

隆平高科 (000998): 种质、研发优势突出, 持续引领生物育种时代

2020 年 05 月 07 日

强烈推荐/首次

隆平高科 公司报告

杂交水稻龙头, 中信入主助力公司发展。公司以杂交水稻和杂交玉米种子为核心产品, 其中杂交水稻产品市场份额全球领先, 杂交玉米种子位于国内第一梯队。中信集团入股后, 帮助公司外延并购整合资源, 助力公司发展。

技术进步推进产业升级, 公司具备核心竞争优势。转基因技术是我国种业未来发展的大势所趋, 政策的放开使得转基因种子商用落地成为可能, 未来玉米种子潜在空间翻倍。公司具备生物育种时代核心竞争优势:

- **种质资源:** 我国基础种质资源十分丰富, 生物育种技术的研究水平也保持在世界前列, 受限于商用限制未能推广。公司种质资源具备优势, 在杂交水稻、杂交玉米品种资源方面业内领先, 转基因玉米品种瑞丰 125 已获得转基因生物安全证书, 具备先发优势。
- **研发实力:** 公司研发实力领先行业, 近年来研发支出占比已经赶超世界寡头, 在全球范围内搭建起了传统育种、生物技术和测试评价三大平台, 组建了知名专家牵头的研发团队, 研发实力在杂交育种和转基因育种领域业内领先。
- **销售渠道:** 公司种子销售区域遍布全国, 推广面积全国领先。公司营销团队采用差异化营销方式提升营销效率, 人均创收居业内首位, 为公司未来杂交及转基因新品种的推广奠定了良好的基础。

传统业务供给侧改革, 有望迎来行业拐点。2020 年预计稻谷收购价格稳中有升, 带动水稻种植面积和种子需求企稳回升。公司玉米种子在外延并购的拉动下, 收入大幅增长。2020 年玉米种子行业库存已得到有效消化, 伴随饲用玉米需求改善, 玉米价格有望迎来拐点, 带动公司玉米种子销量稳步提升。

公司盈利预测及投资评级: 不考虑转基因种子带来的业绩增长, 公司 2020-2022 年预计实现营业收入 35.90 亿元, 40.85 亿元和 45.73 亿元, 实现归母净利润 3.02 亿元, 5.50 亿元和 7.62 亿元, EPS 分别为 0.25, 0.40 和 0.60, 对应 PE 分别为 74X, 46X 和 31X。首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

风险提示: 需求恢复不及预期; 病虫害风险; 养殖存栏恢复进度不及预期等。

财务指标预测

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	3,579.72	3,129.54	3,590.93	4,084.79	4,572.70
增长率 (%)	12.22%	-12.58%	14.74%	13.75%	11.94%
净归母净利润 (百万元)	791.00	(298.27)	326.36	520.88	785.83
增长率 (%)	1.20%	-120.46%	-341.50%	45.82%	43.78%
净资产收益率 (%)	11.54%	-4.83%	4.81%	7.17%	9.87%
每股收益 (元)	0.63	(0.23)	0.25	0.40	0.60
PE	29.00	(79.43)	73.73	46.19	30.62
PB	3.51	3.90	3.55	3.31	3.02

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

公司简介:

公司业务涵盖“种业运营”和“农业服务”两大体系, 种子业务方面, 公司水稻、玉米、蔬菜、食葵、谷子等核心品类全球领先, 小麦、棉花、油菜、马铃薯等品类快速发展。

未来 3-6 个月重大事项提示:

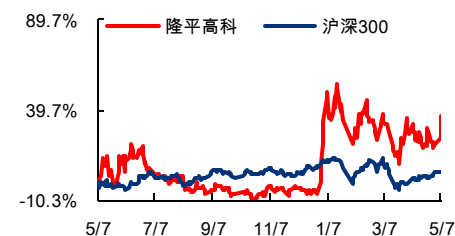
2019-05-19 股东大会召开

发债及交叉持股介绍:

交易数据

52 周股价区间 (元)	20.75-12.04
总市值 (亿元)	240.61
流通市值 (亿元)	177.11
总股本/流通 A 股 (万股)	131,697/96,939
流通 B 股/H 股 (万股)	/
52 周日均换手率	3.42

52 周股价走势图



资料来源: wind、东兴证券研究所

分析师: 程诗月

010-66555458

chengsy_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号:

S1480519050006

目 录

1. 杂交水稻龙头，中信入主助力公司发展	4
1.1 杂交水稻龙头，业绩短期承压回暖有望	4
1.2 中信集团入主，助力公司发展	4
2. 技术进步推进产业升级，公司具备核心竞争优势	5
2.1 育种技术推动行业成长，转基因技术迎政策开放	5
2.2 种质资源储备丰富，转基因育种抢占先机	8
2.2.1 我国种质资源基础好，政策限制技术推进	8
2.2.2 杂交育种储备丰富，转基因育种具备先发优势	10
2.3 研发投入赶超寡头，平台团队日趋完善	13
2.3.1 研发投入业内领先，平台搭建日趋完善	13
2.3.2 研发人才实力雄厚，杂交与转基因团队完善	14
2.4 销售渠道遍及全国，人均创效行业领先	15
3. 传统业务供给侧改革，有望迎来行业拐点	16
3.1 玉米种子市场回暖，供需结构有所改善	16
3.2 水稻种子供给侧改革，20 年有望止跌企稳	17
4. 盈利预测	18
5. 风险提示	19
相关报告汇总	21

插图目录

图 1： 2019 年公司营业收入结构	4
图 2： 2019 年公司毛利结构	4
图 3： 公司营业总收入及同比变化率	4
图 4： 公司归母净利润及同比变化率	4
图 5： 隆平高科股权结构和重要分子公司	5
图 6： 种子市场规模影响因素拆分	6
图 7： 生物技术作物对粮食安全、可持续性和减轻气候变化的贡献	6
图 8： 全球转基因作物种植面积（单位：亿公顷）	7
图 9： 四大转基因作物种植面积（单位：万公顷）	7
图 10： 我国种质资源丰富	9
图 11： 转基因作物的技术代际	10
图 12： 1980-2014 年批准转基因专利数	10
图 13： 1983-2014 年发表转基因作物研究 SCI 论文数	10
图 14： 公司具备丰富的种质资源储备	11
图 15： 新品种推广持续推动公司杂交水稻收入增长（亿元）	11
图 16： 公司玉米种子销售收入快速增长（单位：亿元）	12
图 17： 转基因作物生物安全性证书申请流程	12

图 18: 巴西转基因作物种植面积世界第二 (单位: 公顷)	13
图 19: 巴西转基因作物种植面积分品类占比	13
图 20: 2019 年隆平高科研发支出/营业收入已经赶超世界寡头	13
图 21: 公司研发体系和平台构建日趋完善	14
图 22: 公司国内国际研发布局	14
图 23: 2010-2016 年“Y 两优 1 号”、“深两优 5814”推广面积 (万亩)	15
图 24: 2016 年“隆两优华占”、“晶两优华占”推广面积 (万亩)	15
图 25: 公司销售人员人均创效行业领先 (单位: 百万元)	16
图 26: 杂交玉米制种面积 (单位: 万亩)	17
图 27: 国内玉米库存消费比	17
图 28: 22 个省市玉米平均价 (单位: 元/千克)	17
图 29: 杂交水稻与常规水稻制种面积 (单位: 万亩)	18
图 30: 国内稻谷库存消费比	18
图 31: 国内水稻现货价格走势 (单位: 元/吨)	18

表格目录

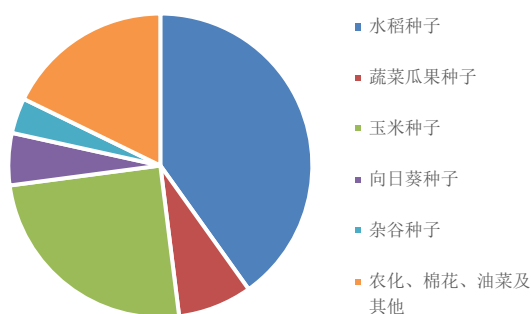
表 1: 2019 年农业转基因生物安全证书 (生产应用) 批准清单中玉米与大豆品种	7
表 2: 近期种业政策汇总	8
表 3: 转基因玉米种子空间测算	8
表 4: 公司收入预测	19

1. 杂交水稻龙头, 中信入主助力公司发展

1.1 杂交水稻龙头, 业绩短期承压回暖有望

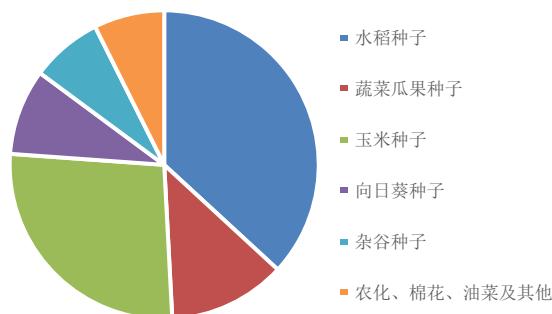
公司成立于 1999 年, 上市于 2000 年, 是国内第一批育繁推一体化的行业龙头, 坚持以自主研发和创新作为公司的核心发展动力。公司以杂交水稻和杂交玉米种子为核心产品, 其中杂交水稻产品市场份额全球领先, 杂交玉米种子位于国内第一梯队。公司 2019 年实现销售收入 31.30 亿元, 其中杂交水稻种子收入 12.56 亿元。

图1: 2019 年公司营业收入结构



资料来源: wind, 东兴证券研究所

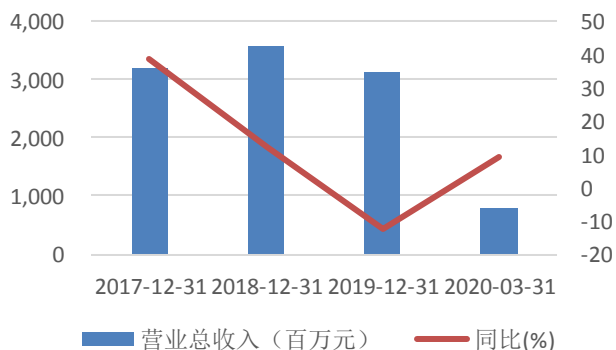
图2: 2019 年公司毛利结构



资料来源: wind, 东兴证券研究所

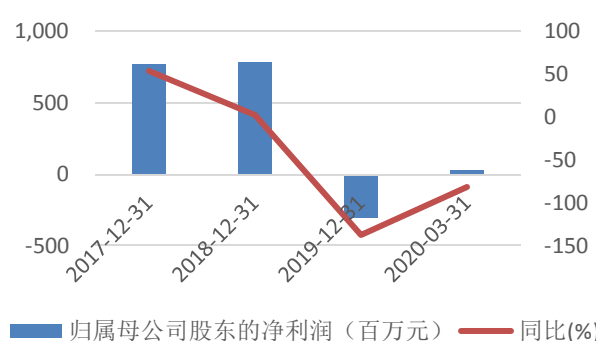
2019 年水稻最低收购价格下调, 库存压力大; 玉米受非洲猪瘟影响, 饲用消费下降明显。受粮价低迷的影响, 公司 2019 年盈利能力短期承压, 2020Q1 已环比改善, 一季度受外币兑换损失我们认为, 随着种业库存消化, 底部复苏以及转基因种子商用落地加速, 公司业绩有望迎来拐点, 重回上涨通道。

图3: 公司营业总收入及同比变化率



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图4: 公司归母净利润及同比变化率



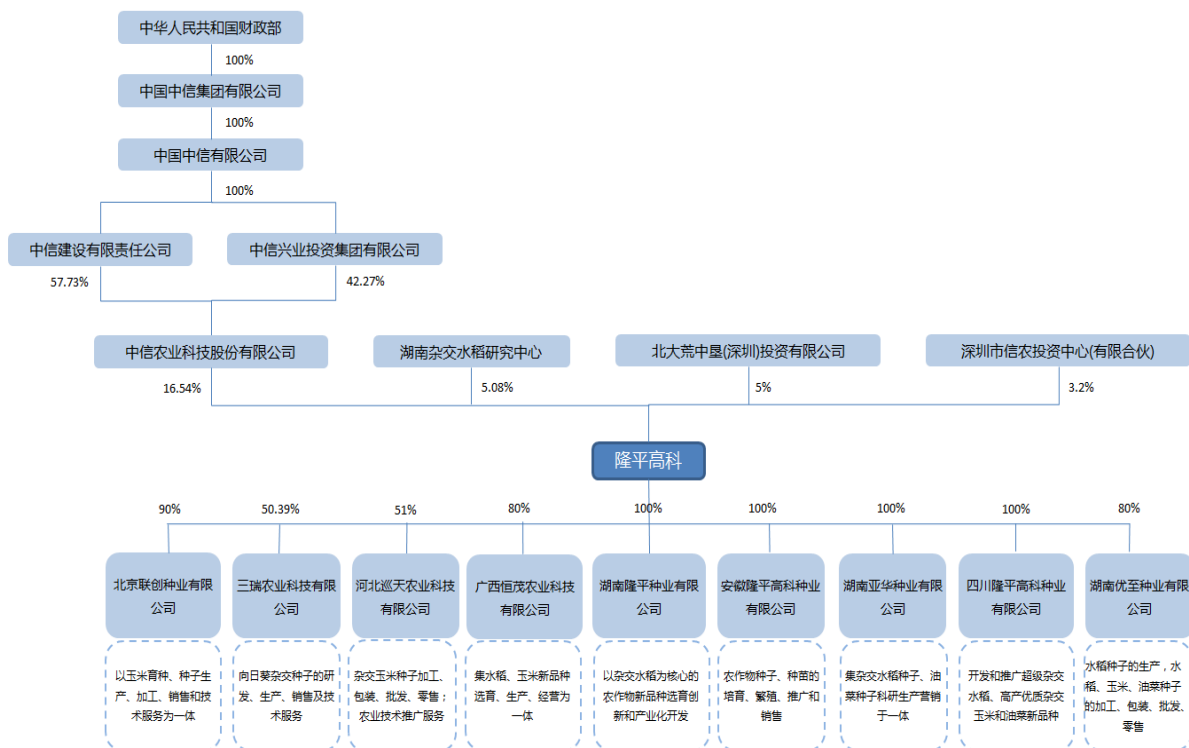
资料来源: wind, 东兴证券研究所

1.2 中信集团入主, 助力公司发展

2016 年公司完成定向增发后, 中信集团持有公司 16.54% 的股份, 公司实控人变更为中信集团。中信集团入股后, 帮助公司外延并购整合资源。公司 2017 年以来先后收购了三瑞农科、河北巡天、联创种业等标的,

丰富了公司在玉米种子和经济作物种子方面的产品和渠道布局; 另外, 公司还将布局延伸到海外, 海外完善育种体系布局, 收购巴西陶氏子公司。中信集团背靠财政部, 实力资源雄厚, 未来有望持续在资源整合方面为公司助力。

图5: 隆平高科股权结构和重要分子公司



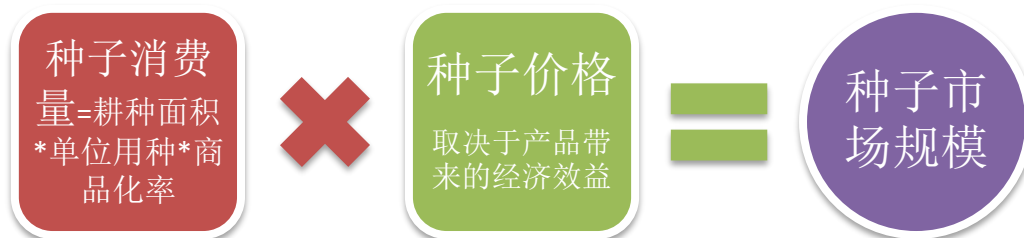
资料来源: wind, 东兴证券研究所

2. 技术进步推进产业升级, 公司具备核心竞争优势

2.1 育种技术推动行业成长, 转基因技术迎政策开放

育种技术是未来种业发展的核心动力。种业市场规模可以拆分成种子消费量和种子销售价格。我国耕地面积保持稳定。种子消费量的增长主要依靠种子商品化率的提升; 种子价格的提升与种子的质量、能够为种植产业带来的经济效益直接相关, 而这二者都离不开育种技术的升级。

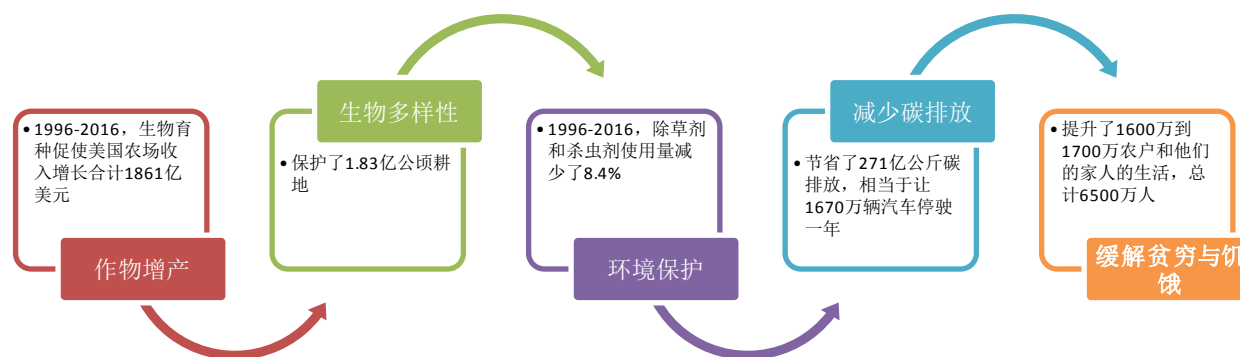
图6：种子市场规模影响因素拆分



资料来源：东兴证券研究所

- **技术升级能够提升种子商品化率。**目前全球应用范围最广的育种技术是杂交和转基因两类。我国主要使用的是杂交育种技术，杂交种子能够提升种植产量、增强抗逆性，并且杂交种子后代会出现形状分离，因此杂交种子的商品化率非常高。转基因技术应用在杂交种子上同样无法留种。并且高附加值的杂交种子和转基因种子将推进种植业提质增效，无法满足市场需求的传统自留品种将逐步被市场淘汰。因此育种技术的升级能够持续提升种子的商品化率
- **技术升级能够提升种子销售价格。**种子自身商业价值是通过分享种植效益来体现的。在1996年-2016年这20年间，以转基因为代表的生物育种技术通过增产降费，为全球种植业增加了1861亿美元的总产出。与之对应的，转基因种子的价格也显著高于普通种子，在应用转基因技术之前，美国玉米种子价格年涨幅不足5%，自1996年转基因技术商业化应用后，价格年复合涨幅在20%以上。

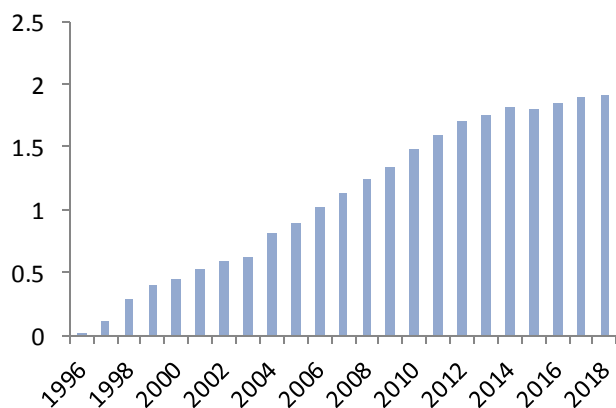
图7：生物技术作物对粮食安全、可持续性和减轻气候变化的贡献



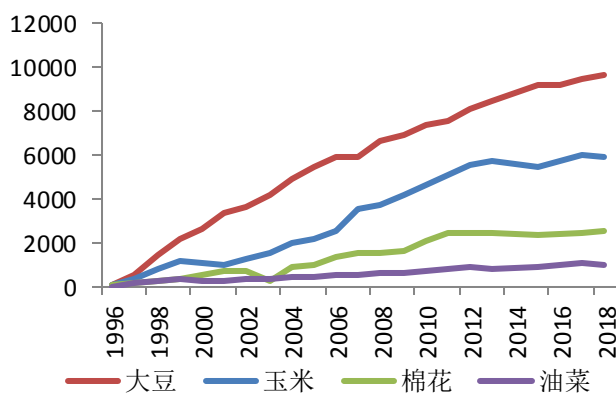
资料来源：ISAAA: Global Status of Commercialized biotech/gm crops: 2018, 东兴证券研究所

以转基因技术为代表的生物育种技术是种业技术升级的主要方向。转基因作物种植正在全球范围快速推广应用，2018年全球转基因作物种植面积已经达到1.92亿公顷，种植转基因作物的国家由最初的6个增长到26个。大豆是全球最大的转基因种植品种，种植面积占比在50%，除此之外，玉米、棉花和油菜也占比较高。

我国是最早参与生物育种和转基因种子研发的国家, 然而转基因作物尚未实现大面积商业化种植。未来强化以转基因、基因编辑为代表的生物育种技术是我国种业提质增效、绿色发展的必然选择。

图8: 全球转基因作物种植面积 (单位: 亿公顷)


资料来源: wind, 东兴证券研究所

图9: 四大转基因作物种植面积 (单位: 万公顷)


资料来源: wind, 东兴证券研究所

为保粮食安全, 转基因种子迎来政策支持。中美贸易战第一阶段协议签订, 中国将加大从美国进口农产品。为了减少进口农产品对我国市场的冲击, 保护我国粮食安全, 种业提质增效迫在眉睫。草地贪夜蛾已经进入我国, 2020 年存在爆发可能, 威胁我国玉米生产, 而抗虫类转基因产品是解决虫害的一剂良方。内外双重压力下, 转基因种子商用终于迎来的政策开放。

2020 年 1 月 21 日, 农业农村部发布 2019 年农业转基因生物安全证书(生产应用)批准清单, 其中包括 2 个玉米品种和 1 个大豆品种, 这是国产转基因大豆首次获得安全证书, 也是继 2009 年后转基因玉米再次获得安全证书。

表1: 2019 年农业转基因生物安全证书(生产应用)批准清单中玉米与大豆品种

审批编号	申报单位	项目名称	有效期
农基安证字(2019)第 291 号	北京大北农生物技术有限公司	转 cry1Ab 和 epsps 基因抗虫耐除草剂玉米 DBN9936 在北方春玉米区生产应用的安全证书	2019 年 12 月 2 日至 2024 年 12 月 2 日
农基安证字(2019)第 292 号	杭州瑞丰生物科技有限公司 浙江大学	转 cry1Ab/cry2Aj 和 g10evo-epsps 基因抗虫耐 除草剂玉米瑞丰 125 在北方春玉米区生产应用的安全证书(转基因生物原名“双抗 12-5”)	2019 年 12 月 2 日至 2024 年 12 月 2 日
农基安证字(2019)第 293 号	上海交通大学	转 g10evo-epsps 基因耐除草剂大豆 SHZD3201 在南方大豆区生产应用的安全证书 (转基因生物原名“SHZD32-01”)	2019 年 12 月 2 日至 2024 年 12 月 2 日

资料来源: 农业农村部, 东兴证券研究所

近期种业相关政策陆续出台, 从种质资源保护, 转基因种子安全证书获批, 到终端市场严查非法转基因种子,

都在为转基因种子的商用落地奠定政策和市场基础。我们乐观估计，今年下半年有望出现通过品种审定的商用转基因种子品种。

表2：近期种业政策汇总

时间	事件	影响
2020.01	转基因玉米、大豆获农业转基因生物安全证书	为种业创新发展提供新动能，有望加速种业升级和集中
2020.02	2020 年中央一号文件	培育一批农业战略科技创新力量，推动种业自主创新
2020.02	《2020 年种植业工作要点》发布	在工作目标上突出“守底线、优结构、提质量”
2020.02	《国务院办公厅关于加强农业种质资源保护与利用的意见》	强调健全种质资源保护体系和使用效率，提升种业竞争力
2020.03	《2020 年种业市场监管工作方案》	强调严查非法转基因种子，加强植物新品种权保护

资料来源：农业农村部，国务院办公厅，东兴证券研究所

转基因技术能够显著提升种业的市场规模。我国玉米种植面积在 4218 万公顷，每公顷种子费用在 675 元，绝大部分为杂交种子，而美国玉米多为转基因品种，因此我们假设美国玉米的种子费用为种植转基因种子的单位费用。在转基因玉米种子渗透率达到 50%、70%和 90%时，我国玉米种子市场规模将达到 470、546 和 622 亿元，相比 2019 年 279 亿元的市场规模，增幅约为 68%至 123%。仅考虑玉米这一个品种，转基因技术也能够带来玉米种子潜在市场规模翻倍。

表3：转基因玉米种子空间测算

玉米种植面积（万公顷）	美国玉米种子费（元/公顷）	转基因种子渗透率	市场规模（亿元）	杂交种子渗透率	杂交种子费（元/公顷）	市场规模（亿元）	总规模（亿元）
4128	1600	50%	330.24	50%	675	139.32	469.56
		70%	462.336	30%		83.592	545.928
		90%	594.432	10%		27.864	622.296

资料来源：wind,USDA,东兴证券研究所

我们认为，转基因技术是我国种业未来发展的大势所趋，政策的放开使得转基因种子商用落地成为可能。而企业想要在生物育种时代占据优势，必须要具备种质资源、研发实力和销售渠道这三大优势。

2.2 种质资源储备丰富，转基因育种抢占先机

种质资源是研发育种的重要基础，种质资源的数量和质量对最终品种的性状呈现有很大影响。种质资源不仅包括原生种子，也包括经过杂交和生物技术进行改良的种子品种。我国基础种质资源十分丰富，生物育种技术的研究水平也保持在世界前列，受限于商用限制未能推广。公司种质资源具备优势，在杂交水稻、杂交玉米品种资源方面业内领先，转基因玉米品种瑞丰 125 已获得转基因生物安全证书，具备先发优势。

2.2.1 我国种质资源基础好，政策限制技术推进

我国具备丰富的种植资源基础。自种子法实施以来，我国大力推动农业种质资源库建设，目前我国农业种质资源保护与利用工作取得积极成效，资源总量持续增加。截至 2018 年年底，我国已建成种质资源长期库 1

座、复份库 1 座、中期库 10 座、种质圃 43 个、原生境保护点 199 个；长期保存物种 2114 个、种质资源保存总量突破 50 万份，位居世界第二。

图10：我国种质资源丰富

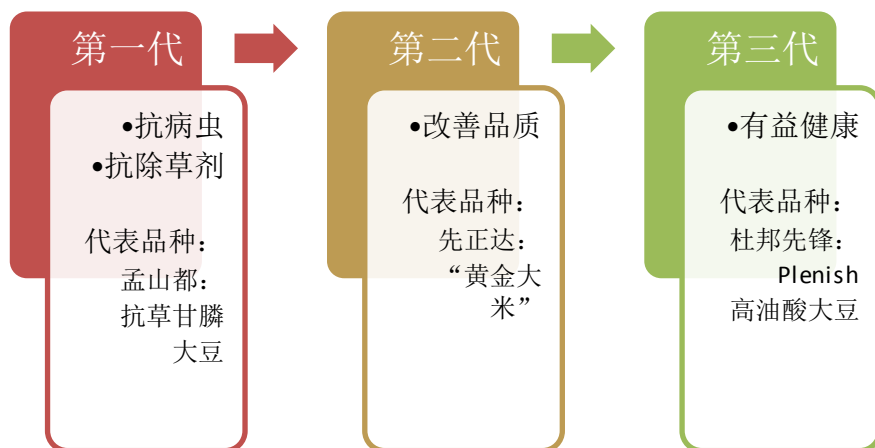


资料来源：农业农村部，东兴证券研究所

转基因种子产业化将推进我国建设种质资源强国。我国种质资源还称不上强国，一是我国种质资源未得到有效保护，消失风险加剧。二是已经保护起来的没有得到充分利用。三是保护体系与配套政策不完善。种业研发与产业化是相辅相成的。技术研发是产业化的基础，而产业化效益又反哺研发，种子企业也有意愿去投入从而获取升级新产品来进一步提升自身市场竞争力，从而实现研产销一体化的良性循环。在生物育种领域，虽然科研领域的工作从未停止，但由于商用落地的政策限制，我国的种质资源优势还没有有效转化为产业优势。目前我国实现大规模种植的转基因作物只有棉花和木瓜。

目前转基因技术研发已从抗病虫性、抗除草剂等第一代产品向改善营养品质、提高产量、耐储藏等第二代产品以及工业、医药和生物反应器等第三代产品转变。自 2015 年以来，以美国为首启动应用第三代转基因技术，并应用基因编辑技术，以满足消费者营养和健康为目标。我国转基因育种起步较晚但发展迅速，已经初步形成了从基础研究、应用研究到产品开发的完整的转基因作物研发体系，成为全球为数不多的、真正拥有转基因生物自主研发能力的国家之一。

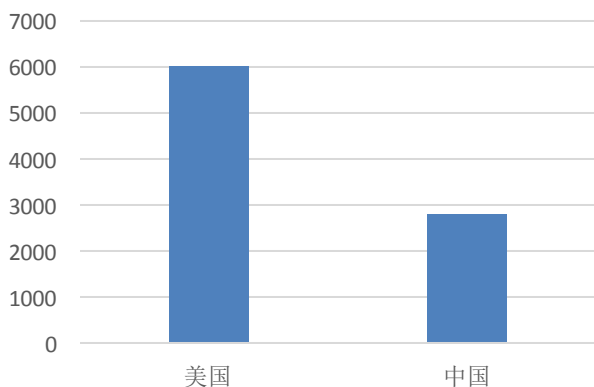
图11：转基因作物的技术代际



资料来源：公开资料整理，东兴证券研究所

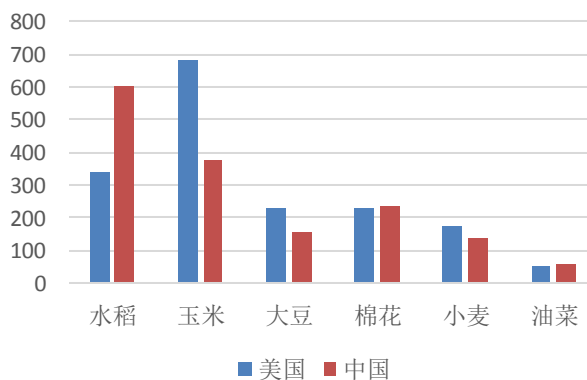
经过 20 多年的发展，中国已获得具有自主知识产权、重大育种价值的关键基因 100 多个，转基因专利总数位居世界第二。作为转基因研发实力的重要体现，中国发表的转基因作物研究 SCI 论文也已处于世界前列。可以说，中国科学家在水稻功能基因组学及基因克隆研究方面处于国际领先水平，玉米、小麦、大豆、棉花功能基因研究也步入了世界的前列，但我国一直对转基因持谨慎态度，如若产业化能够拉动，新的有自主知识产权的品种势必如雨后春笋般的不断涌现。

图12：1980-2014 年批准转基因专利数



资料来源：《中国转基因技术研发的国际竞争力》，东兴证券研究所

图13：1983-2014 年发表转基因作物研究 SCI 论文数



资料来源：《中国转基因技术研发的国际竞争力》东兴证券研究所

2.2.2 杂交育种储备丰富，转基因育种具备先发优势

传统杂交育种领域，公司经过多年研发积累，不断进行种质资源和品种的强化整合，已经积累了丰富的杂交种子品种储备。2018 年，公司获得国家审定的水稻品种 59 个次，国家审定的玉米品种 22 个次，国际水稻获得推广许可 9 个次；申请植物新品种权 120 件，获得授权植物新品种权 99 件。

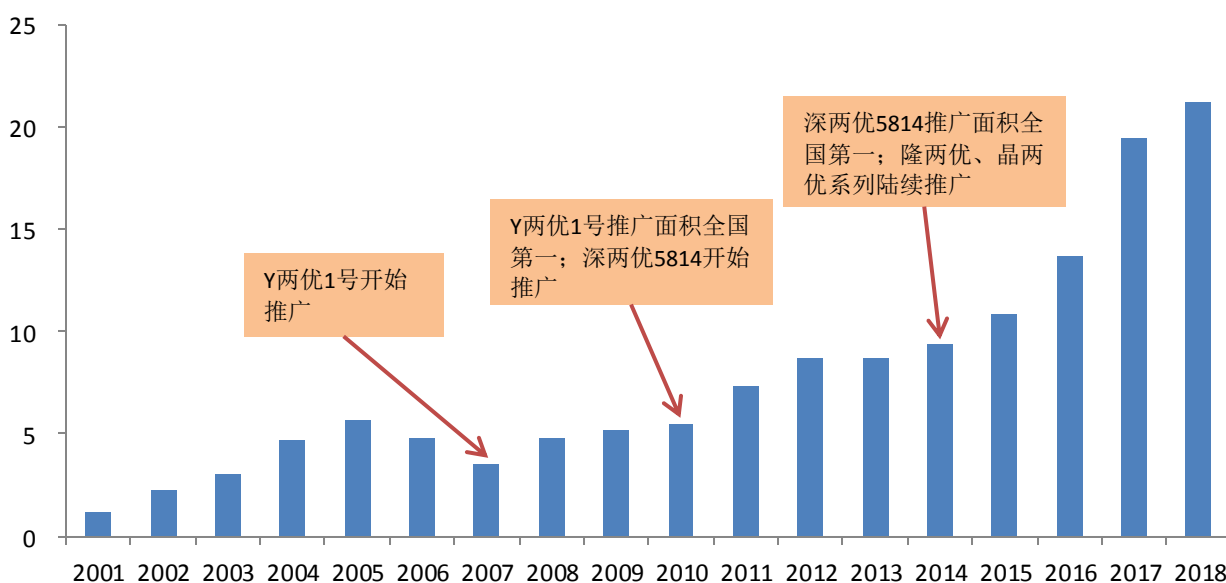
图14: 公司具备丰富的种质资源储备



资料来源: 公司官网, 东兴证券研究所

在杂交水稻领域, 公司依托湖南杂交水稻研究中心, 在杂交水稻种质资源领域具备绝对优势。公司杂交水稻新品种推广持续推动公司收入和业绩增长。2010-2013年, “Y两优1号”推广面积国内第一, 2014-2015年“深两优5814”推广面积国内第一。自2015年开始, 创新品种“隆两优”、“晶两优”系列陆续推广, 市场认可度超出预期。

图15: 新品种推广持续推动公司杂交水稻收入增长 (亿元)

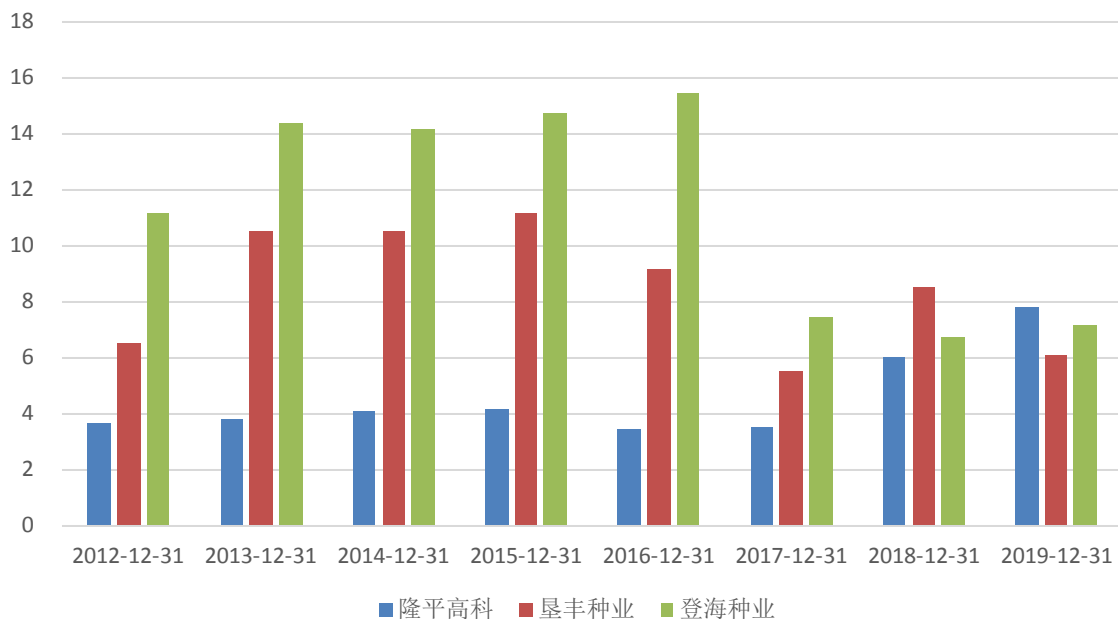


资料来源: wind, 东兴证券研究所

在杂交玉米领域, 公司通过外延并购, 迅速赶超, 已经进入玉米种子市场第一梯队。公司2017年收购河北巡天, 2018年收购北京联创种业90%股权, 注入联创种业的玉米种子优质资产, 显著提升了公司在玉米种

子领域的行业竞争力。在品种端，公司整合了包括河北巡天具备农单 902、中玉 18 等多个玉米新品种，以及北京联创的中科玉 505、裕丰 303、中科 11 等品种，完善了杂交玉米的品种布局。公司 2019 年实现玉米种子销售收入 7.78 亿元，联创 839，嘉禧 100，隆创 310 等新品种推广势头良好，自主研发玉米市场份额稳居全国首位。

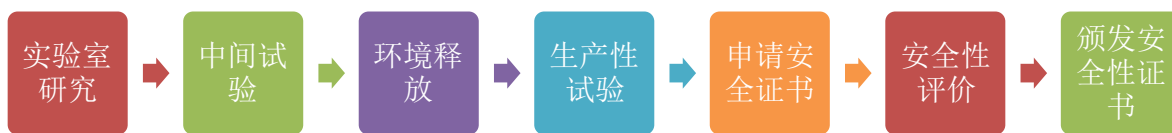
图 16：公司玉米种子销售收入快速增长（单位：亿元）



资料来源：wind，东兴证券研究所

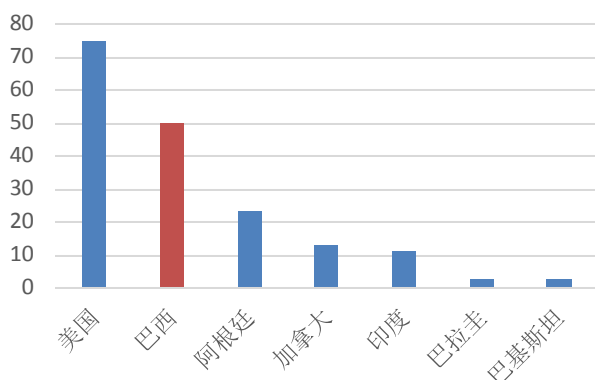
在转基因玉米领域，公司在国内市场具备先发优势。公司持股公司杭州瑞丰的双抗 12-5 品种已获得转基因生物安全证书（玉米品种仅两个）。双抗 12-5 为针对国内需求的创新基因品种，此外隆平生物研发的转化体后续也有望申请转基因安全证书。考虑到转基因生物安全证书的获取需要经过一系列的实验流程，预计在 2-3 年的窗口期内，公司转基因玉米品种具备绝对先发优势。

图 17：转基因作物生物安全性证书申请流程

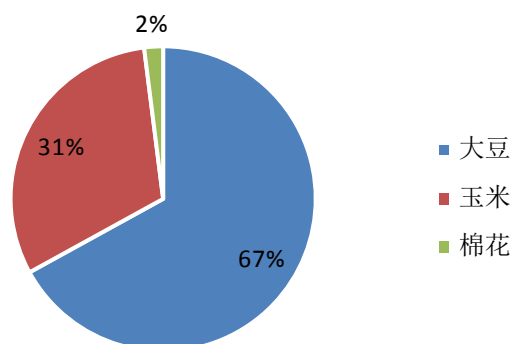


资料来源：农业农村部《农业转基因生物安全管理条例》，东兴证券研究所

此外，巴西转基因玉米种植面积排名世界第二，巴西隆平作为巴西第三大种子企业，已经具备成熟的转基因技术和超过 14,000 份育种材料的种质资源库。巴西隆平一方面可以将巴西玉米种子的优质性状和转基因领先技术引入国内市场；另一方面公司也将杭州瑞丰的部分性状与巴西隆平对接，正在开展品种回交、测试，未来有望在巴西市场推广，进一步释放协同效应。

图18: 巴西转基因作物种植面积世界第二 (单位: 公顷)


资料来源: ISAAA, 东兴证券研究所

图19: 巴西转基因作物种植面积分品类占比


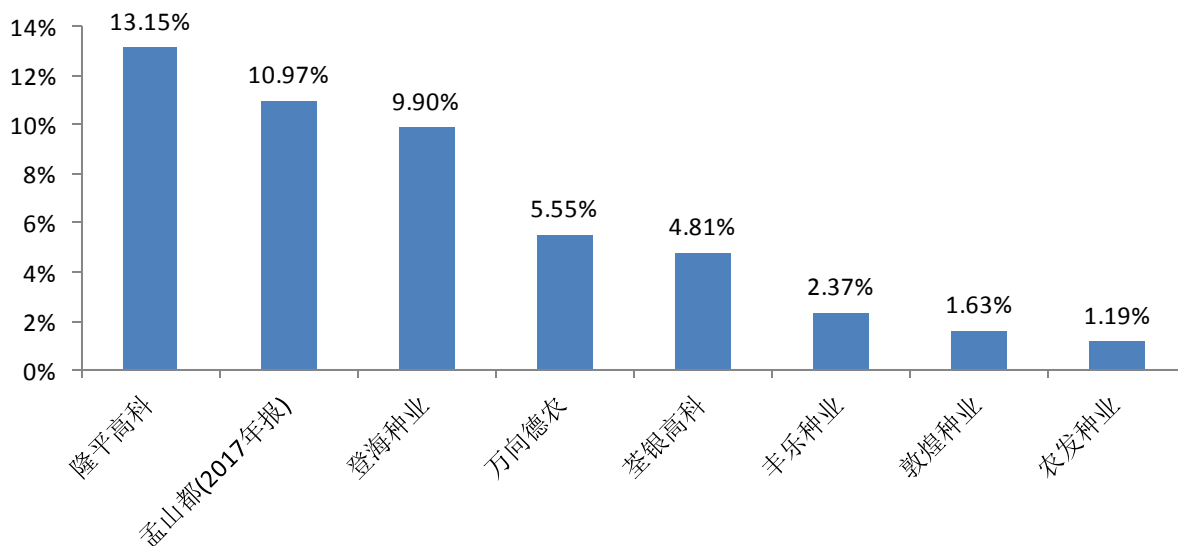
资料来源: ISAAA, 东兴证券研究所

2.3 研发投入赶超寡头, 平台团队日趋完善

种业是农业芯片, 研发实力是种子企业的核心壁垒。研发实力离不开持续的研发投入、完善的育种研发平台和实力雄厚的研发团队。公司研发实力领先行业, 近年来研发支出占比已经赶超世界寡头, 在全球范围内搭建起了传统育种、生物技术和测试评价三大平台, 组建了知名专家牵头的研发团队, 研发实力在杂交育种和转基因育种领域业内领先。

2.3.1 研发投入业内领先, 平台搭建日趋完善

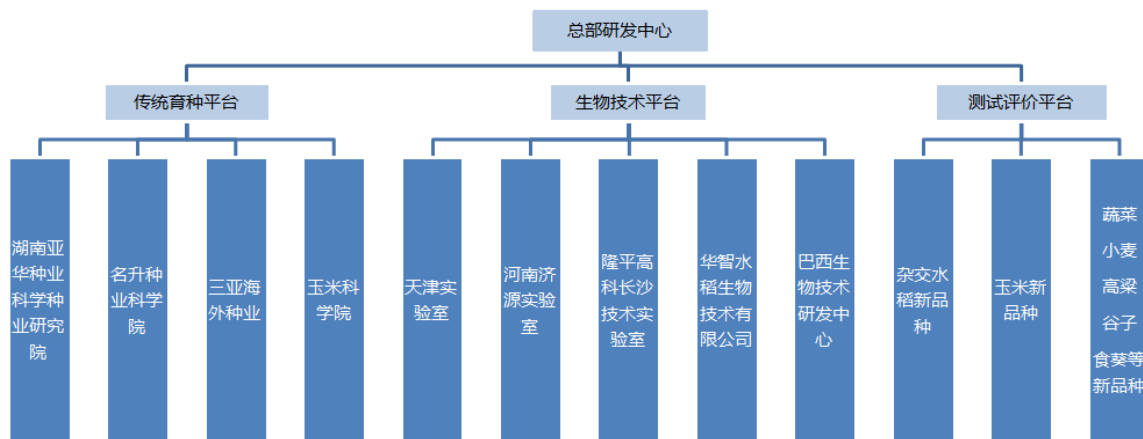
公司研发投入赶超寡头。参考美国市场, 引入一个新的转基因性状的平均总成本是 1.36 亿美元, 平均耗时在 10 年左右。研发投入是转基因性状成功落地的重要物质保障。公司一直坚定以研发创新为公司的发展内核, 公司研发投入力度持续引领行业, 为公司的科研创新提供了强有力的支撑。公司 2019 年研发支出 4.12 亿元, 研发支出占营业收入中的占比达到 13.15%, 赶超世界寡头水平。

图20: 2019 年隆平高科研发支出/营业收入已经赶超世界寡头


资料来源: wind, 东兴证券研究所

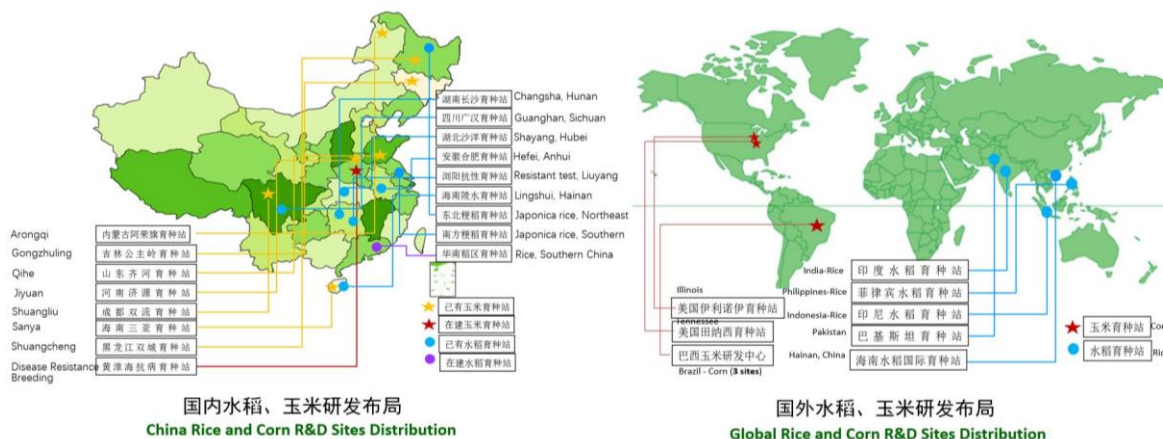
公司研发平台建设日趋完善。公司以总部研发中心为核心，整合国内国际资源，逐步建立起传统育种平台、生物技术平台和测试评价平台的三大平台育种体系。公司在中国、巴西、美国、巴基斯坦等7个国家建有13个水稻育种站，22个玉米育种站，7个蔬菜育种站，4个谷子育种站和3个食葵育种站，试验基地总面积近10,000亩。公司水稻测试网覆盖国内主产区 and 东南亚各国，玉米测试网覆盖国内主产区和巴西、美国等地，测试网络体系进一步扩大。在内生外延力量推动下，公司研发平台建设日趋完善。

图21：公司研发体系和平台构建日趋完善



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图22: 公司国内国际研发布局



资料来源：公司官网，东兴证券研究所

2.3.2 研发人才实力雄厚，杂交与转基因团队完善

公司汇集了高素质的研究人才，已构建了较为完善的研究团队。公司员工中博士生 29 名，占比 0.94%，硕士生 257 人，占比 8.32%。截止 2019 年，公司国内外水稻、玉米、蔬菜等专职研发及研发服务人员达 510 人，占公司总人数 16.52%。

在杂交育种团队方面，公司已经建立起以领军人物为核心，集合高素质人才的完善科研团队。公司杂交水稻以中国种业十大杰出人物和全国劳动模范水稻育种专家杨远柱为核心；在杂交玉米领域，公司通过外延并购

引进了领先行业的玉米种子研发团队, 团队以联创种业实控人王义波先生为核心, 王义波先生是国内玉米种业知名专家, 种子协会玉米分会副会长; 杂交谷子育种以全国人大代表赵治海先生为核心。

在转基因育种团队方面, 公司构建了以杭州瑞丰和隆平生物为核心的转基因技术“双驾马车”辅之以巴西隆平的转基因玉米团队。

杭州瑞丰: 公司参股公司杭州瑞丰团队以沈志成先生为核心, 沈志成先生曾在诺华公司从事农业生物技术的研究和开发工作, 2004 年回国从事转基因相关研究工作。杭州瑞丰转基因玉米材料已申请 10 个以上国内国际专利, 其独立发掘的抗虫基因和耐草甘膦基因, 对玉米螟防治效果达 96%, 比对照增产 6%—10%。

隆平生物: 公司子公司隆平生物团队以吕玉平博士为核心。吕玉平博士是中国农业大学博士, 美国宾夕法尼亚大学植物分子生物学博士后。曾任美国 Ceres 公司首席科学家和高级主管, 先正达生物科技(中国)有限公司运营总监, 2010 年回国担任大北农集团生物技术中心总经理, 2018 年任隆平高科副总裁。隆平生物目前已有自主研发的转化体储备, 后续也有望申请转基因安全证书。

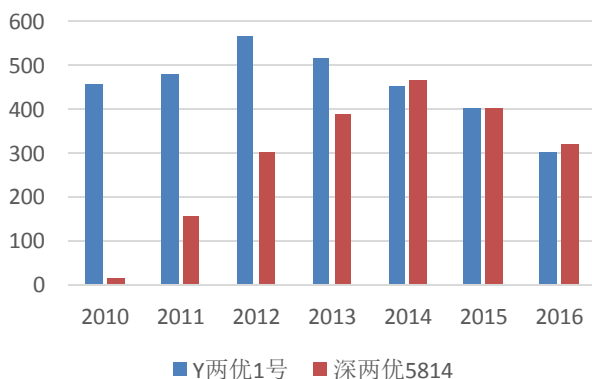
巴西隆平: 巴西隆平也具备转基因玉米研究团队, 未来有望通过资源与技术互通, 充分发挥国内国际的协同效应。

2.4 销售渠道遍及全国, 人均创效行业领先

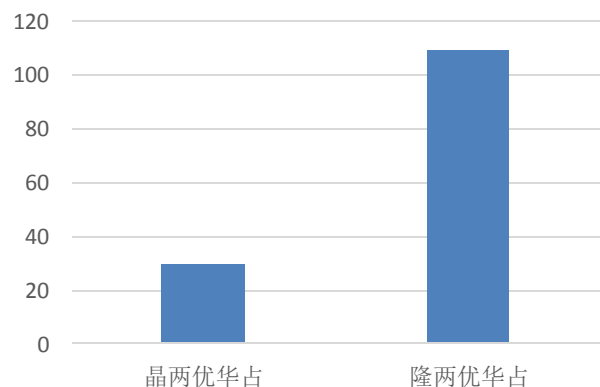
好酒也怕巷子深, 完善的销售渠道铺设和高效运转的营销团队能够显著提升种子产品的推广和销售效率。公司种子销售区域遍布全国, 推广面积全国领先。公司营销团队采用差异化营销案方式提升营销效率, 人均创效居业内首位, 为公司未来杂交及转基因新品种的推广奠定了良好的基础。

销售渠道遍及全国, 推广面积行业领先。 作为国内综合实力最强的种业企业, 公司杂交水稻品种推广面积行业领先。2010-2013 年, “Y 两优 1 号” 推广面积国内第一, 2014-2015 年 “深两优 5814” 推广面积国内第一。自 2015 年开始, 创新品种 “隆两优”、“晶两优” 系列陆续推广, 市场认可度超出预期, 2016-2017 年销售季总销量超过 1400 万公斤, 代表品种 “隆两优华占” 和 “晶两优华占” 销量双双突破 300 万公斤。2018 年, 以晶两优 534、晶两优华占、隆两优 534、隆两优华占等为代表的公司品种跻身全国杂交水稻推广面积前十大品种。2019 年公司悦两优、振两优、捷两优等杂交水稻系列新品种正按计划审定并推向市场。

图23: 2010-2016 年“Y 两优 1 号”、“深两优 5814”推广面积 (万亩) **图24: 2016 年“隆两优华占”、“晶两优华占”推广面积 (万亩)**



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所



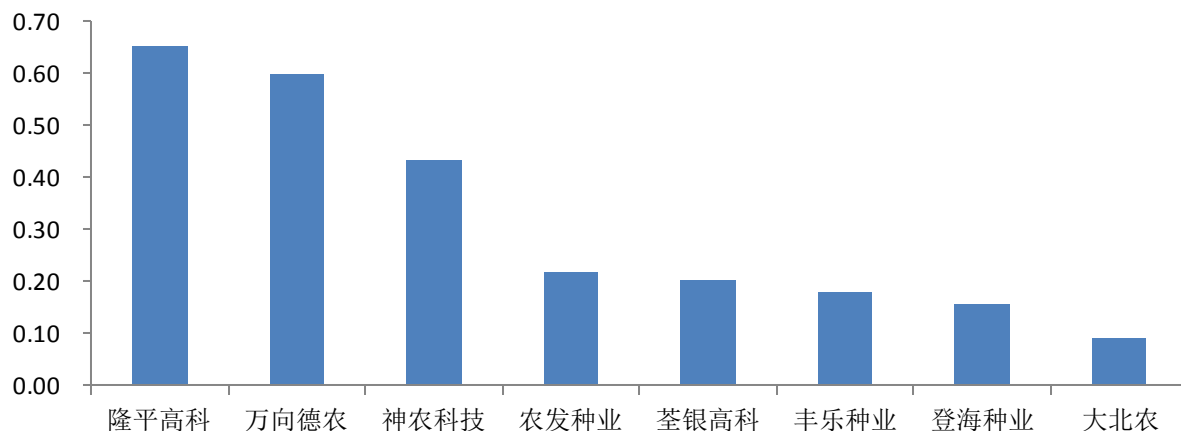
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

分销模式为主，差异化营销精细化管理。公司的销售主要采用“县级经销商—乡镇零售商—农户”的三级分销模式，即公司与经销商签订协议，规定某个经销商可以在某一区域（乡镇、县、市）内，代理销售公司的某些品种，该协议一般每个业务年度签署一次。10 多年来，公司已在全国设立延伸到村级集散地的零售网点，这些网点不仅成为种子销售终端，更是农业技术服务的提供者与中转站，及时帮助农户发现问题、解决问题，提供全方位服务。

公司在贯彻“多主体、多品牌、宽渠道”的营销理念的同时，加强品牌梳理和区域整合，强化协同管理；加强品种投前测试，从严控制新产品投放，努力做到精准营销；发挥各个品种的优势，加强与产业链相关企业的合作；深化示范营销、会议营销等营销组合，细化差异化战略，撬动经销商、种植大户的积极性和能动性，公司各品类产品营销成效显著，市场占有率稳步提升。

销售团队人均创效行业领先。公司销售团队和管理能力优异，公司销售人员人均创效在可比公司中排名第一，2018 年实现人均创效 65 万元，远超行业平均水平。

图25：公司销售人员人均创效行业领先（单位：百万元）

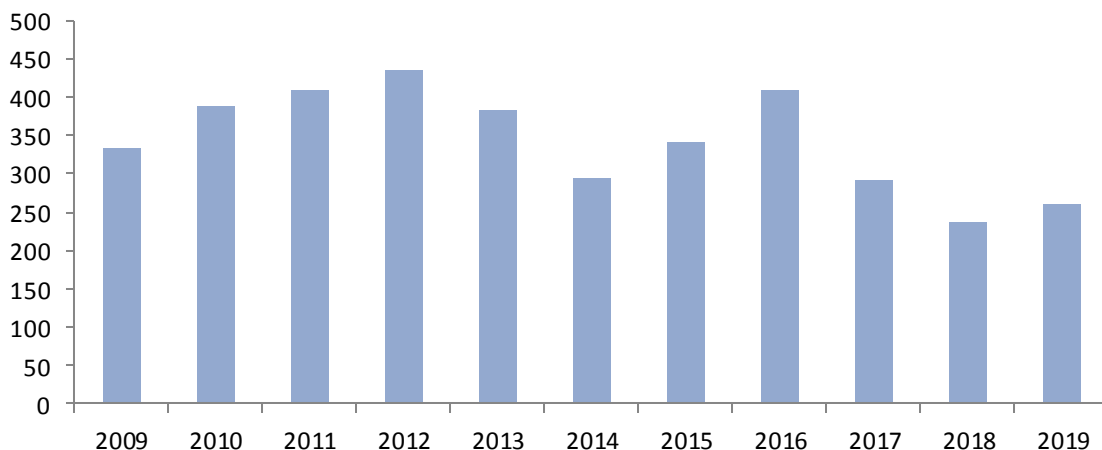


资料来源：wind，东兴证券研究所

3. 传统业务供给侧改革，有望迎来行业拐点

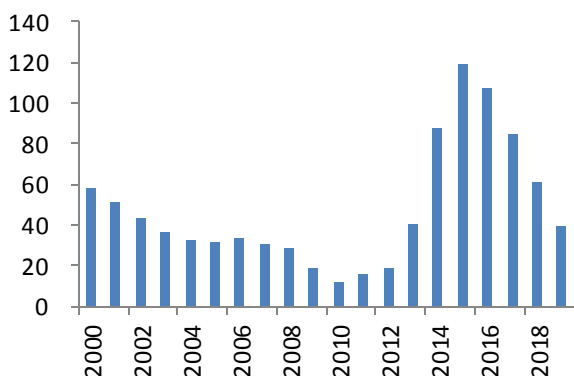
3.1 玉米种子市场回暖，供需结构有所改善

2019 全国杂交玉米制种面积约 260 万亩，连续两年调减后实现回升，相比 2018 年增加 23 万亩，制种量 9.9 亿公斤，平均单产为 387 公斤/亩，处于历史较好水平，全国玉米销售折合成亩用种成本在 45 元/亩左右。自 2004 年开始，我国玉米种子常年供过于求，库存高企。近年来受到品种审定渠道增多、引种备案深入实施的影响，新入市品种数量剧增，同质化高，竞争激烈。2019 年有效库存为 6.5 亿公斤，2020 年总供给量约为 16.4 亿公斤，预计商品种子需求量在 10.6 亿公斤左右，期末库存将下降到 5—6 亿公斤左右，将有效缓解玉米种子供给过剩局面。

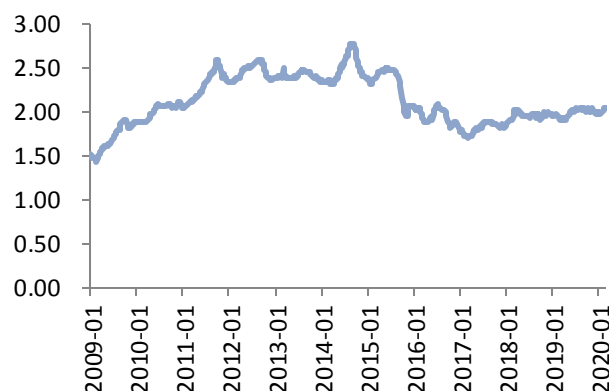
图26: 杂交玉米制种面积 (单位: 万亩)


资料来源: wind, 东兴证券研究所

受农业供给侧改革、临储收购价下调及取消影响, 国内玉米种植面积从 2016 年起持续下滑, 2019 年我国玉米种植面积继续下滑至 4128 万公顷, 产量 26077 万吨, 同比增产 1.4%, 单产约 6.32 吨/公顷。目前全国玉米均价在 2 元/千克附近波动, 库存消费比已降至历史较低水平。我们认为, 随着下游生猪存栏逐步回暖, 提振饲用玉米需求, 玉米库存有望迅速消化, 带动玉米价格稳步上升, 从而带动玉米种子需求边际改善。

图27: 国内玉米库存消费比


资料来源: wind, 东兴证券研究所

图28: 22 个省市玉米平均价 (单位: 元/千克)


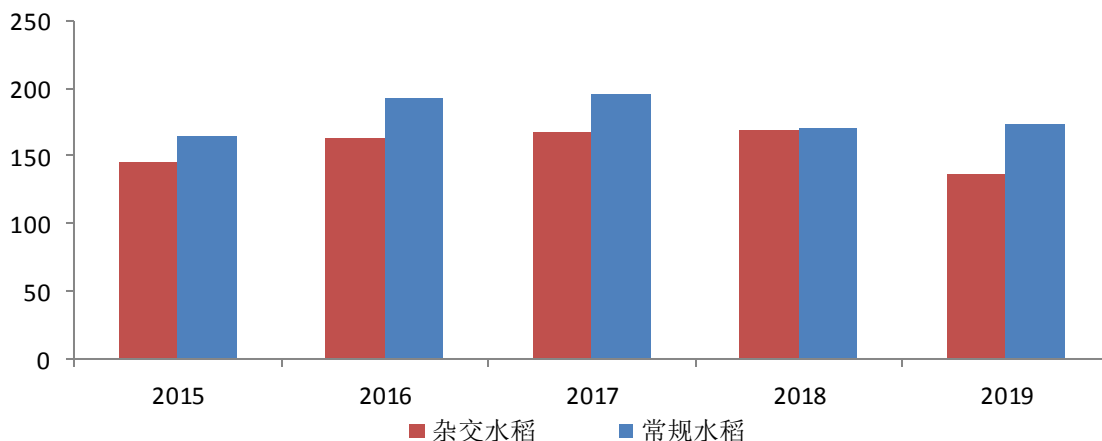
资料来源: wind, 东兴证券研究所

公司通过内生外延的发展, 杂交玉米种子实现了收入逆势上行和利润水平的提升。玉米种子板块有望充分受益于行业需求回暖, 持续为公司增厚收入业绩。

3.2 水稻种子供给侧改革, 20 年有望止跌企稳

2019 年杂交水稻制种面积 136 万亩, 大幅回调, 制种量 2.4 亿公斤, 单产为 176 公斤/亩, 略高于去年, 种子平均价格 59.81 元/公斤, 同比下降 12.13%。自 2008 年开始, 我国稻谷最低收购价逐步走高, 导致我国水稻产量持续上升, 为了有效去库存, 2016 年开始下调最低收购价, 供过于求的情况有所缓解, 但种子供给过剩态势依旧严峻, 行业景气度大幅下行。

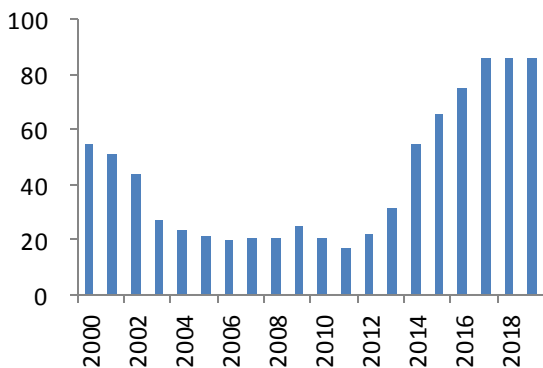
图29: 杂交水稻与常规水稻制种面积 (单位: 万亩)



资料来源: wind, 东兴证券研究所

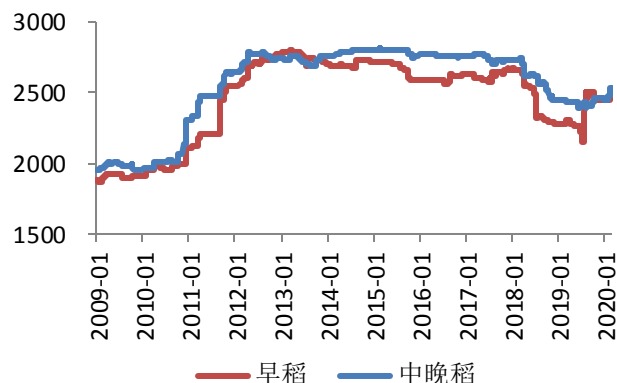
2019 年稻谷种植面积 2969 万公顷, 减少 50 万公顷, 稻谷产量 20961 万吨, 减产 1.2%, 水稻现货价在 2500 元/吨左右震荡, 受疫情影响, 2020 年短期波动上涨。目前国内稻谷的库存消费比已经基本企稳。全国杂交水稻种子市场滞销品种大规模转商出清、优质品种市场规模迅速扩张并行的态势已经确立。2020 年, 随着杂交水稻种子的供给侧改革结果向种植业传导, 杂交水稻价格有望企稳, 水稻种子需求有望筑底。

图30: 国内稻谷库存消费比



资料来源: wind, 东兴证券研究所

图31: 国内水稻现货价格走势 (单位: 元/吨)



资料来源: wind, 东兴证券研究所

水稻种子是公司的核心产品和重要利润来源, 利润贡献的正常中枢在 5-6 亿元, 受行业周期影响下滑至 2-3 个亿。我们预计, 公司杂交水稻业务有望在 2020 年企稳, 2021 年迎来反弹。

4. 盈利预测

2019 年公司水稻种子业务受行业竞争激烈, 景气下行的影响, 收入和毛利率均有一定程度下滑。2020 年预计稻谷收购价格稳中有升, 带动水稻种植面积和种子需求企稳回升。公司玉米种子在外延并购的拉动下, 收入大幅增长。2020 年玉米种子行业库存已得到有效消化, 伴随饲用玉米需求改善, 玉米价格有望迎来拐点, 带动公司玉米种子销量稳步提升。

表4: 公司收入预测

	2017	2018	2019	2020E	2021E
杂交水稻					
收入	1,941.98	2,124.89	1,255.88	1,381.47	1,588.69
yoy	41.53%	9.42%	-40.90%	10.00%	15.00%
成本	1,060.85	1,250.80	811.24	856.51	921.44
毛利	881.13	874.08	444.64	524.96	667.25
毛利率(%)	45.37%	41.14%	35.40%	38.00%	42.00%
玉米					
收入	349.51	602.83	778.70	895.51	985.06
yoy	2.23%	72.48%	29.17%	15.00%	10.00%
成本	222.28	361.39	453.26	510.44	541.78
毛利	127.23	241.43	325.44	385.07	443.27
毛利率(%)	36.40%	40.05%	41.79%	43.00%	45.00%
其他业务					
收入	980.67	852.01	1,094.96	1,313.95	1,511.04
yoy	67.51%	-13.12%	28.51%	20.00%	15.00%
成本	520.94	407.15	658.51	722.67	831.07
毛利	459.73	444.86	436.45	591.28	679.97
毛利率(%)	46.88%	52.21%	39.86%	45.00%	45.00%
汇总					
总收入(百万元)	3,272.16	3,579.73	3,129.54	3,590.93	4,084.79
总成本(百万元)	1,804.07	2,019.34	1,923.01	2,089.62	2,294.29
毛利(百万元)	1,468.09	1,560.39	1,206.53	1,501.30	1,790.49
毛利率	44.87%	43.59%	38.55%	41.81%	43.83%

资料来源: wind, 东兴证券研究所

我们预计, 不考虑转基因种子带来的业绩增长, 公司 2020-2022 年预计实现营业收入 35.90 亿元, 40.85 亿元和 45.73 亿元, 实现归母净利润 3.02 亿元, 5.50 亿元和 7.62 亿元, EPS 分别为 0.25, 0.40 和 0.60, 对应 PE 分别为 74X, 46X 和 31X。

若考虑转基因玉米种子推广初期渗透率 50% (3-5 年实现), 出厂价为终端价的 60%, 净利率 30%, 则行业利润体量在 60 亿元左右。如果公司占据 1/3 的市场份额, 玉米种子未来能够做到 20 亿元的利润体量, 将带来极高的业绩弹性。首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

5. 风险提示

种子需求恢复不及预期; 病虫害风险; 养殖存栏恢复进度不及预期等。

附表：公司盈利预测表

资产负债表			单位:百万元			利润表			单位:百万元		
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产合计	7107	7141	6595	7113	7391	营业收入	3580	3130	3591	4085	4573
货币资金	1996	1862	1975	2247	2693	营业成本	2019	1923	2090	2294	2482
应收账款	797	898	914	1106	1201	营业税金及附加	8	11	11	12	14
其他应收款	718	678	778	885	991	营业费用	359	371	413	449	457
预付款项	163	203	236	278	321	管理费用	303	355	395	429	412
存货	2910	3009	3141	3519	3770	财务费用	360	293	0	0	0
其他流动资产	290	360	-450	-922	-1584	研发费用	93	163	180	204	229
非流动资产合计	8257	8355	7581	7385	7190	资产减值损失	45.27	-54.54	50.00	30.00	30.00
长期股权投资	3033	2880	2880	2880	2880	公允价值变动收益	151.94	46.00	18.00	0.00	0.00
固定资产	1473	1464	1443	1366	1266	投资净收益	344.80	-154.55	10.00	30.00	50.00
无形资产	1067	1190	1119	1052	989	加:其他收益	47.30	45.53	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	130	65	0	0	0	营业利润	940	-152	481	696	999
资产总计	15364	15495	14176	14498	14582	营业外收入	5.92	11.94	6.64	8.17	8.92
流动负债合计	4439	8143	6096	5814	5048	营业外支出	6.57	32.03	17.82	18.81	22.89
短期借款	2557	3528	1319	920	0	利润总额	940	-172	470	685	985
应付账款	631	577	631	686	746	所得税	37	12	23	34	49
预收款项	645	659	752	813	907	净利润	903	-185	446	651	936
一年内到期的非流动	0	2912	2912	2912	2912	少数股东损益	112	113	120	130	150
非流动负债合计	3434	432	430	430	430	归属母公司净利润	791	-298	326	521	786
长期借款	3351	354	354	354	354	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
负债合计	7872	8575	6526	6244	5478	成长能力					
少数股东权益	638	743	863	993	1143	营业收入增长	12.22%	-12.58%	14.74%	13.75%	11.94%
实收资本(或股本)	1317	1317	1317	1317	1317	营业利润增长	-2.11%	-116.21%	-415.63%	44.64%	43.59%
资本公积	2941	3001	3001	3001	3001	归属于母公司净利润增长	2.49%	-137.71%	-209.42%	59.60%	50.87%
未分配利润	2657	2150	2424	2862	3522	获利能力					
归属母公司股东权益	6854	6177	6786	7261	7961	毛利率(%)	43.59%	38.55%	41.81%	43.83%	45.71%
负债和所有者权益	15364	15495	14176	14498	14582	净利率(%)	25.23%	-5.91%	12.43%	15.93%	20.47%
现金流量表			单位:百万元			总资产净利润(%)	5.15%	-1.92%	2.30%	3.59%	5.39%
	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	ROE(%)	11.54%	-4.83%	4.81%	7.17%	9.87%
经营活动现金流	-14	91	1361	724	1440	偿债能力					
净利润	903	-185	446	651	936	资产负债率(%)	51%	55%	46%	43%	38%
折旧摊销	207.99	271.32	201.56	202.97	201.89	流动比率	1.60	0.88	1.08	1.22	1.46
财务费用	360	293	0	0	0	速动比率	0.95	0.51	0.57	0.62	0.72
应收账款减少	-256	-101	-17	-191	-95	营运能力					
预收账款增加	170	14	93	62	94	总资产周转率	0.25	0.20	0.24	0.28	0.31
投资活动现金流	764	-288	712	25	45	应收账款周转率	5	4	4	4	4
公允价值变动收益	152	46	18	0	0	应付账款周转率	6.54	5.18	5.95	6.20	6.39
长期投资减少	0	0	0	0	0	每股指标(元)					
投资收益	345	-155	10	30	50	每股收益(最新摊薄)	0.63	-0.23	0.25	0.40	0.60
筹资活动现金流	359	58	-1960	-477	-1038	每股净现金流(最新摊薄)	0.84	-0.11	0.09	0.21	0.34
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	5.20	4.69	5.15	5.51	6.04
长期借款增加	720	-2997	0	0	0	估值比率					
普通股增加	61	0	0	0	0	P/E	29.00	-79.43	73.73	46.19	30.62
资本公积增加	354	60	0	0	0	P/B	3.51	3.90	3.55	3.31	3.02
现金净增加额	1109	-139	113	272	447	EV/EBITDA	18.70	72.74	39.60	29.21	20.66

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
行业深度报告	动保专题系列(一): 从非洲猪瘟疫苗看疫苗制备关键三要素	2020-03-26
行业普通报告	农林牧渔行业: 习主席指导春季农业生产, 保障生产不误农时	2020-02-26
行业深度报告	【东兴农业】动保行业深度报告: 动保空间超千亿, 平台型企业潜力足	2019-11-07
行业深度报告	农林牧渔行业报告: 独领风骚的养殖产业链	2019-11-05
专题报告	生猪行业专题报告: 猪价加速上涨开启, 坚定周期信心	2019-06-10
产业报告	农林牧渔行业--宠物食品产业报告: 小动物吃出大产业	2019-05-20

资料来源: 东兴证券研究所

分析师简介

程诗月

美国马里兰大学金融学硕士，2017 年加入东兴证券从事农林牧渔行业研究，重点覆盖畜禽养殖、饲料动保、宠物食品等细分子行业。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写, 东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为东兴证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用, 未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导, 本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级 (以沪深 300 指数为基准指数):

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

东兴证券研究所

北京

西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层

邮编: 100033

电话: 010-66554070

传真: 010-66554008

上海

虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层

邮编: 200082

电话: 021-25102800

传真: 021-25102881

深圳

福田区益田路 6009 号新世界中心 46F

邮编: 518038

电话: 0755-83239601

传真: 0755-23824526