

拐点与转基因驱动，玉米助力二次腾飞

隆平高科 (000998.SZ)

推荐 首次评级

核心观点:

- **以水稻、玉米种子为核心的种业龙头。**公司营收主要来源为水稻、玉米种子业务，2019 年分别贡献营收 40.13%、24.88%。公司杂交水稻业务经多年深耕，行业龙头地位稳固，毛利率稳定在 40% 以上。受国家农业供给侧结构性改革及稻谷最低收购价下调、水稻减产等行业因素影响，18 年开始公司水稻业务承压，营收增长放缓。2019 年公司营收 30.81 亿元，同比-12.58%；归母净利润-2.98 亿元，同比-137.71%。另外，公司通过并购等方式加速玉米种业发展，并加强研发，19 年玉米种子已跃居行业首位。
- **行业拐点或将至，玉米成就二次腾飞。**
 - 1、玉米行业供需改善，公司市占率提升有空间。**16 年以来我国玉米行业供需持续扩大、库存逐步出清，叠加草地贪夜蛾影响、饲用需求提升等，玉米行业供需改善中。受 16 年玉米临储政策取消影响，玉米制种意愿受挫，17 年玉米制种面积大幅下滑（-28.54%）；19 年期末库存量为 6.5 亿公斤，库存/需种量连续两年下滑，玉米种子库存压力减轻。我们估算 18 年玉米市场规模约 316 亿元，公司玉米板块营收 6.03 亿元，推算其市占率约为 1.91%，位居行业第二。根据 19 年数据，公司已跃居行业第一，但市占率仍处低位，未来提升空间依旧巨大。
 - 2、并购与研发齐飞，紧抓转基因玉米发展契机。**比对美国玉米价格情况，其转基因玉米种子较常规种子溢价约 25-50%，推算我国转基因玉米种子价格或约 35.9-43.08 元/kg，市场规模增加 79-158 亿元。公司参股子公司杭州瑞丰的转基因玉米双抗 12-5 于 20 年 1 月取得农业转基因生物安全证书。我们推测转基因玉米或于 1-2 年内实现商用，届时将显著提升公司玉米种子毛利率水平，盈利能力增强。
- **杂交水稻成就公司种业龙头，再度发力待时机。**16 年至今，我国稻谷存在高库存、高库消比的情况，且稻谷收购价持续下调，水稻种植积极性受挫，公司水稻种子业绩承压。2020 年 2 月发改委小幅上调部分稻谷品种最低收购价，提振稻谷平均成交价，我们预期稻谷最低收购价的上调将会一定程度提升水稻种植意愿。叠加全球气候因素、蝗虫影响、新冠疫情等因素，全球粮食供给可能承压。在国际农产品价格预期上行和国内稻谷最低收购价提升的背景下，我们预期水稻种业或将景气提升。
- **投资建议：**我们预计 20-21 年公司营收为 35.56/41.05 亿元，毛利率 40%/41.71%，EPS 为 0.37/0.47 元，对应 5 月 6 日收盘价的 PE 为 45/36 倍，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**新冠疫情带来的风险，产业政策变化的风险，自然灾害和病虫害的风险，新产品研发和推广的风险，市场风险等。

分析师

谢芝优

☎: 010-68597609

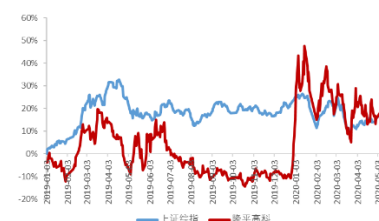
✉: xiezhiyou_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130519020001

市场数据 2020.5.6

A 股收盘价(元)	16.61
A 股一年内最高价(元)	21.26
A 股一年内最低价(元)	11.89
市净率	3.53
总股本(亿股)	13.17
实际流通 A 股(亿股)	9.69
限售的流通 A 股(亿股)	3.48
流通 A 股市值(亿元)	161.02

相对板块指数表现图



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

投资概要:

驱动因素、关键假设及主要预测:

2016 年以来我国玉米行业进入去库存周期, 玉米库存逐步消化, 库消比快速下降。根据中国汇易显示, 截至 2019 年, 国内玉米期末库存 12309 万吨, 同比-33.68%, 库消比降至 39.93%, 已低于 14 年水平。预计 2020 年国内玉米消费持续消化库存, 库消比将持续下行。2017 年我国玉米供需差额由正转负, 2019 年玉米供需差额为-6715.2 万吨。考虑到目前草地贪夜蛾形势严峻、下游生猪存栏回升带来的饲用需求提升, 未来玉米供需差额或将持续扩大。综合玉米供需层面的分析, 我们认为玉米将应来价格上行趋势, 利好种业需求提升。此外, 20 年初转基因玉米获批生物安全证书, 或于 1-2 年内上市, 市场空间增加 79-158 亿元。公司拥有获批品种之一, 将极大受益于转基因玉米带来的市场增量, 我们看好其带给公司的业绩增量。

公司水稻种子龙头地位稳固, 玉米种子增长势头良好。19 年业绩短期承压, 未来随着玉米行业的恢复性增长以及转基因玉米对行业的扩容, 种子行业将迎来转机。我们预计 20-21 年公司营收为 35.56 亿元、41.05 亿元, 同比+13.63%、+15.45%; 毛利率为 40%、41.71%, 归母净利润为 4.82 亿元、6.13 亿元, 同比+261.44%、+27.28%; EPS 为 0.37 元、0.47 元, 对应 2020 年 5 月 6 日收盘价的 PE 为 45 倍、36 倍。

我们与市场不同的观点:

市场普遍认为公司种业主要以水稻为主, 当前水稻行业承压, 而忽视公司在玉米种子行业的角色。我们通过估算玉米种子行业市场规模, 推算 2018 年公司玉米种子市占率为 1.91%, 位居行业第二; 根据 19 年最新年报数据, 公司玉米种子业务已跃居行业第一, 且保持持续快速增长状态。我们认为市场应重新定位公司种业角色, 看到玉米种子板块未来的增长潜力, 尤其是在玉米行业供需缺口极大、库存出清的背景下, 叠加转基因玉米给公司带来的空间增厚, 我们认为公司未来潜力巨大。

估值与投资建议:

公司主营业务为种业, 我们选取种业板块进行相对估值。根据 Wind 申万行业统计, 种业板块市销率 PS 加权平均值为 8.78, 公司作为种业龙头企业, 我们给予其 2020 年 8.78 倍 PS, 目标市值为 312 亿元, 对应目标价 23.68 元, 给予“推荐”评级。

股价表现的催化剂

转基因玉米种子获批并实现商业化; 玉米库存出清, 下游需求显著提升; 气候变化及病害带来的潜在机会等。

主要风险因素:

新冠疫情带来的风险，产业政策变化的风险，自然灾害和病虫害的风险，新产品研发和推广的风险，市场风险等。

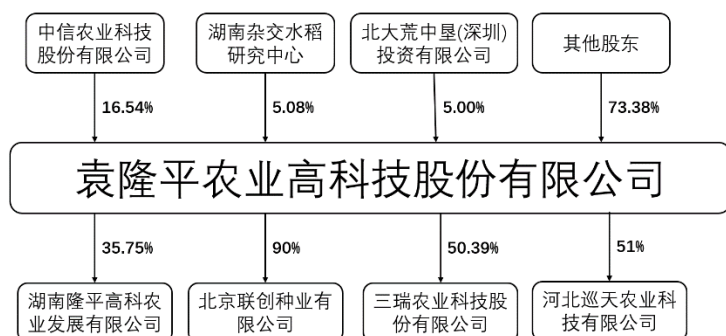
目录

一、以水稻、玉米种子为核心的种业龙头.....	3
二、行业拐点或将至，玉米成就二次腾飞.....	5
（一）玉米行业供需改善，公司市占率提升有空间.....	5
1、玉米供需缺口持续扩大，行业拐点将至.....	5
2、玉米供需改善，价格或进入上行通道.....	8
3、玉米种子市场规模较大，公司市占率提升有空间.....	10
（二）转基因玉米或于 1-2 年内上市，市场空间增厚.....	12
（三）并购与研发齐飞，紧握转基因玉米发展契机.....	14
1、公司积极外延并购，玉米业务实力持续强化.....	14
2、转基因玉米市场空间大，公司拥有领先科研储备.....	15
三、杂交水稻成就公司种业龙头，再度发力待时机.....	16
（一）稻谷及种子库存均高位，行业龙头优势显著.....	16
1、稻谷去库存压力较大，中高端大米市场存发展空间.....	16
2、稻谷最低收购价影响成交价格，2020 年现上调趋势.....	17
3、种子库存历史高位，种业龙头市占率遥遥领先.....	18
（二）行业因素制约板块发展，研发优势助力未来增长.....	20
1、杂交水稻盈利能力稳健，公司研发实力雄厚.....	20
2、水稻良种研发成果丰厚，多个系列具领先优势.....	21
四、投资建议.....	23
五、风险提示.....	24

一、以水稻、玉米种子为核心的种业龙头

隆平高科以“杂交水稻之父”袁隆平院士的名字命名，于1999年由湖南省农业科学院发起创立，次年于深交所上市，是我国种业龙头企业。公司核心业务为杂交水稻、玉米种子，同时积极向蔬菜、食葵、棉花等领域拓展。公司杂交水稻种子业务居全球前列，玉米、辣椒、黄瓜等种子业务在国内拥有较高竞争力。2016年中信集团成为公司控股股东，目前持股占比16.54%。

图 1：隆平高科股权结构



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

持续并购，种业发展综合化、全球化。2015年，公司收购天津德瑞特和绿丰园艺，拓展黄瓜种子业务，当年蔬菜瓜果板块营收增长203.73%；2017年，公司收购水稻种子优势企业金稻种业、杂交玉米优势企业湖北惠民和巡天农业、杂交向日葵优势企业三瑞农业，增强公司种业综合竞争力。同时，公司参与投资陶氏益农在巴西的玉米种子业务，拓宽国际市场，同时引进国外先进玉米育种研发资源与经验，构成公司战略性优势。

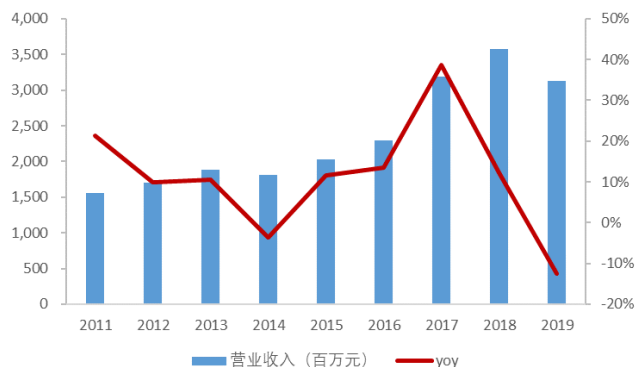
图 2：隆平高科发展历程



资料来源：公司官网，中国银河证券研究院

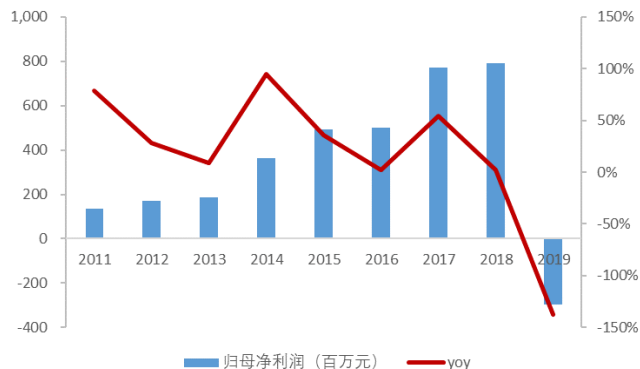
业绩受行业影响较大，因种植业下滑短期承压。2017 年前，公司杂交水稻业务处在上升通道，带动公司营收增长。2018 年后，受国家农业供给侧结构性改革及稻谷最低收购价下调、水稻减产等行业因素影响，公司水稻业务承压，营收增长放缓。2019 年公司营收 30.81 亿元，同比-12.58%；归母净利润-2.98 亿元，同比-137.71%。

图 3：19 年公司营收 31.30 亿元，同比增速-12.58%



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

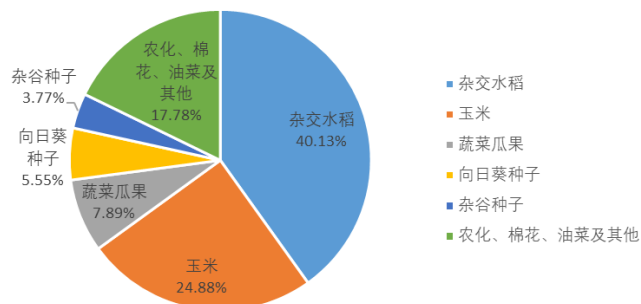
图 4：19 年公司归母净利润-2.98 亿元



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

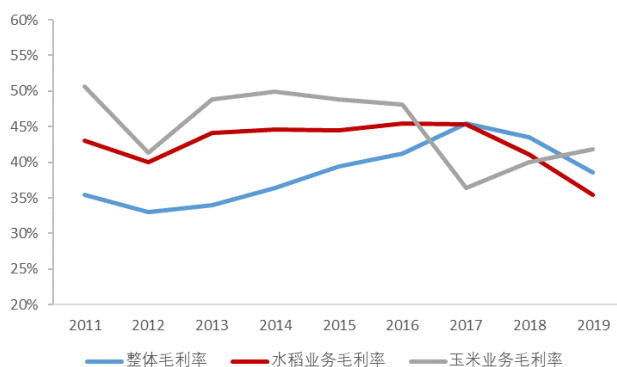
杂交水稻与玉米种子为公司核心业务。公司营收主要来源为水稻种子业务，2019 年该板块贡献 40.13% 营收；其次为玉米种子业务，营收占比为 24.88%。公司杂交水稻业务经多年深耕，行业龙头地位稳固，毛利率稳定在 40% 以上。19 年受水稻行业整体低谷期影响，毛利率降至 35.4%；玉米业务处在发展阶段，历年毛利率呈现波动状态。依托于公司强大的研发实力和行业地位，在种业下行的背景下，19 年公司整体毛利率 38.55%，在种植业行业中排名领先。

图 5：公司 2019 年业务结构



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

图 6：19 年公司整体毛利率 38.55%，玉米业务毛利率 41.79%



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

二、行业拐点或将至，玉米成就二次腾飞

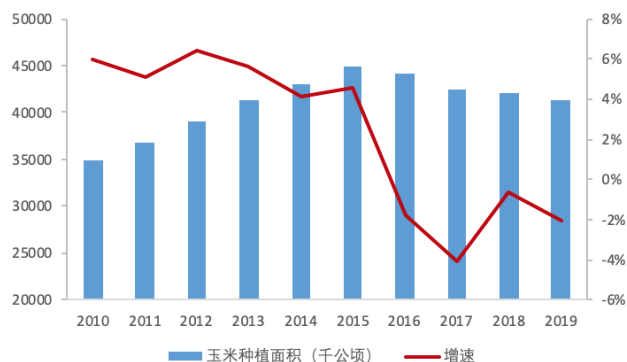
（一）玉米行业供需改善，公司市占率提升有空间

1、玉米产需缺口持续扩大，行业拐点将至

供给端：玉米产能持续下降，库存消化迅速，行业拐点将至。2007 年我国为稳定粮食生产，对东北三省和内蒙古自治区实施玉米临时收储政策，玉米价格开启上行通道，玉米种植面积持续增长，产量逐步上升；2011 年起我国玉米产需差额持续扩大，玉米库存压力逐步增大。2016 年初，为缓解玉米高库存压力和产业结构调整需求，国家对玉米停止收购，调整为“市场化收购+补贴”，以此打开我国玉米供给侧改革序列。

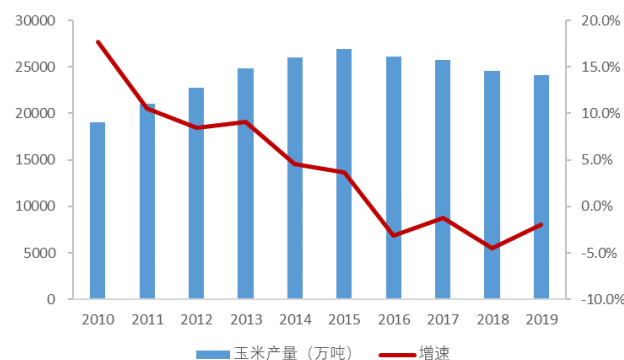
由于多年实行临储政策，国内玉米库存、产能均位于历史高位，玉米临时储备政策改革后，玉米价格主要由市场供需关系决定，玉米价格回落，2016 年我国玉米种植面积和产量双双开启下行趋势，2019 年玉米种植面积为 4128 万公顷，同比-2.02%，较 2015 年-8.20%；2019 年玉米产量为 2.41 亿吨，同比-1.99%，较 2015 年-10.51%。

图 7：2019 年我国玉米种植面积 4128 万公顷，同比-2.02%



资料来源：中国国家统计局，中国银河证券研究院

图 8：2019 年我国玉米产量 24106 万吨，同比-1.99%

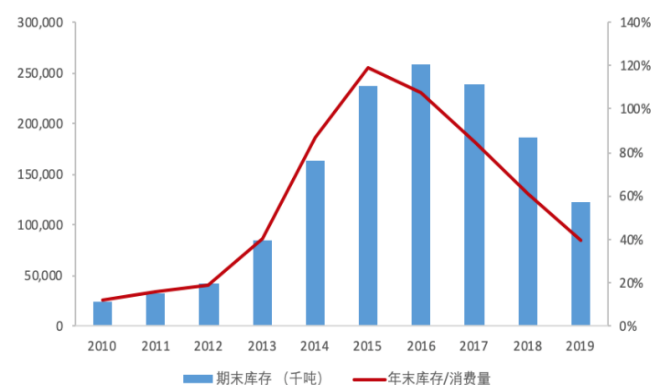


资料来源：中国汇易，中国银河证券研究院

2016 年以来我国玉米行业进入去库存周期，玉米库存逐步消化，库消比快速下降。根据中国汇易显示，截至 2019 年，国内玉米期末库存 12309 万吨，同比-33.68%，库消比降至 39.93%。预计 2020 年国内玉米消费持续消化库存，库消比将持续下行。

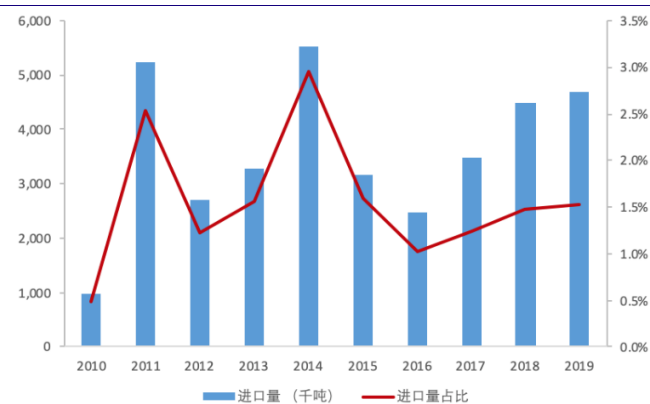
我国长期实施玉米进口配额制度，目前进口额度维持在 720 万吨，60%为国营贸易，40%实行公开竞标。配额内玉米进口关税为 1%，配额外进口税率为 65%，普通进口税率为 180%。目前我国玉米进口量维持在配额之内，2019 年我国玉米进口量为 470 万吨，同比+4.84%，占国内玉米消费量比重为 1.52%，进口依赖度很低。

图 9：玉米去库存效果显著，库消比持续下降



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

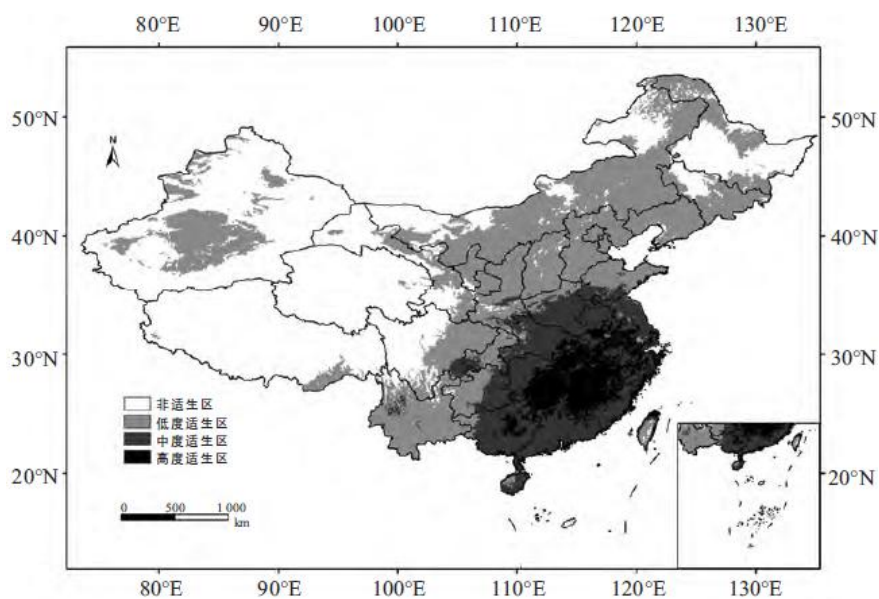
图 10：我国玉米进口依赖度低



资料来源：中国汇易，中国银河证券研究院

2020 年草地贪夜蛾危害形势严峻，玉米产能或受影响。草地贪夜蛾偏爱玉米，其适生区与我国玉米主产区域有部分重叠，东北地区气候适应有利于贪夜蛾繁衍。根据全国农机推广网病虫害测报处分析，我国草地贪夜蛾发生区域涉及西南、华南、江南、长江中下游、江淮、黄淮、华北、西北玉米区，有迁入东北春玉米区的可能，发生区域占玉米种植区面积的 80% 以上，各地区均有集中危害的可能，南方省份发生代次多、危害重，见虫区域可能超过 1 亿亩。2020 年草地贪夜蛾防控工作尤为关键，若虫害扩张迅速或将影响全年玉米产能。

图 11：草地贪夜蛾在中国的潜在地理分布区

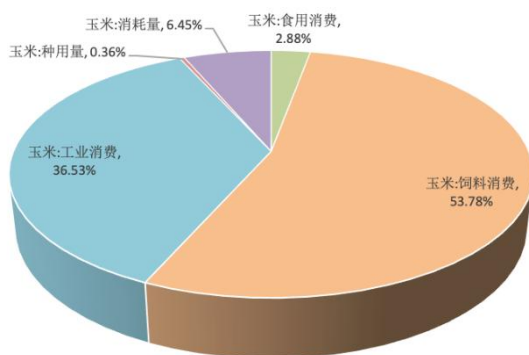


资料来源：《基于 MaxEnt 模型的草地贪夜蛾适生性分析》，中国银河证券研究院

需求端：全国母猪存栏呈环比上升趋势，玉米饲用消费逐步回暖。2019 年我国玉米消费以饲料消费为主，占总消费比重为 53.78%，其次工业消费占比为 36.53%，主要用于乙醇制作及深加工，其余消费种类占比不足 10%。根据 USDA 统计，中国畜禽饲料原料以玉米为主，占比为 66.02%，其次豆粕及大豆占比达 24.39%。

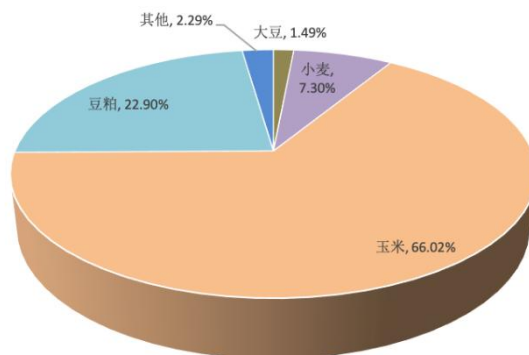
由于国内养殖环保压力叠加非洲猪瘟疫情对全国能繁母猪存栏量造成巨大影响，自 2018 年 4 月起，能繁母猪存栏量持续 18 个月持续下跌，2019 年 9 月跌至最低点 1913 万头，同比-38.25%。2019 年全国生猪年出栏量为 5.44 亿头，同比-21.57%；2019 年全国生猪存栏量为 3.1 亿头，同比-27.50%。2019 年 10 月，我国能繁母猪存栏环比增长率由负转正，且持续 5 个月维持正增长，预计 2020 年生猪存栏有望上升，带动饲料需求量上涨。

图 12：中国玉米消费结构



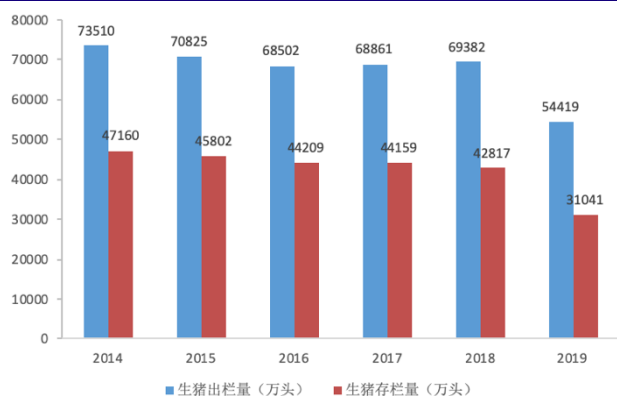
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 13：中国畜禽饲料原料结构



资料来源：USDA，中国银河证券研究院

图 14：全国生猪出栏量和存栏量统计情况



资料来源：中国国家统计局，中国银河证券研究院

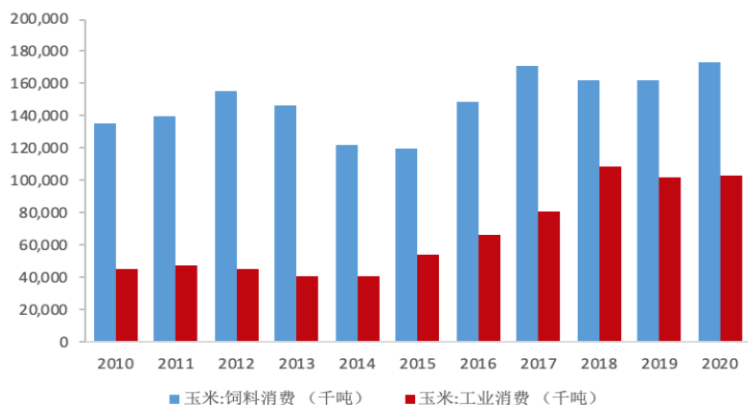
图 15：全国能繁母猪存栏量和环比增减情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

受益于生猪存栏拐点的到来，猪料带动玉米饲料消费增幅明显，预计 2020 年我国玉米饲料消费量为 1.73 亿吨，同比+7.18%。我国玉米工业消费用途主要为制作玉米淀粉和酒精等产品，目前玉米加工产业维持稳定，2020 年工业消费量预计为 1.03 亿吨，同比+0.91%。

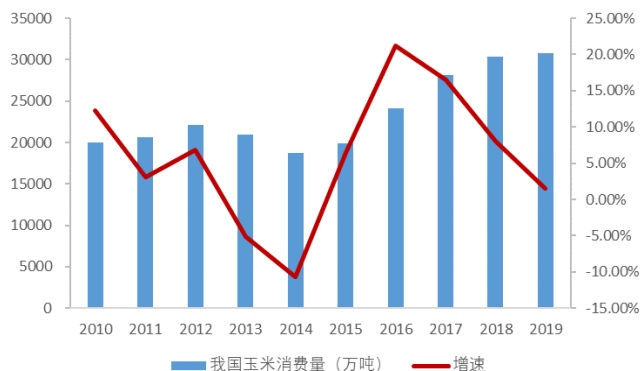
图 16: 预计 2020 年玉米饲料消费量 1.73 亿吨, 同比+7.18%



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

产需缺口扩大, 玉米行业拐点将至。2016 年取消临储政策后, 玉米价格持续下行, 促进玉米消费量持续上升, 至 2019 年我国玉米消费量 3.08 亿吨, 同比+1.56%, 且伴随未来玉米饲用消费的上涨, 玉米消费量预计持续上行。2017 年我国玉米产需差额由正转负, 且产需缺口持续扩大, 2019 年玉米产需差额为-6715.2 万吨, 为近十年最低位, 行业拐点将至。我们认为玉米价格或将开启上行趋势。

图 17: 2019 年我国玉米消费量 30829 万吨, 增速 1.56%



资料来源: 中国汇易, 中国银河证券研究院

图 18: 2019 年我国玉米产需差额为-6723 万吨



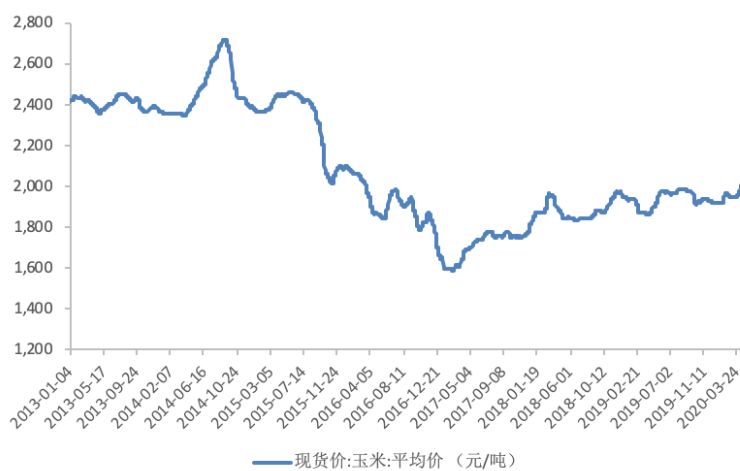
资料来源: 中国汇易, 中国银河证券研究院

2、玉米供需改善, 价格或进入上行通道

受 2007 年玉米临时收储政策影响, 国内玉米产能持续上升, 2014 年我国玉米产能严重过剩, 产需差额达到 7287 万吨为历史高位, 玉米现货平均价格最高达到 2713 元/吨。自此, 国内玉米价格开启下行通道, 玉米库存持续增长。2016 年为了调整国内玉米产业结构, 消化高库存, 国家停止临时收储政策, 国内玉米价格进一步下跌, 2017 年达到最低点 1585 元/吨, 较 2014 年最高点-41.58%。

为确保玉米供给侧改革进展顺利，国家颁布多项政策，包括调整规划玉米产销区、发放玉米生产和加工补贴、以及设立金融信贷基金等。从玉米供给端来看，自 2016 年停止临时收储政策后，玉米库存压力逐步缓解，供需缺口不断缩小，2019 年产需缺口达到-6723 万吨，库消比降至 39.93%，或已进入去库存周期尾声。需求端的饲用玉米消费量随下游生猪存栏的恢复有望逐步上升，带动玉米消费提升。因此，根据供需关系来看，我们认为国内玉米价格将进入上行通道。

图 19：玉米现货平均价或开启上行通道



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

表 1：2016 年至今与玉米相关的政策

时间	政策	具体内容
2016.3.28	玉米停止临储收购	国家发改委、财政部、国家粮食局等部门宣布东北三省和内蒙古自治区将取消玉米临时收储政策，调整为“市场化收购”加“补贴”的新机制。
2016.4.28	《全国种植业结构调整规划（2016-2020 年）》	调减籽粒玉米，扩大青贮玉米，适当发展鲜食玉米。巩固提升玉米优势区，适当调减非优势区，大力推广适合籽粒机收品种，推进全程机械化生产。到 2020 年，玉米面积稳定在 5 亿亩左右，重点是调减“镰刀弯”地区玉米面积 5000 多万亩。
2016.8	下发玉米种植者补贴	报经国务院批准，中央财政拨付第一批玉米生产者补贴资金 3003860 万元，三个月后拨付第二批补贴资金 900000 万元。
2016.8.19	恢复玉米淀粉等深加工产品出口退税	财政部发文，表明自 2016 年 9 月 1 日起，将恢复玉米淀粉、酒精等玉米深加工产品的增值税出口退税率恢复至 13%。
2016.11	实施玉米深加工补贴	针对生产淀粉或酒精类玉米深加工、且销售收入 2000 万元及以上或具备年加工能力 10 万吨及以上的企业，吉林省、内蒙古、辽宁省、黑龙江分别给予深加工企业 200 元/吨、200 元/吨、100 元/吨、300 元/吨。
2016.11.28	构建玉米外运“绿色通道”缓解运力紧张	国家发改委组织召开全国主要产区玉米收购工作电视电话会议，对进一步做好玉米收购工作进行部署，避免出现“卖粮难”问题。地方政府及铁路局积

		极响应，为玉米外运开辟“绿色通道”，缓解产区玉米外运的物流制约。
2016.11.29	设立贷款信用保证基金确保东北玉米收购	农发行、财政部、银监会、国家粮食局四部门联合发文明确，在内蒙古、辽宁、吉林和黑龙江四省建立东北地区玉米收购贷款信用保证基金，专项用于防范东北地区玉米市场化收购贷款风险的基金。
2017.2.9	《2017 年粮食流通工作要点》	提出推进粮食收储制度改革、国有粮企改革和加快粮食“去库存”等多项供给侧改革措施；特别是玉米库存，扩大有效消费新途径，加快粮食加工转化，配合做好扩大燃料乙醇产量和使用区域工作。
2018.1.31	2018 年种植业工作要点	巩固玉米调减成果，继续调减“镰刀弯”非优势产区籽粒玉米面积；因地制宜发展青贮玉米等优质饲草。
2019.2.2	2019 年种植业工作要点	完善稻谷、小麦最低收购价，玉米、大豆生产者补贴政策，更好发挥市场机制作用；完善粮食主产区利益补偿机制，保护农民种粮积极性和地方政府抓粮积极性；巩固非优势区玉米结构调整成果，适当调减低质低效区水稻种植，调减东北地下水超采区井灌稻种植。
2020.2.6	2020 年种植业工作要点	调整完善稻谷、小麦最低收购价政策，保持玉米、大豆生产者补贴总额稳定，推进稻谷、小麦、玉米完全成本保险和收入保险试点，稳定农民基本收益，保护和调动农民种粮积极性；抓好草地贪夜蛾防控；巩固“镰刀弯”地区结构调整成果，防止非优势区玉米面积大幅反弹；提升优势产区玉米产能，确保全国玉米面积基本稳定。

资料来源：农业农村部，公开信息，中国银河证券研究院

3、玉米种子市场规模较大，公司市占率提升有空间

受 2016 年玉米临储政策取消影响，国内玉米产品价格大幅下跌，玉米制种意愿受挫，2017 年起杂交玉米制种面积大幅下滑，降幅达 28.54%。近年由于需求端回暖、玉米库存压力缓解，制种面积出现小幅回升。2019 年我国杂交玉米制种面积为 260 万亩，同比+9.7%。单产为 380.77 公斤/亩，同比小幅下滑 1.91%，但仍处于历史较高水平。期末库存量为 6.5 亿公斤，库存/需种量连续两年下滑，玉米种子库存压力减轻。

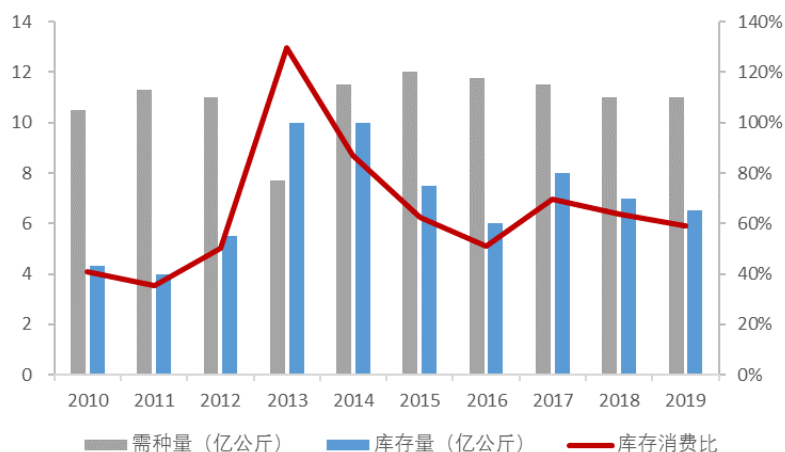
表 2：杂交玉米种子供需平衡表（万亩，亿公斤）

年份	制种面积（万亩）	可供种量（亿公斤）	需种量（亿公斤）	制种量（亿公斤）	库存量（亿公斤）
2010	388	15.8	10.5	11.5	4.3
2011	410	17.6	11.3	13.6	4.0
2012	435	15.0	11.0	15.7	5.5
2013	382	21.2	7.7	13.6	10.0
2014	294	23.6	11.5	10.1	10.0
2015	342	20.0	12.0	11.0	7.5
2016	410	18.5	11.8	14.7	6.0
2017	293	20.0	11.5	10.6	8.0
2018	237	18.0	11.0	9.2	7.0

2019 260 16.2 11.0 9.9 6.5

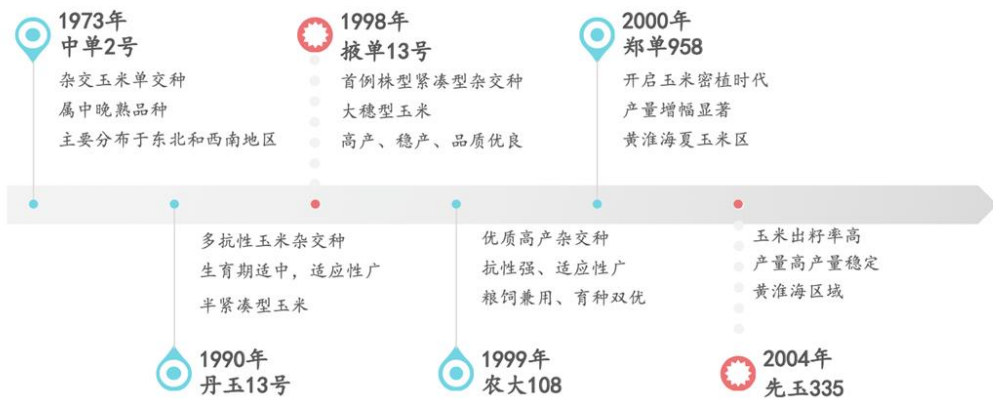
数据来源：全国农技推广中心，中国银河证券研究院

图 20：2019 年杂交玉米种子需种量 11 亿公斤，库存量 6.5 亿公斤，库消比 59%



资料来源：全国农机推广中心，中国银河证券研究院

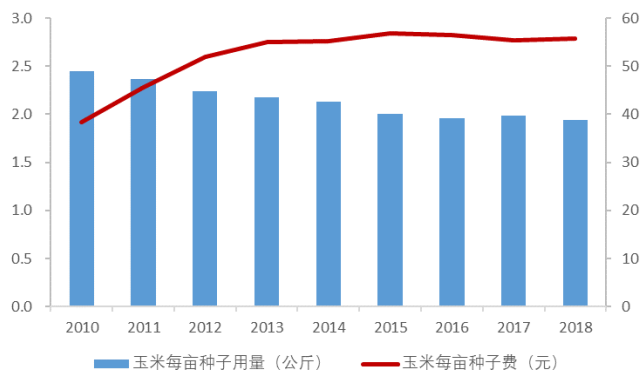
图 21：转基因玉米种子演变



资料来源：农业部种子管理局，中国银河证券研究院

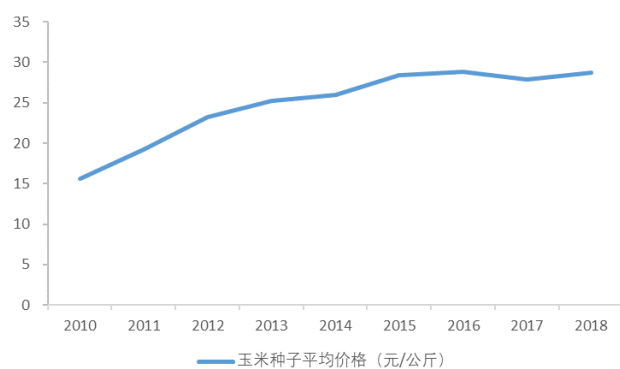
根据发改委发布的《全国农产品成本收益资料汇编 2019》，2018 年我国玉米种植业每亩玉米种子用量 1.94 公斤，每亩玉米种子费用为 55.72 元，推算得 2018 年玉米种子平均价格为 28.72 元/公斤。结合 2018 年我国杂交玉米需种量约为 11 亿公斤，估算玉米市场规模约为 316 亿元。2018 年隆平高科玉米板块营收 6.03 亿元，推算其杂交玉米行业市占率约为 1.91%。

图 22: 2018 年玉米种子成本 55.72 元/亩, 用量 1.94 公斤/亩



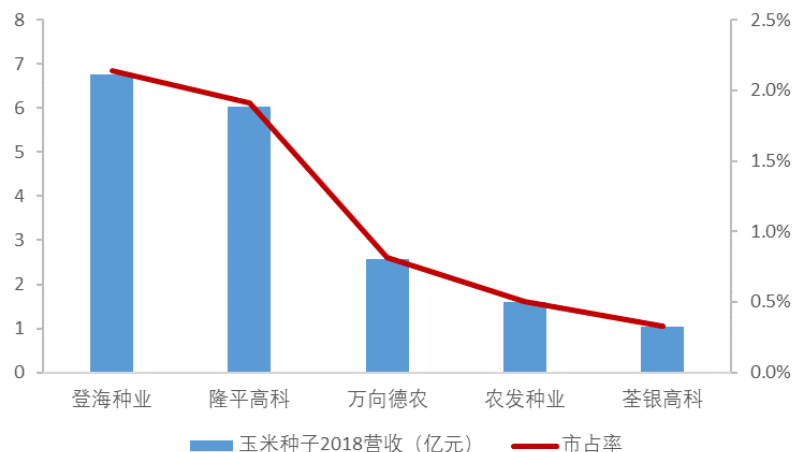
资料来源: 国家发改委, 中国银河证券研究院

图 23: 2018 年玉米种子平均价格 28.72 元/公斤



资料来源: 国家发改委, 中国银河证券研究院

图 24: 2018 年隆平高科玉米种子营收 6.03 亿元, 市占率 1.91%



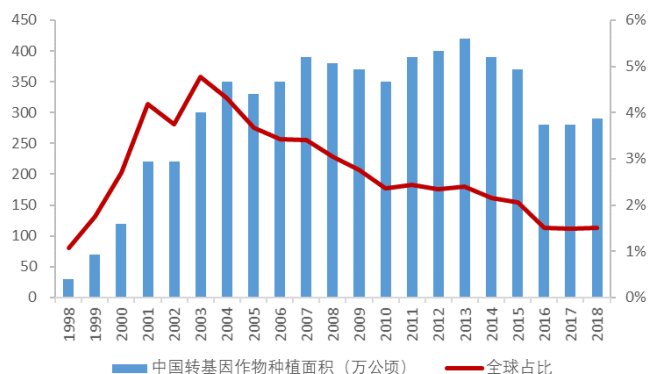
资料来源: 全国农机推广中心, 中国银河证券研究院

（二）转基因玉米或于 1-2 年内上市, 市场空间增厚

转基因玉米或于 1-2 年内上市, 潜力巨大。受棉铃虫爆发导致“棉荒”事件的影响, 1986 年我国开始追踪世界转基因科技前沿, 此后转基因棉花开始应用于生产。自 2013 年中央农村工作会议上, 习近平总书记提出了“确保安全、自主创新、大胆研究、慎重推广”的转基因发展 16 字方针以来, 国家转基因发展战略逐渐明晰。

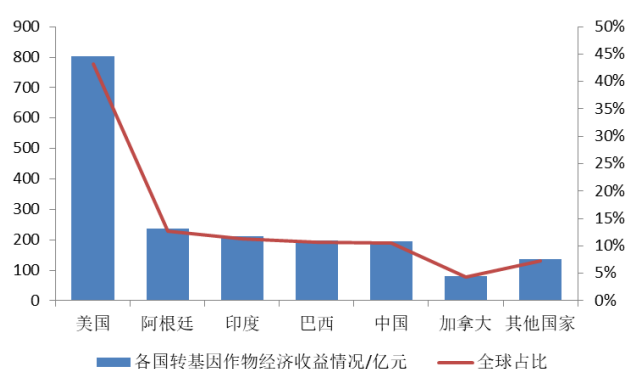
2018 年, 我国转基因植物种植面积为 290 万公顷, 主要种植棉花、木瓜杨树、番茄等, 但小麦、玉米、水稻、大豆等主要粮食作物未种植转基因品种。

图 25: 2018 年我国转基因作物种植面积为 290 万公顷



资料来源: ISAAA, 中国银河证券研究院

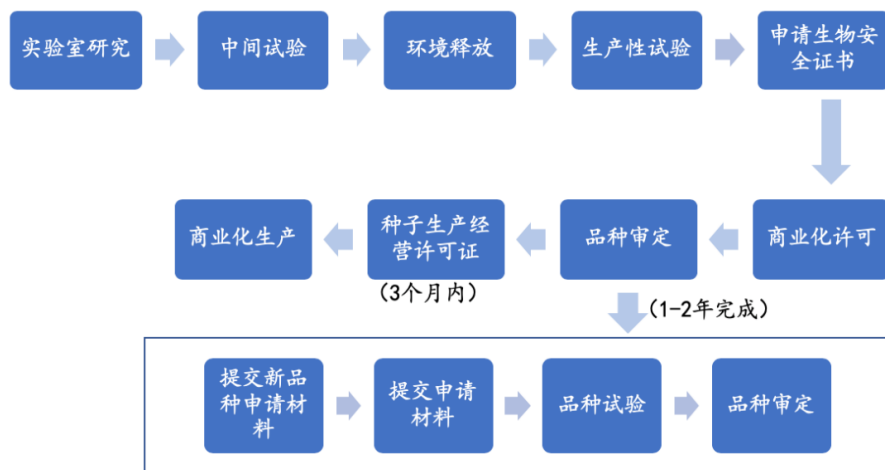
图 26: 1996-2016 年我国转基因作物收益合计 196 亿美元



资料来源: 前瞻产业研究院, 中国银河证券研究院

受草地贪夜蛾影响, 综合多种防治手段来看, 转基因玉米为长期抗虫的最有方式。目前农业部已为相关产品颁发转基因生物安全证书。根据我国转基因农作物商业化流程, 在品种取得生物安全证书以后, 还需经历商业化许可、品种审定、种子生产经营许可等步骤。我们认为在一切顺利的背景下, 我国转基因玉米在 1-2 年内可实现终端市场销售。

图 27: 转基因农作物上市流程



资料来源: 农业部, 中国银河证券研究院

转基因玉米未来市场空间巨大。转基因玉米的市场化价值可从两个角度看:

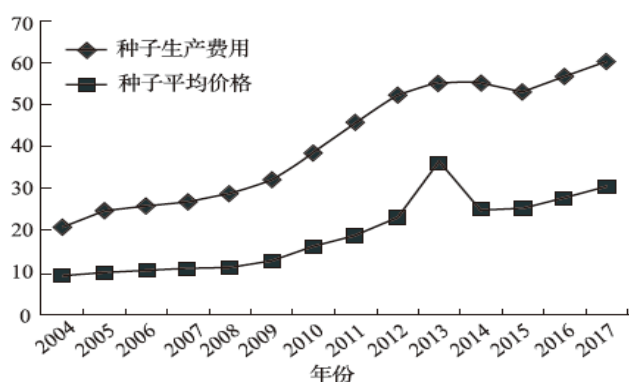
1) 种植户角度, 转基因玉米具备抗虫抗药性, 可以有效避免可能的草地贪夜蛾灾害, 保证自身收益。

2) 种业公司角度, 拥有转基因玉米专利的企业将受益于种子价格提升带来的弹性以及基

因专利费带来的业绩增厚。

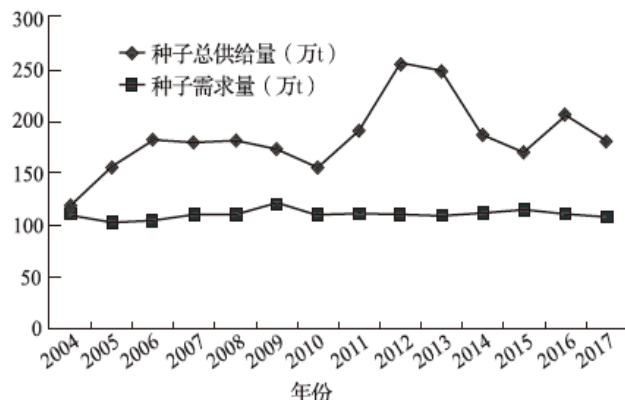
根据发改委发布的《全国农产品成本收益资料汇编 2019》，我们推算得 2018 年玉米种子平均价格为 28.72 元/公斤。结合 2018 年我国杂交玉米需种量约为 11 亿公斤，估算玉米市场规模约为 316 亿元。比对美国玉米价格情况，其转基因玉米种子较常规种子溢价约 25-50%，由此推算，基于 18 年数据，我国转基因玉米种子价格或约为 35.9-43.08 元/kg，市场规模增加 79-158 亿元，潜在空间巨大。

图 28：2013-17 年国内玉米制种费用与价格变动图



资料来源：《中国玉米种子市场供需分析》，中国银河证券研究院

图 29：2004-17 年国内玉米种子供需情况



资料来源：《中国玉米种子市场供需分析》，中国银河证券研究院

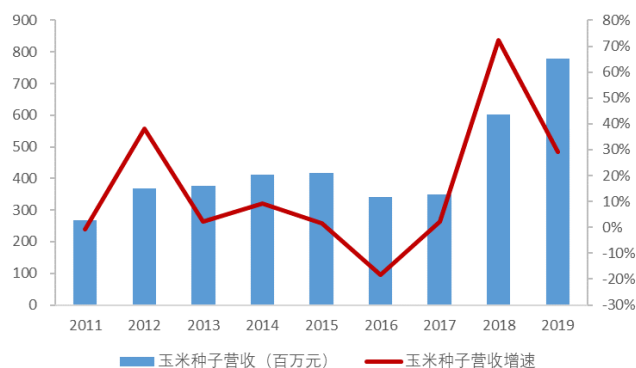
（三）并购与研发齐飞，紧握转基因玉米发展契机

1、公司积极外延并购，玉米业务实力持续强化

2016 年，在玉米行业供给侧改革、临储政策取消的背景下，公司加快并购，增强玉米种子业务竞争力。2017 年 12 月，公司收购陶氏益农在巴西的特定玉米种子业务。巴西为世界玉米第三大主产国，收购前标的公司市场份额位居巴西本地市场前三，后该公司更名为巴西隆平。该公司拥有约 17000 份玉米种质资源库，玉米品种主打中高端市场，普遍具备高抗病性、产量稳定、叶片健康、种植区域广等特点，同时该公司在研通道内的潜力品种储备丰富，具备强劲竞争力。2018 年 11 月，公司收购联创种业 90% 股权，玉米业务实力进一步强化。联创种业主要主营为杂交玉米种子，其优质玉米种子资产注入公司，强化公司在国内玉米种子业务布局。

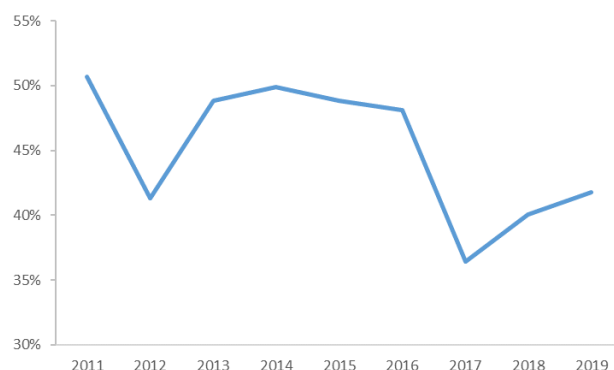
受益于公司积极外延并购，19 年公司玉米业务营收 7.79 亿元，同比增长 29.17%，行业市占率居首位；板块毛利率 41.79%，同比+1.74pct。截至 2019 年年底，公司在全球拥有 22 个玉米育种站，报告期间玉米品种国家审定 35 个次，省级 8 个次。目前公司杂交玉米品种联创 839，嘉禧 100，隆创 310 等新品种推广势头良好；中科玉 505、裕丰 303、农大 372、隆平 206 等玉米大品种种子质量再业务保持领先水平。

图 30: 19 年公司玉米业务营收 6.03 亿元, 业务毛利 40.05%



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图 31: 19 年隆平高科玉米种子毛利率 41.79%, 呈恢复状态



资料来源: 公司公告, 国家发改委, 中国银河证券研究院

2、转基因玉米市场空间大, 公司拥有领先科研储备

公司转基因技术储备行业领先, 有望在转基因玉米商业化后取得较高市场份额, 大幅增强玉米种子板块盈利能力。公司参股子公司杭州瑞丰是国内专业从事农作物转基因性状研发与产业化应用的优秀企业, 其研发产品转基因玉米产品双抗 12-5 于 2020 年 1 月 20 日取得农业转基因生物安全证书。

杭州瑞丰近年来在公司及中信农业的支持下, 积极探索和开拓自主知识产权的基因和性状, 抗虫生物技术产品线方面, 除了抗玉米螟、棉铃虫、东方黏虫的性状之外, 也将推出可对草地贪夜蛾、小地老虎具有高抗水平的二代转基因玉米事件, 目前已按照法规要求在中国推进审批试验, 并在巴西完成了验证测试。抗除草剂产品线方面, 除了单抗草甘膦的转化事件外, 亦开发出具有多种抗除草剂作用机理的转基因玉米、大豆产品。此外, 还有一批抗虫大豆、抗除草剂大豆、抗虫水稻、抗除草剂水稻等性状表现优良的产品, 其中一些已按照国家相关要求稳步的推进法规试验。

表 3: 《2019 年农业转基因生物安全证书 (生产应用) 批准清单》部分品种

审批编号	申报单位	项目名称
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
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”)
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”)

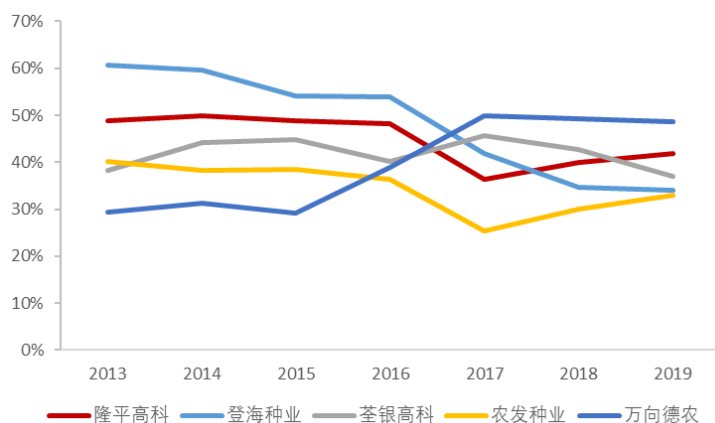
资料来源: 农业农村部, 中国银河证券研究院

公司于 2019 年 5 月设立全资子公司隆平生物，打造了一支以吕玉平博士为核心的优秀转基因性状开发团队，现已开发出抗性表现优良的转基因性状，并开展田间试验。该公司与杭州瑞丰作为公司转基因技术“双驾马车”，和其他研发功能板块共同协同驱动公司生物技术创新发展。

同时，巴西隆平拥有一支优秀的转基因玉米研发团队，杭州瑞丰、隆平生物的性状研发成果也将应用于巴西隆平转基因玉米种子业务，其中杭州瑞丰的部分性状已经与巴西隆平对接，正在开展品种回交、测试，未来有望进一步释放协同效应。

我们认为，在转基因玉米种子成功商业化后，公司将在以下方面受益：1) 目前公司在玉米市场的市占率依旧较低，依托于转基因玉米业务，市占率将会大幅提升；2) 2018 年公司玉米种子业务 2019 年毛利率为 41.79%，依然存在上升空间。转基因玉米种子或将显著提升玉米业务盈利能力。

图 32：2019 年隆平高科玉米业务毛利率 41.79%



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

三、杂交水稻成就公司种业龙头，再度发力待时机

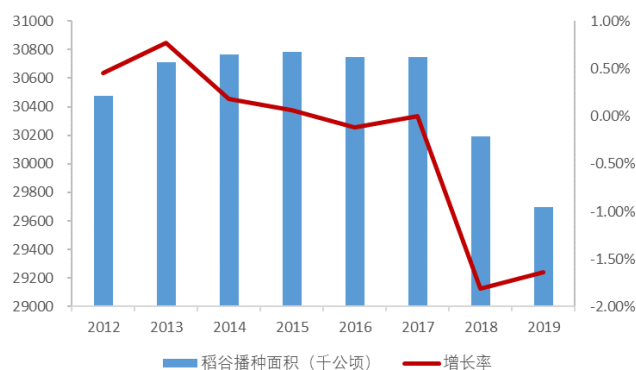
(一) 稻谷及种子库存均高位，行业龙头优势显著

1、稻谷去库存压力较大，中高端大米市场存发展空间

稻谷是我国主要口粮之一。2019 年我国稻谷播种面积为 2969.4 万公顷，受稻谷最低收购价下调影响，播种面积下滑 1.64%。19 年稻谷产量 1.97 亿吨，占粮食总产量的 31.58%。稻谷产量与国内消费之比为 99.72%，对进口依赖程度很低；稻谷库消比达到 85.05%，期末库存高达 17283 万吨，库存与库消比均处在高位，处在政策性去库存阶段。

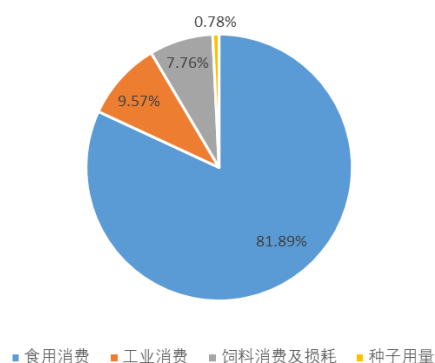
稻谷下游消费主要有食用、饲用、工业消费和制种，其中食用消费占比 82%。当前我国中高端大米比例较低，中国粮油中心预期未来优质大米发展空间巨大。

图 33: 2019 年稻谷播种面积 2969 万公顷, 同比-1.64%



资料来源: 中国国家统计局, 中国银河证券研究院

图 34: 2019 年稻谷消费结构



资料来源: 中国粮油信息中心, 中国银河证券研究院

表 4: 水稻供需平衡表 (千吨)

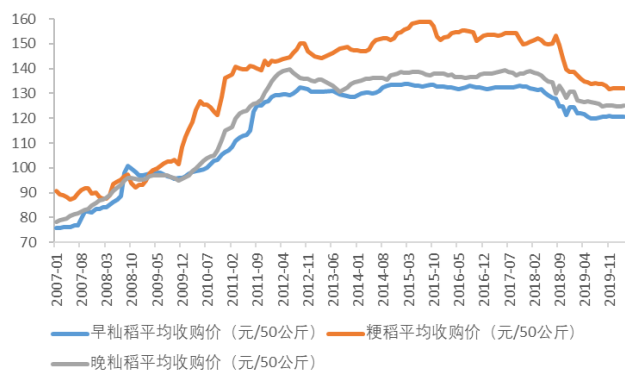
年份	产量	进口量	总供给量	国内消费量	出口量	总消费量	期末库存	年末库存/消费量
2011	169,140	2,800	209,171	178,100	631	178,731	30,440	17.00%
2012	178,096	3,500	212,036	172,840	578	173,418	38,618	22.30%
2013	177,889	3,560	220,067	166,870	480	167,350	52,717	31.50%
2014	209,608	3,420	301,745	194,526	630	195,156	106,589	54.60%
2015	212,142	5,300	324,031	194,741	425	195,166	128,865	66.00%
2016	211,092	5,643	345,600	195,907	1,486	197,393	148,207	75.10%
2017	212,675	4,990	365,872	194,359	2,384	196,743	169,129	85.96%
2018	206,650	3,606	379,385	199,491	4,093	203,584	175,801	86.35%
2019	196,960	3,260	376,021	199,936	3,260	203,196	172,825	85.05%
2020E	204,766	3,220	380,811	200,086	3,860	203,946	176,865	86.72%

数据来源: wind, 中国银河证券研究院

2、稻谷最低收购价影响成交价格, 2020 年现上调趋势

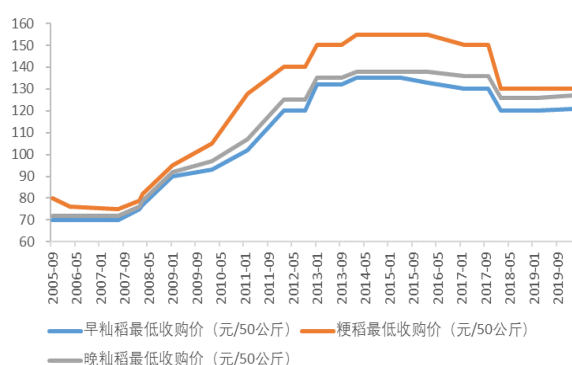
2004 年, 国务院发布《关于进一步深化粮食流通体制改革的意见》, 提出深化粮食流通体制改革, 充分发挥市场机制在配置粮食资源中的基础性作用, 当粮食供求关系发生巨变时, 国务院可决定对短缺的重点粮食品种, 在粮食主产区实行最低收购价格。从历史价格来看, 稻谷平均价格跟随最低收购价波动, 最低收购价同时会影响稻谷播种意愿及播种面积。2016 年起, 三类稻谷最低收购价下调, 对应平均收购价随之下跌。2020 年 2 月, 发改委宣布上调早籼稻与晚籼稻最低收购价至 121 元/50 公斤和 127 元/50 公斤, 相应品种 3 月平均收购价随之小幅上浮。

图 35: 2020 年 3 月各类稻谷平均收购价 125.92 元/50 公斤



资料来源: 国家发改委, 中国银河证券研究院

图 36: 2020 年 2 月发改委上调部分稻谷品种最低收购价



资料来源: 国家发改委, 中国银河证券研究院

3、种子库存历史高位, 种业龙头市占率遥遥领先

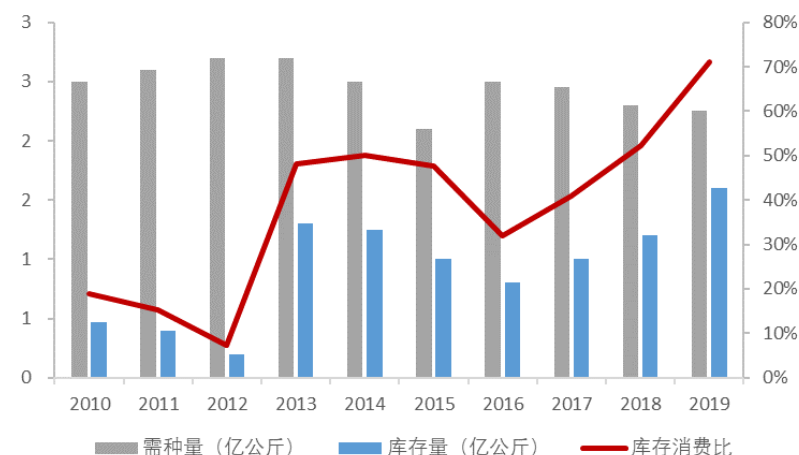
2019 年我国杂交水稻制种面积为 136 万亩, 同比-19.53%, 处于历史低位; 单产达到 176.47 公斤/亩, 较上年提升 2.84%。期末库存 1.6 亿公斤, 杂交水稻种子库存处在高位。

表 5: 杂交水稻种子供需平衡表 (万亩, 亿公斤)

年份	制种面积 (万亩)	可供种量 (亿公斤)	需种量 (亿公斤)	制种量 (亿公斤)	库存量 (亿公斤)
2010	150	3	2.5	2.54	0.47
2011	169	3.4	2.6	3	0.4
2012	132	2.5	2.7	2.3	0.2
2013	163	3.9	2.7	2.72	1.3
2014	140	4.02	2.5	2.3	1.25
2015	145	3.37	2.1	2.39	1
2016	163	3.39	2.5	2.8	0.8
2017	167	3.6	2.45	2.8	1
2018	169	3.8	2.3	2.9	1.2
2019	136	4.1	2.25	2.4	1.6

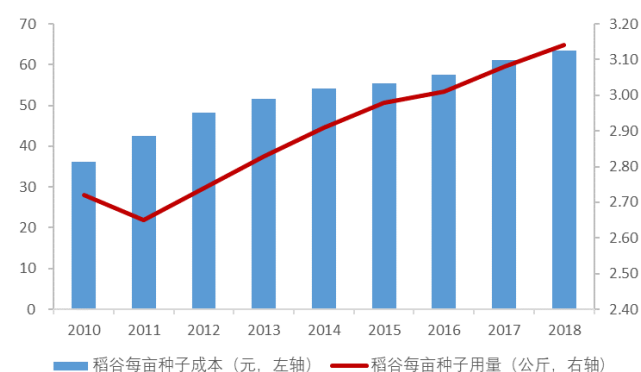
数据来源: 全国农技推广中心, 中国银河证券研究院

图 37: 2019 年杂交玉米种子需种量 2.25 亿公斤, 库存量 1.6 亿公斤, 库消比 71.11%



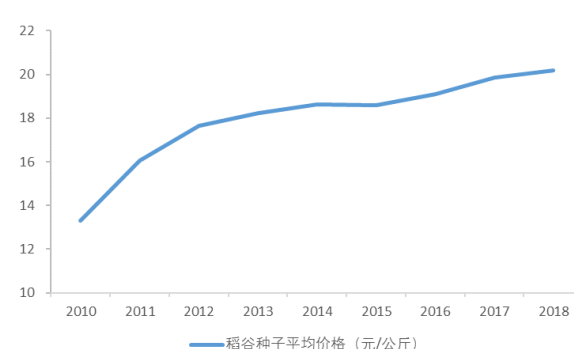
资料来源: 全国农机推广中心, 中国银河证券研究院

图 38: 2018 年稻谷种子成本 63.4 元/亩, 用量 3.14 公斤/亩



资料来源: 国家发改委, 中国银河证券研究院

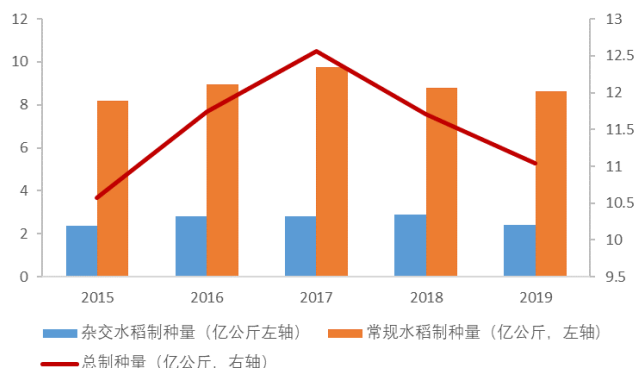
图 39: 2018 年水稻种子平均价格 20.19 元/公斤



资料来源: 国家发改委, 中国银河证券研究院

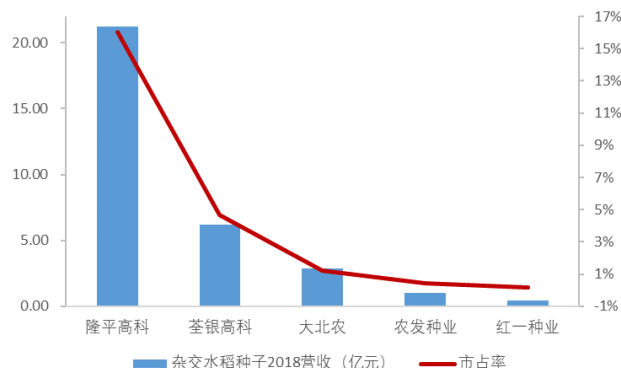
根据发改委发布的《全国农产品成本收益资料汇编 2019》，2018 年我国水稻种植业每亩水稻种子用量 3.14 公斤, 每亩水稻种子成本为 63.4 元, 推算得 2018 年水稻种子平均价格为 20.19 元/公斤。根据立信信息统计, 我国杂交水稻种子零售价相对平稳。2017 年价格为 57.59 元/kg, 结合 2018 年我国杂交水稻需种量约为 2.3 亿公斤, 估算水稻市场规模约为 132.5 亿元。2018 年隆平高科杂交水稻板块营收 21.25 亿元, 推算其杂交水稻行业市占率约为 16%, 行业龙头低位稳固。

图 40: 19 年杂交水稻制种 2.4 亿公斤, 常规水稻 8.64 亿公斤



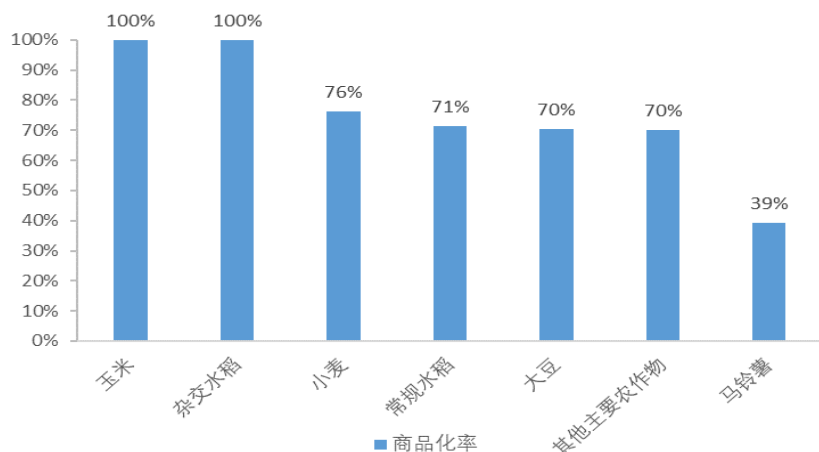
资料来源: 国家发改委, 中国银河证券研究院

图 41: 18 年隆平高科玉米种子营收 21.25 亿元, 市占率 16.04%



资料来源: 国家发改委, 中国银河证券研究院

图 42: 我国玉米、杂交水稻种子商品化率接近 100%



资料来源: 全国农技推广中心, 中国银河证券研究院

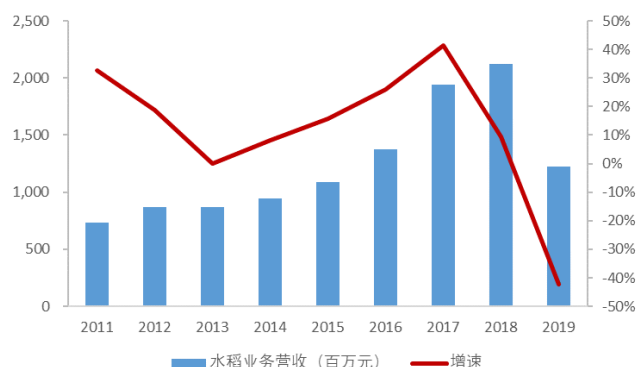
（二）行业因素制约板块发展，研发优势助力未来增长

1、杂交水稻盈利能力稳健，公司研发实力雄厚

杂交水稻业务为公司的核心业务和主要营收来源，18 年前营收维持增长趋势，且毛利率基本维持在 40% 以上。19 年水稻板块受行业整体利润下行影响，公司水稻业务营收 12.26 亿元，同比-42.31%；毛利率 35.4%，较上年下滑 5.74%。

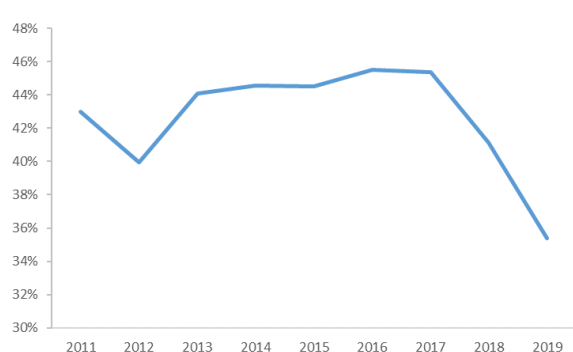
作为我国水稻行业龙头，公司核心竞争力之一为远超同行的科研实力。公司历年研发支出持续上升，2019 年公司研发投入金额 4.12 亿元，占营收 13.15%，研发支出占比显著高于同行，构成显著竞争优势。

图 43: 19 年公司水稻业务营收 12.26 亿元, 同比-42.31%



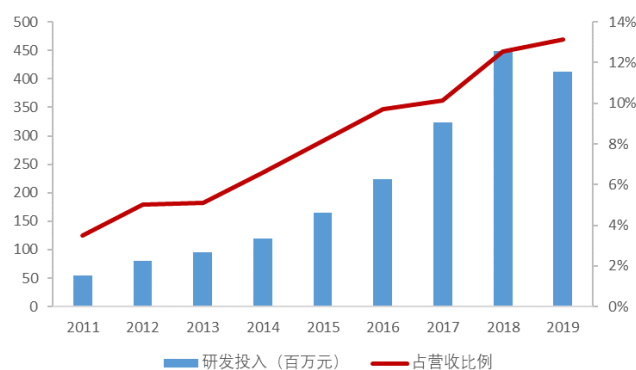
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图 44: 19 年公司毛利率杂交水稻种子毛利率 35.4%



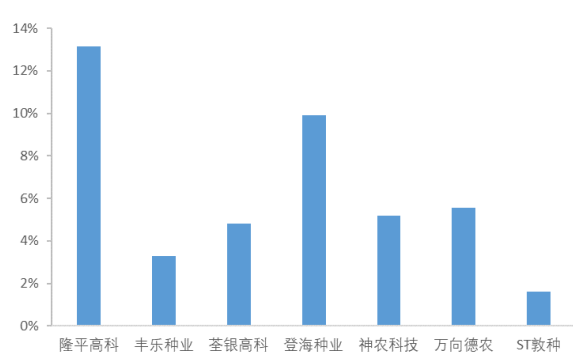
资料来源: 公司公告, 国家发改委, 中国银河证券研究院

图 45: 19 年公司研发投入 4.12 亿元, 占营收比 13.15%



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

图 46: 2019 年种植业公司研发支出占营收比例



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院

2、水稻良种研发成果丰厚, 多个系列具领先优势

依托于大量研发资金投入, 公司不断推出新的水稻良种, 构建公司产品竞争力。公司于 2015 年推出“隆两优”、“晶两优”系列品种, 次年通过审定。两系列水稻具有高抗、高产、广适、耐极端天气等特点, 产品市场认可度远超预期, 16、17 年水稻板块营收增长分别为 25.96%、41.53%。公司早年产品 Y 两优 1 号、深两优 5814 水稻 2016 年推广面积分别为全国第一和第二。2018 年, 以晶两优 534、晶两优华占、隆两优华占、隆两优 534 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, 公司产品竞争力同行领先。

19 年公司获得国家审定的水稻品种 106 个次、省级审定的水稻品种 59 个次、国际水稻获得推广许可品种 4 个次, 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。以晶两优及部分拟推广新品种为代表的杂交水稻种子质量显著提高, 实际执行芽率标准 $\geq 85\%$, 远超同行。

2016年推广面积前50名杂交品种

表 6: 隆平高科水稻审定品种列表 (2016 年后)

信息来源：中国种业大数据平台，中国银河证券研究院

请务必阅读正文最后的中国银河证券股份有限公司免责声明。

价，提振稻谷平均成交价，我们预期稻谷最低收购价的上调将会一定程度提升水稻种植意愿。

因3月东非地区雨季大幅降水，4月东非地区形成新的蝗虫群，而新冠肺炎疫情在全球的蔓延，也制约了地区国家抗击蝗灾的能力。FAO发布报告称蝗虫造成埃塞俄比亚粮食受灾严重，东非多个国家也正面临不断扩散的蝗灾威胁，灾害防控形势不容乐观，可能造成进一步灾害影响。

在国际农产品价格预期上行和国内稻谷最低收购价提升的背景下，我们预期水稻种业或将景气提升，有利于公司水稻种子的销量。

四、投资建议

公司水稻种子龙头地位稳固，玉米种子增长势头良好。19年业绩短期承压，未来随着玉米行业的恢复性增长以及转基因玉米对行业的扩容，种子行业将迎来转机。我们预计20-21年公司营收为35.56亿元、41.05亿元，同比+13.63%、+15.45%；毛利率为40%、41.71%，归母净利润为4.82亿元、6.13亿元，同比+261.44%、+27.28%；EPS为0.37元、0.47元，对应2020年5月6日收盘价的PE为45倍、36倍。

公司主营业务为种业，我们选取种业板块进行相对估值。根据Wind申万行业统计，种业板块市销率PS加权平均值为8.78，公司作为种业龙头企业，我们给予其2020年8.78倍PS，目标市值为312亿元，对应目标价23.68元，给予“推荐”评级。

表7：盈利预测

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
合计				
营业收入（百万元）	3,129.54	3,556.03	4,105.49	4,856.37
Yoy	-12.58%	13.63%	15.45%	18.29%
营业成本（百万元）	1,923.01	2,133.77	2,392.99	2,731.94
毛利率	38.55%	40.00%	41.71%	43.75%
杂交水稻				
收入（百万元）	1,255.88	1,331.23	1,464.36	1,640.08
Yoy	-40.90%	6.00%	10.00%	12.00%
成本（百万元）	811.24	845.33	922.54	1,023.41
毛利率	35.40%	36.50%	37.00%	37.60%
玉米				
收入（百万元）	778.70	950.01	1,187.52	1,543.77
Yoy	29.17%	22.00%	25.00%	30.00%
成本（百万元）	453.26	551.01	653.13	802.76
毛利率	41.79%	42.00%	45.00%	48.00%
蔬菜瓜果				
收入（百万元）	246.93	307.22	334.87	368.35
Yoy	-13.19%	8.00%	9.00%	10.00%

成本（百万元）	98.39	121.35	130.60	139.97
毛利率	60.15%	60.50%	61.00%	62.00%
杂谷种子				
收入（百万元）	118.07	141.68	177.11	222.60
Yoy	32.08%	20.00%	25.00%	25.69%
成本（百万元）	27.83	32.59	38.96	44.52
毛利率	76.43%	77.00%	78.00%	80.00%
向日葵种子				
收入（百万元）	173.58	208.30	249.96	299.95
Yoy	15.85%	20.00%	20.00%	20.00%
成本（百万元）	65.01	77.07	87.48	95.98
毛利率	62.55%	63.00%	65.00%	68.00%
其他				
收入（百万元）	556.38	617.58	691.69	781.61
Yoy	69.46%	11.00%	12.00%	13.00%
成本（百万元）	467.28	506.42	560.27	625.29
毛利率	16.01%	18.00%	19.00%	20.00%

数据来源：wind，中国银河证券研究院

表 8：主要财务指标

指标/年度	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3129.54	3556.03	4105.49	4856.37
增长率%	-12.58%	13.63%	15.45%	18.29%
净利润（百万元）	-298.27	481.53	612.91	807.54
增长率%	-137.71%	261.44%	27.28%	31.75%
每股收益 EPS(元)	-0.23	0.37	0.47	0.61
净资产收益率 ROE	-2.67%	5.15%	5.94%	7.21%
PE	-73	45	36	27

数据来源：wind，中国银河证券研究院

五、风险提示

新冠疫情带来的风险：2020 年初新冠疫情爆发，疫情导致物流运输受阻、延期复工等，对公司及行业上下游的生产经营均产生一定影响。

产业政策变化的风险：种业属于国家战略性、基础性的核心产业，国家对农业大力支持且产业政策呈现出一定的连续性，如果国家降低对种子行业发展的政策支持力度，或调整相关政策，可能对公司业务增长产生不利影响。

自然灾害和病虫害的风险：大田农业及种子生产均属于露天作业，且有相应的季节性，对自然条件敏感度较高，易受气候变化影响。重大突发性病虫害将直接影响种子的产量和质量，

进而给公司生产经营带来不利影响。

新产品研发和推广的风险：随着育种技术的革新和种质创新能力的不断升级，农作物新品种的选育销率不断加快。针对目前主要农作物新品种不断涌现，市场竞争激烈，供给侧结构性改革对新品种更是提出了更高的要求。但新品种研发具有典型的持续性，不仅周期长、投入高，且是否能够培育出符合市场需求的品种存在不确定性，其次新推出品种是否能够适应多变的自然环境是种业公司面临的另外一个潜在风险，因此，新品种的研发和推广也存在一定的不确定性。

市场风险：种子行业经营的季节性源于农作物种植的周期性。种业公司必须按季节进行种子的生产、加工与销售，且种业公司当年销售的种子一般需要提前一年安排生产，如果生产种子的数量和品种结构安排与实际的制种需求不匹配，将导致库存积压风险增加。与此同时，行业整体库存仍处于高位，种业市场竞争仍然激烈，各种业公司均面临消化库存的压力。如果存货不能及时消化，不仅会导致公司费用增加，为持续经营带来较大的资金压力，而且会出现种子转商风险。

插图目录

图 1: 隆平高科股权结构	3
图 2: 隆平高科发展历程	3
图 3: 19 年公司营收 31.30 亿元, 同比增速-12.58%	4
图 4: 19 年公司归母净利润-2.98 亿元	4
图 5: 公司 2019 年业务结构	4
图 6: 19 年公司整体毛利率 38.55%, 玉米业务毛利率 41.79%	4
图 7: 2019 年我国玉米种植面积 4128 万公顷, 同比-2.02%	5
图 8: 2019 年我国玉米产量 24106 万吨, 同比-1.99%	5
图 9: 玉米去库存效果显著, 库消比持续下降	6
图 10: 我国玉米进口依赖度低	6
图 11: 草地贪夜蛾在中国的潜在地理分布区	6
图 12: 中国玉米消费结构	7
图 13: 中国畜禽饲料原料结构	7
图 14: 全国生猪出栏量和存栏量统计情况	7
图 15: 全国能繁母猪存栏量和环比增减情况	7
图 16: 预计 2020 年玉米饲料消费量 1.73 亿吨, 同比+7.18%	8
图 17: 2019 年我国玉米消费量 30829 万吨, 增速 1.56%	8
图 18: 2019 年我国玉米供需差额为-6723 万吨	8
图 19: 玉米现货平均价或开启上行通道	9
图 20: 2019 年杂交玉米种子需种量 11 亿公斤, 库存量 6.5 亿公斤, 库消比 59%	10
图 21: 转基因玉米种子演变	11
图 22: 2018 年玉米种子成本 55.72 元/亩, 用量 1.94 公斤/亩	12
图 23: 2018 年玉米种子平均价格 28.72 元/公斤	12
图 24: 2018 年隆平高科玉米种子营收 6.03 亿元, 市占率 1.91%	12
图 25: 2018 年我国转基因作物种植面积为 290 万公顷	13
图 26: 1996-2016 年我国转基因作物收益合计 196 亿美元	13
图 27: 转基因农作物上市流程	13
图 28: 2013-17 年国内玉米制种费用与价格变动图	14
图 29: 2004-17 年国内玉米种子供需情况	14
图 30: 19 年公司玉米业务营收 6.03 亿元, 业务毛利 40.05%	15
图 31: 19 年隆平高科玉米种子毛利率 41.79%, 呈恢复状态	15
图 32: 2019 年隆平高科玉米业务毛利率 41.79%	16
图 33: 2019 年稻谷播种面积 2969 万公顷, 同比-1.64%	17
图 34: 2019 年稻谷消费结构	17
图 35: 2020 年 3 月各类稻谷平均收购价 125.92 元/50 公斤	18
图 36: 2020 年 2 月发改委上调部分稻谷品种最低收购价	18
图 37: 2019 年杂交玉米种子需种量 2.25 亿公斤, 库存量 1.6 亿公斤, 库消比 71.11%	18
图 38: 2018 年稻谷种子成本 63.4 元/亩, 用量 3.14 公斤/亩	19
图 39: 2018 年水稻种子平均价格 20.19 元/公斤	19

图 40: 19 年杂交水稻制种 2.4 亿公斤, 常规水稻 8.64 亿公斤	20
图 41: 18 年隆平高科玉米种子营收 21.25 亿元, 市占率 16.04%	20
图 42: 我国玉米、杂交水稻种子商品化率接近 100%	20
图 43: 19 年公司水稻业务营收 12.26 亿元, 同比-42.31%	21
图 44: 19 年公司毛利率杂交水稻种子毛利率 35.4%	21
图 45: 19 年公司研发投入 4.12 亿元, 占营收比 13.15%	21
图 46: 2019 年种植业公司研发支出占营收比例	21

表格目录

表 1: 2016 年至今与玉米相关的政策	9
表 2: 杂交玉米种子供需平衡表 (万亩, 亿公斤)	10
表 3: 《2019 年农业转基因生物安全证书 (生产应用) 批准清单》部分品种	15
表 4: 水稻供需平衡表 (千吨)	17
表 5: 杂交水稻种子供需平衡表 (万亩, 亿公斤)	18
表 6: 隆平高科水稻审定品种列表 (2016 年后)	22
表 7: 盈利预测	23
表 8: 主要财务指标	24

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

谢芝优，农林牧渔行业分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒公

众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 楼
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 caixianglan@chinastock.com.cn
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn
北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn