

登海种业 (002041)

证券研究报告

2021年04月20日

玉米种子销量增加，去库存加速，业绩有望持续高增长！

事件：登海种业发布 2020 年年报，2020 年营业收入 9.01 亿元，同比增长 9.42%；归母净利润 1.02 亿元，同比增长 145.18%；扣非净利润 4673.63 万元，同比增长 278%。

新一季玉米销量增长明显，促进业绩增长

2020 年度登海母公司玉米种子销量增长明显，收入同比增长 20.59%。销量增加对于降低库存压力有重要作用，报告期内，存货减值计提减少及管理费用下降也促进公司业绩增长，2020 年公司种业库存量为 4.53 亿元，同比下降 33.25%。此外，公司子公司登海先锋、登海良玉均实现减亏，子公司的业绩好转为公司业绩增长做出贡献。

玉米现货价格保持高位，农民用种积极性提升

玉米价格自 2020 年开始波动上升，2021 年 3 月突破 3000 元/吨，处于 2009 年以来最高位，目前仍然处于高位震荡状态。根据农业部 2021 年 3 月预测，2020/2021 年度玉米缺口达 1851 万吨；根据 4 月预测，在加大进口的预期背景下，我国 2020/2021 年度玉米缺口仍达 651 万吨。玉米现货保持高价有望提升农户种植积极性，农民购买优质种子的动力提升。2020 年中国种子协会从近 40 年来 1.6 万多个玉米推广品种中，以单年推广面积和累计推广面积为指标，评选出 20 个“荣誉殿堂”玉米品种，登海种业的登海 605 等五个玉米品种入选，是入选品种最多的单位。2020 年，登海 605”和“登海 618”被评选为“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。我们认为，明年的玉米种子销量有望持续提升，公司具备强势品种登海 605 以及登海 533、登海 111、登海 1717 等新兴品种，有望凭借强产品竞争力获得更高的市场份额。

转基因落地预期加强，龙头公司有望受益

2020 年我国转基因商业化进程加速，目前已有 DBN9936、DBN9858、DBN9501 和瑞丰 12-5 获得农业转基因生物安全证书，如果国内转基因种子商业化落地，将推动种子行业扩容，格局重塑，提高市场集中度。公司于 2016 年已通过抗病虫抗除草剂转基因玉米新品种培育项目获得政府补助，与已有转基因性状公司合作。转基因玉米种子商业化后，公司有望凭借优势品种和渠道稳固和提升市场份额。

盈利预测和投资建议：

由于行业激烈竞争依然存在，我们将 2021 年销量增速略微下调，因此 2021 年收入较此前预测有所降低，但因公司库存降低显成效、子公司有望继续减亏，2021 年利润有望提升。我们原先预计 2021-2022 年公司实现收入 13.35/16.31 亿，实现归母净利润 1.57/2.19 亿，现调整为预计 2021-2023 年公司实现收入 11.95/15.01/17.58 亿，同增 32.67%/25.61%/17.09%，实现归母净利润 1.66/2.06/2.31 亿，同增 62.72%/23.87%/ 12.17%（不考虑转基因品种销售带来的增量），考虑到行业景气度持续提升和公司业绩高增长，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	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	823.18	900.74	1,195.00	1,501.00	1,757.50
增长率(%)	8.16	9.42	32.67	25.61	17.09
EBITDA(百万元)	276.69	174.81	200.05	286.81	352.08
净利润(百万元)	41.58	101.96	165.90	205.50	230.50
增长率(%)	27.83	145.18	62.72	23.87	12.17
EPS(元/股)	0.05	0.12	0.19	0.23	0.26
市盈率(P/E)	333.10	135.86	83.49	67.40	60.09
市净率(P/B)	4.88	4.79	4.66	4.51	4.35
市销率(P/S)	16.83	15.38	11.59	9.23	7.88
EV/EBITDA	23.55	99.01	57.45	40.03	32.09

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	15.74 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)	13,851.20
流通 A 股市值(百万元)	13,851.20
每股净资产(元)	3.23
资产负债率(%)	20.66
一年内最高/最低(元)	25.54/11.46

作者

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

林逸丹 分析师
SAC 执业证书编号：S1110520110001
linyidan@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《登海种业-半年报点评:半年报业绩大幅增长，预计公司高增长态势将延续!》 2020-08-23
- 2 《登海种业-季报点评:一季度盈利水平大幅改善，公司业绩拐点或将出现!》 2020-05-01
- 3 《登海种业-年报点评报告:行业底部复苏叠加降费增效，公司业绩或将现拐点!》 2020-04-22

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	204.66	652.10	585.41	546.72	696.98	营业收入	823.18	900.74	1,195.00	1,501.00	1,757.50
应收票据及应收账款	18.98	24.34	32.09	41.97	42.78	营业成本	557.35	641.27	805.06	979.70	1,113.90
预付账款	31.65	13.06	54.03	27.93	59.96	营业税金及附加	6.40	5.82	9.56	12.01	13.16
存货	608.50	407.75	934.02	698.81	1,157.70	营业费用	90.95	71.10	123.09	141.09	161.69
其他	2,013.85	1,922.13	1,941.39	1,949.62	1,964.46	管理费用	79.11	86.41	109.94	120.08	133.57
流动资产合计	2,877.63	3,019.38	3,546.94	3,265.05	3,921.88	研发费用	25.08	70.57	94.41	112.58	131.81
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	(2.39)	(14.08)	(24.56)	(19.73)	(21.67)
固定资产	611.29	553.42	483.48	454.70	379.44	资产减值损失	(80.28)	(27.95)	(10.00)	(10.00)	(10.00)
在建工程	52.30	66.21	66.21	69.72	69.72	公允价值变动收益	0.00	8.45	10.01	10.00	10.00
无形资产	90.40	88.17	82.04	75.91	69.78	投资净收益	57.51	41.09	51.02	49.87	47.33
其他	56.53	33.33	46.71	41.05	36.01	其他	117.13	(55.26)	(122.05)	(119.74)	(114.65)
非流动资产合计	810.52	741.13	678.44	641.39	554.96	营业利润	(27.69)	73.34	148.54	225.15	292.37
资产总计	3,688.15	3,760.51	4,225.38	3,906.44	4,476.84	营业外收入	1.29	0.85	1.50	1.50	1.50
短期借款	5.01	5.00	0.00	0.00	0.00	营业外支出	3.49	5.16	4.00	4.00	4.00
应付票据及应付账款	34.04	24.95	51.09	41.44	63.76	利润总额	(29.89)	69.03	146.04	222.65	289.87
其他	470.44	579.62	996.76	631.41	1,096.21	所得税	10.34	20.14	42.35	64.57	84.06
流动负债合计	509.48	609.57	1,047.85	672.85	1,159.97	净利润	(40.23)	48.89	103.69	158.08	205.80
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	(81.81)	(53.06)	(62.21)	(47.42)	(24.70)
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	41.58	101.96	165.90	205.50	230.50
其他	35.41	15.89	20.00	23.77	19.89	每股收益(元)	0.05	0.12	0.19	0.23	0.26
非流动负债合计	35.41	15.89	20.00	23.77	19.89						
负债合计	544.89	625.46	1,067.85	696.62	1,179.86	主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
少数股东权益	303.35	245.98	183.77	136.35	111.65	成长能力					
股本	880.00	880.00	880.00	880.00	880.00	营业收入	8.16%	9.42%	32.67%	25.61%	17.09%
资本公积	29.32	29.32	29.32	29.32	29.32	营业利润	-600.64%	-364.90%	102.54%	51.57%	29.86%
留存收益	1,964.10	2,013.25	2,093.76	2,193.48	2,305.33	归属于母公司净利润	27.83%	145.18%	62.72%	23.87%	12.17%
其他	(33.50)	(33.50)	(29.32)	(29.32)	(29.32)	获利能力					
股东权益合计	3,143.26	3,135.05	3,157.53	3,209.82	3,296.98	毛利率	32.29%	28.81%	32.63%	34.73%	36.62%
负债和股东权益总	3,688.15	3,760.51	4,225.38	3,906.44	4,476.84	净利率	5.05%	11.32%	13.88%	13.69%	13.12%
						ROE	1.46%	3.53%	5.58%	6.69%	7.24%
						ROIC	-1.36%	4.75%	15.87%	23.70%	27.38%
						偿债能力					
						资产负债率	14.77%	16.63%	25.27%	17.83%	26.35%
						净负债率	-6.35%	-20.64%	-18.54%	-17.03%	-21.14%
						流动比率	5.65	4.95	3.38	4.85	3.38
						速动比率	4.45	4.28	2.49	3.81	2.38
						营运能力					
						应收账款周转率	37.95	41.58	42.35	40.54	41.48
						存货周转率	1.18	1.77	1.78	1.84	1.89
						总资产周转率	0.22	0.24	0.30	0.37	0.42
						每股指标(元)					
						每股收益	0.05	0.12	0.19	0.23	0.26
						每股经营现金流	0.23	0.42	-0.04	0.08	0.25
						每股净资产	3.23	3.28	3.38	3.49	3.62
						估值比率					
						市盈率	333.10	135.86	83.49	67.40	60.09
						市净率	4.88	4.79	4.66	4.51	4.35
						EV/EBITDA	23.55	99.01	57.45	40.03	32.09
						EV/EBIT	32.25	167.92	92.70	55.88	41.74

现金流量表(百万元)					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	(40.23)	48.89	165.90	205.50	230.50
折旧摊销	77.29	74.08	76.07	81.39	81.39
财务费用	0.24	0.56	(24.56)	(19.73)	(21.67)
投资损失	(57.51)	(41.09)	(51.02)	(49.87)	(47.33)
营运资金变动	1,969.38	589.22	(150.23)	(112.38)	(8.28)
其它	(1,742.82)	(302.21)	(52.20)	(37.42)	(14.70)
经营活动现金流	206.35	369.44	(36.05)	67.49	219.92
资本支出	49.14	45.06	(4.11)	46.23	3.88
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(187.82)	(296.79)	35.11	(66.36)	23.45
投资活动现金流	(138.69)	(251.73)	31.00	(20.13)	27.33
债权融资	5.01	5.00	0.00	0.00	0.00
股权融资	(1.80)	14.08	28.75	19.73	21.67
其他	(79.95)	(77.79)	(90.40)	(105.78)	(118.65)
筹资活动现金流	(76.74)	(58.71)	(61.65)	(86.06)	(96.98)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(9.08)	59.01	(66.69)	(38.69)	150.27

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