

## 登海种业 (002041)

### 新老品种接力，区域扩张可期

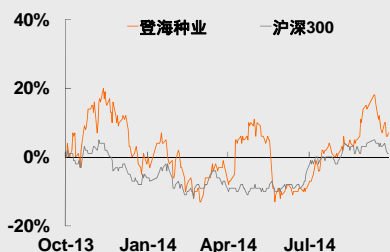
#### 推荐 (首次)

现价：33.47 元

#### 主要数据

行业	平安农林牧渔
公司网址	www.denghai.com
大股东/持股	莱州市农业科学院 /53.10%
实际控制人/持股	李登海/44.07%
总股本(百万股)	352
流通 A 股(百万股)	329
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	118
流通 A 股市值(亿元)	110
每股净资产(元)	5.06
资产负债率(%)	20.46

#### 行情走势图



#### 相关研究报告

#### 证券分析师

赵小燕  
投资咨询资格编号  
S1060111080160  
021-38638650  
ZHAOXIAOYAN488@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告,如经由未经许可的渠道获得研究报告,请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

#### 投资要点

##### ■ 玉米种业龙头，品种优势显著：

公司主营玉米种子，2013年15亿元的营业收入中，玉米种子收入占比达96%。在“中国紧凑型杂交玉米之父”李登海先生的带领下，公司一直致力于高产、优质、抗逆性强、适宜机械化采收的玉米品种研发，研发投入力度及优质品种储备行业领先。目前公司主要的玉米种子产品包括母公司的登海605、子公司登海先锋的先玉335、以及子公司登海良玉的良玉99号等。

##### ■ 新老品种接力：

公司主要品种中先玉335已进入成熟期，以登海605为代表的超试系列成为接力品种。从2013/2014销售季的利润贡献来看，登海先锋的净利润贡献已下降至40%，而母公司则上升至61%。

展望下一销售季，尽管套牌及库存的问题仍将困扰先玉335，但考虑其较为突出的高产、稳定性，以及今年优秀的大田表现，预计先玉335推广面积维持稳定。同时，预计正处快速成长期的登海605的推广面积增长40%。

##### ■ 区域扩张可期：

黄淮海、黑吉辽区域为中国玉米主产地。其中，黄淮海区域为公司的传统优势区域，而黑吉辽是公司正在扩展的重要市场之一。自2012年良玉99号打入东北市场，其突出的抗倒性受到市场青睐，并得到快速推广。截止2013/14播种季，其种植面积已占到该区域市场5%。2014年绿色通道机制实施后，公司研发优势向品种储备的转换将加速，预计将凭借突出的品种研发实力进一步区域扩张。

##### ■ 行业趋势向好，关注种业龙头：

考虑2014年杂交玉米制种面积再度大幅下降23%，预计2015年行业库存或将有所下降。行业即将迎来供需改善的背景下，以登海种业为代表的具备优势品种的种业龙头将率先受益。预计公司2014~2016年EPS分别为1.09、1.34、1.60元，对应2014年11月10日33.47元的收盘价，PE分别为30.8、24.9、20.9倍，首次覆盖给予“推荐”评级。

■ 风险提示：套牌种子现象恶化；重大自然灾害；先玉335销售低于预期等。

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	1,171	1,505	1,704	2,012	2,325
YoY(%)	1.5	28.6	13.2	18.1	15.5
净利润(百万元)	258	338	382	473	564
YoY(%)	11.0	31.0	13.2	23.9	19.1
毛利率(%)	59.3	59.1	59.8	59.9	60.0
净利率(%)	22.0	22.4	22.4	23.5	24.2
ROE(%)	19.1	20.4	19.1	19.1	18.6
EPS(摊薄/元)	0.73	0.96	1.09	1.34	1.60
P/E(倍)	45.7	34.9	30.8	24.9	20.9
P/B(倍)	8.7	7.1	5.9	4.8	3.9

## 正文目录

一、 玉米种业龙头.....	4
二、 品种优势显著.....	4
三、 新老品种接力.....	6
四、 区域扩张可期.....	8
五、 行业趋势向好，关注种业龙头.....	8

## 图表目录

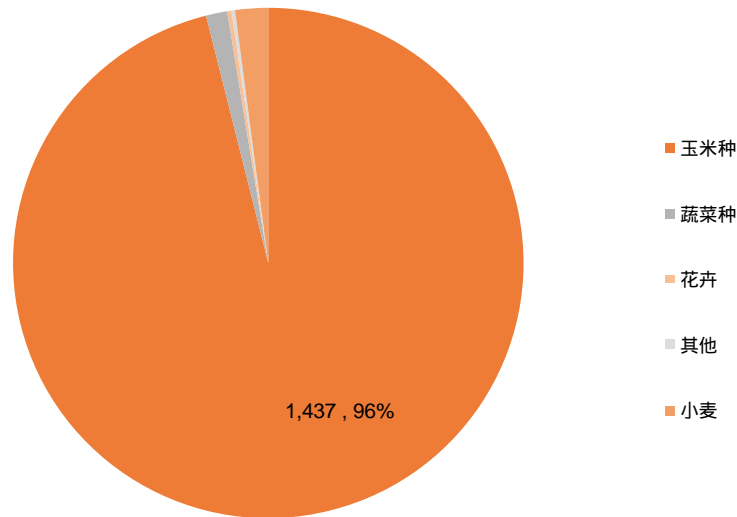
图表 1	公司收入构成（百万元）	4
图表 2	公司股权结构	4
图表 3	公司研发投入较高	5
图表 4	公司主要子公司概况	5
图表 5	2013 年公司主要子公司盈利（百万元）	6
图表 6	先玉 335 推广面积（万亩）	6
图表 7	登海先锋收入及增速（百万元）	6
图表 8	登海 605 推广面积（万亩）	7
图表 9	母公司收入及增速（百万元）	7
图表 10	母公司已成公司利润贡献主体（百万元）	7
图表 11	中国玉米种植区域分布	8
图表 12	登海良玉收入及增速（百万元）	8
图表 13	杂交玉米制种面积和制种量	9
图表 14	杂交玉米库存量	9

## 一、玉米种业龙头

公司主营玉米种子，2013 年 15 亿元的营业收入中，玉米种子收入占比达到 96%。

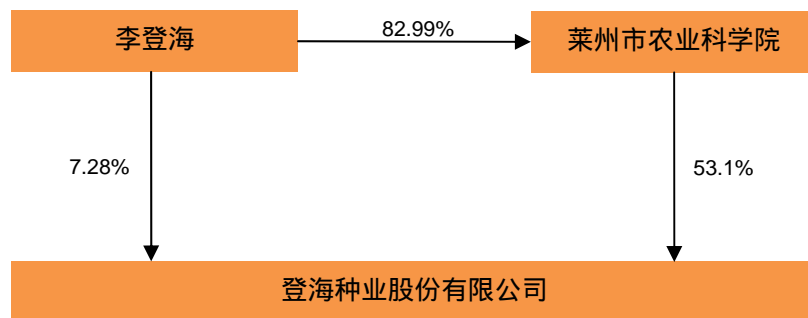
公司是由中国著名玉米育种和栽培专家、被称为“中国紧凑型杂交玉米之父”的李登海先生创建的中国种业领先企业，是国内最早从事种子“育繁推”一体化的企业之一，位列中国种业五十强的第三位。

图表1 公司收入构成（百万元）



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表2 公司股权结构



资料来源：公司公告、平安证券研究所

## 二、品种优势显著

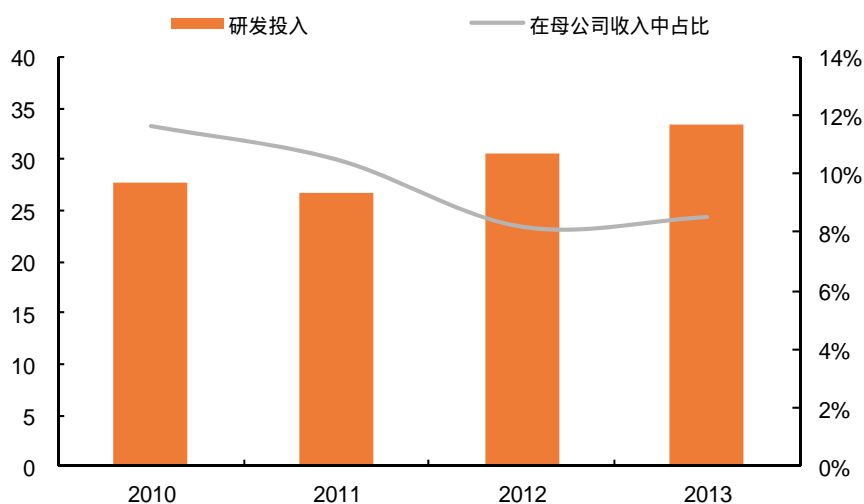
种子行业具备“品种为王”的特征，丰富的优质品种储备是保障种子公司持续发展的基础。在“中国紧凑型杂交玉米之父”李登海先生的带领下，公司一直致力于高产、优质、抗逆性强、适宜于机

械化采收的玉米品种研发，年研发费用投入逾 3 千万元，占到母公司营业收入约 10%，研发投入力度行业领先。

从品种审定数量来看，公司持续的研发投入有效的转化成为优质品种储备。1998~2013 年公司通过国审的玉米品种数量共 30 个，占到当年全国国审品种总数的 6.4%，基本每年均有国审品种推出，有效丰富了公司的品种储备。

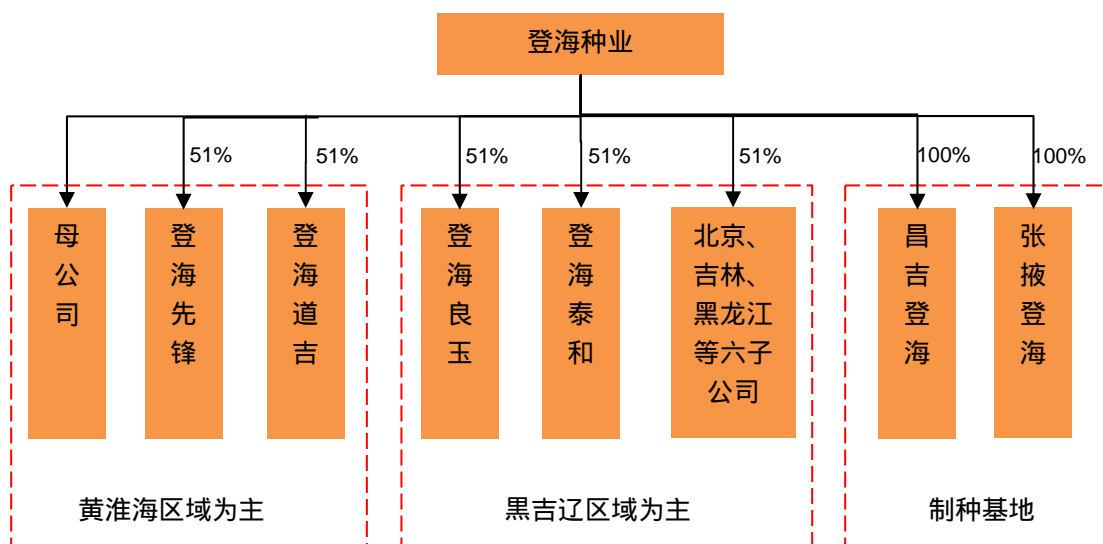
目前公司主要的玉米种子产品包括母公司的登海 605、子公司登海先锋的先玉 335、以及子公司登海良玉的良玉 99 号等。

图表3 公司研发投入较高



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表4 公司主要子公司概况



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表5 2013年公司主要子公司盈利（百万元）

公司名称	股权比例	收入	净利
母公司	-	392	172
登海先锋	51%	846	370
登海良玉	51%	175	73
登海五岳	51%	67	11
登海和泰	51%	21	7
登海道吉	51%	19	4
昌吉登海	100%	28	8
张掖登海	100%	78	1

资料来源：公司公告、平安证券研究所

### 三、新老品种接力

公司主要品种中先玉 335 已进入成熟期,以登海 605 为代表的超试系列成为接力品种。从 2013/2014 销售季的利润贡献来看,登海先锋的净利润贡献已下降至 40%,而母公司则上升至 61%。

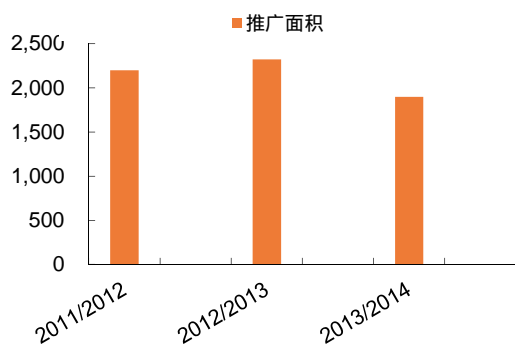
展望下一销售季,尽管套牌及库存的问题仍将困扰先玉 335,但考虑其较为突出的高产、稳定性,以及今年优秀的大田表现,预计先玉 335 推广面积维持稳定。同时,正处快速成长期的登海 605 的推广面积将增长 40%。

#### ➤ 先玉 335 已进入成熟期

登海先锋是公司与国外种业巨头先锋公司的合资企业,主推产品先玉 335 对国内玉米种业来说曾是划时代的产品。自 2005 年开始推广,先玉 335 推广面积快速增长并已成为国内种植面积排名第二的玉米种子品种。登海先锋负责先玉 335 在黄淮海区域的销售,也随之成为公司主要的利润来源之一。

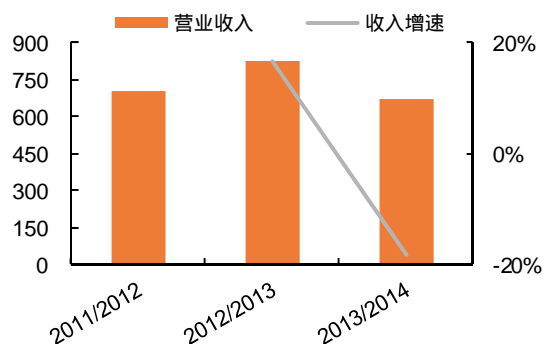
经过多年推广,先玉 335 已进入成熟期,推广面积增长面临瓶颈。2013/2014 销售季登海先锋出现销售收入同比下滑。国内套牌种子低价倾销、激进销售策略下经销商集中退货是导致登海先锋销售不及预期的主要原因。展望下一销售季,尽管套牌及渠道库存的问题仍将困扰先玉 335,但考虑其较为突出的高产、稳定性,以及 2014 年优秀的大田表现,预计下一销售季先玉 335 的价格、销量将维持稳定。

图表6 先玉335推广面积（万亩）



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表7 登海先锋收入及增速（百万元）



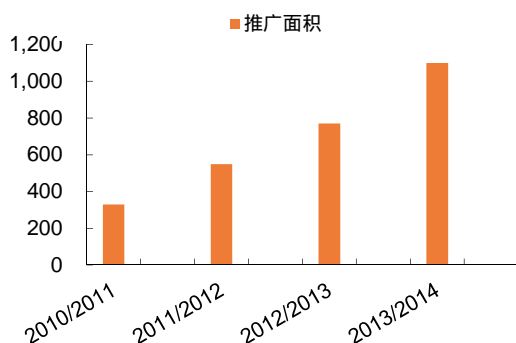
资料来源：公司公告、平安证券研究所

➤ 登海 605 正处快速成长期

登海 605 为公司自主研发的针对黄淮海市场的又一大品种，具备适应性广、根系发达、高抗倒伏、棒大粒深产量高的突出特点。登海 605 自 4Q2010 开始推广，截止 2013/2014 销售季，推广面积已快速扩张至 1100 万亩。以登海 605 为代表的超试系列带动下，母公司的收入及盈利重回增长。截止 2013/2014 销售季，母公司的净利润贡献占比已达到 61%，成为公司利润贡献主体。

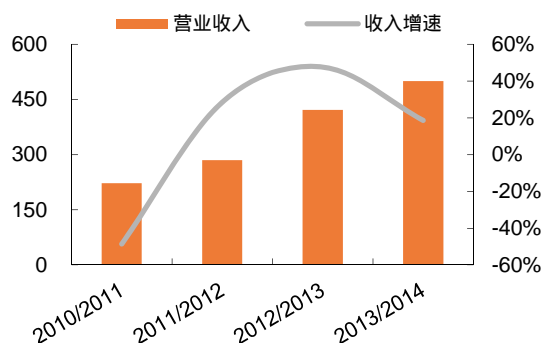
2013/2014 仅是登海 605 的第四个销售推广季，登海 605 仍在快速成长期。考虑 2014 年登海 605 大田表现出色，预计 2014/2015 销售季登海 605 推广面积仍能维持 40% 的增速。

图表8 登海605推广面积（万亩）



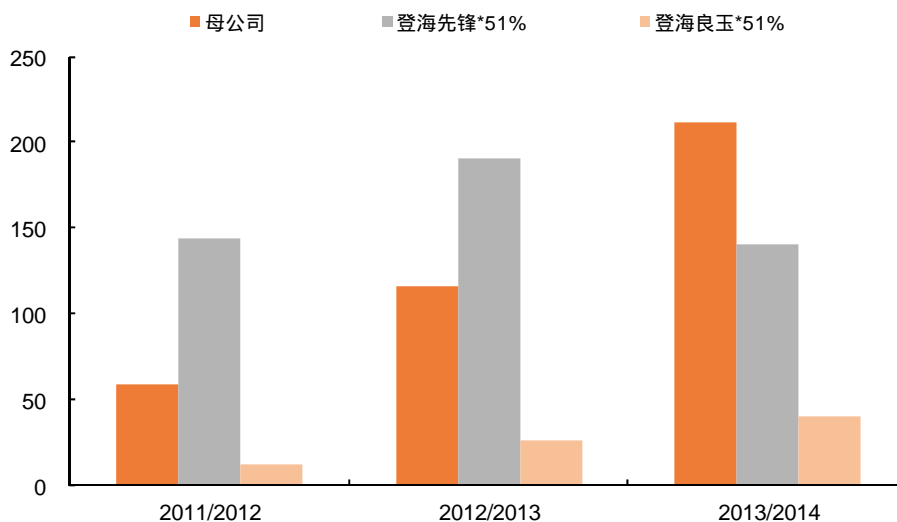
资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表9 母公司收入及增速（百万元）



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表10 母公司已成公司利润贡献主体（百万元）



资料来源：公司公告、平安证券研究所

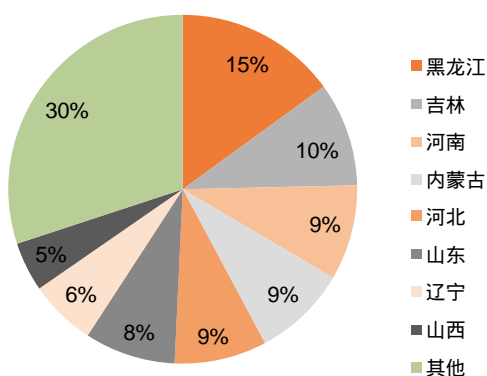
## 四、 区域扩张可期

黄淮海及黑吉辽地区是中国玉米主产地，种植面积分别达到 1.6 亿亩左右，均约占全国玉米种植面积的 30%。其中，黄淮海区域为公司的传统优势区域，公司先玉 335 以及登海 605 在黄淮海区域的种植面积占比已达到约 20%。

黑吉辽是公司正在扩展的重要市场之一。自 2012 年良玉 99 号打入东北市场，其突出的抗倒性受到市场青睐，并得到快速推广。截止 2013/14 播种季，其种植面积已占到该区域市场 5%。

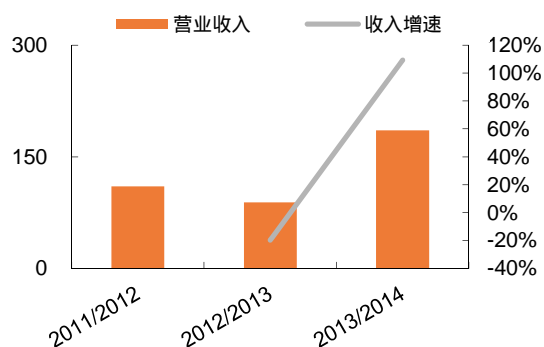
2014 年实施的绿色通道机制加速了种子品种审定周期，这一政策将进一步推动种业龙头研发优势向品种储备的转换，直接利好登海等研发优势突出的种业龙头。2014 年中旬公司在北京、吉林、黑龙江、辽宁、山西、山东莱州六地成立了全资子公司，意在借助母公司的品种研发实力进一步发力黑吉辽市场。

图表11 中国玉米种植区域分布



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表12 登海良玉收入及增速（百万元）



资料来源：公司公告、平安证券研究所

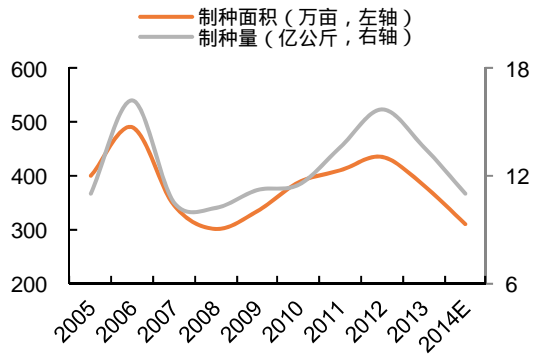
## 五、 行业趋势向好，关注种业龙头

自 2011 年制种大幅增产，杂交玉米种子行业进入持续的景气下行周期。2014 年行业的可供种量达到 23.6 亿公斤，接近年需种量的两倍，行业供需压力仍存。但另一方面，考虑 2014 年杂交玉米制种面积再度大幅下降 23%，且部分库存种子面临过期转商的压力，2015 年行业库存或将有所下降。

行业将迎来供需改善的背景下，以登海种业为代表的具备优势品种的种业龙头将率先受益。预计公司 2014~2016 年 EPS 分别为 1.09、1.34、1.60 元，对应 2014 年 11 月 10 日 33.47 元的收盘价，PE 分别为 30.8、24.9、20.9 倍，首次覆盖给予“推荐”评级。

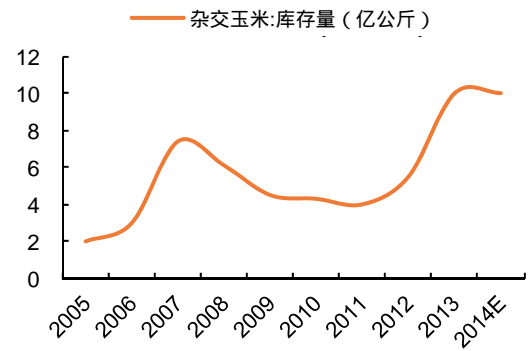


图表13 杂交玉米制种面积和制种量



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表14 杂交玉米库存量



资料来源：公司公告、平安证券研究所

资产负债表		单位:百万元			
会计年度	2013 A	2014E	2015E	2016E	
<b>流动资产</b>	2866	3488	4429	5514	
现金	1492	2516	3447	4567	
应收账款	74	76	90	104	
其他应收款	13	14	16	19	
预付账款	56	62	73	84	
存货	695	815	799	736	
其他流动资产	537	5	5	5	
<b>非流动资产</b>	629	625	583	540	
长期投资	0	0	0	0	
固定资产	551	511	469	425	
无形资产	45	45	44	43	
其他非流动资产	32	70	71	71	
<b>资产总计</b>	3495	4113	5012	6054	
<b>流动负债</b>	845	882	980	1068	
短期借款	4	4	4	4	
应付账款	109	122	144	165	
其他流动负债	732	756	832	898	
<b>非流动负债</b>	57	28	31	33	
长期借款	0	0	0	0	
其他非流动负债	57	28	31	33	
<b>负债合计</b>	902	910	1010	1101	
少数股东权益	938	1200	1526	1914	
股本	352	352	352	352	
资本公积	65	65	65	65	
留存收益	1239	1586	2059	2623	
归属母公司股东权益	1655	2002	2476	3039	
<b>负债和股东权益</b>	3495	4113	5012	6054	

现金流量表		单位:百万元			
会计年度	2013 A	2014E	2015E	2016E	
<b>经营活动现金流</b>	628	1077	895	1068	
净利润	565	645	799	952	
折旧摊销	62	60	61	63	
财务费用	-34	-39	-53	-71	
投资损失	-2	0	0	0	
营运资金变动	-11	432	86	122	
其他经营现金流	48	-22	2	2	
<b>投资活动现金流</b>	-617	-56	-18	-18	
资本支出	93	15	15	15	
长期投资	-532	37	0	0	
其他投资现金流	-1056	-4	-3	-3	
<b>筹资活动现金流</b>	-75	4	53	71	
短期借款	-1	0	0	0	
长期借款	0	0	0	0	
普通股增加	0	0	0	0	
资本公积增加	0	0	0	0	
其他筹资现金流	-74	4	53	71	
<b>现金净增加额</b>	-65	1024	930	1120	

利润表		单位:百万元			
会计年度	2013 A	2014E	2015E	2016E	
<b>营业收入</b>	1505	1704	2012	2325	
营业成本	615	686	807	929	
营业税金及附加	1	1	1	1	
营业费用	131	170	191	209	
管理费用	202	222	246	279	
财务费用	-34	-39	-53	-71	
资产减值损失	8	8	8	8	
公允价值变动收益	0	0	0	0	
投资净收益	2	0	0	0	
<b>营业利润</b>	585	657	814	969	
营业外收入	14	0	0	0	
营业外支出	23	0	0	0	
<b>利润总额</b>	576	657	814	969	
所得税	11	12	15	18	
<b>净利润</b>	565	645	799	952	
少数股东损益	227	263	326	388	
<b>归属母公司净利润</b>	338	382	473	564	
EBITDA	613	678	822	962	
EPS (元)	0.96	1.09	1.34	1.60	

主要财务比率					
会计年度	2013 A	2014E	2015E	2016E	
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	28.6	13.2	18.1	15.5	
营业利润(%)	33.1	12.3	23.9	19.1	
归属于母公司净利润(%)	31.0	13.2	23.9	19.1	
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	59.1	59.8	59.9	60.0	
净利率(%)	22.4	22.4	23.5	24.2	
ROE(%)	20.4	19.1	19.1	18.6	
ROIC(%)	48.5	94.7	146.1	256.6	
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	25.8	22.1	20.2	18.2	
净负债比率(%)	0.44	0.44	0.40	0.36	
流动比率	3.39	3.95	4.52	5.16	
速动比率	2.56	3.02	3.70	4.47	
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.47	0.45	0.44	0.42	
应收账款周转率	19	20	22	21	
应付账款周转率	6.03	5.93	6.08	6.02	
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.96	1.09	1.34	1.60	
每股经营现金流(最新摊薄)	1.78	3.06	2.54	3.03	
每股净资产(最新摊薄)	4.70	5.69	7.03	8.63	
<b>估值比率</b>					
P/E	34.9	30.8	24.9	20.9	
P/B	7.1	5.9	4.8	3.9	
EV/EBITDA	18	17	14	12	

## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2014 版权所有。保留一切权利。

## 中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳	上海	北京
深圳福田区中心区金田路 4036 号 荣超大厦 16 楼	上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融 大厦 25 楼	北京市西城区金融大街 23 号平 安大厦 6 楼 601 室
邮编：518048	邮编：200120	邮编：100031
传真：(0755) 82449257	传真：(021) 33830395	