2020 年 07 月 01 日

# 转基因商业化进程提速，公司高成长弹性可期

## 荃银高科(300087)

**主要观点：**

### ▸ 快速成长的现代高科技种业公司

公司是一家“以种业为核心，农业服务为延伸，探索和创新农业多元化发展”的现代高科技种业企业。主要从事优良水稻、玉米、小麦等主要农作物种子的研发、繁育、推广、服务。2015-2019 年，公司营业收入从 6.07 亿元增长至 11.54 亿元，CAGR+17.39%，归母净利从 0.22 亿元快速增长至 0.95 亿元，CAGR+43.77%。2020Q1，公司实现营收 1.77 亿元，同比增长 26.45%，保持快速增长节奏；受疫情影响，公司归母净利增速有所放缓，实现归母净利润 882 万元，同比仅增长 7.92%。从收入结构上看，水稻、玉米种子是公司主要的收入来源。2019 年，公司水稻、玉米、小麦种子销售收入占比分别为 59.55%、9.87%以及 6.65%，订单粮食业务收入占比 15.65%。

### ▸ 种业拐点即现，公司利润高增长可期

玉米：从供给端来看，2016 年玉米临储政策取消，种植玉米收益下降，种植户种植积极性降低，种植面积连年下降，库存已下降至低位，截至 2019 年，临储玉米库存结余量约 5689.39 万吨。同时受草地贪夜蛾病虫害影响，我国玉米产量承压。从需求端来看，生猪产能触底回升，猪鸡替代效应下禽链高景气，饲料增量需求带动玉米需求上行。我们认为，需求趋旺背景下供给端承压，叠加库存已处于历史底部，我国玉米行业拐点临近。

水稻：从需求端来看，水稻是我国第二大粮食品种，年消费量稳定在 2 万吨左右；从供给端来看，受高库存压力影响，我国稻谷最低收购价连年下调，库存开始进入加速去化阶段。同时考虑到多国蝗灾泛滥，很可能会造成全球稻谷减产，从而对我国稻谷市场产生冲击。

我们认为，种子行业拐点加速到来，公司作为国内高速成长的种子企业，利润有望快速释放。

### ▸ 转基因商业化进程提速，公司背靠先正达有望快速提高市占率

2019 年 12 月 30 日，农业农村部公布《关于慈 KJH83 等 192 个转基因植物品种命名的公示》，目录中包含 189 个抗虫棉、2 个抗虫耐除草剂玉米、1 个耐除草剂大豆。2020 年 6 月 23 日，农业农村部再次公布《邯 613 等 71 个转基因植物品种目录》，其中包括一个转基因玉米品种 DBN9858，一个转基因大豆品种中黄 6106。我们认为，我国转基因政策放开进入倒计时阶段，公司背靠先正达集团，有望凭借国内转基因政策放开

**评级及分析师信息**

| | |
|---|---|
| **评级：** | 买入 |
| 上次评级： | 首次覆盖 |
| **目标价格：** | 16.10 |
| 最新收盘价： | 13.14 |
| **股票代码：** | 300087 |
| 52 周最高价/最低价： | 17.49/7.74 |
| **总市值(亿)** | 56.55 |
| 自由流通市值(亿) | 51.77 |
| 自由流通股数(百万) | 393.97 |

**分析师：周莎**
邮箱：zhousha@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519110005
联系电话：0755-23947349

迎来快速成长期。

## 盈利预测

我们预计，2020-2022 年，公司归母净利润分别为 1.34/1.97/2.65 亿元，EPS 分别为 0.31/0.46/0.62 元，参考可比公司 2021 年 34XPE，考虑到公司转基因资源丰富，给予公司 2021 年 35XPE，对应目标价 16.10 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

## 风险提示

病虫害超预期，自然灾害，转基因商业化进程不及预期。

## 盈利预测与估值

| 财务摘要 | 2018A | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|---|
| 营业收入(百万元) | 910 | 1,154 | 1,480 | 1,874 | 2,452 |
| YoY（%） | -3.9% | 26.7% | 28.3% | 26.6% | 30.9% |
| 归母净利润(百万元) | 68 | 95 | 134 | 197 | 265 |
| YoY（%） | 9.4% | 38.4% | 41.8% | 47.1% | 34.3% |
| 毛利率（%） | 43.1% | 37.7% | 33.8% | 34.9% | 34.9% |
| 每股收益（元） | 0.16 | 0.22 | 0.31 | 0.46 | 0.62 |
| ROE | 8.5% | 19.6% | 21.8% | 24.3% | 24.6% |
| 市盈率 | 83.20 | 60.11 | 42.38 | 28.81 | 21.45 |

资料来源：Wind，华西证券研究所

# 正文目录

1. 快速成长的现代高科技种业公司 ....4
1.1. 营收净利保持快速增长节奏，归母净利复合增速 43.77% ....4
1.2. 水稻、玉米种子是公司主要的收入来源 ....5
2. 种业拐点即现，公司利润高增长可期 ....5
2.1. 玉米：库存低位叠加需求回暖，草地贪夜蛾带来减产威胁 ....5
2.2. 水稻：需求平稳，沙漠蝗虫&东南亚疫情有望造成全球减产 ....12
3. 转基因商业化进程提速，公司背靠先正达有望快速提高市占率 ....15
3.1. 多因素共振，我国转基因商业化进程提速 ....15
3.2. 背靠先正达集团，公司有望借助国内转基因政策放开快速提高市占率 ....15
4. 盈利预测与投资建议 ....16
5. 风险提示 ....18

# 图表目录

图 1 公司国内销售网络示意图 ....4
图 2 公司国际销售网络示意图 ....4
图 3 2015-2020Q1，公司营业收入及其同比增长情况 ....5
图 4 2015-2020Q1，公司归母净利及其同比增长情况 ....5
图 5 2017-2019 年，公司收入结构构成情况 ....5
图 6 2018 年，我国玉米主要消费渠道占比情况 ....6
图 7 2008-2018 年，我国玉米播种面积（千公顷） ....7
图 8 2008-2018 年，我国玉米产量（万吨） ....7
图 9 2010-2020 年，国内外玉米价格对比 ....7
图 10 2019 年，我国玉米结转库存已降至低位 ....8
图 11 2008-2019 年，我国玉米进口情况 ....8
图 12 草地贪夜蛾幼虫侵蚀玉米示意图 ....9
图 13 草地贪夜蛾侵蚀水稻示意图 ....9
图 14 2017-19 年，生猪存栏下滑情况 ....10
图 15 2017-19 年，能繁母猪存栏下滑情况 ....10
图 16 2001-18 年，我国白羽肉鸡引种量 ....10
图 17 2017-19 年，祖代鸡月度引种走势（万套） ....10
图 18 2016-2020 年，鸡苗价格走势图 ....10
图 19 2016-2020 年，毛鸡价格走势图 ....10
图 20 2008-2019 年，玉米工业消费量（千吨） ....11
图 21 2014-2019 年，我国玉米淀粉产能（万吨） ....12
图 22 2015-2018 年，玉米淀粉开机率 ....12
图 23 2008-2019 年，我国稻谷产量 ....13
图 24 2019 年，我国稻谷消费结构 ....13
图 25 2008-2018 年，我国稻谷种植面积 ....13
图 26 2008-2019 年，我国期末稻谷库存走势图 ....14
图 27 2008-2019 年，我国稻谷进口情况 ....14
图 36 我国转基因产品审批流程 ....15
图 37 先正达集团通过中化现代农业持有公司 21.5%股权 ....16

表 1 玉米淀粉供需平衡表 ....11
表 2 隆平高科主要业务经营预测（单位：百万元） ....17
表 3 可比公司盈利预测 ....18

# 1. 快速成长的现代高科技种业公司

安徽荃银高科种业股份有限公司是一家“以种业为核心，农业服务为延伸，探索和创新农业多元化发展”的现代高科技种业企业。主要从事优良水稻、玉米、小麦等主要农作物种子的研发、繁育、推广、服务，以及利用公司优质特色品种带动的订单农业业务。公司主要产品包括杂交水稻、杂交玉米、小麦、棉花、油菜、瓜菜等农作物种子，销售区域覆盖华中、华东、东北、华北、西南、西北等国内主要农作物种植区域及东南亚、南亚、非洲等境外地区。

图 1　公司国内销售网络示意图

资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 2　公司国际销售网络示意图

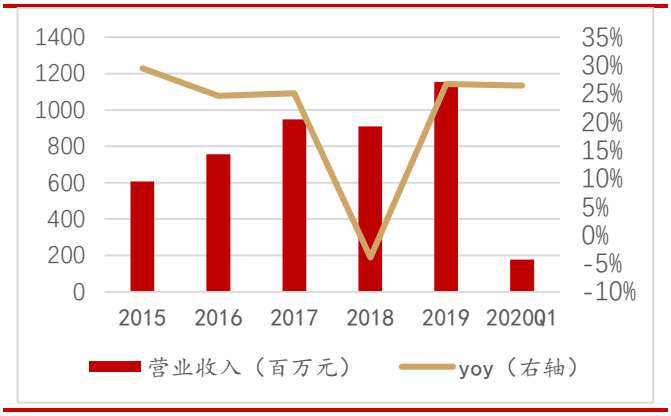
资料来源：公司官网，华西证券研究所

公司水稻、玉米等优良种子得到市场的广泛认可。研发和品种是种子企业参与市场竞争的核心要素，通过持续高研发投入，保证了公司在水稻和玉米种子领域优良品种的层次性和延续性。水稻种子方面，公司水稻产品现已形成徽两优、荃优、荃两优、荃香优、荃早优、Q 两优、银两优、荃粳优等 8 大系列，覆盖两系及三系、中籼及晚籼、籼粳型杂交稻等诸多类型品种，其中荃优丝苗、荃优 822、荃优 851、荃优 1606、荃两优丝苗、Q 两优丝苗、银两优丝苗等多个品种米质优、综合性状稳定，符合当前市场对品质的需求而受到广大客户的高度认可。玉米种子方面，公司主推品种全玉 1233、荃玉 18、荃玉 189 等高产稳产、抗性突出，在黄淮海区域市场销售增长明显；特色玉米品种庐玉 9105 产量高、干物质和淀粉含量达到高品质青贮玉米标准，作为青贮玉米品种进行市场开发前景良好。

## 1.1. 营收净利保持快速增长节奏，归母净利复合增速 43.77%

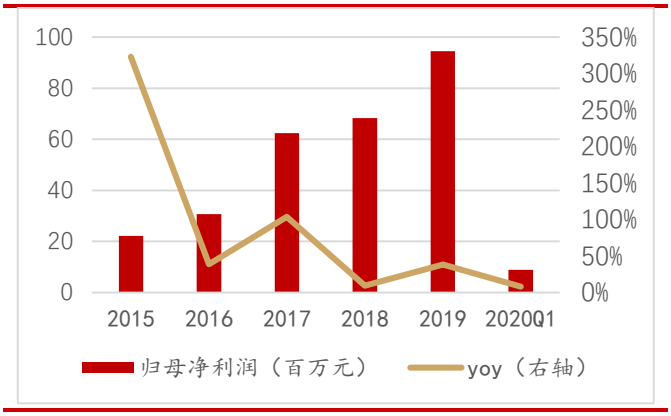
2015-2019 年，公司营业收入从 6.07 亿元增长至 11.54 亿元，CAGR+17.39%，归母净利从 0.22 亿元快速增长至 0.95 亿元，CAGR+43.77%。2020Q1，公司实现营收 1.77 亿元，同比增长 26.45%，保持快速增长节奏；受疫情影响，公司归母净利增速有所放缓，实现归母净利润 882 万元，同比仅增长 7.92%。

图 3　2015-2020Q1，公司营业收入及其同比增长情况




资料来源：公司官网，华西证券研究所

图 4　2015-2020Q1，公司归母净利及其同比增长情况

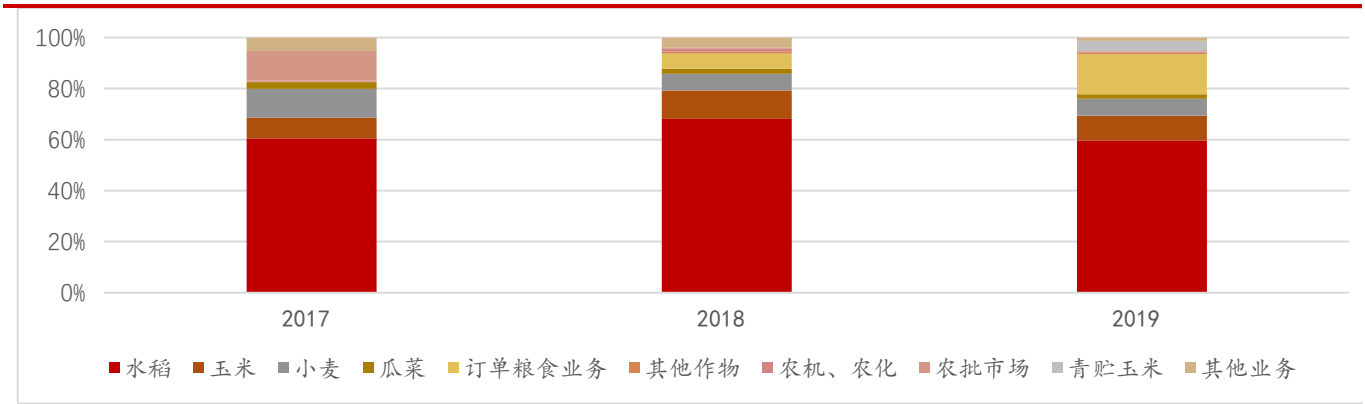



资料来源：公司官网，华西证券研究所

## 1.2. 水稻、玉米种子是公司主要的收入来源

从收入结构上看，水稻、玉米种子是公司主要的收入来源。2017-2019 年，水稻种子销售收入占比在 60%左右，玉米种子销售收入占比在 10%左右，订单粮食业务收入占比增速较快，从 2018 年的 5.87%快速增长至 2019 年的 15.65%。2019 年，公司水稻、玉米、小麦种子销售收入占比分别为 59.55%、9.87%以及 6.65%，订单粮食业务收入占比 15.65%。

图 5　2017-2019 年，公司收入结构构成情况




资料来源：公司公告，华西证券研究所

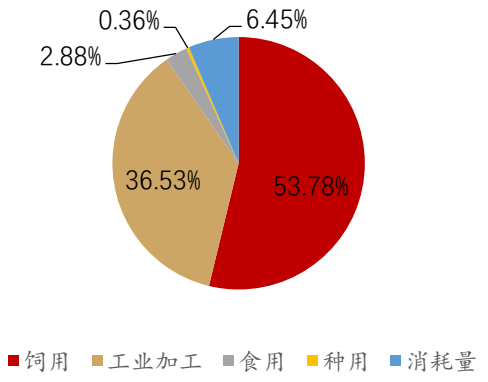
# 2. 种业拐点即现，公司利润高增长可期

## 2.1. 玉米：库存低位叠加需求回暖，草地贪夜蛾带来减产威胁

玉米是我国第一大粮食品种，占粮食种植面积的 42%。根据 Wind 数据，2019 年，我国玉米产量 2.57 亿吨，消费量为 2.75 亿吨，进口量 448 万吨，出口量 2 万吨，进

口占消费比为 1.63%，进口依赖度低。下游消费主要有饲用、工业加工、食用及种用四大用途，其中，饲用、工业加工、食用及种用量占比分别为 53.78%、36.53%、2.88%、0.36%，饲用及工业消费占比高达 90.31%。

图 6　2018 年，我国玉米主要消费渠道占比情况



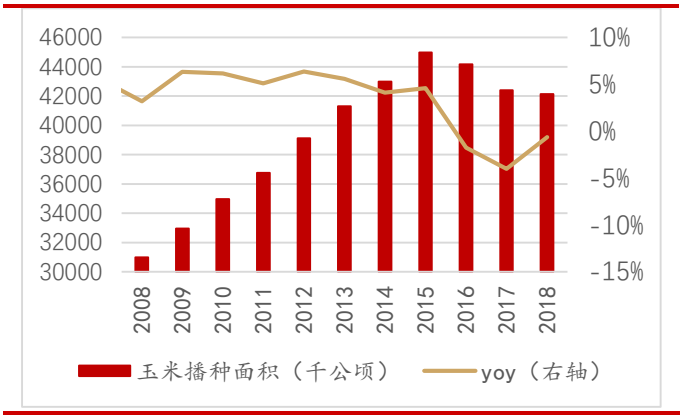

资料来源：Wind，华西证券研究所

### 2.1.1.供给：种植面积底部震荡，库存处于历史低位

种植效益是决定玉米种植面积的主要因素。2008 年金融危机之后，我国玉米价格全面下跌，卖粮难的现象突出，国家为了稳定粮食生产，于 2008 年对东北三省和内蒙古自治区实行玉米价格临时收储政策，维持粮农种植收益，保障国家粮食安全。在临储收购政策的推动下，我国玉米价格持续上行，种植户获得可观的收益，种植玉米的积极性大大提高。此后我国玉米播种面积呈现持续攀升态势，根据国家统计局数据，2008-2015 年，我国玉米播种面积从 3098 万公顷上升至 4497 万公顷，产量从 1.72 亿吨上升至 2.65 亿吨。

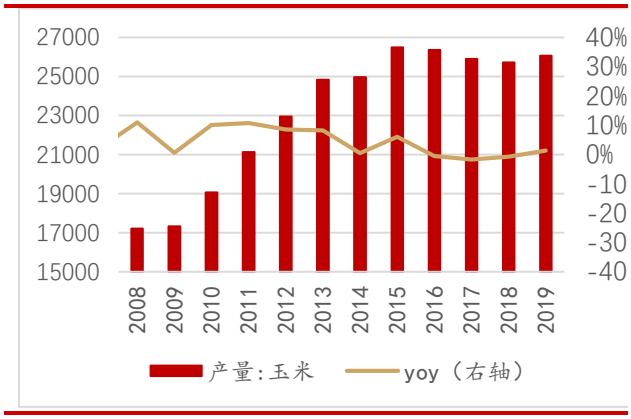
临储政策取消致使我国玉米播种面积连续下滑。2015 年 9 月，在高库存、玉米价格倒挂以及财政负担加重的背景下，国家首次下调玉米临储收购价。2016 年 3 月，我国对玉米临储收购制度进行改革，将玉米临时收储政策调整为“市场化收购”与“补贴”的新模式，玉米价格从此市场化，供需关系成为决定我国玉米价格走势的主要因素。此后，我国玉米价格开始回落，粮农积极性下降，玉米播种面积连年回调。根据国家统计局数据，2015-2018 年，我国玉米播种面积从 4497 万公顷回落至 4213 万公顷，产量从 2.65 亿吨下滑至 2.57 亿吨。受供给回落影响，2019 年我国玉米价格呈现上涨态势，粮农种植收益回暖，预计播种面积有望底部向上。

图 7　2008-2018 年，我国玉米播种面积（千公顷）



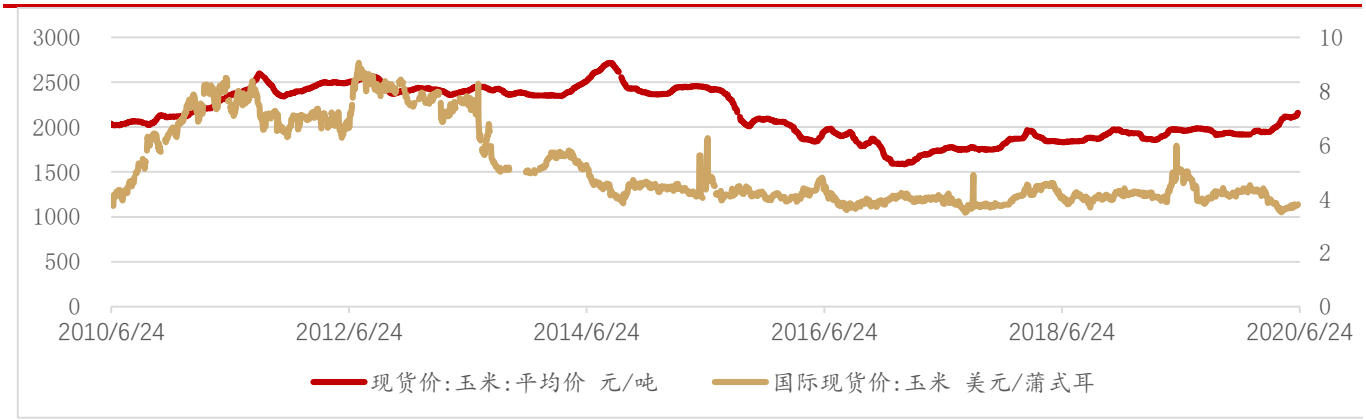

资料来源：Wind，华西证券研究所

图 8　2008-2018 年，我国玉米产量（万吨）




资料来源：Wind，华西证券研究所

图 9　2010-2020 年，国内外玉米价格对比

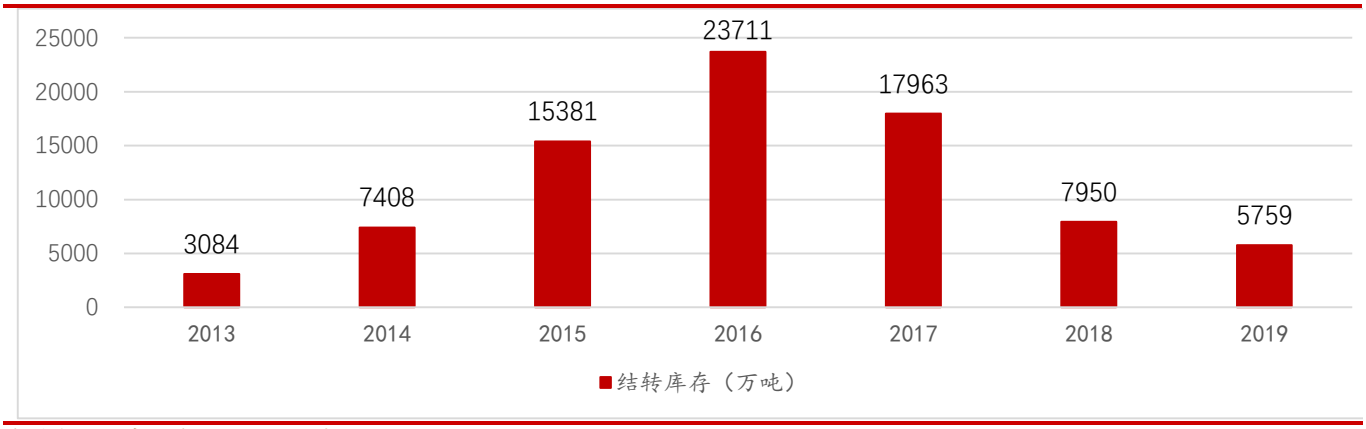



资料来源：卓创资讯，华西证券研究所

受玉米临储收购政策影响，我国玉米库存连年上行。2008 年起推行的临储收购政策致使我国玉米产量大幅提高，消费需求却未同步增长，2013-2015 年供需矛盾加剧，玉米库存快速增长，每年库存增量平均为 6480 万吨。国家库存的持续高增长造成库存压力急剧加大。

为了推动超高玉米库存的消化，国家在 2016 年取消玉米临储政策，玉米价格市场化机制打通，大量玉米出库促进国家库存快速消化。2019 年拍卖结束后，临储玉米库存结余量总计约 5759 万吨，相较于 2015 年的高点 2.37 亿吨，当前阶段我国玉米库存已降至低位。

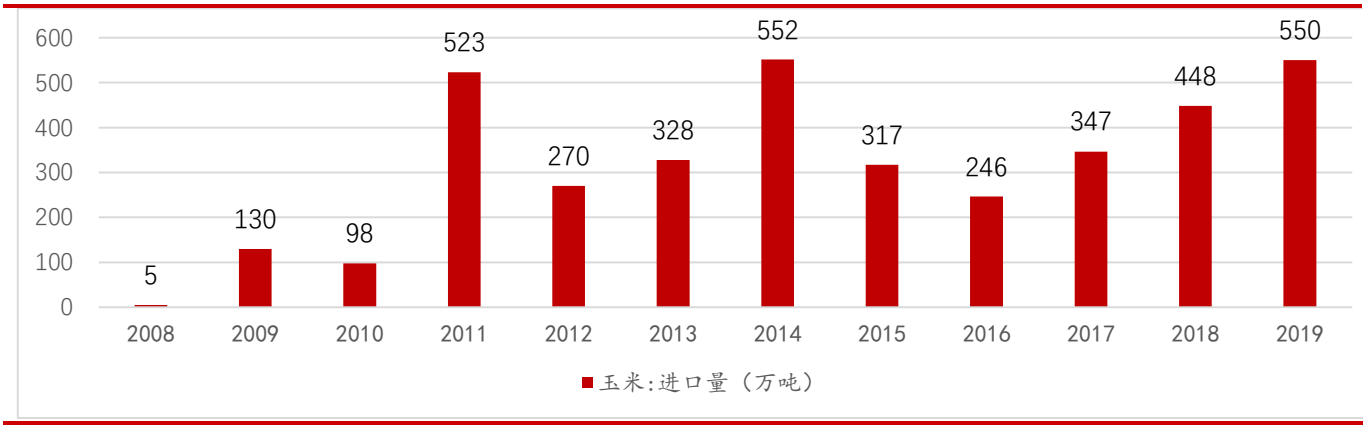
图 10　2019 年，我国玉米结转库存已降至低位




资料来源：卓创资讯，华西证券研究所

我国玉米进口实行关税配额管理制度，配额内关税为 1%，配额外关税高达 65%。在此政策影响下，每年我国玉米进口量仅为 400 万吨左右，占国内玉米消费量的比重在 1%左右，难以对我国玉米市场价格产生冲击。同时，我们认为，中美贸易战的缓和对玉米市场影响不大，预计 2020 年我国玉米进口仍将维持在稳定水平。

图 11　2008-2019 年，我国玉米进口情况




资料来源：Wind，华西证券研究所

病虫害方面，草地贪夜蛾将对我国玉米产量造成较大影响。草地贪夜蛾自 2019 年 1 月在我国云南省发现之后，迅速在省内蔓延，并于 4 月相继侵入广西、广东、贵州、湖南、海南等地，5 月份扩散至福建、湖北、浙江、四川、江西、重庆、河南等地。截至 2019 年 10 月 8 日，草地贪夜蛾侵入我国西南、华南、江南、长江中下游、黄淮、西北、华北地区的 26 省 1518 个县，其传播速度之快、波及范围之广十分罕见。本次入侵的草地贪夜蛾喜食玉米，其防控难度较大，最有效的方法是在玉米种子中转入抗虫基因。我们判断，2020 年或将是草地贪夜蛾全面爆发的一年，如若防控措施不到位可能会造成我国玉米产量大幅减产。

图 12　草地贪夜蛾幼虫侵蚀玉米示意图

资料来源：网络资料，华西证券研究所

图 13　草地贪夜蛾侵蚀水稻示意图

资料来源：网络资料，华西证券研究所

### 2.1.2. 需求：饲用需求回暖，工业消费持续高景气

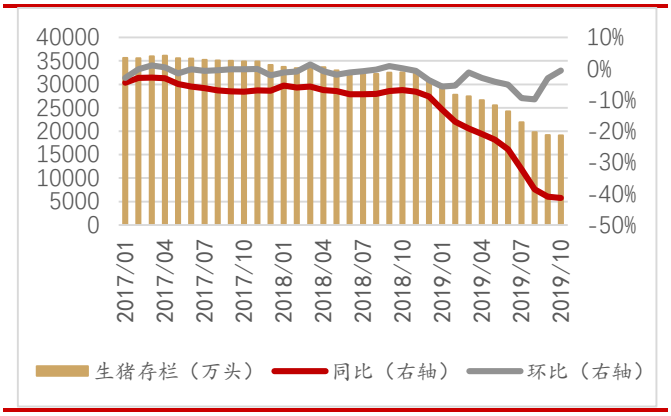
饲料消耗是玉米消费的主要渠道，占玉米消费总量的 55%左右。受非洲猪瘟疫情影响，我国生猪产能持续去化，生猪存栏屡创历史新低。根据农业农村部数据，截至 2019 年 10 月，生猪存栏同比下滑 41.40%、环比下滑 0.60%；能繁母猪存栏同比下滑 37.80%、环比首次转正，微增 0.60%，生猪产能去化幅度远超历史记录。受此影响，2019 年我国猪料承压，销量下滑 2056.8 万吨，下降幅度为 26.60%。

生猪供需矛盾支撑猪价维持高位，根据猪易通数据，截至 2020 年 7 月 1 日，全国生猪均价 36.25 元/公斤，按照完全成本 17 元/公斤、出栏体重 120kg 测算，头均盈利高达 2310 元/头。在高盈利的刺激下，养殖户复养积极性提高，根据农业农村部数据，截至 2020 年 3 月，能繁母猪存栏连续 6 个月实现环比正增长。我们认为，生猪存栏拐点已经出现，随着后续疫情的逐步平稳，生猪存栏将处于稳步提升态势，带动猪料进而玉米的增量需求。

禽料方面，受益于猪鸡替代，禽链高景气度持续。从历史上看，猪鸡替代效应较为明显，猪鸡价格呈现同向波动趋势。2016-2019 年，猪鸡比中枢在 2.11 左右。受非洲猪瘟疫情影响，国内生猪产能去化幅度远超历史记录，猪肉供给不足带动禽肉需求向好。从历史数据来看，猪肉消费占比的下降往往伴随着鸡肉占比的快速拉升，根据国家统计局数据，1995-1996 年，猪肉消费同比减少 13.56%，鸡肉消费同比增加 16.68%；2006-2007 年蓝耳病在国内大面积爆发，猪肉消费同比减少 6.74%，鸡肉消费同比骤升 10.07%；2014-2015 年猪肉消费同比减少 2.45%，鸡肉消费同比增加 3.41%。我们认为，非洲猪瘟疫情将成为我国鸡肉消费占比提升的催化剂，猪肉供给缺口有望推动鸡肉消费快速提升。

根据白羽肉鸡协会数据，截至 2019 年 10 月，全国白羽肉鸡引种量达到 88.5 万套，同比增长 63.53%，按照白羽肉鸡产能传导周期推算，2020 年白羽肉鸡供给将温和上升，在强劲的需求支撑下，禽链高景气仍将延续，并带动玉米消费增量。

图 14　2017-19 年，生猪存栏下滑情况



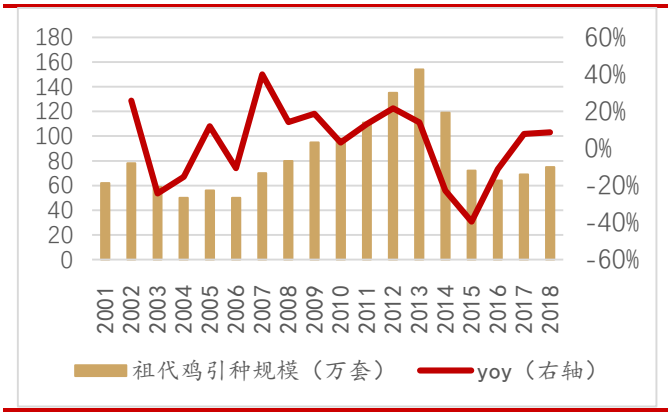

资料来源：农业农村部，华西证券研究所

图 15　2017-19 年，能繁母猪存栏下滑情况




资料来源：农业农村部，华西证券研究所

图 16　2001-18 年，我国白羽肉鸡引种量




资料来源：白羽肉鸡协会，华西证券研究所

图 17　2017-19 年，祖代鸡月度引种走势（万套）




资料来源：白羽肉鸡协会，华西证券研究所

图 18　2016-2020 年，鸡苗价格走势图

资料来源：禽病网，华西证券研究所

图 19　2016-2020 年，毛鸡价格走势图

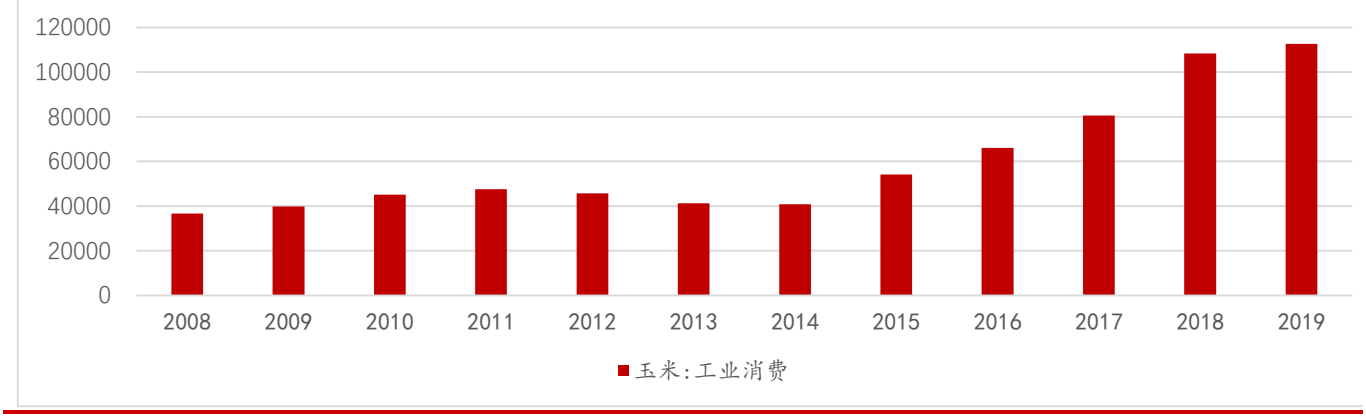



资料来源：禽病网，华西证券研究所

工业消费方面，2016 年 11 月到 2017 年 6 月，东北执行玉米深加工企业收购玉米补贴政策，具体补贴额度为 100~300 元/吨不等，补贴政策的推行降低了深加工企业的原料成本，推动其生产积极性。这部分企业在参与临储玉米拍卖时更加积极，成交后的玉米进入企业库存，随后转化为淀粉、酒精等深加工产品，真实有效地消化了

玉米库存。但我们判断，补贴政策仅会在一定时间内推行，以修复前期过低的开工率，且当深加工企业的开工率处于相对高位时，即使补贴继续推行，企业采购玉米的增量也有限，对刺激玉米库存消化或收效甚微。此外，玉米工业消费一直处于高速增长通道，从 1992 年的 430 万吨增长至 2019 年的接近 1.13 亿吨，我们认为，工业消费仍将维持在较高水平。

图 20　2008-2019 年，玉米工业消费量（千吨）




资料来源：Wind，华西证券研究所

玉米深加工方面，随着 2016 年玉米临储政策的取消，玉米实行市场化定价，缺少政策保护的玉米价格开始下跌。同时为了消化玉米高库存，国家放开玉米深加工新增产能的审批，并给予东北深加工企业一定的补贴，此后，东北深加工企业开始快速发展。根据天下粮仓预计，2018/2019 年度，全国玉米淀粉总需求量 3061 万吨，同比上升 16.88%。其中，全国玉米淀粉消费量 3009 万吨，同比增加 16.9%；出口量 52 万吨，同比增加 15.56%。

表 1　玉米淀粉供需平衡表

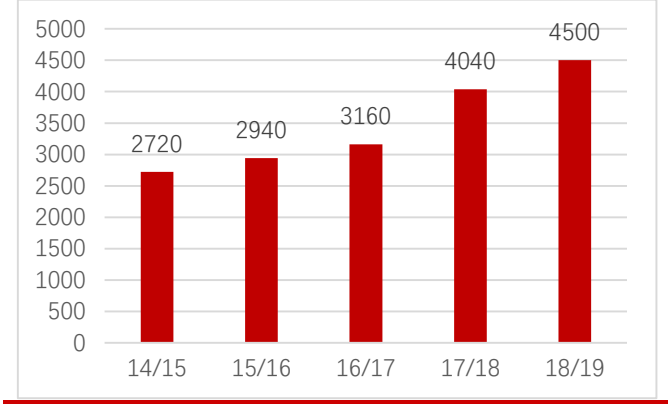
| 单位：万吨 | 13/14 | 14/15 | 15/16 | 16/17 | 17/18 | 18/19 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 期初库存 | 38 | 34 | 31 | 28 | 48 | 55 |
| 产量 | 1830 | 1839 | 1984 | 2135 | 2626 | 3065 |
| 进口量 | 2 | 2 | 1 | 1 | 0 | 0 |
| 总供给 | 1870 | 1875 | 2016 | 2164 | 2674 | 3120 |
| 消耗量 | 1829 | 1840 | 1976 | 2091 | 2574 | 3009 |
| 出口量 | 7 | 4 | 12 | 25 | 45 | 52 |
| 总消费 | 1836 | 1844 | 1988 | 2116 | 2619 | 3061 |
| 期末库存 | 34 | 31 | 28 | 48 | 55 | 59 |
| 库存消费比 | 1.85% | 1.68% | 1.41% | 2.27% | 2.10% | 1.93% |

资料来源：天下粮仓，华西证券研究所

产能方面，据南华期货数据，2017/18 年度我国玉米淀粉总产能 4000 万吨左右，行业平均开工水平 65%左右，玉米淀粉产量达到 2600 万吨的历史新高。考虑到目前

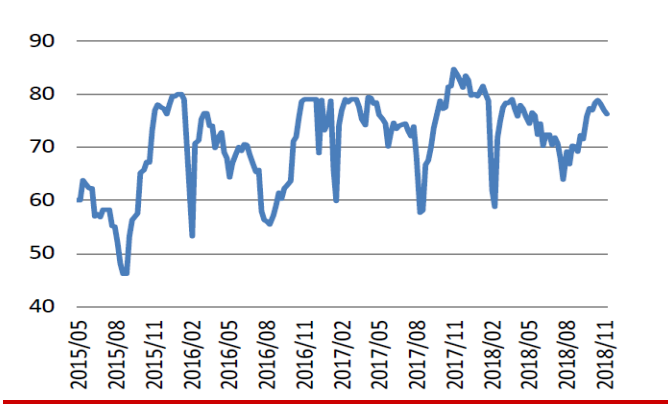
单吨利润虽有所下调，但行业盈利尚可，产能仍然处于快速扩张期，预计 2020 年我国玉米淀粉产量将超过 3000 万吨，带动玉米需求上行。

图 21　2014-2019 年，我国玉米淀粉产能（万吨）




资料来源：天下粮仓，华西证券研究所

图 22　2015-2018 年，玉米淀粉开机率



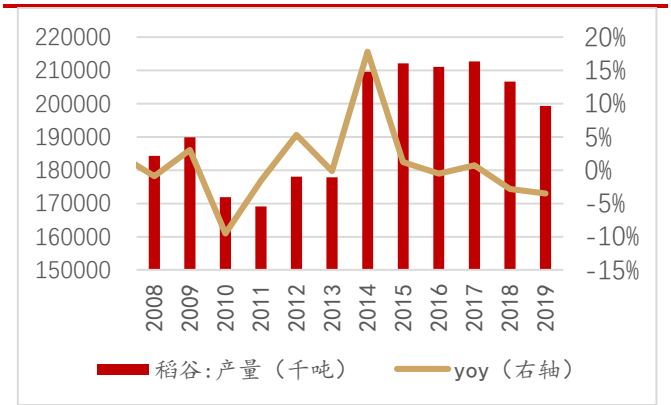

资料来源：南华期货，华西证券研究所

我们认为，工业消费中的燃料乙醇有望成为提振玉米消费的增量来源。国家发改委等 15 部门联合印发的《关于扩大生物燃料乙醇生产和推广使用车用乙醇汽油的实施方案》提出，在保障粮食安全的基础上扩大生物燃料乙醇生产，推广使用车用乙醇汽油，到 2020 年，在全国范围推广使用车用乙醇汽油，基本实现全覆盖。2016 年，中国汽油消费量为 11866 万吨，一般 1 吨车用乙醇汽油由 90%纯汽油和 10%乙醇混合而成，若车用乙醇汽油实现全覆盖，对燃料乙醇的需求约为 1200 万吨，目前燃料乙醇产能约为 250 万吨，则新增燃料乙醇需求为 950 万吨，按 3 吨玉米产 1 吨燃料乙醇计算，新增的燃料乙醇需求将消耗玉米 2850 万吨。

## 2.2. 水稻：需求平稳，沙漠蝗虫&东南亚疫情有望造成全球减产

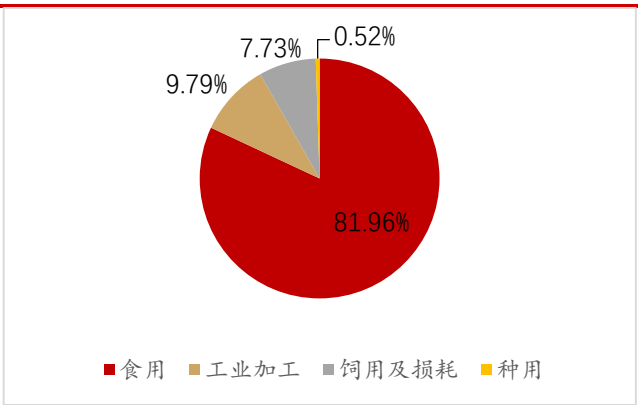
水稻是我国第二大粮食作物，占粮食种植面积的 35.6%。根据国家粮油信息中心数据，2018/19 市场年度（2018 年 10 月至 2019 年 9 月）我国稻谷产量 1.99 亿吨，消费量为 2.03 亿吨，进口量 326 万吨，出口量 326 万吨，进口占消费比为 1.60%，出口占生产量的比重为 1.64%。下游消费主要有食用、工业加工、饲用、种用四大用途，食用、工业加工、饲用及损耗、种用量分别为 1.59、0.19、0.15、0.01 亿吨，食用消费占比达 81.96%，是我国第一大口粮品种。

图 23　2008-2019 年，我国稻谷产量




资料来源：Wind，华西证券研究所

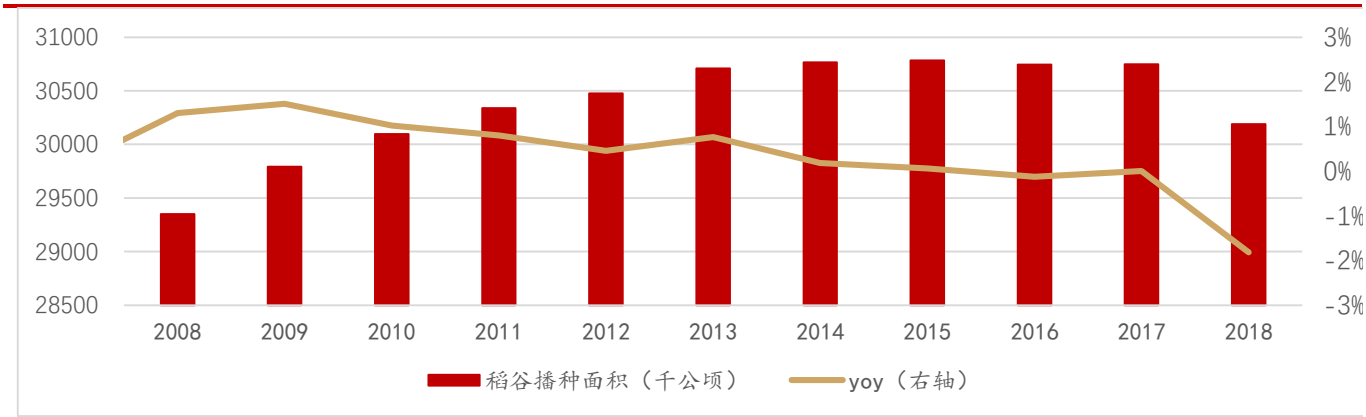
图 24　2019 年，我国稻谷消费结构




资料来源：Wind，华西证券研究所

在粮食安全政策的绝对红线下，我国稻谷生产整体呈现出相对稳定的态势。根据国家统计局数据，2008-2018 年，我国稻谷播种面积从 2935 万公顷上升至 3019 万公顷，增长 2.86%；稻谷产量从 1.84 亿吨上升至 1.99 亿吨，增长 8.15%，整体呈现出相对稳定的趋势。

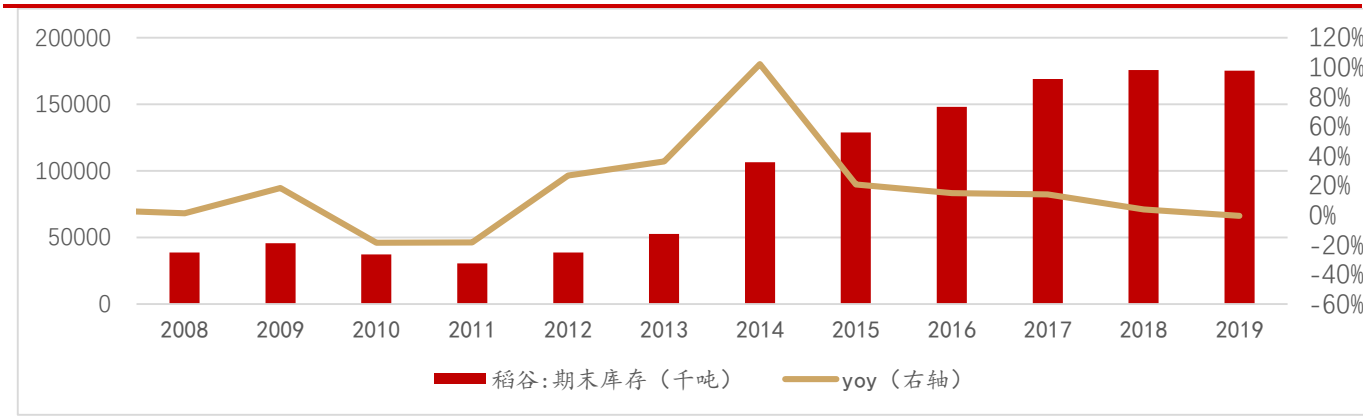
图 25　2008-2018 年，我国稻谷种植面积




资料来源：Wind，华西证券研究所

为了保证农民种植稻谷的积极性，我国稻谷实行最低收购价制度。从 2004 年开放粮食流通市场后，国家为了稳定国内稻谷产量，对稻谷实行了最低收购价保护制度，且呈现收购价格连年提高趋势。2017 年，受库存较大影响，最低收购价出现下调，稻谷库存也于 2018 年见顶，达到 1.76 亿吨，2019 年同比下滑 0.32%至 1.75 亿吨。2020 年，受新冠肺炎疫情影响，国家对粮食安全的重视程度增加，稻谷的最低收购价结束了持续三年的下降，变为上涨 1 分钱。同时，国务院常务会议宣布鼓励农民恢复种植双季稻，也就是连续三年快速下降的早稻再次被鼓励种植。

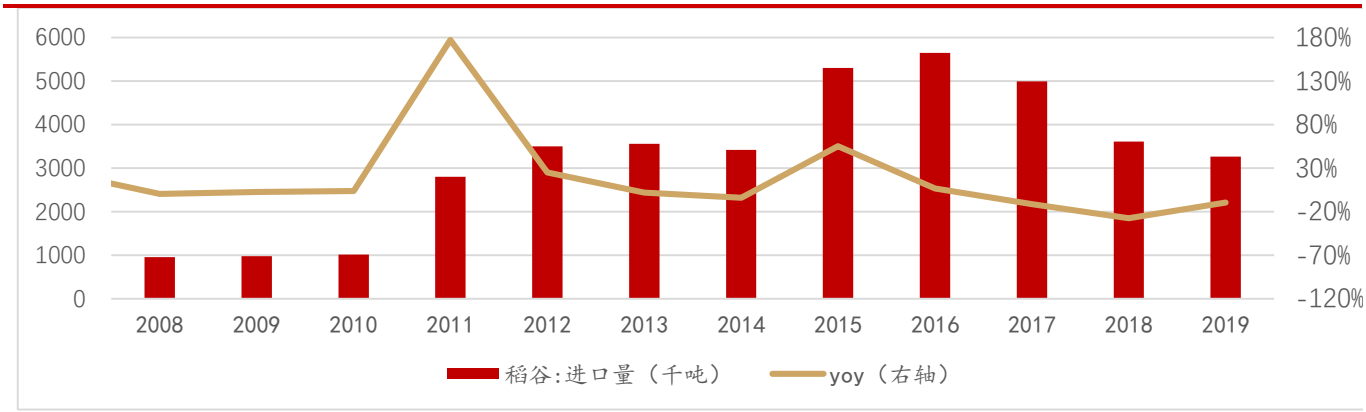
图 26　2008-2019 年，我国期末稻谷库存走势图




资料来源：国家统计局，华西证券研究所

进口方面，我国每年稻谷进口量维持在 400 万吨左右，占国内稻谷消费总量的比重在 2%左右，整体对我国稻谷市场影响不大。根据国家统计局数据，2019 年，我国稻谷进口量为 326 万吨，同比下滑 9.60%。

图 27　2008-2019 年，我国稻谷进口情况




资料来源：国家统计局，华西证券研究所

多国蝗灾泛滥或将威胁全球粮食安全。蝗灾与水灾、旱灾并成为人类三大自然灾害，蝗灾发生之时，将对当地农业造成巨大损失。根据联合国警告称，本次蝗灾起源于埃塞俄比亚、肯尼亚和索马里等东非国家，据估算，本次蝗虫规模已达 3000 亿只，1 年半的时间增加 6400 万倍。目前，蝗虫群已入侵到巴基斯坦、印度等地，给当地的粮食安全构成了前所未有的威胁。我们预计，蝗虫侵入我国的可能性较小，但印度是全球种植面积最大的水稻主产国，稻谷产量居全球第二，巴基斯坦是主要的水稻出口国，如果印度、巴基斯坦等国的防控措施不到位，很可能会造成全球稻谷减产，对我国稻谷市场产生冲击。

同时，随着新冠肺炎在东南亚的蔓延，一旦疫情在印度、泰国、越南、巴基斯坦等水稻主产国失控，势必会影响当地的水稻种植而造成减产，有利于国内的稻谷去库存进程。

# 3. 转基因商业化进程提速，公司背靠先正达有望快速提高市占率

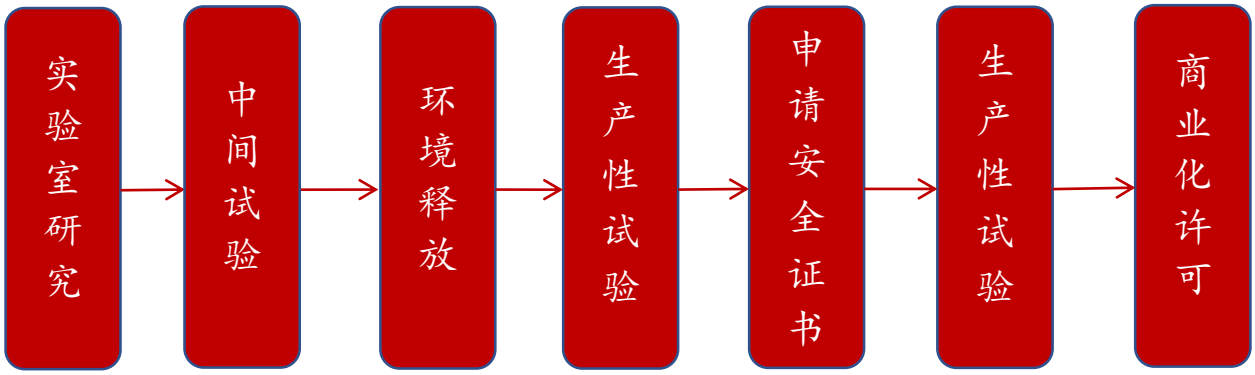
## 3.1. 多因素共振，我国转基因商业化进程提速

2019 年 12 月 30 日，农业农村部公布《关于慈 KJH83 等 192 个转基因植物品种命名的公示》，目录中包含 189 个抗虫棉、2 个抗虫耐除草剂玉米、1 个耐除草剂大豆，公示期为 15 个工作日。2020 年 1 月 20 日，以上三个品种均获得农业转基因生物安全证书（生产应用）。

2020 年 6 月 23 日，农业农村部再次公布《邯 613 等 71 个转基因植物品种目录》，其中包括一个转基因玉米品种 DBN9858，一个转基因大豆品种中黄 6106，公示期为 15 个工作日。

我国对转基因农作物的态度一直是比较谨慎的，转基因作物商业化的进程比较漫长。理论上转基因作物上市需要经过七个步骤，包括：实验室研究、中间试验、环境释放、生产性试验、申请安全证书、生产性试验以及商业化许可。后续转基因玉米放开，则拿到玉米转基因转化体安全证书后，理论上还要转入种子公司的自交系，再从农业部拿自交系的转基因安全证书；再走正常品种审定。如果加快流程，走简易审定流程，商业化审定已经审定的品种，则时间会缩短。综合考虑，商业化需要 1-2 年的时间，不排除特殊情况下审批加快。

图 28　我国转基因产品审批流程




资料来源：中国产业信息网，华西证券研究所

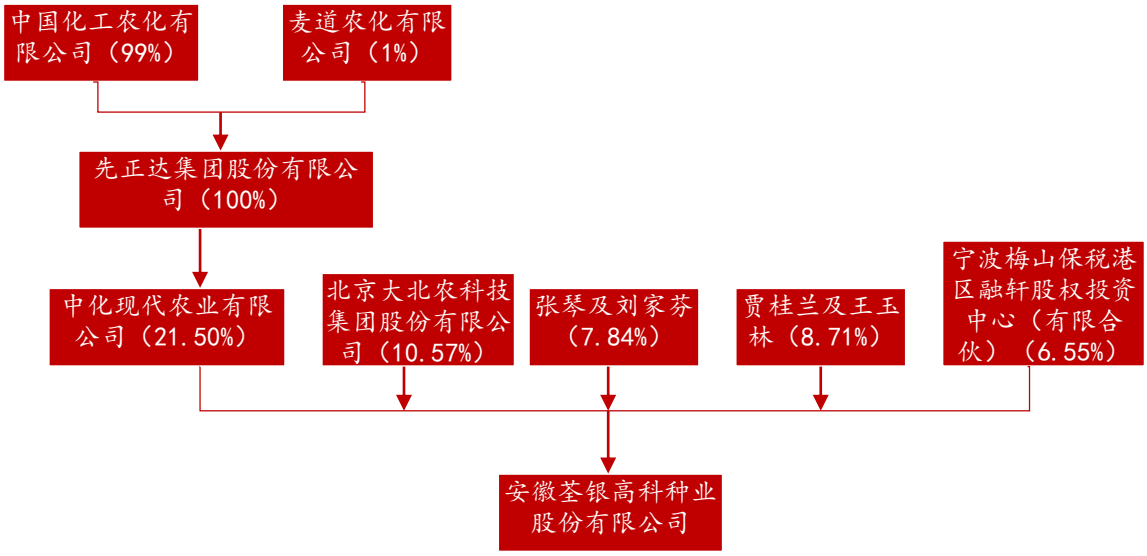
我们认为，国家加快转基因商业化进程的主要原因在于：1）中美贸易战背景下，进口农产品增加给国内粮食安全带来冲击，国内种植效率提升迫在眉睫；2）东北市场违规滥种转基因玉米现象突出，市场倒逼政策放开；3）以草地贪夜蛾为主的虫灾对我国粮食安全造成严重威胁，倒逼转基因商业化进程加快。

## 3.2. 背靠先正达集团，公司有望借助国内转基因政策放开快速提高市占率

先正达集团通过中化现代农业持有公司 21.5%股权。2020 年 1 月 6 日，中化集团与中国化工下属全资子公司中农科技于 2020 年 1 月 5 日签订《股权划转协议》，现代农业 100%股权以国有股权无偿划转方式划转至中农科技。中农科技（拟更名为“先正达集团股份有限公司”）通过现代农业间接持有公司 21.50%的股份。上述股权

划转涉及的工商变更登记已于 2020 年 4 月 24 日完成，至此，先正达集团通过中化现代农业持有公司 21.5%股权。

图 29　先正达集团通过中化现代农业持有公司 21.5%股权




资料来源：公司公告，华西证券研究所

先正达是全球第一大植保公司，第三大种子公司。2018 年，先正达的销售额达到 135 亿美元，其中植保业务和种子业务是公司的主要营业收入来源，植保业务销售额为 104 亿美元，占比 76%，种子销售额为 30 亿美元，占比 22%。

我们认为，公司有望凭借国内转基因政策放开迎来快速成长期。一方面，中化将荃银高科纳入到 MAP 平台，公司有望充分发挥中化的农业服务体系快速提高市场份额；另一方面，先正达深耕转基因领域多年，转基因技术实力强劲，是全球转基因龙头，公司有望成为先正达在国内拓展转基因业务的重要载体，助力公司迎来快速成长期。

## 4. 盈利预测与投资建议

公司主要涉及四大业务板块，分别是水稻种子、玉米种子、小麦种子、订单粮食以及其它业务，其中以水稻种子、玉米种子为主，假设中的业务部分将分别针对以上业务展开讨论。

水稻：我国水稻库存处于顶部向下趋势，在新冠肺炎疫情全球蔓延的催化下，我国水稻种植积极性或将逐步恢复。预计，2020-2022 年有所好转，同比增速分别为 15%/20%/25%，同时预计毛利率呈现稳定增长趋势，分别为 50%/55%/58%。

玉米：2019 年，我国玉米结转库存仅为 5759 万吨，处于历史较低水平，而随着生猪存栏的逐步恢复叠加禽链的高景气度，饲用玉米消费有望呈现快速上涨态势，农民种植玉米积极性有望提高，从而带动公司玉米种子销量快速放量，我们预计，2020-2022 年，公司玉米种子收入同比增长 15%/18%/20%，同时预计公司玉米种子业务毛利率呈现稳定增长的趋势，分别为 40%/43%/45%。

小麦：受新冠肺炎疫情影响，小麦田间管理不及时导致条锈病发生面积显著强于往年，减产是大概率事件，叠加疫情全球快速蔓延，恐慌性囤积情绪渐浓，加速小麦种子行业拐点到来。预计，2020-2022 年，公司小麦种子收入同比增长 15%/18%/20%，同时预计公司小麦种子业务毛利率呈现稳定增长的趋势，分别为 13%/15%/18%。

订单粮食：预计，2020-2022 年，公司订单粮食业务继续保持高速增长节奏，收入同比增速分别为 100%/50%/50%，毛利率维持稳步提升态势，分别为 3.5%/3.5%/3.5%。

其它：公司其他业务维持平稳增长。预计 2020-2022 年，公司其他业务销售同比增长 14.57%/14.78%/15.00%，毛利率分别为 25.97%/25.00%/24.04%。

表 2　荃银高科主要业务经营预测（单位：百万元）

| 业务 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| | | 水稻 | | |
| 收入 | 687.05 | 790.11 | 948.13 | 1185.16 |
| 成本 | 336.06 | 395.05 | 426.66 | 497.77 |
| 毛利 | 350.99 | 395.05 | 521.47 | 687.39 |
| 毛利率 | 51.09% | 50.00% | 55.00% | 58.00% |
| | | 玉米 | | |
| 收入 | 113.85 | 130.93 | 154.49 | 185.39 |
| 成本 | 71.78 | 78.56 | 88.06 | 101.97 |
| 毛利 | 42.07 | 52.37 | 66.43 | 83.43 |
| 毛利率 | 36.95% | 40% | 43% | 45% |
| | | 小麦 | | |
| 收入 | 76.76 | 88.27 | 104.16 | 125.00 |
| 成本 | 66.66 | 76.80 | 88.54 | 102.50 |
| 毛利 | 10.10 | 11.48 | 15.62 | 22.50 |
| 毛利率 | 13.16% | 13% | 15% | 18% |
| | | 订单粮食业务 | | |
| 收入 | 180.55 | 348.46 | 522.69 | 784.04 |
| 成本 | 174.53 | 12.64 | 18.96 | 28.44 |
| 毛利 | 6.02 | 3.50% | 3.50% | 3.50% |
| 毛利率 | 3.34% | 348.46 | 522.69 | 784.04 |
| | | 其他业务 | | |
| 收入 | 95.45 | 109.35 | 125.52 | 144.35 |
| 成本 | 69.29 | 80.95 | 94.13 | 109.65 |
| 毛利 | 26.16 | 28.40 | 31.39 | 34.70 |
| 毛利率 | 27.41% | 25.97% | 25.00% | 24.04% |
| | | 费用率 | | |
| 销售费率 | 16.4% | 13.0% | 13.0% | 13.0% |
| 管理费率 | 8.1% | 8.0% | 8.0% | 8.0% |
| 财务费率 | 0.1% | -0.3% | -0.3% | -0.4% |

资料来源：Wind，华西证券研究所

我们预计，2020-2022 年，公司归母净利润分别为 1.34/1.97/2.65 亿元，EPS 分别为 0.31/0.46/0.62 元，参考可比公司 2021 年 34XPE，考虑到公司转基因资源丰富，给予公司 2021 年 35XPE，对应目标价 16.10 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 3　可比公司盈利预测

| 可比公司 | | | | | | | | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 股票代码 | 股票名称 | 收盘价（元） | EPS（元） | | | | P/E | | | |
| | | | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
| 000998.SZ | 隆平高科 | 16.49 | -0.23 | 0.3 | 0.47 | 0.57 | - | 54.97 | 35.09 | 28.93 |
| 002041.SZ | 登海种业 | 12.85 | 0.05 | 0.13 | 0.21 | 0.28 | 257.00 | 98.85 | 61.19 | 45.89 |
| 600598.SH | 北大荒 | 15.93 | 0.48 | 0.59 | 0.66 | 0.7 | 33.19 | 27.00 | 24.14 | 22.76 |
| 601952.SH | 苏垦农发 | 9.45 | 0.43 | 0.48 | 0.58 | 0.69 | 21.98 | 19.69 | 16.29 | 13.70 |
| 平均 | | | | | | | 104.05 | 50.13 | 34.18 | 27.82 |

资料来源：Wind，华西证券研究所；采用 Wind 一致预期，股价截至 2020 年 7 月 1 日收盘价

## 5. 风险提示

**病虫害超预期。**草地贪夜蛾等病虫害危害面积超预期蔓延，有可能打破我国农产品供需格局，种植户种植积极性受挫，影响公司利润释放。

**自然灾害。**农产品种植有其特殊性，与自然气候密切相关，如遭遇大的自然灾害，农产品损失惨重，可能会影响农民参与种植的积极性，进而影响公司产品的销售。

**转基因商业化进程不及预期。**转基因商业化进程提速是种业市场集中度快速提升的催化剂，转基因商业化进程若不及预期，则公司利润释放进程可能会有所放缓。

# 财务报表和主要财务比率

| 利润表（百万元） | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| 营业总收入 | 1,154 | 1,480 | 1,874 | 2,452 |
| YoY(%) | 26.7% | 28.3% | 26.6% | 30.9% |
| 营业成本 | 718 | 980 | 1,220 | 1,596 |
| 营业税金及附加 | 5 | 7 | 9 | 11 |
| 销售费用 | 189 | 192 | 244 | 319 |
| 管理费用 | 94 | 118 | 150 | 196 |
| 财务费用 | 1 | -4 | -5 | -8 |
| 资产减值损失 | -26 | 0 | 0 | 0 |
| 投资收益 | 14 | 14 | 19 | 25 |
| 营业利润 | 90 | 152 | 213 | 282 |
| 营业外收支 | -3 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 87 | 152 | 213 | 282 |
| 所得税 | 0 | 2 | 2 | 3 |
| 净利润 | 87 | 149 | 211 | 279 |
| 归属于母公司净利润 | 95 | 134 | 197 | 265 |
| YoY(%) | 38.4% | 41.8% | 47.1% | 34.3% |
| 每股收益 | 0.22 | 0.31 | 0.46 | 0.62 |

| 资产负债表（百万元） | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| 货币资金 | 280 | 168 | 250 | 393 |
| 预付款项 | 20 | 30 | 38 | 48 |
| 存货 | 734 | 1,061 | 1,336 | 1,722 |
| 其他流动资产 | 252 | 276 | 327 | 397 |
| 流动资产合计 | 1,287 | 1,535 | 1,950 | 2,560 |
| 长期股权投资 | 0 | 1 | 1 | 1 |
| 固定资产 | 206 | 312 | 417 | 522 |
| 无形资产 | 100 | 148 | 196 | 244 |
| 非流动资产合计 | 443 | 593 | 744 | 895 |
| 资产合计 | 1,730 | 2,128 | 2,694 | 3,454 |
| 短期借款 | 78 | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款及票据 | 372 | 592 | 740 | 943 |
| 其他流动负债 | 581 | 687 | 894 | 1,172 |
| 流动负债合计 | 1,030 | 1,279 | 1,634 | 2,115 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 其他长期负债 | 56 | 56 | 56 | 56 |
| 非流动负债合计 | 56 | 56 | 56 | 56 |
| 负债合计 | 1,085 | 1,335 | 1,690 | 2,171 |
| 股本 | 430 | 430 | 430 | 430 |
| 少数股东权益 | 163 | 178 | 191 | 206 |
| 股东权益合计 | 644 | 794 | 1,004 | 1,284 |
| 负债和股东权益合计 | 1,730 | 2,128 | 2,694 | 3,454 |

| 现金流量表（百万元） | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| 净利润 | 87 | 149 | 211 | 279 |
| 折旧和摊销 | 48 | 82 | 82 | 82 |
| 营运资金变动 | -142 | -34 | 23 | 14 |
| 经营活动现金流 | 13 | 184 | 297 | 350 |
| 资本开支 | -30 | -232 | -233 | -233 |
| 投资 | -184 | 0 | -1 | 0 |
| 投资活动现金流 | -77 | -218 | -214 | -208 |
| 股权募资 | 6 | 0 | 0 | 0 |
| 债务募资 | 90 | -78 | 0 | 0 |
| 筹资活动现金流 | -114 | -79 | 0 | 0 |
| 现金净流量 | -179 | -113 | 83 | 143 |

| 主要财务指标 | 2019A | 2020E | 2021E | 2022E |
|---|---|---|---|---|
| **成长能力（%）** | | | | |
| 营业收入增长率 | 26.7% | 28.3% | 26.6% | 30.9% |
| 净利润增长率 | 38.4% | 41.8% | 47.1% | 34.3% |
| **盈利能力（%）** | | | | |
| 毛利率 | 37.7% | 33.8% | 34.9% | 34.9% |
| 净利润率 | 7.5% | 10.1% | 11.3% | 11.4% |
| 总资产收益率 ROA | 5.5% | 6.3% | 7.3% | 7.7% |
| 净资产收益率 ROE | 19.6% | 21.8% | 24.3% | 24.6% |
| **偿债能力（%）** | | | | |
| 流动比率 | **1.25** | **1.20** | **1.19** | **1.21** |
| 速动比率 | 0.52 | 0.35 | 0.35 | 0.37 |
| 现金比率 | 0.27 | 0.13 | 0.15 | 0.19 |
| 资产负债率 | 62.8% | 62.7% | 62.7% | 62.8% |
| **经营效率（%）** | | | | |
| 总资产周转率 | 0.67 | 0.70 | 0.70 | 0.71 |
| **每股指标（元）** | | | | |
| 每股收益 | 0.22 | 0.31 | 0.46 | 0.62 |
| 每股净资产 | 1.12 | 1.43 | 1.89 | 2.51 |
| 每股经营现金流 | 0.03 | 0.43 | 0.69 | 0.81 |
| 每股股利 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| **估值分析** | | | | |
| PE | 60.11 | 42.38 | 28.81 | 21.45 |
| PB | 9.05 | 9.23 | 6.99 | 5.27 |

*资料来源：公司公告，华西证券研究所*

## 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

| 公司评级标准 | 投资评级 | 说明 |
|---|---|---|
| 以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。 | 买入 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15% |
| | 增持 | 分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间 |
| | 中性 | 分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间 |
| | 减持 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间 |
| | 卖出 | 分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15% |
| **行业评级标准** | | |
| 以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。 | 推荐 | 分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10% |
| | 中性 | 分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间 |
| | 回避 | 分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10% |

**华西证券研究所：**

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html

# 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。