗病性方面相对落后，尤其落后于郑单 958。我们认为，抗病性劣势增加了登海 605 推广进程的不确定性，期待未来品种的改进。

图表 20：国审主要品种单产指标对比

品种	区域试验			生产试验			
	亩产	比照增产	比照对象	亩产	比照增产	比照对象	推广区域
登海 605	659.0 千克	5.30%	郑单 958	614.9 千克	5.50%	郑单 958	黄淮海夏播区
登海 662	666.7 千克	5.80%	郑单 958	626.2 千克	3.40%	郑单 958	黄淮海夏播区
郑单 958	583.9 千克	22.20%	掖单 19	587.1 千克	7%	当地品种	黄淮海夏播区
先玉 335	579.5 千克	11.30%	农大 108	509.2 千克	4.70%	当地品种	黄淮海夏播区
浚单 20	612.7 千克	9.19%	农大 108	588.9 千克	10.73	当地品种	黄淮海夏播区
农华 101	652.8 千克	5.40%	郑单 958	611.0 千克	4.20%	郑单 958	黄淮海夏播区

来源：中原证券研究所 农业部

图表 21: 国审主要品种性状指标对比

品种	成熟时间	株高	穗高	穗长	穗行数	百粒重	籽粒容重	粗蛋白含量	粗脂肪含量	粗淀粉含量	赖氨酸含量	每亩株密度
登海 605	101 天	259 厘米	99 厘米	18 厘米	16-18 行	34.4 千克	766 克/升	9.35%	3.76%	73.40%	0.31%	4000-4500
登海 662	101 天	272 厘米	96 厘米	18.8 厘米	14-16 行	30.8 千克	741 克/升	9.33%	3.94%	71.22%	0.30%	4000-4500
郑单 958	96 天	246 厘米	110 厘米	16.9 厘米	14-16 行	30.7 千克	-	9.33%	3.98%	73.02%	0.25%	4000-4500
先玉 335	98 天	286 厘米	103 厘米	18.5 厘米	15.8 行	34.3 千克	-	9.55%	4.08%	74.16%	0.30%	4000-4500
浚单 20	97 天	242 厘米	106 厘米	16.8 厘米	-	32 千克	758 克/升	10.20%	4.69%	70.33%	0.33%	4000-4500
农华 101	100 天	296 厘米	101 厘米	18 厘米	16-18 行	36.7 千克	738 克/升	10.90%	3.48%	71.35%	0.32%	4500

来源: 中原证券研究所 农业部

图表 22: 国审主要品种抗性指标对比

品种	茎腐病	玉米螟	大斑病	小斑病	矮花叶病	弯孢菌叶斑病	瘤黑粉病	褐斑病	南方锈病	抗倒伏
登海 605	高抗	中抗	感	感	感	感	高感	高感	高感	高抗
登海 662	感	高感	感	感	感	感	感	-	-	高抗
郑单 958	感	感	抗	抗	高抗	抗	抗	-	-	抗
先玉 335	高抗	感	感	感	感	抗	抗	-	-	不抗
浚单 20	抗	抗	感	抗	高抗	抗	感	-	-	不抗
农华 101	感	感	感	感	抗	感	感	高感	高感	不抗

来源: 中原证券研究所 农业部

登海种业制种产能充足,不构成生产瓶颈。预计超试系列在黄淮海夏播区销量将平稳增长,同时可能开拓北方春播区。按每年 25-30%的增速计算,2013 年产品销量有望达到 2300 万公斤。由于行业整体供大于求的格局依旧,预计未来两年产品价格上涨幅度落后于成本,导致毛利率呈下滑态势。

图表 23: 超试系列销售收入预测

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销量(万公斤)	140	640	1400	1800	2300
单价(元/公斤)	14.5	20	21	22	23
销售收入(万元)	2030	12800	29400	39600	52900
单位成本(元/公斤)	6.5	7.4	8.9	10	11.5
毛利率	55%	63%	58%	55%	50%

来源: 中原证券研究所

4.2 其他品种填补春播区域

登海种业的业务范围主要集中在黄淮海夏播区，而在其他区域的业务份额相对较少。在北方春播区，公司主要依靠合资公司登海良玉开拓市场，目前主打品种为良玉 66、良玉 88、良玉 188、良玉 208。

良玉 66、良玉 88 于 2008 年通过辽宁省审定，良玉 188、良玉 208 则分别于 2010 年、2011 年通过国审，上述品种在 2011 年为公司带来 7000 万左右收入以及 1600 万净利润，未来增长空间较大。

此外，公司购买了 2011 年国审新品种京科 968 的经营权。品种具备高产特征，2010 年生产试验平均亩产 716.3 千克，比照郑单 958 增产 10.5%；此外品种抗病性优良，高抗玉米螟，中抗大斑病、灰斑病、丝黑穗病、茎腐病和弯孢菌叶斑病。综合来看，有望成为北方春播区主力品种，可能为公司带来高额收益。

5、盈利预测与估值

5.1 盈利预测

基于先玉 335 增速放缓、超试系列稳步扩张的判断，预计未来两年登海种业营收仍将保持 15%左右增速。但由于玉米种子行业整体供大于求的格局趋于恶化，同时公司原先采取的“饥饿销售策略”可能无法延续，因而玉米种子价格涨幅极有可能跑输制种成本涨幅，公司毛利率将持续下滑，导致公司净利润增幅大幅放缓。

图表 24：登海种业各项业务收入预测

单位：千万元

	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012E	2013E
玉米种	39.02	54.36	90.41	111.44	124.81	149.77
蔬菜种	1.48	1.48	1.69	1.66	1.66	1.66
花卉	0.42	0.41	0.39	0.54	0.59	0.65
其他	0.54	0.53	0.59	0.87	0.87	0.87
合计	41.46	56.78	93.08	114.51	127.93	152.95
增长率		37%	64%	23%	12%	20%

来源：中原证券研究所

图表 25: 登海种业利润预测

单位: 千万元

	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 E	2013 年 E
营业收入	41.69	57.91	93.78	115.30	127.93	152.95
毛利率	53.99%	57.13%	65.72%	58.14%	54.58%	50.73%
销售费用	7.32	9.09	7.83	10.62	12.79	16.82
管理费用	5.50	6.01	14.43	16.18	17.91	21.41
财务费用	-0.81	-1.08	-1.49	-2.47	-2.47	-3.10
营业利润	5.24	18.89	40.04	42.02	39.57	39.98
净利润	6.16	18.45	38.45	41.28	38.76	39.17
归属母公司净利润	0.26	9.36	20.87	23.22	24.03	25.07
EPS(元)	0.01	0.53	1.19	0.66	0.68	0.71

来源: 中原证券研究所

5.2 估值

预计公司 2012-2013 年营业收入 12.79 亿元、15.30 亿元, 实现归属母公司净利润 2.40 亿元、2.51 亿元, 对应每股收益 (EPS) 0.68 元、0.71 元, 以 5 月 9 日收盘价 23.05 计算, 对应市盈率 34 倍、32 倍。

先玉 335 降速导致公司短期增长速度放缓, 但考虑公司研发实力超群, 经营管理能力处于不断改良过程中, 长期发展仍然值得看好。目前杂交玉米种子市场的供大于求局面依旧, 未来大浪淘沙式的洗牌在所难免, 在此过程中登海种业有望发展壮大, 给予公司“增持”投资评级。

图表 26: 种业公司估值比较

证券简称	收盘价 (5.8)	EPS			每股 净资产	PE			PB
		2011 年	2012 年 E	2013 年 E		2011 年	2012 年	2013 年	
荃银高科	14.4	0.2	0.25	0.3	5.34	72.00	57.60	48.00	2.70
神农大丰	16.98	0.37	0.49	0.61	8.19	45.89	34.65	27.84	2.07
敦煌种业	7.77	0.08	0.34	0.55	2.37	97.13	22.85	14.13	3.28
登海种业	23.5	0.66	0.68	0.71	3.3	35.61	34.56	33.10	7.12

来源: 中原证券研究所

6、风险提示

极端天气影响或病虫害灾害; 超试系列品种推广效果不及预期; 制种成本涨幅超过预期。

资产负债表					利润表				
(千万)					(千万)				
	2010A	2011A	2012E	2013E		2010A	2011A	2012E	2013E
流动资产	153.32	182.17	224.46	275.78	营业收入	93.78	115.30	127.93	152.95
现金	120.93	121.49	154.82	189.19	营业成本	32.15	48.26	58.11	75.36
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税费	0.01	0.03	0.03	0.03
应收票据	0.00	0.00	0.00	0.00	销售费用	7.83	10.62	12.79	16.82
应收款项	1.43	12.53	12.67	15.14	管理费用	14.43	16.18	17.91	21.41
存货	25.34	39.47	48.23	62.54	财务费用	-1.49	-2.47	-2.46	-3.07
其他	5.63	8.67	8.75	8.90	资产减值损失	0.83	0.67	1.99	2.44
非流动资产	41.94	46.59	46.39	45.02	公允价值变动收	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	益	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	36.73	37.94	38.24	37.64	投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	2.19	3.69	3.51	3.33	营业利润	40.04	42.02	39.56	39.95
其他	3.02	4.96	4.65	4.05	营业外收入	1.40	0.43	0.50	0.50
资产总计	195.26	228.76	270.85	320.79	营业外支出	2.62	0.64	0.80	0.80
流动负债	63.28	56.44	66.81	85.08	利润总额	38.81	41.81	39.26	39.65
短期借款	0.00	0.90	0.90	0.90	所得税	0.36	0.53	0.51	0.52
应付帐款	3.65	2.79	3.49	4.52	净利润	38.45	41.28	38.75	39.14
预收帐款	32.99	10.24	10.94	12.31	少数股东权益	17.58	18.05	14.73	14.09
其他	26.64	42.51	51.49	67.34	归属母公司净利	20.87	23.22	24.03	25.05
长期负债	1.86	2.98	3.16	3.21	润				
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EPS (元)	1.19	0.66	0.68	0.71
其他	1.86	2.98	3.16	3.21					
负债合计	65.14	59.42	69.97	88.28	主要财务比率				
股本	17.60	35.20	35.20	35.20		2010A	2011A	2012E	2013E
资本公积金	24.05	6.45	6.45	6.45	每股指标				
未分配利润	46.30	65.58	80.00	95.03	每股收益	1.19	0.66	0.68	0.71
少数股东权益	36.79	56.31	71.04	85.13	每股经营现金	1.77	0.02	0.95	0.98
母公司所有者权益	93.33	113.03	129.85	147.39	每股净资产	5.30	3.21	3.69	4.19
负债及权益合计	195.26	228.76	270.85	320.80	增长率				
					营业收入增长率	61.94%	22.95%	10.96%	19.56%
					营业利润增长率	111.98%	4.95%	-5.85%	1.00%
					净利润增长率	122.97%	11.25%	3.46%	4.26%
					获利能力				
					毛利率	65.72%	58.14%	54.58%	50.73%
					净利率	22.26%	20.14%	18.78%	16.38%
					ROE	22.37%	20.54%	18.50%	17.00%
					ROIC	30.80%	24.57%	22.50%	20.13%
					偿债能力				
					资产负债率	28.48%	21.94%	21.81%	25.70%
					流动比率	2.42	3.23	3.36	3.24
					速动比率	2.02	2.53	2.64	2.51
					营运能力				
					资产周转率	0.53	0.54	0.51	0.52
					存货周转率	1.32	1.46	1.31	1.34
					应收帐款周转率	207.87	19.09	11.10	12.10
					估值比率				
					PE	19.59	35.21	34.04	32.64
					PB	4.38	7.23	6.30	5.55

资料来源：公司报表、中原证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。

负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。