

登海种业 (002041)

证券研究报告

2021年08月26日

半年报业绩大幅增长，把握玉米种子景气发展机会！

公司上半年实现营业收入 4.14 亿元，同比增长 22.40%；归母净利润 1.05 亿元，同比增长 83.47%。

玉米价格持续高位，公司玉米种子销量增长

今年上半年，国内玉米价格持续保持高位（现货价格维持 2700-3000 元/吨，2000 年之前连续多年低于 2000 元/吨），农民种植积极性提升明显，玉米需种量回升。销量方面，母公司玉米种子销量较上年同期有所增长，促进公司收入业绩提升。此外，随着子公司品种改善，上半年子公司登海先锋净利润-2431 万（去年同期-4241 万）；昌吉登海净利润 1115 万（去年同期 1039 万）。我们认为，国内玉米供需仍存在缺口，玉米高价有望维持，下半年开启的销售季，公司种子售价有望提升，公司玉米种子业务迎来量价齐升的良好局面。

审定门槛提升，行业竞争格局改善，公司有望迎更快发展

2021 年上半年申请登记品种 2595 个，通过省级审查品种 1969 个，部级审批公告品种 4 批次 1320 个，同期下降 60%。7 月，国家农作物品种审定委员会办公室组织修订了国家级玉米、稻品种审定标准，规定玉米申请审定品种与已知品种 DNA 指纹检测差异位点数 ≥ 4 个，并对产量、品质等作出更高要求。8 月，种子法修正草案提请十三届全国人大常委会第三十次会议审议，此次修正重点在于加强植物新品种知识产权保护。我们认为，随着种子政策进一步向鼓励和保护创新倾斜，注重研发投入且具备高品质种子的头部公司有望快速发展，获得更高的市场份额。

转基因玉米有望落地，公司积极布局

2020 年我国转基因商业化进程加速，先后有 4 个国产玉米品种获批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并提高市场集中度。公司与大北农在转基因玉米种子方面提早展开合作，有望把握转基因玉米发展机遇。

盈利预测与投资建议：

因公司玉米销量增长较快，且存在提价空间，我们上调公司盈利预测，原先我们预计 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%；现调整为预计 2021-2023 年公司实现收入 11.95/16.21/20.08 亿，同增 32.67%/35.65%/23.84%，实现归母净利润 2.12/2.71/3.40 亿，同增 107.83%/27.86%/25.66%（不考虑转基因品种销售带来的变化），考虑到玉米产业链逐步复苏和公司业绩高增长，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	1,621.00	2,007.50
增长率(%)	8.16	9.42	32.67	35.65	23.84
EBITDA(百万元)	276.69	174.81	239.65	357.17	488.96
净利润(百万元)	41.58	101.96	211.89	270.93	340.46
增长率(%)	27.83	145.18	107.83	27.86	25.66
EPS(元/股)	0.05	0.12	0.24	0.31	0.39
市盈率(P/E)	380.50	155.19	74.67	58.40	46.47
市净率(P/B)	5.57	5.48	5.28	5.06	4.81
市销率(P/S)	19.22	17.57	13.24	9.76	7.88
EV/EBITDA	23.55	99.01	55.90	37.63	26.85

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	17.98 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)	15,822.40
流通 A 股市值(百万元)	15,822.40
每股净资产(元)	3.37
资产负债率(%)	13.29
一年内最高/最低(元)	24.95/14.51

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

- 《登海种业-公司点评:半年报业绩预计高增长，玉米种子销量向好！》2021-08-01
- 《登海种业-年报点评报告:玉米种子销量增加，去库存加速，业绩有望持续高增长！》2021-04-20
- 《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

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	204.66	652.10	636.24	526.36	797.62
应收票据及应收账款	18.98	24.34	32.09	47.89	48.91
预付账款	31.65	13.06	50.73	32.81	59.07
存货	608.50	407.75	868.02	796.14	1,144.53
其他	2,013.85	1,922.13	1,941.39	1,951.62	1,966.46
流动资产合计	2,877.63	3,019.38	3,528.47	3,354.82	4,016.59
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	611.29	553.42	483.48	454.70	379.44
在建工程	52.30	66.21	66.21	69.72	69.72
无形资产	90.40	88.17	82.04	75.91	69.78
其他	56.53	33.33	46.71	41.05	36.01
非流动资产合计	810.52	741.13	678.44	641.39	554.96
资产总计	3,688.15	3,760.51	4,206.91	3,996.21	4,571.55
短期借款	5.01	5.00	0.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	34.04	24.95	47.35	46.95	63.02
其他	470.44	579.62	976.96	693.94	1,128.37
流动负债合计	509.48	609.57	1,024.31	740.90	1,191.39
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	35.41	15.89	20.00	23.77	19.89
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	1,044.31	764.66	1,211.28
少数股东权益	303.35	245.98	166.52	104.00	67.52
股本	880.00	880.00	880.00	880.00	880.00
资本公积	29.32	29.32	29.32	29.32	29.32
留存收益	1,964.10	2,013.25	2,116.07	2,247.54	2,412.75
其他	(33.50)	(33.50)	(29.32)	(29.32)	(29.32)
股东权益合计	3,143.26	3,135.05	3,162.60	3,231.55	3,360.28
负债和股东权益总计	3,688.15	3,760.51	4,206.91	3,996.21	4,571.55

现金流量表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	(40.23)	48.89	211.89	270.93	340.46
折旧摊销	77.29	74.08	76.07	81.39	81.39
财务费用	0.24	0.56	(25.45)	(20.26)	(23.07)
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	(104.47)	(200.22)	71.14
其它	(1,742.82)	(302.21)	(69.45)	(52.52)	(26.48)
经营活动现金流	206.35	369.44	37.57	29.46	396.12
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	29.64	20.26	23.07
其他	(79.95)	(77.79)	(114.07)	(139.46)	(175.25)
筹资活动现金流	(76.74)	(58.71)	(84.44)	(119.21)	(152.18)
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	(15.86)	(109.88)	271.26

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	823.18	900.74	1,195.00	1,621.00	2,007.50
营业成本	557.35	641.27	765.46	998.50	1,164.40
营业税金及附加	6.40	5.82	9.56	12.97	15.03
营业费用	90.95	71.10	123.09	152.37	184.69
管理费用	79.11	86.41	109.94	129.68	152.57
研发费用	25.08	70.57	94.41	121.58	150.56
财务费用	(2.39)	(14.08)	(25.45)	(20.26)	(23.07)
资产减值损失	(80.28)	(27.95)	(10.00)	(10.00)	(10.00)
公允价值变动收益	0.00	8.45	10.01	10.00	10.00
投资净收益	57.51	41.09	51.02	49.87	47.33
其他	117.13	(55.26)	(122.05)	(119.74)	(114.65)
营业利润	(27.69)	73.34	189.02	296.04	430.64
营业外收入	1.29	0.85	1.50	1.50	1.50
营业外支出	3.49	5.16	4.00	4.00	4.00
利润总额	(29.89)	69.03	186.52	293.54	428.14
所得税	10.34	20.14	54.09	85.13	124.16
净利润	(40.23)	48.89	132.43	208.41	303.98
少数股东损益	(81.81)	(53.06)	(79.46)	(62.52)	(36.48)
归属于母公司净利润	41.58	101.96	211.89	270.93	340.46
每股收益(元)	0.05	0.12	0.24	0.31	0.39

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
成长能力					
营业收入	8.16%	9.42%	32.67%	35.65%	23.84%
营业利润	-600.64%	-364.90%	157.75%	56.61%	45.47%
归属于母公司净利润	27.83%	145.18%	107.83%	27.86%	25.66%
获利能力					
毛利率	32.29%	28.81%	35.94%	38.40%	42.00%
净利率	5.05%	11.32%	17.73%	16.71%	16.96%
ROE	1.46%	3.53%	7.07%	8.66%	10.34%
ROIC	-1.36%	4.75%	20.94%	34.37%	38.89%
偿债能力					
资产负债率	14.77%	16.63%	24.82%	19.13%	26.50%
净负债率	-6.35%	-20.64%	-20.12%	-16.29%	-23.74%
流动比率	5.65	4.95	3.44	4.53	3.37
速动比率	4.45	4.28	2.60	3.45	2.41
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	1.87	1.95	2.07
总资产周转率	0.22	0.24	0.30	0.40	0.47
每股指标(元)					
每股收益	0.05	0.12	0.24	0.31	0.39
每股经营现金流	0.23	0.42	0.04	0.03	0.45
每股净资产	3.23	3.28	3.40	3.55	3.74
估值比率					
市盈率	380.50	155.19	74.67	58.40	46.47
市净率	5.57	5.48	5.28	5.06	4.81
EV/EBITDA	23.55	99.01	55.90	37.63	26.85
EV/EBIT	32.25	167.92	81.89	48.73	32.21

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