

登海种业 (002041)

证券研究报告

2020年04月22日

行业底部复苏叠加降费增效，公司业绩或将现拐点！

事件：公司发布 2019 年年报，报告期内，公司实现营业收入 8.23 亿元，同比增长 8.16%，实现归母净利润 4158 万元，同比增长 27.83%。

公司降费增效，实现收入净利润双增长。

公司全面推进自控生产基地建设，提升种子质量管理水平。自 2018 年推进自控基地建设，实行自控生产基地承包经营，在降低生产成本与保障种子及亲本的安全层面取得良好成果后，2019 年公司继续强化种子生产与加工过程质量控制，确保种子质量，全面推进自控生产基地建设和承包经营，进一步降低生产成本和确保种子安全。同时，公司大幅降低各项费用，在保障 2019 年收入增长 8.16%的前提下，公司销售费用同比下降 21.59%至 0.91 亿，管理费用同比下降 1.43%至 1.07 亿，提高了公司整体盈利水平。

现金流充实，研发投入高，公司有望厚积薄发。

公司拥有理财产品及结构性存款 20.04 亿，同比增长 8.44%，叠加期末货币资金 2.05 亿，现金流稳定且充足，为公司后续新建、扩建及技改项目铺路。公司已在济南新旧动能转换先行区申请规划项目，计划投资 3000 万建设科研中心、品种展示销售中心，打造一体化的现代高效农业示范区。预计后续公司还将继续完善更多基础设施建设。研发方面，2019 年公司持续大幅提高研发投入至 8152 万，同比增加 48.05%；研发投入占比总营收提高至 9.90%，同比增加 2.66%，快速追赶以孟山都为列的国际种业龙头在此项的比例。强大的自主创新能力是公司的核心竞争力，是公司健康持续发展的源动力，公司不断提高研发投入，有望通过持续推出优良品种不断提高市占率，巩固传统玉米种业龙头地位。

玉米价格底部复苏，转基因政策推进利于公司未来发展。

玉米供需关系逐步改善，令玉米价格底部复苏，带动公司业绩稳步回升。随着近几年玉米库存的持续下降，下游养殖业的逐渐复苏，玉米需求逐渐回升，农民种植积极性有望同步提高，玉米种子需求有望持续恢复。供给方面，随着 4-5 月份天气转热，草地贪夜蛾等虫害对玉米生长令市场担忧，若防控不到位，将对玉米产量造成一定影响。同时，国家加大力度打击非法转基因玉米种子的销售，给公司在东北地区的传统玉米种子销售带来了回升空间。

公司传统玉米品种储备丰富，转基因时代依旧拥有优势。公司多年来一直致力于玉米种子的研发以及品种的储备。转基因时代不单单需要良好的转基因性状，优良的玉米品种同样是必不可少的。在品种产量上，“2019 年寻找玉米高产品种”的活动中，登海种业申报的“登海 605”和“登海 618”两个玉米品种表现突出，现场实地测产产量分别位居“2019 年玉米高产品种测产结果（黄淮海夏玉米区）第 1 名和第 3 名。在优良品种的支持下，公司未来有望与转基因性状研发机构开展深度合作。

盈利预测与投资建议：

由于玉米供需关系逐渐改善，需求回升有望带动公司营收同步回升，因此我们将公司 2020 年收入从 9.57 亿上调至 10.64 亿；其次虽然政府严厉打击非法销售转基因玉米种子，公司玉米种子毛利润仍需时间才能逐渐恢复，因此我们将 2020 年净利润从 1.80 亿下调至 1.07 亿；我们预计 2020-2022 年公司实现收入 10.64/13.35/16.31 亿，同增 29.25%/25.47%/22.17%，实现归母净利润 1.07/1.56/2.17 亿，同增 157.41%/45.28%/39.75%，对应 EPS 分别为 0.12/0.18/0.25 元，对应当前 PE 分别为 117x/81x/58x，考虑到玉米产业链逐步复苏和公司业绩高速增长，继续给予“买入”评级！

风险提示：1、产品价格波动；2、行业竞争；3、新品推出不达预期。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	761.07	823.18	1,064.00	1,335.00	1,630.99
增长率(%)	(5.32)	8.16	29.25	25.47	22.17
EBITDA(百万元)	121.57	202.27	147.94	208.06	285.35
净利润(百万元)	32.53	41.58	107.04	155.51	217.32
增长率(%)	(80.49)	27.83	157.41	45.28	39.75
EPS(元/股)	0.04	0.05	0.12	0.18	0.25
市盈率(P/E)	386.02	301.99	117.32	80.75	57.78
市净率(P/B)	4.50	4.42	4.26	4.08	3.84
市销率(P/S)	16.50	15.26	11.80	9.41	7.70
EV/EBITDA	40.54	32.22	73.80	48.72	38.04

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	农林牧渔/种植业
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	14.27 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	880.00
流通 A 股股本(百万股)	880.00
A 股总市值(百万元)	11,422.40
流通 A 股市值(百万元)	11,422.40
每股净资产(元)	3.23
资产负债率(%)	14.77
一年内最高/最低(元)	14.33/6.02

作者

吴立 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010002
wuli1@tfzq.com

魏振亚 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517080004
weizhenya@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《登海种业-季报点评:业绩大幅下跌，静待行业出清!》 2018-10-30
- 《登海种业-年报点评报告:玉米价格企稳，种植面积修复，公司业绩有望触底反转。》 2018-04-20
- 《登海种业-季报点评:玉米价格和种植效益同比回升有望助推公司业绩修复!》 2017-10-25



财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E		2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	213.73	204.66	53.20	580.10	81.55	营业收入	761.07	823.18	1,064.00	1,335.00	1,630.99
应收票据及应收账款	24.40	18.98	62.73	27.57	79.60	营业成本	505.42	557.35	679.77	833.56	995.14
预付账款	22.93	31.65	55.13	37.48	74.21	营业税金及附加	6.07	6.40	8.51	10.68	12.93
存货	790.90	608.50	1,411.94	671.95	1,760.61	营业费用	116.00	90.95	127.68	160.20	187.56
其他	1,846.88	2,013.85	2,122.42	2,118.23	2,128.98	管理费用	79.11	106.72	135.13	160.20	184.30
流动资产合计	2,898.84	2,877.63	3,705.42	3,435.34	4,124.95	研发费用	25.08	78.41	90.44	93.45	97.86
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	(2.29)	(2.39)	(4.68)	(4.13)	(4.31)
固定资产	649.21	611.29	537.01	498.97	420.00	资产减值损失	37.50	(80.28)	12.00	11.00	10.00
在建工程	43.27	52.30	52.30	61.38	61.38	公允价值变动收益	0.00	6.53	0.00	0.00	(0.00)
无形资产	93.11	90.40	84.21	78.01	71.82	投资净收益	54.46	57.51	57.00	57.00	57.00
其他	74.06	56.53	72.82	63.18	58.81	其他	(65.80)	29.66	(114.00)	(114.00)	(114.00)
非流动资产合计	859.64	810.52	746.33	701.54	612.02	营业利润	5.53	(27.69)	72.15	127.04	204.51
资产总计	3,758.48	3,688.15	4,451.76	4,136.88	4,736.97	营业外收入	4.32	1.29	1.50	1.50	1.50
短期借款	0.00	5.01	114.53	0.00	25.38	营业外支出	11.02	3.49	4.00	4.00	4.00
应付票据及应付账款	21.35	34.04	305.85	110.93	253.75	利润总额	(1.17)	(29.89)	69.65	124.54	202.01
其他	430.93	470.44	660.55	676.93	732.77	所得税	23.52	10.34	2.75	4.92	7.97
流动负债合计	452.27	509.48	1,080.92	787.86	1,011.90	净利润	(24.69)	(40.23)	66.90	119.62	194.04
长期借款	0.00	0.00	112.43	0.00	211.44	少数股东损益	(57.22)	(81.81)	(40.14)	(35.89)	(23.28)
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	32.53	41.58	107.04	155.51	217.32
其他	41.52	35.41	50.00	42.31	42.57	每股收益(元)	0.04	0.05	0.12	0.18	0.25
非流动负债合计	41.52	35.41	162.43	42.31	254.01						
负债合计	493.80	544.89	1,243.36	830.17	1,265.92	主要财务比率					
少数股东权益	472.55	303.35	263.21	227.32	204.04		2018	2019	2020E	2021E	2022E
股本	880.00	880.00	880.00	880.00	880.00	成长能力					
资本公积	29.32	29.32	37.14	35.83	34.10	营业收入	-5.32%	8.16%	29.25%	25.47%	22.17%
留存收益	1,912.13	1,964.10	2,065.19	2,199.39	2,387.02	营业利润	-95.86%	-600.64%	-360.60%	76.08%	60.98%
其他	(29.32)	(33.50)	(37.14)	(35.83)	(34.10)	归属于母公司净利润	-80.49%	27.83%	157.41%	45.28%	39.75%
股东权益合计	3,264.68	3,143.26	3,208.40	3,306.71	3,471.05	获利能力					
负债和股东权益总	3,758.48	3,688.15	4,451.76	4,136.88	4,736.97	毛利率	33.59%	32.29%	36.11%	37.56%	38.99%
						净利率	4.27%	5.05%	10.06%	11.65%	13.32%
						ROE	1.17%	1.46%	3.63%	5.05%	6.65%
						ROIC	2.01%	-1.36%	7.34%	9.05%	29.17%
						偿债能力					
						资产负债率	13.14%	14.77%	27.93%	20.07%	26.72%
						净负债率	-6.55%	-6.35%	5.42%	-17.54%	4.47%
						流动比率	6.41	5.65	3.43	4.36	4.08
						速动比率	4.66	4.45	2.12	3.51	2.34
						营运能力					
						应收账款周转率	27.23	37.95	26.04	29.57	30.44
						存货周转率	0.90	1.18	1.05	1.28	1.34
						总资产周转率	0.19	0.22	0.26	0.31	0.37
						每股指标(元)					
						每股收益	0.04	0.05	0.12	0.18	0.25
						每股经营现金流	-0.03	0.23	-0.48	0.87	-0.87
						每股净资产	3.17	3.23	3.35	3.50	3.71
						估值比率					
						市盈率	386.02	301.99	117.32	80.75	57.78
						市净率	4.50	4.42	4.26	4.08	3.84
						EV/EBITDA	40.54	32.22	73.80	48.72	38.04
						EV/EBIT	106.29	51.05	161.82	82.48	54.22

现金流量表(百万元)					
	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	(24.69)	(40.23)	107.04	155.51	217.32
折旧摊销	77.28	77.29	80.47	85.15	85.15
财务费用	0.00	0.24	(4.68)	(4.13)	(4.31)
投资损失	(54.46)	(57.51)	(57.00)	(57.00)	(57.00)
营运资金变动	378.80	1,969.38	(511.19)	619.09	(986.61)
其它	(405.63)	(1,742.82)	(40.14)	(35.89)	(23.29)
经营活动现金流	(28.70)	206.35	(425.50)	762.74	(768.73)
资本支出	96.05	49.14	(14.59)	57.69	(0.26)
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	357.80	(187.82)	63.77	(49.39)	59.00
投资活动现金流	453.86	(138.69)	49.18	8.30	58.74
债权融资	0.00	5.01	226.96	0.00	236.82
股权融资	2.29	(1.80)	16.69	2.83	2.58
其他	(490.48)	(79.95)	(18.78)	(246.97)	(27.96)
筹资活动现金流	(488.19)	(76.74)	224.87	(244.14)	211.44
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(63.03)	(9.08)	(151.46)	526.90	(498.55)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com