

# 登海种业 (002041)

## 厚积薄发，迎行业拐点

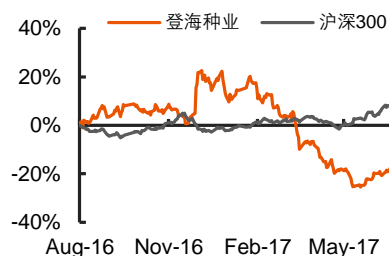
### 强烈推荐 (首次)

现价: 13.32 元

#### 主要数据

行业	农林牧渔
公司网址	www.sddhzy.com
大股东/持股	莱州市农业科学院/53.18%
实际控制人/持股	李登海/%
总股本(百万股)	880
流通 A 股(百万股)	874
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值 (亿元)	117.22
流通 A 股市场值(亿元)	116.40
每股净资产(元)	3.11
资产负债率(%)	14.50

#### 行情走势图



#### 证券分析师

**励雅敏** 投资咨询资格编号  
S1060513010002  
021-38635563  
LIYAMIN860@PINGAN.COM.CN

#### 研究助理

**王海亮** 一般从业资格编号  
S1060117060077  
WANGHAILIANG278@PINGAN.COM.CN

**梁天琦** 一般从业资格编号  
S1060117070084  
LIANGTIANQI526@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。

#### 平安观点:

- **玉米行业现拐点：政策拐点：**农业部调减面积目标已提前完成，2016、17年分别调减 3000、2000 万亩以上，十三五目标是到 2020 年调减 5000 万亩，政策压力减少；**供求层面，**因种植面积下调及单产下滑，预计今明两年玉米供给趋紧，而饲用需求稳步增长，生猪定点屠宰量 5、6 月增速超过 23%，供需共振支撑玉米价格稳步上涨；库存压力逐步消减，饲用消费更偏好新产玉米；**种植利润拐点：**玉米种植利润回升，替代作物花生、大豆种植利润下滑。黄淮海土地租金成本有所下降，有利于种植业利润回暖。玉米种植利润是种业主要驱动力，行业整体回暖利好登海种业。
- **产品梯队清晰，储备充足：**登海种业主导产品先玉 335、登海 605、登海 618 在 2017/18 种植季或受益于行业反转。新品储备方面，2017 年 4 月公司国审初审品种，在黄淮海地区的单产等指标遥遥领先竞争对手，在春玉米播种区表现亮眼。
- **不断揽入新种质资源，完善子公司利益共享机制。**公司的成长主要来自两方面，新优质种质的商品化、既有品种销售的内生增长。1、通过与拥有优质种质的自然人、种企成立合资公司，将种质资源补充到子公司中，如 2017 年与圣丰种业成立登海圣丰、与神华种业成立登海宇玉、与万俊伟等成立登海中研。2、从子公司股权层面加大对子公司管理层的支持力度，建立风险共担、利益共享的机制，如 2017 年对子公司黑龙江登海、山西登海、吉林登海、辽宁登海的增资并转让股权于子公司管理层。
- **公司是长期专注作物育种及高产研究的育繁推一体化种企龙头。**在行业近两年低迷背景下持续锤炼核心竞争力。品种储备的丰富和激励机制的完善，将在行业拐点来临时为公司提供充足增长动力。短期关注公司 Q3 预收款以及库存变化，中长期关注玉米价格景气度。我们预测 2017、2018、2019 年公司净利润 4.0、6.3、7.7 亿元，同比增长-8.6%、56%、22%，对应 PE28.9 倍、18.5 倍、15.2 倍。2018 年公司估值相较同类公司估值存在明显低估，万得一致预期 2018、2019 年 EPS0.66、0.78 元，我们认为市场对公司存在较大预期差，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。
- **风险提示：**玉米价格大幅波动的风险；政策变化的风险。

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	1531	1603	1514	2072	2482
YoY(%)	3.4	4.7	-5.5	36.9	19.8
净利润(百万元)	368.4	442	404	631	770
YoY(%)	-3.2	20.0	-8.6	56.1	22.1
毛利率(%)	53.1	53.0	52.9	56.9	56.9
净利率(%)	24.1	27.6	26.7	30.4	31.0
ROE(%)	15.4	14.3	11.6	15.7	16.3
EPS(摊薄/元)	0.42	0.50	0.46	0.72	0.87
P/E(倍)	31.8	26.4	28.9	18.5	15.2
P/B(倍)	5.2	4.4	3.8	3.3	2.8

# 正文目录

一、登海种业概况 .....	5
1.1 长期专注玉米育种与高产栽培研究的民营玉米种企 .....	5
二、2018 玉米供给趋紧，种植收益回升 .....	8
2.1 供给趋紧 .....	9
2.3 需求稳步增长 .....	11
2.2 库存缓慢回落，与下游需求存在结构性错配 .....	12
2.4 种植收益反转 .....	13
三、扩充种质储备，完善激励机制 .....	16
四、投资建议 .....	21
五、风险提示 .....	22

## 图表目录

图表 1	公司近年收入及利润规模（百万元）	5
图表 2	公司 2016 年毛利率 53%	5
图表 3	公司五代品种研发不断迭代，屡创纪录	6
图表 4	公司的主要品种及对应子公司	6
图表 5	登海种业主导品种	6
图表 6	登海种业研发投入及占收入比	7
图表 7	登海种业历年植物新品种证书	8
图表 8	玉米价格走势与登海种业收入相关性对比	8
图表 9	国家临时存储玉米挂牌收购价格（元/斤）	9
图表 10	我国玉米种植面积连续两年下滑（千公顷）	9
图表 11	全国玉米调减区域	9
图表 12	农业部 8 月预测 2017/18 全国单产、结余下滑	10
图表 13	春玉米东三省、川、滇同比减产	10
图表 14	夏玉米陕、豫、新疆减产，鲁、皖增产	10
图表 15	2017 上半年生猪定点屠宰快速增长	11
图表 16	主要以玉米为原料的猪、蛋禽、肉禽饲料合计是正增长	11
图表 17	2017 年部分玉米淀粉企业扩产计划（万吨）	12
图表 18	2017 淀粉消费量快速增长(吨)	12
图表 19	玉米淀粉行业开机率维持高位（%）	12
图表 20	猪饲用玉米标准对脂肪酸的要求	13
图表 21	不同年份产东北玉米的脂肪酸含量随储存时间增加	13
图表 22	截至 2017H1，东北国储玉米库存分年份（万吨）	13
图表 23	上半年花生价格呈下降趋势	14
图表 24	花生种植区域分布	14
图表 25	由于食用油供给充裕，花生油价格年初至今下跌 13%	14
图表 26	2018 年花生种植面积或下降 420 万亩	14
图表 27	替代作物大豆、花生种植利润呈下滑趋势	15
图表 28	玉米种植收益回升	15
图表 29	黄淮海地区农用地租金成本近期出现回落（元/亩/年）	16
图表 30	黄淮海地区国审初审通过品种单产排名，登海种业优势领先	17
图表 31	东华北试验中，相近成熟期登海种业单产排名	17
图表 32	东北早熟区试验中，登海种业产品单产排名	17
图表 33	不同性质单位国审初审通过品种比例	17
图表 34	不同类型玉米种子国审初审通过占比	17
图表 35	杂交玉米种业供需平衡表	18
图表 36	部级颁证种企数量排名前 10 省份	18

图表 37	2017 年以来公司不断吸收新种质、完善与子公司管理层利益共享机制 .....	19
图表 38	登海种业业务涉及省份 .....	20
图表 39	公司预收款呈现季节性波动 .....	20
图表 40	登海种业主要品种历史收入拆分 .....	21
图表 41	公司估值在种植业中相对低估（8 月 14 日收盘价） .....	22
图表 42	附：登海种业近期通过国家初审的产品（截至 2017 年 4 月 14 日） .....	22

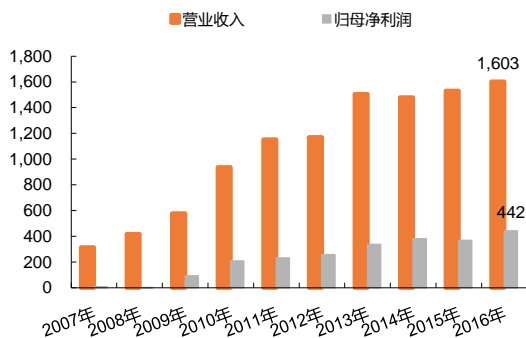
## 一、登海种业概况

### 1.1 长期专注玉米育种与高产栽培研究的民营玉米种企

专注作物育种及高产栽培研究的育繁推一体化种企龙头。1985年，创始人李登海成立首家民营玉米产业化种企，成为农业部育繁推一体化试点单位。40多年来，公司致力于玉米育种与高产栽培研究，在国内率先开展紧凑型玉米育种。现已选育出100多个紧凑型玉米杂交种，其中43个通过审定，获得7项发明专利和38项植物新品种权。公司在全国拥有32处育种中心和试验站，已建成多个国家级、省级研发平台。在新疆、甘肃、宁夏拥有稳定的种子生产加工基地。

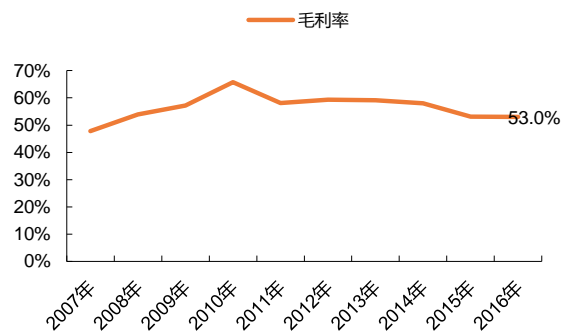
公司上市以来，收入及净利润稳步增长。2016年公司收入16.03亿元，同比增长4.7%；归母净利润4.42亿元，同比增长20%。公司2016年毛利率53%，制种行业毛利率显著高于农业行业平均水平。2015年我国取消玉米临时收储政策，并调减镰刀弯区域玉米种植面积，玉米价格托市效应取消，导致2015、2016年玉米价格高位下跌，影响农户的种植积极性。玉米种业作为其上游生产要素行业，在收入及毛利率方面亦受到一定冲击。2017年以来，随黄淮海地区土地成本下降、替代作物种植收益下滑，玉米种植收益反转。我们预期公司有望受益于这一积极变化。

图表1 公司近年收入及利润规模（百万元）



资料来源：公司公告、平安证券研究所整理

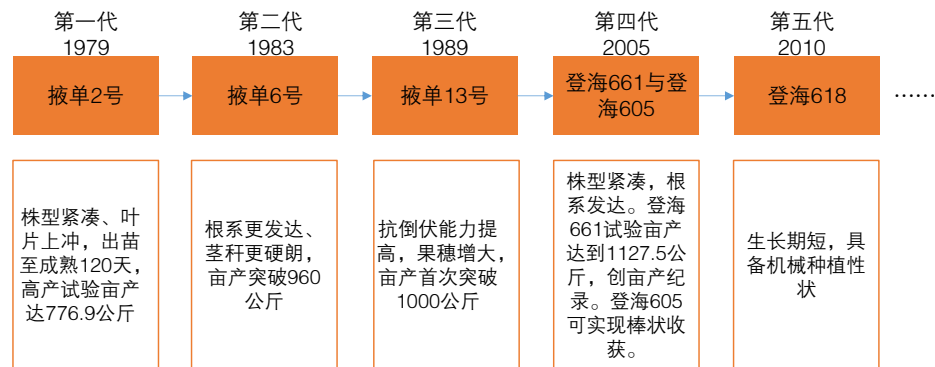
图表2 公司2016年毛利率53%



资料来源：公司公告、平安证券研究所整理

**品种不断迭代，屡创新高产纪录。**通过不断的玉米育种研发攻关，公司完成以掖单2号、掖单6号、掖单13号、登海661与登海605、登海618为代表的5代玉米杂交种的进步性替代。公司立足东华北、黄淮海等玉米核心产区，登海605、登海618以良好的抗病性和高产、抗倒伏、早熟等特性，近年来销量快速增长。

图表3 公司五代品种研发不断迭代，屡创纪录



资料来源：公司公告、中国种业信息网、平安证券研究所整理

公司主导品种梯队清晰。截至 2016 年底，公司拥有 25 家子分公司。按照品种对收入贡献占比，公司主要可分为三大块，其中，母公司以登海 605、登海 618 等品种贡献合并报表 47% 的收入。登海先锋（上市公司持股 51%）凭借先玉 335 等品种，贡献约 38% 的合并销售收入。登海良玉（上市公司持股 51%）及其他子公司通过良玉 99 等品种在新品研发、推广销售上逐步发力。

图表4 公司的主要品种及对应子公司

	持股比例	主要品种	2016 年收入 (百万元)	2016 年净利润 (百万元)
母公司	-	登海 605、登海 618 等	756.7	412.6
登海先锋	51%	先玉 335 等	607.6	162.2
登海良玉	51%	良玉 99 等	N.A	N.A
其他子公司	51%~100%		N.A	N.A
合并报表	-		1602.6	442.2

资料来源：公司公告、平安证券研究所整理

图表5 登海种业主导品种

	审定编号	产量表现	适宜种植区域
登海 605	鲁农审 2011004 号、国审玉 2010009、蒙认玉 2011001 号、甘审玉 2015023、宁审玉 2015015、浙审玉 2012006	2012 年宁夏区域试验平均亩产 1126.9kg，较对照先玉 335 增产 6.7%；2013 年区域试验平均亩产 1084.8kg，较对照先玉 335 增产 7.6%；两年平均亩产 1105.9kg，平均增产 7.2%。2014 年生产试验平均亩产 1076.5kg，较对照先玉 335 增产 3.9%。 在 2012-2013 年甘肃省玉米品种区域试验中，平均亩产 842 公斤，比对照沈单 16 号增产 3.6%。2014 年生产试验平均亩产 718.6 公斤，比对照沈单 16 号增产 7.0%。	甘肃河西、中部、陇东及清水等地玉米丝黑穗病、大斑病和矮花叶病非流行区种植。 浙江省。 适宜宁夏引扬黄灌区 $\geq 10^{\circ}\text{C}$ 有效积温 $2800^{\circ}\text{C}$ 以上地区春播单种。 适宜在山东、河南、河北中南部、安徽北部、山西运城地区夏播种植。 内蒙古自治区巴彦淖尔市、赤峰市、通辽市 $\geq 10^{\circ}\text{C}$ 活动。
登海 618	鲁农审 2013010 号、晋审玉 2014002	在 2010~2011 年全省夏玉米品种区域试验中，两年平均亩产 585.5 公斤，比对照郑单 958 增产 2.0%，20 处试点 12 点增产 8 点减产；2011~2012 年生产试验平均亩产 636.2 公斤，比对照郑单 958 增产 7.9%。	在山东省全省适宜地区作为夏玉米品种种植利用。 山西省。

	审定编号	产量表现	适宜种植区域
先玉335	国审玉 2006026、辽审玉[2005]250号、国审玉 2004017、甘审玉 2011001、蒙认玉 2008023号、新审玉 2007年35号、辽审玉 [2005]250号、滇审玉 米 2012019号、蒙认玉 2008023、黑审玉 2009006	2003~2004年参加东华北春玉米品种区域试验,44点次全部增产,两年区域试验平均亩产763.4公斤,比对照农大108增产18.6%;2004年生产试验,平均亩产761.3公斤,比对照增产20.9%。 在2009-2010年甘肃省玉米品种区域试验中,平均亩产874.2公斤,比对照沈单16号增产7.5%。2010年生产试验中,平均亩产933.4公斤,比对照沈单16号增产13.8%。	适宜在北京、天津、辽宁、吉林、河北北部、山西、内蒙古赤峰和通辽地区、陕西延安地区春播种植,注意防治丝黑穗病。根据《中华人民共和国农业部公告》第413号,该品种(审定编号:国审玉2004017)还适宜在河南、河北、山东、陕西、安徽、山西运城夏播种植,大斑病、小斑病、矮花叶病、玉米螟高发区慎用。
良玉99	国审玉 2012008、辽审玉 2015064	2010~2011年参加东华北春玉米品种区域试验,两年平均亩产740.4千克,比对照品种增产3.1%。2011年生产试验,平均亩产722.7千克,比对照品种增产1.3%。 2013年参加辽宁省玉米引种中晚熟组区域试验,平均亩产745.8公斤,比对照郑单958增产4.7%,2014年区域试验平均亩产838.6公斤,比对照郑单958增产3.5%。	适宜在天津,吉林长春、四平地区春播种植。 适宜在辽宁省内 $\geq 10^{\circ}\text{C}$ 活动积温在2800 $^{\circ}\text{C}$ 以上的中晚熟玉米区种植。

资料来源:中国种业信息网、平安证券研究所整理

**研发技术行业领先。**截至目前,公司已建成6个国家级、2个省级研发平台,与科研院校共同建成5个研发平台健康运行,联合国内33家单位发起成立了玉米产业技术创新战略联盟。2016年公司研发投入4775.6万元,在行业调整的背景下逆势增长28%,占收入比由2.44%提高到近3%。研发人员数量亦稳步扩充。

图表6 登海种业研发投入及占收入比

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
研发投入(万元)	2676.4	3052.8	3339.9	3900.5	3738.5	4775.6
研发投入占收入比(%)	2.32%	2.61%	2.22%	2.64%	2.44%	2.98%
研发人员数量(人)	165	176	183	182	175	187

资料来源:公司公告、平安证券研究所整理

**种质资源构筑核心竞争力。**根据公司年报,截至2016年底,公司共申请植物新品种权153项,获得植物新品种权112项,申请专利22项,获得专利11项,其中发明专利5项,居全国种业第1位。2016年,公司申请植物新品种权25项,获得植物新品种权11项,有5个品种通过农作物品种审定。2017年4月已有登海185、登海618等18个玉米新品种通过国家农作物品种审定委员会第十次、第十一次审定会议初审。



图表7 登海种业历年植物新品种证书

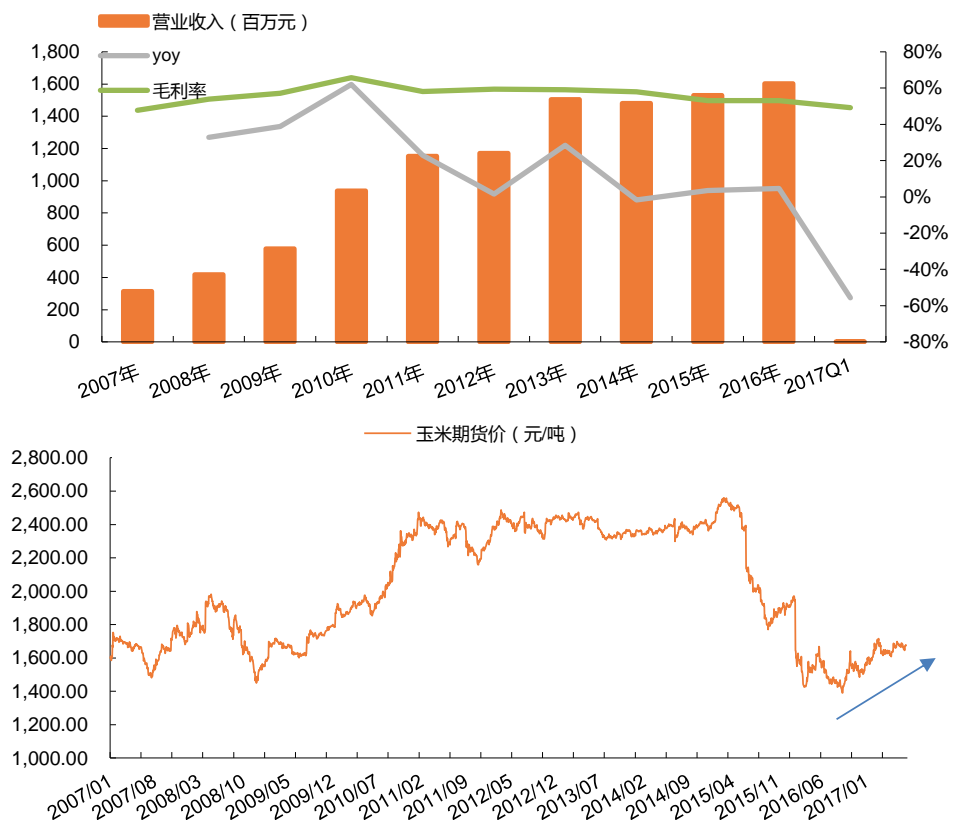
	当年申请数	当年获得数	累计申请数	累计获得数	通过品种审定数
2009		24			4
2010			124	84	10
2011	9		124	84	7
2012			132	82	5
2013			138	82	4
2014	5	18	131	100	2
2015	5	18	138	106	4
2016	25	11	153	112	5

资料来源：公司公告、平安证券研究所整理

## 二、2018 玉米供给趋紧，种植收益回升

登海种业作为一家市占率 10% 以上的优秀的种业公司，其收入的驱动因素既来源于自身优质产品推广面积的快速扩张，也来源于玉米行业种植景气度的影响。本报告第二部分主要研究玉米种植景气回升。

图表8 玉米价格走势与登海种业收入相关性对比



资料来源：公司公告、WIND、平安证券研究所整理



## 2.1 供给趋紧

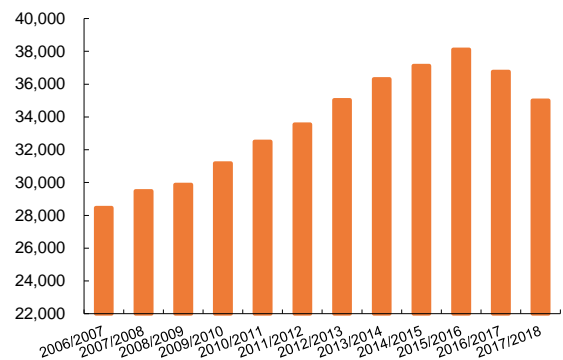
由临储政策到生产者补贴政策逐步清晰。2007年以来，为保护农民利益、提高种粮积极性，国家在东北三省和内蒙古实行玉米临时收储政策。到2014/15种植季，临储收购价格上涨近50%，种植面积上涨近30%。2015年，由于国内外玉米价差扩大，外国玉米及其替代品大量进口，临储库存增加导致国家收储的财政负担不断提高，国家将玉米临时收储政策调整为“市场化收购”加“补贴”的新机制。玉米临时收储政策退出历史舞台。东北三省和内蒙古自治区已制定本省区玉米生产者补贴方案。

图表9 国家临时存储玉米挂牌收购价格（元/斤）

时间	内蒙古	辽宁	吉林	黑龙江
2008年	0.76	0.76	0.75	0.74
2009年	0.76	0.76	0.75	0.74
2010年	0.91	0.91	0.9	0.89
2011年	1	1	0.99	0.98
2012年	1.07	1.07	1.06	1.05
2013年	1.13	1.13	1.12	1.11
2014年	1.13	1.13	1.12	1.11
2015年	1	1	1	1

资料来源：国家粮食局、平安证券研究所整理

图表10 我国玉米种植面积连续两年下滑（千公顷）



资料来源：USDA、平安证券研究所整理

2016年，农业部公布“十三五”期间玉米调减面积方案，目标到2020年调减5000万亩。按照《全国种植业结构调整规划（2016-2020年）》，重点是调减东北冷凉区、北方农牧交错区、西北风沙干旱区春玉米，以及黄淮海地区低产的夏玉米面积。

图表11 全国玉米调减区域

调整区域	涉及省份	主攻方向	2020年调减面积
东北冷凉区	黑龙江北部和内蒙古东北部第四、五积温带以及吉林东部山区	把越区种植的玉米退出去，推广粮豆轮作和粮改饲规模。大力发展青贮玉米，扩大饲料油菜种植，发展苜蓿等牧草生产，发展优质强筋春小麦	1000万亩以上
北方农牧交错区	黑龙江、吉林、辽宁、内蒙古、山西、河北、陕西、甘肃等省	发展青贮玉米和粮豆轮作、花生、杂粮生产为主，同时积极发展饲草种植和饲料油菜，发展耐旱型杂粮杂豆、马铃薯、经济林果	3000万亩以上
西北风沙干旱区	新疆、甘肃、宁夏、内蒙古等省	发展玉米等制种产业；发展胡麻、油菜、饲料油菜等低耗水作物；发展青贮玉米和苜蓿生产	500万亩
太行山沿线区	山西东部和河北西部山区	发展耐旱的杂粮杂豆和青贮玉米。发促进板栗、核桃、山楂、蔬菜、中药材等特色种养业	200万亩
西南石漠化区	广西、云南、贵州等省	发展杂粮杂豆、茶叶、核桃、油茶、中药材等，改良草山草坡，发展饲用麻、饲用桑、饲用兼用油莎豆和人工草地	500万亩

资料来源：农业部、平安证券研究所整理

**玉米种植面积调减或提前三年完成。**2016年7月农业部预计当年调减面积超过3000万亩（较年初预计的调减面积2000万亩增加1000万亩）；2017年7月，农业部预测全年调减2000万亩（较年初预测调减额1000万亩增加1000万亩），主要调减区域在东北地区。两年均上调调减面积预测值，说明玉米面积下降超出预期。**2016、17年种植面积合计调减5000万亩以上，已超过至2020年合计调减5000万亩的政策目标。**我们预期后续政策压力减少。

按照布瑞克农业预估，2017年玉米8个主产省（东北、华北等）预计调减2264万亩，结合长江中下游玉米调减较为明显，2017年全国调减面积约2500万亩以上。

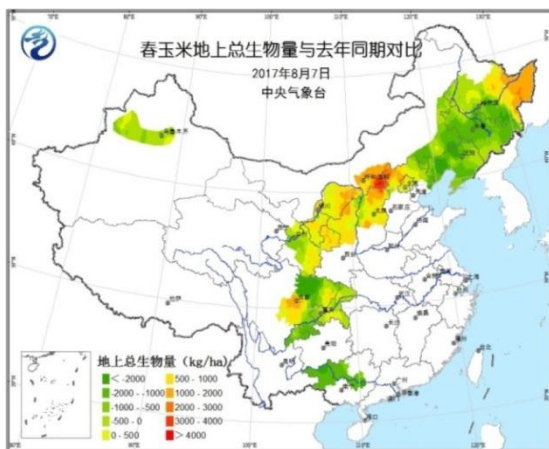
**图表12 农业部8月预测2017/18全国单产、结余下滑**

	2015/16	2016/17 (8月估计)	2017/18 (5月预测)	2017/18 (6月预测)	2017/18 (7月预测)	2017/18 (8月预测)
单产(公斤/公顷)	5893	5973	5948	5947	5970	5936
产量(万吨)	22463	21957	21318	21165	21191	21070
进口(万吨)	552	100	100	100	100	100
消费(万吨)	19409	21072	21407	21407	21457	21457
食用消费	765	782	789	789	789	789
饲用消费	12101	13303	13503	13503	13503	13503
工业消费	5417	5825	5975	5975	6025	6025
种子用量	170	161	157	157	157	157
损耗及其他	956	1001	983	983	983	983
出口(万吨)	1	15	30	30	30	30
结余变化(万吨)	3605	970	-19	-172	-196	-317

资料来源：农业部、平安证券研究所整理

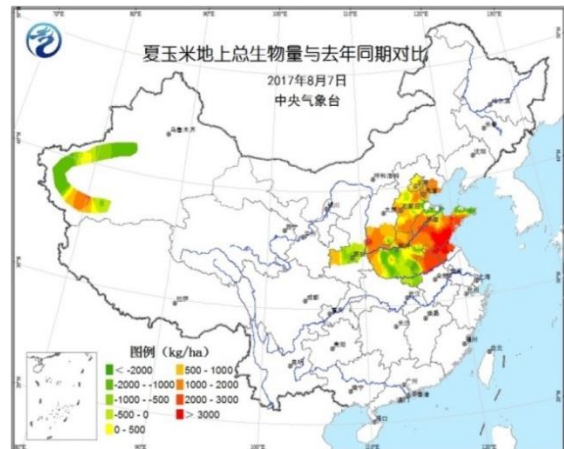
**2016/17玉米单位面积产出或下滑，新玉米供给趋紧。**2017年，我国东北地区西部、内蒙古、江汉等地降水偏少，持续出现高温干旱；西南地区南部7月多阴雨天气，均对作物生长不利。至7月末，全国玉米一、二类苗比例达到96%，较去年（98%）略偏差。8月全国春、夏玉米均进入吐丝及乳熟期，西南地区春夏玉米已步入成熟期。中央气象台模拟的今年玉米地上生物量同比数据显示，陕西、河南、新疆部分地区夏玉米生物量同比下滑，东北、西南等地春玉米生物量同比下滑。预计2017年全国玉米平均单产与2016年相比略减。

**图表13 春玉米东三省、川、滇同比减产**



资料来源：中央气象台、平安证券研究所整理

**图表14 夏玉米陕、豫、新疆减产，鲁、皖增产**



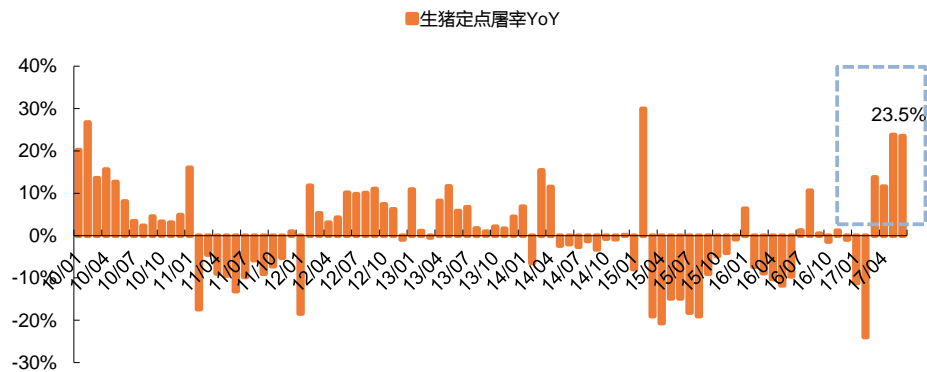
资料来源：中央气象台、平安证券研究所整理

### 2.3 需求稳步增长

**饲用+工业消费是玉米消费主驱动力。**玉米需求主要分为饲用消费(占比 63%)、工业消费(占比 28%)、食用(3.7%)及其他。饲用消费和工业消费合计占比达到 90%以上,是玉米需求的主要驱动力。

**饲用需求稳步增长。**猪、鸡饲料中,玉米配比含量约 70%。经历了 2015、2016 年的环保限养带来的供给侧收缩,生猪供给在 2017 年已经快速回升。我们通过生猪定点屠宰量月度数据发现,2017 年 1-6 月,月度定点屠宰平均增速达到 6.2%,其中 5、6 月增速超过 23%。上市公司温氏股份、牧原股份等规模养殖企业产能扩张速度亦可以作为验证。

图表15 2017 上半年生猪定点屠宰快速增长



资料来源:农业部、平安证券研究所整理

**饲料替代原料预计影响有限。**我们调研自配饲料的养殖公司,均认为当前 1700 元/吨的玉米价格不会引发小麦、高粱等对玉米的替代。但如果明年玉米因供给趋紧而大幅上涨,是否会导致国外原料的大量进口以及小麦、高粱对其替代呢?我们认为这类影响存在,但影响有限。首先是进口配额受限。如发改委公布的 2017 年粮食进口关税配额量为:小麦 963.6 万吨,国营贸易比例 90%;玉米 720 万吨,国营贸易比例 60%。其次是,即使没有配额的高粱,其在 2014 年最高进口量也即 1016 万吨,2016 年进口量 580 万吨,对玉米产业冲击有限。

图表16 主要以玉米为原料的猪、蛋禽、肉禽饲料合计是正增长

	2016H1 产量 (万吨)	2017H1 产量 (万吨)	yoy	增量绝对值 (万吨)
猪饲料	349.5	385.8	10.4%	36.3
蛋禽饲料	179.4	159.7	-11.0%	-19.7
肉禽饲料	241.5	229.9	-4.8%	-11.6
水产饲料	68.1	64.3	-5.6%	-3.8
反刍饲料	65.2	54.1	-17.0%	-11.1
其他饲料	8.5	10	17.6%	1.5
合计	912.0	903.8	-0.9%	-8.2

资料来源:农业部 180 家重点跟踪企业、平安证券研究所整理

**工业需求产能扩张、开机率维持高位。**淀粉工业协会公布数据显示,2016 年我国玉米淀粉行业总产能约为 3500 万吨,总产量达到 2259 万吨;预计 2017 年玉米淀粉产量将增至 2450 万吨,同比增长 8%左右。淀粉工业协会公布的产能扩张不完全统计数据,反映出 2017、18 年玉米淀粉产能维持扩张态势。需求端,由于蔗糖与甜菜糖行业存在约 300 万吨的供给不足,淀粉糖替代成为近期的主

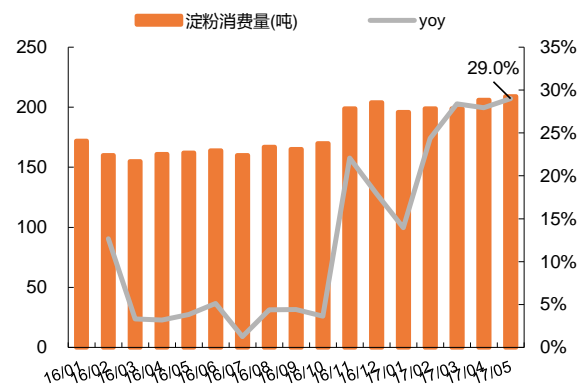
要补足手段，2017年1-5月月均淀粉消费量增速达到24.7%，其中淀粉糖消费占约60%。

图表17 2017年部分玉米淀粉企业扩产计划(万吨)

企业	计划增加
骊骅淀粉	40
福洋科技	50
西王集团	100
天成玉米	100
玉峰实业	100
香雪淀粉	100
青冈龙凤(与京粮集团合作)	100
象屿股份	150
象屿股份合作方	30
阜丰集团	300

资料来源:布瑞克、中国淀粉工业协会、平安证券研究所整理

图表18 2017淀粉消费量快速增长(吨)



资料来源:中国淀粉工业协会、平安证券研究所整理

图表19 玉米淀粉行业开机率维持高位(%)



资料来源:WIND、平安证券研究所整理

## 2.2 库存缓慢回落,与下游需求存在结构性错配

饲用消费偏好新产玉米。玉米在储存过程中出现氧化作用,籽粒中的不饱和脂肪酸易被霉菌产生的酶水解为甘油和脂肪酸,脂肪酸不易被分解而会逐渐在籽粒中沉积。脂肪酸含量随玉米储存时间延长而升高。酸性物质的不断积累,导致蛋白质变性、玉米生理活性降低、储存品质下降。此类陈化玉米用作饲料,易引起动物采食量下降、腹泻、肝肿大等危害,影响动物生长发育,如2016年媒体报道陈化玉米导致的生猪区域性黄膘病。

中国粮食商业协会公布的猪饲料标准中,对脂肪酸值的要求是:乳猪、种猪用玉米,该值含量需低于40(KOH/干基)(mg/100g),中大猪用玉米,该值低于60(KOH/干基)(mg/100g)。根据《不同储存条件玉米脂肪酸值变化研究》,正常年景生产的东北玉米烘干后脂肪酸值在35.38(KOH/干基)(mg/100g)(单位下同),经过一个高温季节升幅在6~7。如果经过三个高温季节升幅应在18~21之间,这样玉米存储三年以后,脂肪酸值很容易超过50。

图表20 猪饲用玉米标准对脂肪酸的要求

序号	指标项目		乳猪用	中大猪用	种猪用
1	感官	颗粒均匀度	均匀性好	均匀性一般	均匀性好
		饱满度	籽粒饱满	籽粒饱满	籽粒饱满
		脂肪酸值 (KOH/干基) / (mg/100g)	≤ 40	≤ 60	≤ 40
2	水分 (%)		≤ 14	≤ 14	≤ 14
3	容重 (g/L)	烘干	≥ 685	≥ 685	≥ 685
4	不完善粒 (%)	总量	≤ 8	≤ 8	≤ 8
		破碎粒	船运 ≤ 7 火车汽运 ≤ 5	船运 ≤ 7 火车汽运 ≤ 5	船运 ≤ 7 火车汽运 ≤ 5
		生霉粒	≤ 1	≤ 2	≤ 1
5	杂质率 (%)		≤ 0.5	≤ 1	≤ 0.5
6	卫生安全指标 (μg/kg)	黄曲霉毒素B <sub>1</sub>	≤ 10	≤ 30	≤ 10
		玉米赤霉烯酮	≤ 200	≤ 300	≤ 100
		赭曲霉毒素A	≤ 50	≤ 100	≤ 50
		脱氧雪腐镰刀菌烯醇	≤ 500	≤ 1000	≤ 500

资料来源：中国粮食商业协会、平安证券研究所整理

图表21 不同年份产东北玉米的脂肪酸含量随储存时间增加

(KOH/干基) / (mg/100g)	2013 年产	2014 年产	2015 年产	2016 年产	2017 年产
2016 年脂肪酸值	56.4	49.4	42.4	35.4	-
2017 年脂肪酸值	63.4	56.4	49.4	42.4	35.4
2018 年脂肪酸值	70.4	63.4	56.4	49.4	42.4
2019 年脂肪酸值	-	70.4	63.4	56.4	49.4

资料来源：《不同储存条件玉米脂肪酸值变化研究》、平安证券研究所整理

截至 2017 年 8 月 4 日，今年国储玉米累计成交量 4016 万吨，其中 2014 年产玉米成交量 1028 万吨，预计全年玉米拍卖成交量约 4500-5000 万吨。则年底预计东北国储库存中，2014 年产玉米约 6300-6800 万吨。预计明年生猪饲料生产商更偏好 2015 年产及 2017 年产玉米。

图表22 截至 2017H1，东北国储玉米库存分年份 (万吨)

地区	2015 年产	2014 年产	2013 年产	2012 年产
辽宁	1124	868	464	0
吉林	4536	2391	347	0
内蒙古	2186	1189	81	0
黑龙江	4697	3471	667	0
总计	12543	7920	1559	0

资料来源：卓创农业、平安证券研究所整理

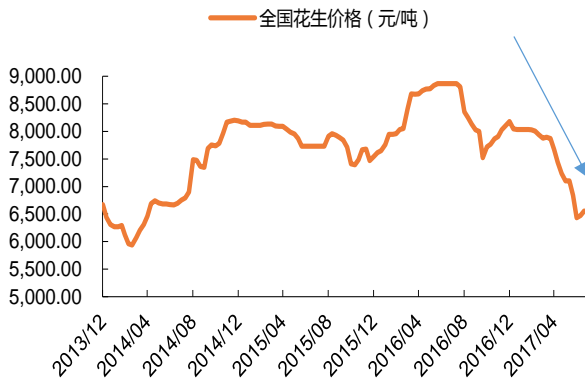
## 2.4 种植收益反转

登海种业主要销售区域为黄淮海地区及东华北地区。结合公开新闻，我们了解到这一地区玉米被大豆、花生等作物替代严重。我们认为，在目前食用植物油供给过剩的背景下，大豆、花生作为油料作物，其价格走弱是可以预期的。



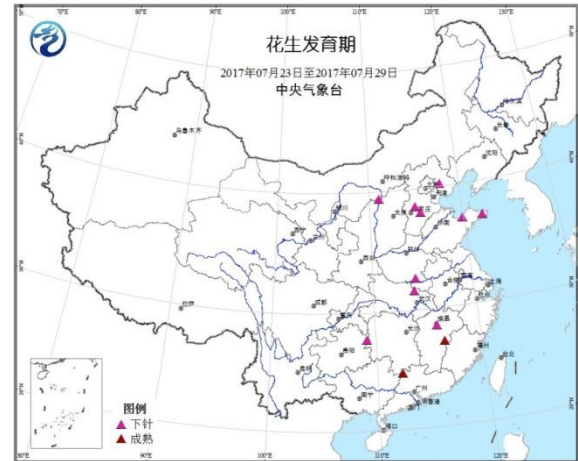
上半年花生价格下降，预计对玉米种植面积替代减弱。我国生产的花生 50%—60%用于榨油，25%—35%直接食用和用于食品加工(仅约 10%用于深加工)，3%—5%用于出口，约 8%为种用消费。北方花生区花生面积占全国总面积 49.8%，包括山东、河北两省和河南东北部、山西南部、陕西渭河流域及苏北、皖北地区，是我国花生最集中产区。上半年花生价格由年初的 8000 元/吨下降到目前的 6500 元/吨。我们预计对农户 2017/18 年种植意向将产生一定负面影响。

图表23 上半年花生价格呈下降趋势



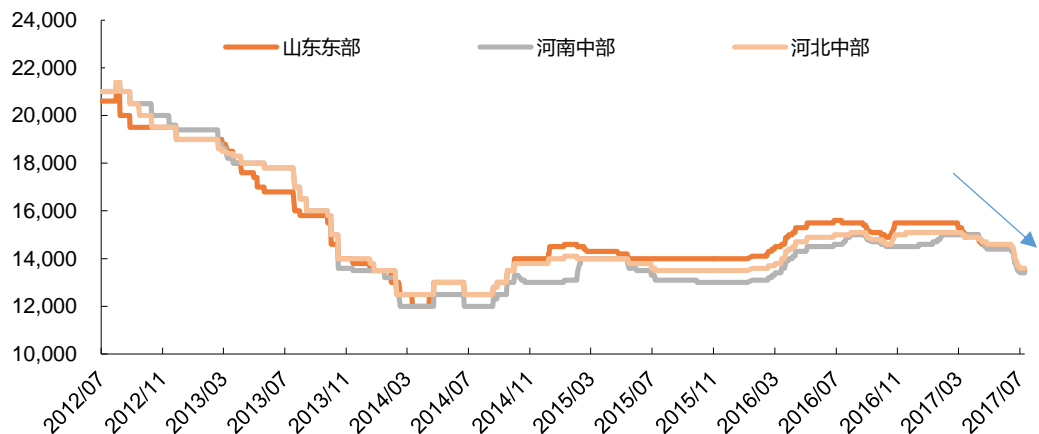
资料来源: WIND, 平安证券研究所整理

图表24 花生种植区域分布



资料来源: 中央气象台, 平安证券研究所整理

图表25 由于食用油供给充裕，花生油价格年初至今下跌 13%



资料来源: 国家粮油信息中心、WIND、平安证券研究所整理

我国花生种植面积约 7000 万亩。2017-2018 年度我国花生产量预计为 1740 万吨，较 2016-2017 年度的 1700 万吨增长 2.35%，2015-2016 年度我国花生产量为 1644 万吨。

图表26 2018 年花生种植面积或下降 420 万亩

	2015	2016	2017	2018E
花生产量 (万吨)	1648	1644	1700	1600
亩产 (吨/亩)	0.238	0.238	0.238	0.238

	2015	2016	2017	2018E
种植面积 (万亩)	6924	6908	7143	6723

资料来源: USDA、全国农产品成本收益资料汇编、平安证券研究所整理

图表27 替代作物大豆、花生种植利润呈下滑趋势

	大豆								花生							
	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每亩主产品产量 (公斤)	146	147	138	144	138	138	138	138	236	237	250	233	238	238	238	238
主产品价格 (元/公斤)	4.2	4.8	4.8	4.5	4.0	3.6	3.8	4.2	7.1	7.8	5.8	6.4	7.6	8.0	6.5	6.3
每亩产值 (元)	611	707	660	642	560	497	524	580	1681	1839	1442	1487	1811	1904	1547	1499
每亩总成本 (元)	489	578	626	667	675	675	675	675	959	1164	1317	1343	1397	1400	1400	1400
每亩生产成本 (元)	316	382	405	420	417	425	425	425	803	984	1095	1107	1140	1150	1150	1150
每亩物质与服务费 (元)	179	205	204	203	202	205	205	205	404	451	450	429	446	450	450	450
每亩人工成本 (元)	136	178	201	217	215	220	220	220	399	534	646	678	694	700	700	700
每亩土地成本 (元)	173	196	221	248	258	250	250	250	156	180	222	236	257	250	250	250
每亩利润 (元)	122	129	34	-26	-115	-178	-151	-95	723	675	125	144	414	504	147	99
每亩利润 (元) (不考虑人工成本)	258	306	235	191	100	42	69	125	1122	1209	770	822	1108	1204	847	799

注: 假设 2018 年大豆均价 4.2 元/公斤; 花生均价 6.3 元/公斤。

资料来源: 全国农产品成本收益资料汇编、国家统计局、平安证券研究所整理

**玉米种植收益回升。**我们参考全国农产品成本收益资料汇编中的成本数据, 对 2017、2018 年玉米种植收益进行了测算。我们发现, 在不考虑人工成本、国家补贴 (自有地农户不考虑土地成本) 后, 玉米种植收益已经反转并高于大豆利润。而经济作物花生的种植利润虽然绝对值仍高于玉米这一主粮, 但早已过了其盈利高峰, 处于不断下滑的趋势。

图表28 玉米种植收益回升

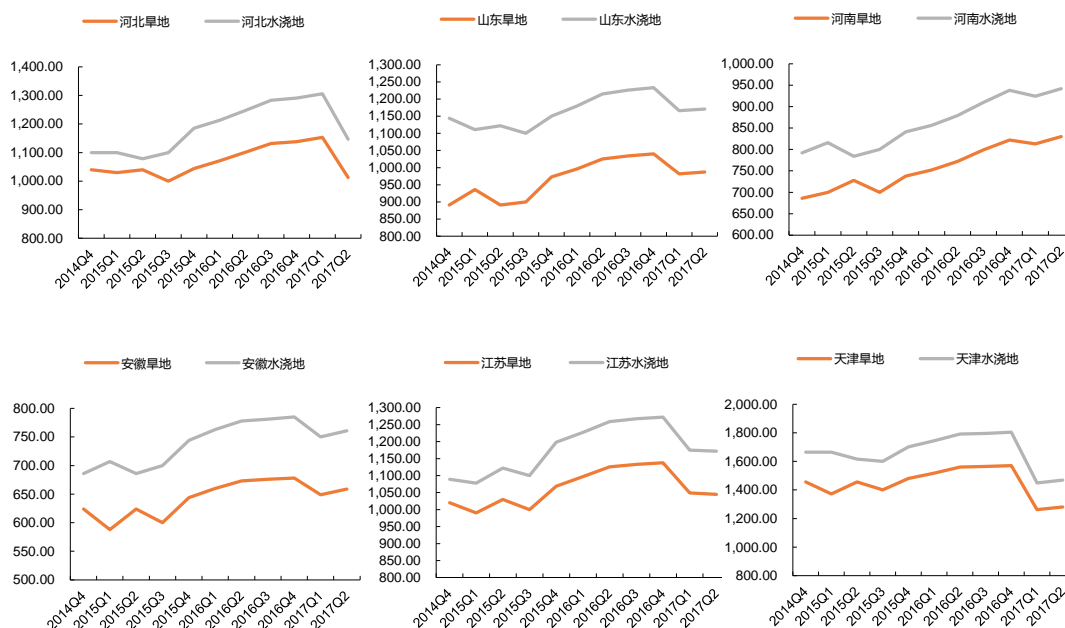
	玉米							
	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每亩主产品产量 (公斤)	472	493	488	500	489	490	490	495
主产品价格 (元/公斤)	2.2	2.3	2.2	2.3	2.2	1.5	1.7	1.9
每亩产值 (元)	1027	1122	1090	1146	950	711	833	941
每亩总成本 (元)	764	924	1012	1064	1084	1070	1070	1070
每亩生产成本 (元)	604	743	815	839	845	850	850	850
每亩物质与服务费 (元)	308	345	360	365	376	380	380	380
每亩人工成本 (元)	295	398	455	475	469	470	470	470
每亩土地成本 (元)	160	181	197	224	239	220	220	220
每亩利润 (元)	263	198	78	82	-134	-360	-237	-130
每亩利润 (元) (不考虑人工成本)	559	596	533	557	335	111	233	341

资料来源: 全国农产品成本收益资料汇编、平安证券研究所整理

**黄淮海土地成本略降, 利好农户种植。**我们从土流网数据发现, 黄淮海地区最近 3-4 个季度, 均不同程度出现了土地租金成本的走弱。我们认为这将利好所有农作物的种植, 特别是对于相对经济作物利润较低的主粮作物, 土地成本的下降带来的利润弹性将更高。



图表29 黄淮海地区农用地租金成本近期出现回落（元/亩/年）



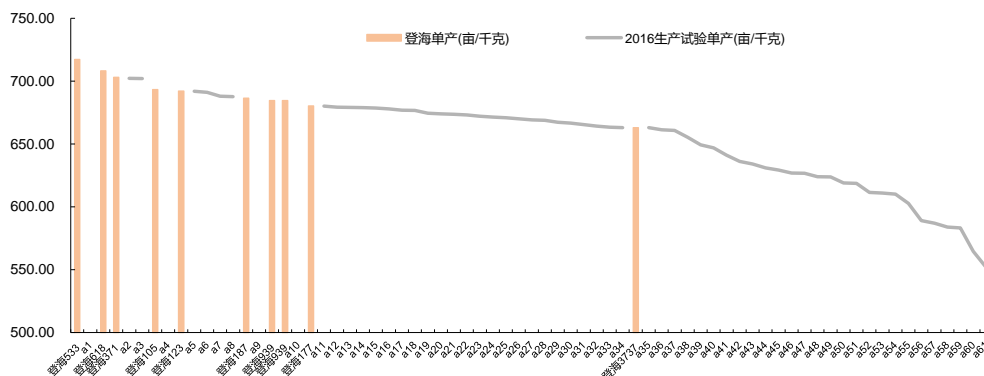
资料来源：土流网、平安证券研究所整理

### 三、 扩充种质储备，完善激励机制

优秀的种质资源确保登海种业产品不断迭代。据《中国种业发展报告 2016》，全国推广面积在 10 万亩以上的玉米品种有 977 个，前 10 位品种为郑单 958、先玉 335、浚单 20、京科 968、德美亚 1 号、登海 605、隆平 206、伟科 702、中单 909 和绥玉 23。公司主导品种之一先玉 335 是合资公司登海先锋的主打品种，其推广面积曾达到 2000 万亩以上；登海 605 作为母公司研发的品种，去年推广面积亦达到 1600 万亩以上，得到了市场的广泛认可。此外，登海 618、良玉 99 等一系列品种正处于快速推广期。我们在报告最后列举了国家农作物品种审定委员会公布的最新国家品审会初审通过品种，其中登海种业凭借 18 个玉米品种遥遥领先。该表第四列“品种来源”是指该品种的父母代种质来源，可以看出登海种业优质种质的积累。

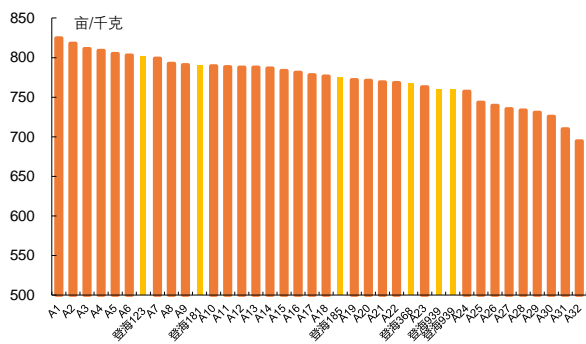
新品生产试验单产领先。国审的品种试验包括区域试验、生产试验、品种特异性、一致性和稳定性测试。每一个品种的区域试验，试验时间不少于两个生产周期、生产试验时间不少于一个生产周期。育繁推一体化种子企业自行开展自主研发品种试验。我们统计了第三届国家品审会第十次第十一次审定会议初审通过品种的单产数据。在黄淮海地区，公司的表现占据绝对优势。在东北区试验中，同样不乏占据上游位置的新品，预计未来将在东北早熟区、东华北中晚熟区、西北地区为公司贡献新的增长点。

图表30 黄淮海地区国审初审通过品种单产排名，登海种业优势领先



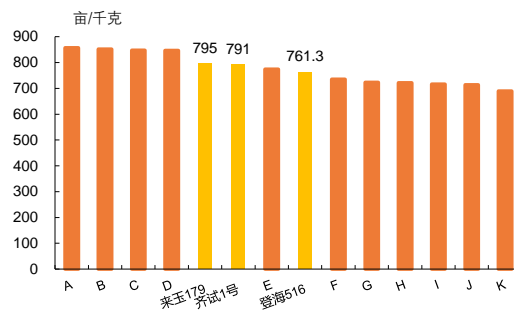
资料来源：中国种业信息网、平安证券研究所整理

图表31 东华北试验中，相近成熟期登海种业单产排名



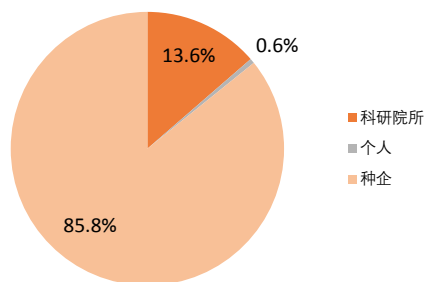
资料来源：中国种业信息网，平安证券研究所整理

图表32 东北早熟区试验中，登海种业产品单产排名



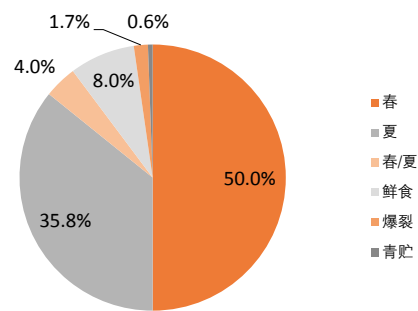
资料来源：中国种业信息网，平安证券研究所整理

图表33 不同性质单位国审初审通过品种比例



资料来源：中国种业信息网 201704，平安证券研究所整理

图表34 不同类型玉米种子国审初审通过占比



资料来源：中国种业信息网 201704，平安证券研究所整理

玉米种子行业库存拐点已现。据我们了解，杂交玉米行业在经历过去两年的低谷，将主动调整制种面积，行业库存有望继续消减。

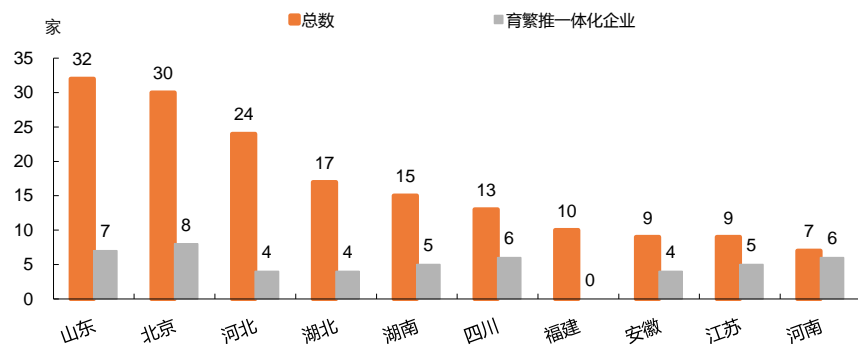
图表35 杂交玉米种业供需平衡表

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
制种面积(万亩)	375	400	490	345	301	334	388	410	435	382	294	342
制种量(亿公斤)	9.7	11.0	16.2	10.5	10.2	11.2	11.5	13.6	15.7	13.6	10.1	11.0
上一年库存量(亿公斤)	2.8	2.0	3.0	7.4	6.1	4.5	4.3	4.0	5.5	10.0	10.0	7.5
可供种量(亿公斤)	12.5	13.0	19.2	17.9	16.3	15.7	15.8	17.6	21.2	23.6	20.1	18.5
需种量(亿公斤)	8.2	9.2	9.5	10.0	10.7	11.0	10.5	11.3	11.0	11.0	11.5	12.0

资料来源: 全国农技推广中心、平安证券研究所整理

**行业竞争格局向好。**根据《主要农作物良种科技创新规划(2016-2020年)》，我国现有的5940多家种子公司，其中注册资本3000万元以上的有1136家，绝大多数种子企业尚没有健全的研发体系，只有极少数的种子企业具有商业化育种能力。我国近年来推出多项支持育繁推一体化种企的政策，如品种审定绿色通道：实行选育生产经营相结合、注册资本达到1亿元以上的种子企业，在申请主要农作物品种国家级审定时可以开展自有品种区域试验、生产试验。随着绿色通道的开通，公司具有自主知识产权、市场竞争力强的新品种审定的数量将明显增加。

图表36 部级颁证种企数量排名前10省份



资料来源: 2016中国种业发展报告、平安证券研究所整理

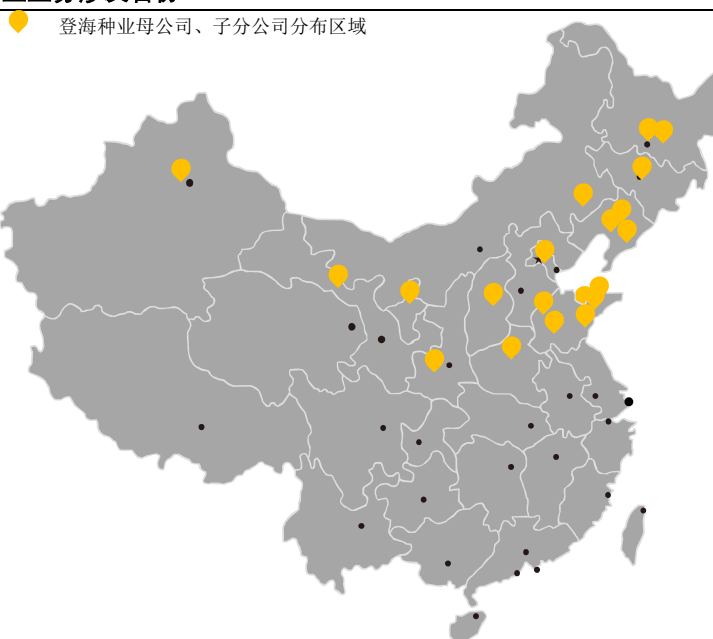
**不断揽入新种质资源，完善子公司利益共享机制。**我们认为，公司的成长主要来自两方面，新优质种质的商品化、既有品种销售的内生增长。1、通过与拥有优质种质的自然人、种企成立合资公司，将种质资源补充到子公司中，如2017年与圣丰种业成立的山东登海圣丰、与神华种业成立的山东登海宇玉、与自然人万俊伟等成立的河南登海中研。2、从子公司股权层面加大对子公司管理层的支持力度，建立风险共担、利益共享的机制。公司的这些步伐无不走在不断培育核心竞争力的道路上。

图表37 2017年以来公司不断吸收新种质、完善与子公司管理层利益共享机制

子公司事项	持股结构	子公司新股东信息	主要约定或影响
增资黑龙江登海种业500万元至1200万元，并转让44%股权	登海种业持股56%；安泓霖持股18%；李玉霞持股16%；孙艳茹持股5%。	安泓霖，现任黑龙江登海总经理。	为扩大生产规模，促进子公司健康、持续、稳定发展。从公司整体利益出发，进一步整合资源、优化资产结构，建立风险共担、利益共享的机制
增资山西登海种业500万元至1200万元，并转让山西登海种业39%股权	登海种业持股61%；常林贵持股18%；张振华持股13%；王君武持股7%；李晓飞持股1%。	常林贵：现任山西登海总经理。 张振华、王君武、李晓飞均为山西登海员工。	
增资吉林登海种业1000万元至1200万元，并转让33%股权	登海种业持股67%；赵家庚持股33%。	赵佳庚：现任吉林登海总经理。	
增资辽宁登海种业500万元至1200万元，并转让37%股权	登海种业持股67%；李小华持股26%；辛志刚持股7%。	李小华：现任辽宁登海总经理。 辛志刚：现任张掖市登海种业有限公司总经理。	
设立山东登海圣丰种业	登海种业持股51%；圣丰种业持股49%。	-	1、登海圣丰成立后，圣丰种业原有的玉米育种材料、参试的玉米品种和已审定的玉米品种全部进入登海圣丰。 2、登海圣丰成立前圣丰种业已参试的玉米品种，由登海圣丰报审，审定后由登海圣丰生产经营。 3、登海圣丰成立后，双方共同出育种材料育成的品种，品种权归属登海圣丰。
设立山东登海宇玉种业	登海种业持股51%；神华种业持股49%。	-	1、登海宇玉成立后，神华种业原有的玉米育种材料、参试的玉米品种和已审定的玉米品种全部进入登海宇玉； 2、登海宇玉成立前神华种业已审定品种，今后在登海宇玉里具体的运作模式，由神华种业与登海宇玉另行协商； 3、登海宇玉成立前神华种业已参试的品种，由登海宇玉报审，审定后由登海宇玉生产经营； 4、登海宇玉成立后，双方共同出育种材料育成的品种，品种权归属登海宇玉。
设立河南登海中研	登海种业持股56%；万俊伟持股24%，王军持股20%。	-	1、登海中研成立后，股东万俊伟、王军原有的玉米育种材料全部进入登海中研。 2、从登海中研成立之日起三年内，由股东万俊伟、王军原有的育种材料选育出来的新品种，品种权归登海中研，由登海中研负责生产经营，登海中研将按照该品种净销售收入的5%给予股东万俊伟、王军科研经费补偿；登海中研成立三年后育成的新品种，品种权归登海中研，登海中研不再给予经费补偿。

资料来源：公司2017年公告、平安证券研究所整理

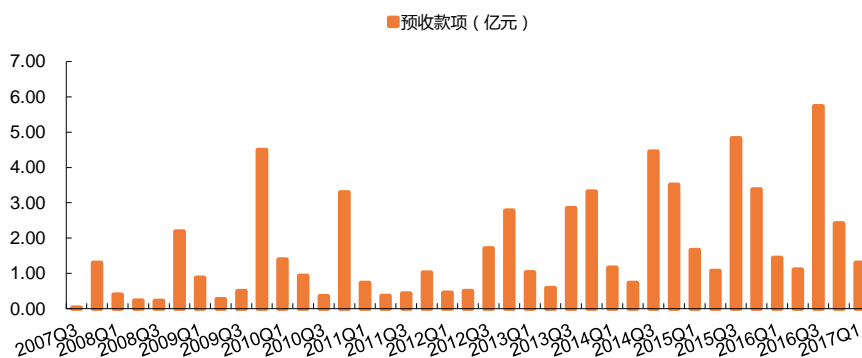
图表38 登海种业业务涉及省份



资料来源：公司 2016 年报、平安证券研究所整理

关注下半年预收款情况。农业生产具有季节性和周期长的特征，种子生产销售也有相应的季节性，公司的营业收入和营业利润相对集中在当年 11-12 月份及次年 1-6 月份实现。季报的预收款成为下半年重要的观测变量。

图表39 公司预收款呈现季节性波动



资料来源：公司公告、平安证券研究所整理

图表40 登海种业主要品种历史收入拆分

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
营业总收入 (百万元)	314	417	579	938	1,153	1,171	1,505	1,480	1,531	1,603	1,514
yoy					22.9%	1.6%	28.5%	-1.7%	3.4%	4.7%	-5.5%
登海先锋收入	148	235	341	660	815	636	846	621	676	608	416
yoy			45.0%	93.9%	23.5%	-22.0%	33.0%	-26.7%	8.9%	-10.1%	-31.6%
先玉 335 收入 (百万元)	135	215	318	608	750	585	779	571	622	547	374
先玉 335 推广面积 (万亩)	354	566	816	1558	1974	1540	2049	1586	1728	1608	1100
先玉 335 每亩售价 (元/亩)	38	38	39	39	38	38	38	36	36	34	34
登海 685 收入 (百万元)										38	46
登海 685 推广面积 (万亩)										100	120
每亩售价 (元/亩)										38	38
登海 605 收入 (百万元)				119	209	296	401	477	537	617	570
登海 605 推广面积 (万亩)				330	550	780	1055	1255	1450	1668	1584
yoy					67%	42%	35%	19%	16%	15%	-5%
每亩售价 (元/亩)				36	38	38	38	38	37	37	36
登海 618 收入 (百万元)							34	70	76	114	144
登海 618 推广面积 (万亩)							90	185	200	300	390
yoy								106%	8%	50%	30%
每亩售价 (元/亩)							38	38	38	38	37

资料来源：公司公告、平安证券研究所整理

## 四、投资建议

**玉米行业现拐点：政策拐点：**农业部调减面积目标已提前完成，2016、17年分别调减3000、2000万亩以上，目标是到2020年调减5000万亩，政策压力减少；**供求层面，**因种植面积下调及单产下滑，预计今明两年玉米供给趋紧，而饲用需求稳步增长，生猪定点屠宰量5、6月增速超过23%，供需共振支撑玉米价格稳步上涨；库存压力逐步消减，饲用消费更偏好新产玉米；**种植利润拐点：**玉米种植利润回升，替代作物花生、大豆种植利润下滑。土地租金成本整体有所下降，有利于种植业利润回暖。玉米种植利润是种业业绩主要驱动力，行业整体回暖利好登海种业。

**产品梯队清晰：**主导产品先玉335、登海605、登海618在2017/18种植季或受益于行业反转。新品储备方面，2017年4月公司通过国审初审品种在公司优势区域黄淮海地区的单产等指标遥遥领先竞争对手，在春玉米播种区亦有优质品种表现亮眼。

**不断揽入新种质资源，完善子公司利益共享机制。**我们认为，公司的成长主要来自两方面，新优质种质的商品化、既有品种销售的内生增长。1、通过与拥有优质种质的自然人、种企成立合资公司，将种质资源补充到子公司中，如2017年与圣丰种业成立的山东登海圣丰、与神华种业成立的山东登海宇玉、与自然人万俊伟等成立的河南登海中研。2、从子公司股权层面加大对子公司管理层的支持力度，建立风险共担、利益共享的机制。

**公司是长期专注作物育种及高产栽培研究的育繁推一体化种企龙头。**在行业近两年低迷背景下，持续锤炼核心竞争力。品种储备的丰富和激励机制的完善，将在行业拐点来临时为公司提供充足增长动力。短期关注公司Q3预收款增长以及库存变化，中长期关注玉米价格景气度。我们预测2017、2018、2019年公司净利润4.0、6.3、7.7亿元，同比增长-8.6%、56%、22%，对应PE28.9倍、18.5倍、15.2倍。2018年公司估值相较同类公司估值存在明显低估，万得一致预期2018、2019年EPS0.66、0.78元，我们认为市场对公司存在较大预期差，首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

图表41 公司估值在种植业中相对低估（8月14日收盘价）

证券简称	收盘价 (元)	EPS(元/股)(wind一致预期)			PE		
		2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
隆平高科	22.95	0.65	0.84	1.06	35.3	27.3	21.7
荃银高科	10.21	0.11	0.16	0.22	92.8	63.8	46.4
北大荒	11.37	0.47	0.54	0.61	24.2	21.1	18.6
苏垦农发	12.89	0.55	0.63	0.70	23.4	20.5	18.4
平均					43.9	33.2	26.3
登海种业	13.32	0.46	0.72	0.87	28.9	18.5	15.2

资料来源：WIND、平安证券研究所整理

## 五、风险提示

玉米价格大幅波动的风险；政策变化的风险。

图表42 附：登海种业近期通过国家初审的产品（截至2017年4月14日）

	产量表现	适宜种植区域	品种来源
登海516	2014-2015年参加东北早熟春玉米品种区域试验，两年平均亩产818.3千克，比对照增产6.0%；2016年生产试验，平均亩产761.3千克，比对照吉单27增产3.0%。	黑龙江第一、第二积温带，吉林北部，内蒙古东部地区种植。	521×PHBIM
齐试1号	2014-2015年参加东北早熟春玉米品种区域试验，两年平均亩产831.5千克，比对照增产7.6%；2016年生产试验，平均亩产791.0千克，比对照吉单27增产7.1%。	黑龙江第一、第二积温带，吉林北部，内蒙古东部等东北早熟春玉米区种植。	F10×F1732
来玉179	2015-2016年参加东北早熟春玉米品种区域试验，两年平均亩产812.5千克，比对照增产6.8%；2016年生产试验，平均亩产795.0千克，比对照吉单27增产7.6%。	黑龙江第一、第二积温带，吉林北部，内蒙古东部等东北早熟春玉米区种植。	W36WX × W2801
登海185	2014-2015年参加东北春玉米品种区域试验，两年平均亩产867.6千克，比对照增产8.8%；2016年生产试验，平均亩产774.4千克，比对照郑单958增产6.7%。	适宜在北京、天津、河北北部、内蒙古赤峰和通辽，山西、辽宁、吉林中晚熟区等东北春玉米区种植。	登海31/登海56
登海123	东北春玉米品种区域试验:2015-2016两年平均亩产835.0千克，比对照增产11.5%；2016年生产试验，平均亩产801.4千克，比对照郑单958增产10.4%。	适宜在北京、天津、河北北部、内蒙古赤峰和通辽、山西、辽宁、吉林中晚熟区春播种植；适宜在河北保定及以南地区、山西南部、河南、山东、江苏淮北、安徽淮北、陕西关中灌区夏播种植；适宜在陕西榆林及延安地区、宁夏、甘肃、新疆和内蒙古西部地区春播种植。	登海184×登海302
登海181	2015-2016年参加东北春玉米品种区域试验，两年平均亩产821.3千克，比对照增产9.7%；2016年生产试验，平均亩产789.6千克，比对照郑单958增产8.8%。	适宜在北京、天津、河北北部、内蒙古赤峰和通辽，山西、辽宁、吉林中晚熟区等东北春玉米区种植。	DH392/登海215



	产量表现	适宜种植区域	品种来源
登海 368	2015-2016 年参加东北春玉米品种区域试验, 两年平均亩产 817.2 千克, 比对照增产 6.6%; 2016 年生产试验, 平均亩产 766.8 千克, 比对照郑单 958 增产 5.5%。	适宜在北京、天津、河北北部、内蒙古赤峰和通辽, 山西、辽宁、吉林中晚熟区等东北春玉米区种植。	登海 783/M54
登海 939	东北春玉米品种区域试验:2015-2016 两年平均亩产 790.4 千克, 比对照增产 5.6%; 2016 年生产试验, 平均亩产 760.0 千克, 比对照郑单 958 增产 4.5%。黄淮海夏玉米品种区域试验: 2015-2016 两年平均亩产 751.0 千克, 比对照增产 11.3%; 2016 年生产试验, 平均亩产 684.6 千克, 比对照郑单 958 增产 5.6%。	适宜在北京、天津、河北北部、内蒙古赤峰和通辽, 山西、辽宁、吉林中晚熟区等东北春玉米区春播种植。适宜在北京、天津、河北保定及以南地区、山西南部、河南、山东、江苏淮北、安徽淮北、陕西关中灌区等黄淮海夏玉米区夏播种植。	登海 596×M54
登海 533	2014-2015 年参加黄淮海夏玉米品种区域试验, 两年平均亩产 722.8 千克, 比对照增产 7.8%; 2016 年生产试验, 平均亩产 717.2 千克, 比对照郑单 958 增产 11.5%。	适宜在北京、天津、河北保定及以南地区、山西南部、河南、山东、江苏淮北、安徽淮北、陕西关中灌区等黄淮海夏玉米区种植。	登海 22×DH382
登海 177	2014-2015 年参加黄淮海夏玉米品种区域试验, 两年平均亩产 754.5 千克, 比对照增产 11.4%; 2016 年生产试验, 平均亩产 680.3 千克, 比对照郑单 958 增产 5.7%。	适宜在北京、天津、河北保定及以南地区、山西南部、河南、山东、江苏淮北、安徽淮北、陕西关中灌区等黄淮海夏玉米区种植。	DH392×登海 53
登海 105	2014-2015 年参加黄淮海夏玉米品种区域试验, 两年平均亩产 730.9 千克, 比对照增产 8.0%; 2016 年生产试验, 平均亩产 693.2 千克, 比对照郑单 958 增产 7.7%。	适宜在北京、天津、河北保定及以南地区、山西南部、河南、山东、江苏淮北、安徽淮北、陕西关中灌区等黄淮海夏玉米区种植。	DH392×登海 57
登海 187	2014-2015 年参加黄淮海夏玉米品种区域试验, 两年平均亩产 735.8 千克, 比对照增产 8.9%; 2016 年生产试验, 平均亩产 686.4 千克, 比对照郑单 958 增产 6.7%。	适宜在北京、天津、河北保定及以南地区、山西南部、河南、山东、江苏淮北、安徽淮北、陕西关中灌区等黄淮海夏玉米区种植。	M54×登海 61
登海 371	2015-2016 年参加黄淮海夏玉米品种区域试验, 两年平均亩产 755.9 千克, 比对照增产 10.6%; 2016 年生产试验, 平均亩产 703.1 千克, 比对照郑单 958 增产 8.5%。	适宜在北京、天津、河北保定及以南地区、山西南部、河南、山东、江苏淮北、安徽淮北、陕西关中灌区等黄淮海夏玉米区种植。	M54×登海 591
登海 939	东北春玉米品种区域试验:2015-2016 两年平均亩产 790.4 千克, 比对照增产 5.6%; 2016 年生产试验, 平均亩产 760.0 千克, 比对照郑单 958 增产 4.5%。黄淮海夏玉米品种区域试验: 2015-2016 两年平均亩产 751.0 千克, 比对照增产 11.3%; 2016 年生产试验, 平均亩产 684.6 千克, 比对照郑单 958 增产 5.6%。	适宜在北京、天津、河北北部、内蒙古赤峰和通辽, 山西、辽宁、吉林中晚熟区春播种植。适宜北京、天津、河北保定及以南地区、山西南部、河南、山东、江苏淮北、安徽淮北、陕西关中灌区夏播种植。	登海 596×M54
登海 167	2014-2015 年参加西北春玉米品种区域试验, 两年平均亩产 983.2 千克, 比对照增产 5.7%; 2016 年生产试验, 平均亩产 1028.0 千克, 比对照郑单 958 增产 5.7%。	适宜在陕西榆林及延安地区、宁夏、甘肃、新疆和内蒙西部地区等西北春玉米区种植。	PH4CV/登海 73
登海 182	2015-2016 年参加西北春玉米品种区域试验, 两年平均亩产 1014.2 千克, 比对照增产 8.5%; 2016 年生产试验, 平均亩产 1034.1 千克, 比对照郑单 958 增产 6.3%。	适宜在陕西榆林及延安地区、宁夏、甘肃、新疆和内蒙西部地区等西北春玉米区种植。	DH392/DH18

	产量表现	适宜种植区域	品种来源
登海856	2014-2015年参加西南春玉米品种区域试验，两年平均亩产595.9千克，比对照渝单8号增产6.4%；2016年生产试验，平均亩产626.4千克，比对照渝单8号增产8.8%。	适宜在四川、重庆、云南、贵州、湖北、湖南、广西的平坝丘陵和低山区春播种植。	DM279/F19
登海618	2014年平均亩产718.5kg，比对照品种郑单958增产5.8%，在参试的19个试点中有16点增3点减。2015年平均亩产708.1kg，比对照品种郑单958增产13.3%。	适宜在河北保定及以南地区、河南、江苏淮北、安徽淮北等黄淮海夏玉米区种植。	521×DH392
登海3737	2014年平均亩产717.3kg，比对照品种郑单958增产5.7%，居第二位，在参试的19个试点中有14点增5点减。2015年平均亩产663.0kg，比对照品种郑单958增产6.1%，在参试的20个试点中有16点增4点减。	适宜在河北保定及以南地区、河南、江苏淮北夏播种植。	Y5083/R230-6

资料来源：中国种业信息网、平安证券研究所整理

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	3703	4261	5004	5747
现金	397	1161	1316	2287
应收账款	52	77	100	113
其他应收款	10	17	20	24
预付账款	52	19	79	39
存货	697	495	995	793
其他流动资产	2493	2493	2493	2493
<b>非流动资产</b>	765	684	843	930
长期投资	0	0	0	0
固定资产	544	471	627	712
无形资产	85	90	94	100
其他非流动资产	136	124	122	118
<b>资产总计</b>	4467	4946	5847	6678
<b>流动负债</b>	736	788	1059	1111
短期借款	0	0	0	0
应付账款	114	105	169	159
其他流动负债	622	683	890	952
<b>非流动负债</b>	71	71	71	71
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	71	71	71	71
<b>负债合计</b>	806	858	1129	1182
少数股东权益	973	1045	1156	1281
股本	880	880	880	880
资本公积	29	29	29	29
留存收益	1779	2190	2826	3634
<b>归属母公司股东权益</b>	2688	3043	3562	4215
<b>负债和股东权益</b>	4467	4946	5847	6678

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>经营活动现金流</b>	105	716	393	1141
净利润	523	475	742	895
折旧摊销	72	55	66	83
财务费用	-3	-13	-25	-40
投资损失	-82	-59	-73	-76
营运资金变动	-446	257	-316	279
其他经营现金流	42	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-76	84	-151	-94
资本支出	103	-81	159	87
长期投资	-62	0	0	0
其他投资现金流	-35	4	8	-7
<b>筹资活动现金流</b>	-38	-37	-86	-77
短期借款	0	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	-38	-37	-86	-77
<b>现金净增加额</b>	-10	763	156	970

利润表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>营业收入</b>	1603	1514	2072	2482
营业成本	753	714	892	1070
营业税金及附加	5	2	2	3
营业费用	151	182	207	223
管理费用	194	182	269	323
财务费用	-3	-13	-25	-40
资产减值损失	9	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	82	59	73	76
<b>营业利润</b>	575	507	799	978
营业外收入	10	12	12	12
营业外支出	4	4	9	8
<b>利润总额</b>	581	508	803	982
所得税	59	33	61	86
<b>净利润</b>	523	475	742	895
少数股东损益	80	71	111	125
<b>归属母公司净利润</b>	442	404	631	770
EBITDA	641	540	831	1011
EPS (元)	0.50	0.46	0.72	0.87

主要财务比率

会计年度	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>成长能力</b>	-	-	-	-
营业收入(%)	4.7	-5.5	36.9	19.8
营业利润(%)	4.8	-11.8	57.6	22.4
归属于母公司净利润(%)	20.0	-8.6	56.1	22.1
<b>获利能力</b>	-	-	-	-
毛利率(%)	53.0	52.9	56.9	56.9
净利率(%)	27.6	26.7	30.4	31.0
ROE(%)	14.3	11.6	15.7	16.3
ROIC(%)	18.8	14.7	19.7	19.9
<b>偿债能力</b>	-	-	-	-
资产负债率(%)	18.0	17.4	19.3	17.7
净负债比率(%)	-10.8	-28.4	-27.9	-41.6
流动比率	5.0	5.4	4.7	5.2
速动比率	4.1	4.8	3.8	4.5
<b>营运能力</b>	-	-	-	-
总资产周转率	0.4	0.3	0.4	0.4
应收账款周转率	23.3	23.3	23.3	23.3
应付账款周转率	6.5	6.5	6.5	6.5
<b>每股指标(元)</b>	-	-	-	-
每股收益(最新摊薄)	0.50	0.46	0.72	0.87
每股经营现金流(最新摊薄)	0.09	0.81	0.45	1.30
每股净资产(最新摊薄)	3.05	3.46	4.05	4.79
<b>估值比率</b>	-	-	-	-
P/E	26.4	28.9	18.5	15.2
P/B	4.4	3.8	3.3	2.8
EV/EBITDA	19.2	21.5	13.9	10.6

## 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±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±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股份有限公司（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。

平安证券股份有限公司 2017 版权所有。保留一切权利。



## 平安证券综合研究所

电话：4008866338

### 深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣  
超大厦 16 楼  
邮编：518048  
传真：(0755) 82449257

### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融  
大厦 25 楼  
邮编：200120  
传真：(021) 33830395

### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街  
中心北楼 15 层  
邮编：100033