

# 登海种业 (002041.SZ)

## 行业承压致短期业绩下滑，品种优势保长期稳增长

### 核心观点：

- 公司 2017Q1 实现营收 2.03 亿元 (yoy-55.7%)；实现归母净利润 4515 万元 (yoy-62.5%)。业绩大幅下滑系行业需求萎缩和销售进度推后。
- **调减种植面积导致需求萎缩，观望情绪推后销售进度**  
各地政府积极响应调减玉米种植面积的政策，造成玉米种业市场体量收缩，如河南、湖北等省部分地区改种花生、芝麻和蔬菜等。另一方面粮价低迷导致农户观望情绪浓厚，出现大范围延迟购种。目前预计登海 605、先玉 335、登海 618 分别推广约 1200/1000/240 万亩左右。行业竞争加剧，普遍降价导致部分中小种企在亏损后逐步退出市场，行业集中度有望提升。
- **研发实力突出，行业龙头地位稳固**  
公司作为国内玉米种业龙头，多年来凭借品种优势和完善的产品梯队使得公司在黄淮海区市占率超过 20%。目前绿色通道中 18 个新品已通过初审正在公示，其中最具潜力的登海 185 具有早熟和广适性的特点，能够增产且更适宜机械化收割。新品过审后，预计 2017 年制种面积约为 17 万亩。制种面积的扩大和制种基地建设导致一季度预付账款同比增加 125%。
- **改种空间有限，主粮区保障产量仍是首要任务**  
虽然农户改种情况存在但空间有限。花生、芝麻、蔬菜等可替代品种不及玉米的需求量大，过度调整会引起供过于求进而导致价格大幅下降。目前大部分饲料企业仍选择购买新粮作为原料，陈化粮仅能进入非食品深加工渠道。因此新粮需求量仍然很大，集中优势保障主粮区产量仍是首要任务。
- **改预计 2017-19 年公司 EPS 分别为 0.55 元/0.69 元/0.83 元**  
考虑到核心品种和新品的推广情况，预计公司 2017-19 年 EPS 分别为 0.55 元/0.69 元/0.83 元，对应 PE 分别为 25.4X/20.1X/16.8X，给予买入评级。
- **风险提示：**政策风险，粮食价格下跌风险，新品推广不达预期风险

### 盈利预测：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1,530.77	1,602.63	1,769.77	2,204.52	2,529.04
增长率(%)	3.42%	4.69%	10.43%	24.57%	14.72%
EBITDA(百万元)	556.62	571.12	657.27	814.29	957.46
净利润(百万元)	368.39	442.20	483.24	610.01	731.62
增长率(%)	-3.15%	20.04%	9.28%	26.23%	19.94%
EPS(元/股)	0.419	0.502	0.549	0.693	0.831
市盈率(P/E)	40.25	37.57	25.40	20.12	16.78
市净率(P/B)	6.60	6.18	3.87	3.25	2.72
EV/EBITDA	25.91	28.40	16.17	11.99	9.24

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

### 公司评级

买入

当前价格

13.95 元

前次评级

买入

报告日期

2017-04-26

### 相对市场表现



分析师：

惠毓伦 S0260511010003



010-59136726



hyl6@gf.com.cn

### 相关研究：

登海种业 (002041.SZ)：行业因素短期影响业绩，长期竞争优势明显 2017-04-21

联系人：

郑颖欣 021-60750607

zhengyingxin@gf.com.cn

**资产负债表**

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	3533	3703	4534	5552	6606
货币资金	407	397	1662	2525	3444
应收及预付	127	115	141	174	202
存货	561	697	730	852	960
其他流动资产	2439	2493	2000	2000	2000
<b>非流动资产</b>	765	765	728	672	618
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	560	544	479	410	340
在建工程	21	49	58	67	78
无形资产	77	91	92	97	102
其他长期资产	107	81	98	98	98
<b>资产总计</b>	4298	4467	5262	6224	7224
<b>流动负债</b>	1018	736	952	1140	1227
短期借款	0	0	0	0	0
应付及预收	900	650	928	1116	1203
其他流动负债	118	86	24	24	24
<b>非流动负债</b>	94	71	20	20	20
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	94	71	20	20	20
<b>负债合计</b>	1113	806	972	1160	1247
股本	880	880	880	880	880
资本公积	29	29	29	29	29
留存收益	1336	1779	2262	2872	3603
归属母公司股东权	2246	2688	3171	3781	4513
少数股东权益	939	973	1119	1283	1464
<b>负债和股东权益</b>	4298	4467	5262	6224	7224

**现金流量表**

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	564	105	1295	785	846
净利润	491	523	629	774	913
折旧摊销	71	72	67	67	67
营运资金变动	136	-446	636	33	-48
其它	-135	-43	-37	-90	-87
<b>投资活动现金流</b>	-462	-76	7	78	73
资本支出	-78	-102	-71	-5	-8
投资变动	-384	26	78	83	81
其他	0	0	0	0	0
<b>筹资活动现金流</b>	-219	-38	-37	0	0
银行借款	5	0	0	0	0
债券融资	-5	0	-37	0	0
股权融资	5	16	0	0	0
其他	-224	-54	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	-117	-10	1265	863	919
<b>期初现金余额</b>	524	407	397	1662	2525
<b>期末现金余额</b>	407	397	1662	2525	3444

**主要财务比率**

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力(%)</b>					
营业收入增长	3.4	4.7	10.4	24.6	14.7
营业利润增长	0.2	4.8	18.0	25.4	17.7
归属母公司净利润增长	-3.2	20.0	9.3	26.2	19.9
<b>获利能力(%)</b>					
毛利率	53.1	53.0	55.9	56.0	57.1
净利率	32.1	32.6	35.5	35.1	36.1
ROE	16.4	16.5	15.2	16.1	16.2
ROIC	15.7	13.9	20.8	26.7	32.0
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	25.9	18.0	18.5	18.6	17.3
净负债比率	-0.1	-0.1	-0.4	-0.5	-0.6
流动比率	3.47	5.03	4.76	4.87	5.38
速动比率	2.90	4.01	3.95	4.08	4.55
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.37	0.37	0.36	0.38	0.38
应收账款周转率	20.76	23.34	21.89	21.95	22.37
存货周转率	1.15	1.20	1.07	1.14	1.13
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.42	0.50	0.55	0.69	0.83
每股经营现金流	0.64	0.12	1.47	0.89	0.96
每股净资产	2.55	3.05	3.60	4.30	5.13
<b>估值比率</b>					
P/E	40.3	37.6	25.4	20.1	16.8
P/B	6.6	6.2	3.9	3.2	2.7
EV/EBITDA	25.9	28.4	16.2	12.0	9.2

**利润表**

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	1531	1603	1770	2205	2529
营业成本	718	753	780	969	1086
营业税金及附加	0	5	5	7	8
销售费用	138	151	172	209	233
管理费用	190	194	223	273	312
财务费用	-2	-3	-10	-21	-30
资产减值损失	28	9	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	89	82	78	83	81
<b>营业利润</b>	549	575	679	851	1001
营业外收入	14	10	11	12	12
营业外支出	9	4	7	6	6
<b>利润总额</b>	553	581	683	857	1007
所得税	61	59	54	83	93
<b>净利润</b>	491	523	629	774	913
少数股东损益	123	80	145	164	182
<b>归属母公司净利润</b>	368	442	483	610	732
EBITDA	557	571	657	814	957
EPS(元)	0.42	0.50	0.55	0.69	0.83

## 广发农林牧渔行业研究小组

- 惠毓伦: TMT 群组首席研究顾问, 发展研究中心总经理助理, 中国科学技术大学计算机辅助设计硕士、计算机高级工程师, 16 年计算机、光电、集成电路、军工领域工作和研究经历, 12 年证券研究所从业经历。
- 郑颖欣: 农林牧渔行业研究助理, 复旦大学金融学学士, 曼彻斯特大学发展金融硕士, 2017 年进入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有: 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出: 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 15%以上。
- 谨慎增持: 预期未来 12 个月内, 股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有: 预期未来 12 个月内, 股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出: 预期未来 12 个月内, 股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路 9 号耀中广场 A 座 1401	深圳福田区益田路 6001 号 太平金融大厦 31 楼	北京市西城区月坛北街 2 号 月坛大厦 18 层	上海市浦东新区富城路 99 号 震旦大厦 18 楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

## 免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户, 不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠, 但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考, 报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任, 除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断, 可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可, 任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用, 否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。