

2017年03月30日

登海种业 (002041.SZ)

玉米种子销量拖累公司业绩，期待优质品种持续放量！

■事件：17年3月29日，公司发布2017年第一季度业绩预告，预计一季度盈利3700-5500万元，同比下降54.26-69.23%。

我们的分析和判断：

■种子销量拖累公司业绩：受到粮食价格低迷、黄淮海个别区域调整种植结构玉米种植面积减小，玉米种子市场启动迟缓，公司玉米种子销量同比大幅度下降，造成公司第一季度净利润较去年同期出现大幅度下降。

■玉米价格或企稳，公司环境边际有望改善。根据草根调研，16年国家计划调减玉米种植面积1000万亩，实际调减约3000万亩，预计17年将继续调减约2000万亩，玉米种植面积调减幅度减弱，玉米价格逐步企稳，上游种子、种植服务商环境边际将得到改善。

■主打品种持续放量驱动业绩稳定增长：15年，受南方锈病的影响，黄淮海地区进入全面换代期，占据黄淮海地区推广面积头把交椅近10年的郑单958被逐渐替代，公司的登海605、登海618、先玉335凭借其在抗青枯病中的优异表现，市场竞争力加强，推广面积进一步提高。当前玉米价格处在低谷+竞争加剧，种子价格面压力，根据我们草根调研，登海605在15/16销售季推广面积预计超过1500万亩，主打品种的持续放量将是公司业绩增长的主要驱动力。

■当前行业进入市场化改革深化阶段。政策的调整方向是建立商业化育种体系，推进种企兼并收购做大做强。面对行业的变化，从公司的经营动向看，公司的经营理念及方式出现积极转变的迹象，这将为公司的成长注入新的活力，有望为公司估值提升打开新空间。

投资建议：

公司是国内杂交玉米种子龙头企业，研发实力雄厚，品种梯队完善，具备穿越行业周期的潜能。预计2016-18年公司净利润分别为4.44、5.33、6.43亿元，对应EPS分别为0.50、0.61、0.73元，同比增长20.5%、20.1%、20.5%，6个月目标价21元，维持“买入-A”评级。

■风险提示：自然灾害风险；政策风险；玉米价格波动。

公司快报

证券研究报告

种子

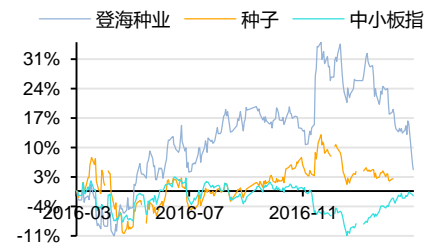
投资评级 **买入-A**
维持评级

6个月目标价：**21元**
股价(2017-03-29) **15.62元**

交易数据

总市值(百万元)	13,745.60
流通市值(百万元)	13,649.72
总股本(百万股)	880.00
流通股本(百万股)	873.86
12个月价格区间	13.21/20.11元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-18.18	-21.74	4.95
绝对收益	-15.25	-16.74	7.28

李佳丰

分析师

SAC 执业证书编号：S1450516040001

lijf3@essence.com.cn

021-35082017

相关报告

登海种业：业绩稳健，期待优质品种持续放量！	2017-02-28
登海种业：登海种业(000998.SZ) 季报点评：业绩稳健，期待新销售季的到来！	2016-10-28
登海种业：登海种业(002041.SZ) 2016年半年报点评：品种优势推动业绩逆势增长！	2016-08-22
登海种业：登海种业：玉米种子龙头，布局正当时	2016-06-08
登海种业：登海种业2016年一季报报点评：核心品种放量，盈利增长超预期！	2016-04-26

(万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	148,008.1	153,077.3	160,440.4	185,555.8	212,342.0
净利润	38,037.2	36,838.7	44,395.7	53,339.1	64,278.1
每股收益(元)	0.43	0.42	0.50	0.61	0.73
每股净资产(元)	2.27	2.55	2.95	3.45	4.04
盈利和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
市盈率(倍)	36.1	37.3	31.0	25.8	21.4
市净率(倍)	6.9	6.1	5.3	4.5	3.9
净利润率	25.7%	24.1%	27.7%	28.7%	30.3%
净资产收益率	19.0%	16.4%	17.1%	17.6%	18.1%
股息收益率	0.9%	0.0%	0.6%	0.7%	0.9%
ROIC	48.0%	20.6%	21.1%	21.6%	27.9%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E	(万元)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	148,008.1	153,077.3	160,440.4	185,555.8	212,342.0	成长性					
减:营业成本	62,231.9	71,806.3	72,422.0	84,225.7	96,125.4	营业收入增长率	-1.7%	3.4%	4.8%	15.7%	14.4%
营业税费	46.3	32.3	32.1	37.1	43.2	营业利润增长率	-6.4%	0.2%	5.7%	17.8%	15.7%
销售费用	16,361.3	13,770.7	13,801.1	15,772.2	17,412.0	净利润增长率	12.6%	-3.2%	20.5%	20.1%	20.5%
管理费用	19,577.0	18,952.6	19,172.6	20,689.5	23,676.1	EBITDA 增长率	-1.8%	2.3%	4.8%	15.8%	13.5%
财务费用	-1,146.6	-231.9	-461.7	-960.0	-1,607.2	EBIT 增长率	-2.7%	1.9%	5.3%	17.1%	14.9%
资产减值损失	2,470.3	2,794.9	500.0	200.0	200.0	NOPLAT 增长率	-3.5%	-7.0%	15.8%	17.1%	14.9%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	116.9%	13.1%	14.2%	-10.9%	5.9%
投资和汇兑收益	6,288.5	8,914.7	3,000.0	2,700.0	2,500.0	净资产增长率	12.0%	9.7%	15.0%	15.5%	15.4%
营业利润	54,756.5	54,867.1	57,974.2	68,291.2	78,992.3	利润率					
加:营业外净收支	243.6	421.5	618.6	632.4	690.8	毛利率	58.0%	53.1%	54.9%	54.6%	54.7%
利润总额	55,000.2	55,288.6	58,592.9	68,923.6	79,683.2	营业利润率	37.0%	35.8%	36.1%	36.8%	37.2%
减:所得税	1,450.1	6,143.3	1,293.2	1,521.2	1,758.7	净利润率	25.7%	24.1%	27.7%	28.7%	30.3%
净利润	38,037.2	36,838.7	44,395.7	53,339.1	64,278.1	EBITDA/营业收入	40.5%	40.1%	40.1%	40.2%	39.8%
						EBIT/营业收入	36.2%	35.7%	35.8%	36.3%	36.4%
资产负债表						运营效率					
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	固定资产周转天数	135	132	118	92	72
货币资金	52,383.2	40,682.0	56,959.2	146,061.7	193,833.8	流动营业资本周转天数	287	462	522	464	400
交易性金融资产	-	-	-	-	-	流动资产周转天数	750	803	864	883	905
应收账款	8,295.2	10,316.4	8,222.9	13,537.3	11,547.8	应收账款周转天数	21	22	21	21	21
应收票据	-	-	-	-	-	存货周转天数	168	146	165	163	157
预付账款	3,514.2	2,336.9	6,505.1	3,312.1	6,945.6	总资产周转天数	905	970	1,020	1,004	1,004
存货	68,406.5	56,077.8	91,330.2	76,699.2	107,989.7	投资资本周转天数	419	591	641	559	474
其他流动资产	197,194.3	243,857.1	253,557.1	253,557.1	253,557.1	投资回报率					
可供出售金融资产	500.0	1,160.0	553.3	737.8	817.0	ROE	19.0%	16.4%	17.1%	17.6%	18.1%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	13.6%	11.4%	11.9%	12.1%	12.4%
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROIC	48.0%	20.6%	21.1%	21.6%	27.9%
投资性房地产	1,234.3	1,189.5	1,189.5	1,189.5	1,189.5	费用率					
固定资产	56,316.5	55,952.2	49,506.8	45,568.9	38,799.5	销售费用率	11.1%	9.0%	8.6%	8.5%	8.2%
在建工程	1,251.3	2,078.8	2,078.8	4,247.3	4,247.3	管理费用率	13.2%	12.4%	12.0%	11.2%	11.2%
无形资产	5,321.8	7,236.7	6,836.0	6,435.2	6,034.5	财务费用率	-0.8%	-0.2%	-0.3%	-0.5%	-0.8%
其他非流动资产	516.1	8,870.3	2,923.5	3,717.1	4,956.1	三费/营业收入	23.5%	21.2%	20.3%	19.1%	18.6%
资产总额	394,933.5	429,757.7	479,662.5	555,063.3	629,918.0	偿债能力					
短期债务	-	-	-	-	-	资产负债率	26.5%	25.9%	23.7%	23.8%	22.5%
应付账款	44,902.6	40,558.8	49,918.0	55,593.6	62,710.7	负债权益比	36.0%	34.9%	31.0%	31.2%	29.0%
应付票据	-	-	-	-	-	流动比率	3.47	3.47	3.96	4.01	4.32
其他流动负债	50,033.3	61,255.7	55,290.1	67,310.9	70,006.5	速动比率	2.75	2.92	3.09	3.39	3.51
长期借款	-	-	-	-	-	利息保障倍数	-46.75	-235.59	-124.57	-70.14	-48.15
其他非流动负债	9,665.4	9,442.9	8,262.9	9,123.7	8,943.2	分红指标					
负债总额	104,601.3	111,257.3	113,470.9	132,028.1	141,660.4	DPS(元)	0.14	-	0.09	0.11	0.14
少数股东权益	90,277.1	93,926.6	106,185.3	119,545.5	132,509.7	分红比率	32.4%	0.0%	18.8%	18.8%	18.8%
股本	35,200.0	88,000.0	88,000.0	88,000.0	88,000.0	股息收益率	0.9%	0.0%	0.6%	0.7%	0.9%
留存收益	164,855.1	136,573.8	172,006.2	215,489.7	267,747.9						
股东权益	290,332.2	318,500.4	366,191.6	423,035.2	488,257.6						
						业绩和估值指标					
现金流量表						EPS(元)	0.43	0.42	0.50	0.61	0.73
	2014	2015	2016E	2017E	2018E	BVPS(元)	2.27	2.55	2.95	3.45	4.04
净利润	53,550.0	49,145.3	44,395.7	53,339.1	64,278.1	PE(X)	36.1	37.3	31.0	25.8	21.4
加:折旧和摊销	6,594.9	7,146.7	6,846.1	7,170.1	7,170.1	PB(X)	6.9	6.1	5.3	4.5	3.9
资产减值准备	2,470.3	2,794.9	-	-	-	P/FCF	-15.4	231.5	213.8	15.9	28.5
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/S	9.3	9.0	8.6	7.4	6.5
财务费用	2.0	7.8	-461.7	-960.0	-1,607.2	EV/EBITDA	19.4	24.8	22.1	18.0	15.4
投资损失	-6,288.5	-8,914.7	-3,000.0	-2,700.0	-2,500.0	CAGR(%)	8.0%	16.6%	0.5%	8.0%	16.6%
少数股东损益	15,512.9	12,306.6	12,904.0	14,063.4	13,646.4	PEG	4.5	2.2	65.8	3.2	1.3
营运资金的变动	-120,951.9	-29,248.3	-38,866.7	30,273.1	-24,541.2	ROIC/WACC					
经营活动产生现金流量	73,656.7	56,385.7	21,817.4	101,185.8	56,446.4	REP					
投资活动产生现金流量	-147,173.6	-46,232.0	3,606.7	-2,484.4	2,420.7						
融资活动产生现金流量	-23,327.1	-21,855.2	-9,146.8	-9,598.8	-11,095.0						

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

李佳丰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
北京联系人	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
深圳联系人	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034