

农业/必需消费

隆平高科 (000998)

联创落地塑龙头 隆平玉米俯全球

——隆平高科玉米深度报告

	钟凯锋 (分析师)	鲁家瑞 (分析师)	李晓渊 (分析师)
	021-38674876	021-38677618	021-38674936
	zhongkaifeng@gtjas.com	lujiarui@gtjas.com	lixiaoyuan@gtjas.com
证书编号	S0880517030005	S0880518070001	S0880518070003

本报告导读:

2018 年公司超预期的点将会更多体现在玉米方面的布局, 不管是从战术上的产品, 还是战略上的地域布局, 2018 年都将是公司玉米业务被市场逐步认同的开始。

投资要点:

我们一直强调隆平不单单是杂交水稻的龙头, 也是国内玉米新贵, 是农业板块甚至全市场的核心资产。我们维持 2018-2020 年公司 EPS 分别为 0.70、0.87、1.04 元预测, 考虑到公司收购联创种业, 未来业绩表现有望超预期, 给予 2018 年 24 倍 PE, 上调目标价为 16.5 元, “增持”评级。公司是国内种业龙头。公司是国内种企受益于全球种业整合浪潮的最大受益者, 其研发储备与资本运作能力也是国内优势最明显的企业, 未来国内&国外业务将同时发力。我们认为, 2019 年公司水稻业务将转化为现金牛业务, 更多超预期的点与业绩爆发点将体现在玉米种子业务。不管是从战术上的产品, 还是战略上的全球布局, 公司玉米业务都将逐步被市场关注到。

国内玉米短期有业务。联创种业并购案落地, 公司已经成为国内玉米种子绝对龙头。考虑到玉米现货价格看涨, 种子需求有望提升, 再叠加玉米制种面积创新低, 库存回归正常, 我们预测 2018/2019 种植季玉米种子有望周期见底反转。公司自有强势品种有隆平 206、农大 372、京科 729, 再加上联创的强势品种, 2019 年玉米业绩有望表现突出。

国外玉米布局俯视全球市场。巴西隆平具备较为完整的南美玉米种质资源, 未来有望辅助国内推出换代大品种。除此之外, 公司借助巴西隆平已经打造公司全球研发体系, 未来俯视南美、南亚和东南亚市场, 塑造种业巨头。

风险提示: 大宗商品价格不及预期, 种植面积不及预期, 种子需求不佳。

财务摘要 (百万元)	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	2,299	3,190	3,745	4,765	5,835
(+/-)%	14%	39%	17%	27%	22%
经营利润 (EBIT)	470	839	960	1,228	1,503
(+/-)%	6%	79%	14%	28%	22%
净利润 (归母)	501	772	875	1,099	1,310
(+/-)%	2%	54%	13%	26%	19%
每股净收益 (元)	0.40	0.61	0.70	0.87	1.04
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.10	0.11	0.12
利润率和估值指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营利润率 (%)	20.4%	26.3%	25.6%	25.8%	25.8%
净资产收益率 (%)	8.9%	13.0%	13.5%	14.7%	15.2%
投入资本回报率 (%)	8.9%	11.2%	14.0%	16.1%	18.0%
EV/EBITDA	28.5	20.9	17.1	13.4	10.8
市盈率	33.7	21.9	19.3	15.4	12.9
股息率 (%)	0.0%	0.0%	0.7%	0.8%	0.9%

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 16.50

上次预测: 15.40

当前价格: 13.93

2018.11.13

交易数据

52 周内股价区间 (元)	11.94-28.57
总市值 (百万元)	17,499
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,256/965
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	77%
日均成交量 (百万股)	7.52
日均成交值 (百万元)	114.81

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	5,394
每股净资产	4.29
市净率	3.2
净负债率	78.63%

EPS (元)	2017A	2018E
Q1	0.18	0.18
Q2	0.00	-0.05
Q3	-0.06	-0.06
Q4	0.49	0.63
全年	0.61	0.70

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	0%	-26%	-49%
相对指数	-4%	-15%	-16%

相关报告

《短期业绩受巴西拖累 长期看点在于玉米》
2018.10.30
《短期费用扰动业绩 专注玉米种子布局》
2018.08.30
《大股东增持表决心 玉米布局塑龙头》
2018.07.10
《短期费用影响业绩 全球种业巨头仍期待》
2018.05.01
《携北京市农林科学院 据玉米研发制高地》
2018.03.22

模型更新时间: 2018.11.13

股票研究

必需消费
农业

隆平高科 (000998)

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **16.50**

上次预测: 15.40

当前价格: 13.93

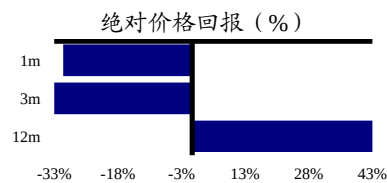
公司网址

www.lpht.com.cn

公司简介

公司是一家以“杂交水稻之父”袁隆平院士的名字命名的国际化种业企业，目前大股东为中国中信集团。

公司 1999 年成立，2000 年上市 (SZ:000998)，2017 年跻身全球种业企业前十强。



52 周价格范围

11.94-28.57

市值 (百万)

17,499

财务预测 (单位: 百万元)

损益表

营业收入

营业收入

营业成本

税金及附加

销售费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润

资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形及其他资产

资产合计

流动负债

非流动负债

股东权益

投入资本(IC)

现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额

财务指标

成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利率

收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

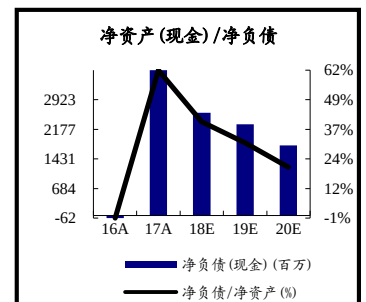
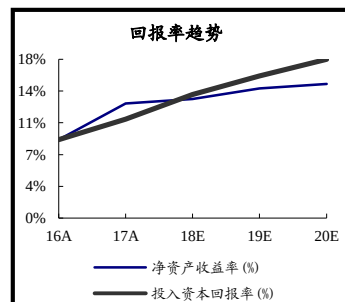
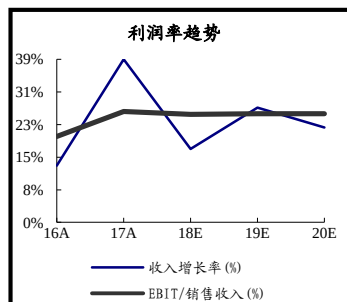
PB

EV/EBITDA

P/S

股息率

	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	2,299	3,190	3,745	4,765	5,835
营业成本	1,349	1,732	2,045	2,600	3,180
税金及附加	5	11	9	12	14
销售费用	217	294	363	457	560
管理费用	218	265	367	467	578
EBIT	470	839	960	1,228	1,503
公允价值变动收益	0	-1	5	5	5
投资收益	66	56	70	72	74
财务费用	47	6	73	95	139
营业利润	493	961	963	1,210	1,443
所得税	4	55	43	55	65
少数股东损益	1	121	46	58	69
净利润	501	772	875	1,099	1,310
货币资金、交易性金融资产	1,168	942	2,020	2,302	2,834
其他流动资产	1,651	1,597	920	930	940
长期投资	480	3,054	3,064	3,074	3,084
固定资产合计	990	1,393	1,592	1,760	1,839
无形及其他资产	1,511	2,775	2,839	3,048	3,266
资产合计	7,943	12,977	13,631	15,160	16,902
流动负债	1,646	3,842	3,886	4,385	4,908
非流动负债	521	2,699	2,702	2,703	2,704
股东权益	5,642	5,928	6,489	7,460	8,609
投入资本(IC)	5,232	7,049	6,568	7,305	7,982
NOPLAT	466	790	917	1,173	1,436
折旧与摊销	122	150	180	209	235
流动资金增量	-211	-245	-2	-365	-384
资本支出	-355	-355	-442	-585	-531
自由现金流	21	340	653	432	756
经营现金流	314	520	1,772	1,025	1,299
投资现金流	-2,267	-3,593	-382	-523	-467
融资现金流	2,470	2,827	-317	-225	-305
现金流净增加额	517	-245	1,074	277	527
收入增长率	13.5%	38.7%	17.4%	27.2%	22.5%
EBIT 增长率	6.4%	78.7%	14.4%	27.9%	22.4%
净利润增长率	2.1%	54.0%	13.3%	25.6%	19.2%
利润率					
毛利率	41.3%	45.7%	45.4%	45.4%	45.5%
EBIT 率	20.4%	26.3%	25.6%	25.8%	25.8%
净利率	21.8%	24.2%	23.4%	23.1%	22.5%
净资产收益率(ROE)	8.9%	13.0%	13.5%	14.7%	15.2%
总资产收益率(ROA)	6.3%	5.9%	6.4%	7.2%	7.8%
投入资本回报率(ROIC)	8.9%	11.2%	14.0%	16.1%	18.0%
存货周转天数	381	392	389	387	386
应收账款周转天数	51	50	50	50	50
总资产周转天数	1029	1197	1297	1103	1003
净利润现金含量	0.63	0.67	2.03	0.93	0.99
资本支出/收入	15%	11%	12%	12%	9%
资产负债率	27.3%	50.4%	48.3%	46.8%	45.0%
净负债率	-1.1%	61.9%	39.9%	30.9%	20.6%
PE	33.7	21.9	19.3	15.4	12.9
PB	3.0	2.9	2.6	2.3	2.0
EV/EBITDA	28.5	20.9	17.1	13.4	10.8
P/S	7.4	5.3	4.5	3.5	2.9
股息率	0.0%	0.0%	0.7%	0.8%	0.9%



目 录

1. 摘要：联创落地塑龙头 隆平玉米俯全球	4
2. 看国内：联创落地塑龙头 玉米反转撑业绩	5
2.1. 玉米价格景气上行 玉米种子周期反转	5
2.1.1. 供给：玉米连续产不足需 库存加速消耗见底	5
2.1.2. 需求：多方面支撑高消费 玉米供需缺口利好价格	5
2.1.3. 外部环境：贸易战催化国内玉米价格	6
2.1.4. 玉米种子：自上而下&自下而上支撑周期反转	6
2.2. 联创落地塑龙头 玉米反转撑业绩	7
2.2.1. 整合行业黑马标的 深挖行业龙头壁垒	7
2.2.2. 水稻转为现金牛 玉米接棒业绩增长	8
3. 观海外：种子龙头看玉米 隆平玉米赛巨头	10
3.1. 海外映射：通过并购塑龙头 围绕玉米做文章	10
3.1.1. 行业整合并购史：种业发展三部曲	10
3.1.2. 行业发展聚焦点：得玉米者得天下	11
3.2. 国内研发：种质资源稀缺 巴陶项目解决根本困境	12
3.2.1. 全球玉米受垄断 国内研发遇阻	12
3.2.2. 巴陶项目引入种质 换代品种呼之欲出	14
3.3. 巴西隆平：技术上锁定一线 布局上傲视全球	16
3.3.1. 收购优质海外资产 打造核心技术竞争力	16
3.3.2. 立足巴西/携手国内 傲世全球/塑造巨头	17
4. 投资建议	19
5. 风险提示	20
5.1. 产业政策变化	20
5.2. 极端天气、自然灾害	20
5.3. 新品种研发及推广的风险	20

1. 摘要：联创落地塑龙头 隆平玉米俯全球

公司受巴西隆平项目阶段性费用拖累以及土地开发业务延迟回款等影响，2018 年半年报与三季报业绩表现低于市场预期。公司收购联创种业项目落地交割，符合我们一直认为公司未来业绩主要爆发点将聚焦玉米种子业务的观点。值此之际，我们特撰写公司玉米板块深度报告。

公司是农业核心资产。公司是国内种企受益于全球种业整合浪潮的最大受益者，其研发储备与资本运作能力也是国内优势最明显的企业，未来国内&国外业务将同时发力。**我们认为，2019 年公司水稻业务将转化为现金牛业务，更多超预期的点与业绩爆发点将体现在玉米种子业务。**不管是从战术上的产品，还是战略上的全球布局，公司玉米业务都将逐步被市场关注到。

2019 年公司玉米板块业务的看点集中在国内与国外，具体为：

（一）国内玉米短期有业务，主要看点在于：1) 国内玉米出现供需缺口，2019 年玉米现货价格看涨，种子需求有望提升，自上而下逻辑顺畅。2) 2017/2018 年种植季，玉米种子加速去库存，叠加 2018 年玉米制种面积创新低，库存回归正常，我们预测 2018/2019 种植季玉米种子有望周期见底反转。3) 联创种业并购案落地，不管是业绩体量，还是研发实力，公司都是国内玉米种子绝对龙头。4) 公司自有强势品种有隆平 206、农大 372、京科 729，再加上联创的强势品种，2019 年玉米业绩有望表现突出。

（二）国外玉米俯视全球市场，主要具备布局有：1) 参与收购的巴西隆平具备 1.7 万份玉米研发种质资源，是一份较为完整的南美玉米种质资源，未来有望辅助国内推出换代大品种。2) 巴西隆平的 Morgan 品牌在阿根廷和巴拉圭等南美其他地区也有影响力，后续公司将自建销售渠道，增厚业绩增长；除此之外，未来东南亚、印度和墨西哥等地区的市场也将是巴西隆平的目标市场，预计新增市场规模超过 10 亿美金。3) 公司借助巴西隆平已经打造公司全球研发体系，未来俯视南美、南亚和东南亚市场，塑造种业巨头。4) 参考孟山都等海外巨头发展，我们发现“得玉米者得天下”。公司通过巴西隆平，已经初步形成全球研发全球销售的布局，并且目前已经晋升全球种业前十强，长期有望入围前五。

2. 看国内：联创落地塑龙头 玉米反转撑业绩

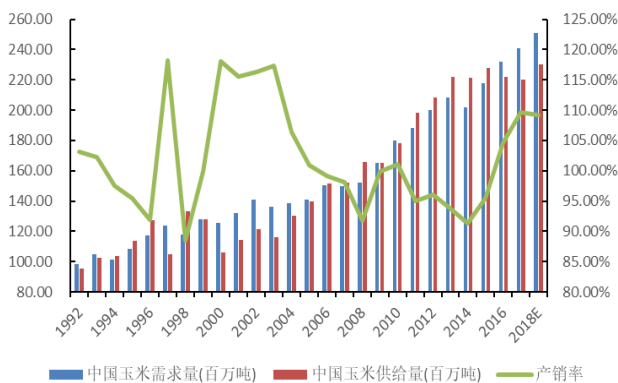
2.1. 玉米价格景气上行 玉米种子周期反转

2019 年玉米价格看涨。供给方面，玉米连续两年产不足需，出现供需缺口，叠加临储库存已经回归正常水平，总体供给收缩利好价格。需求方面，生猪产能释放利好饲料消费，石油价格站稳 80 美元/桶支撑玉米深加工消费量，总体消费有望进一步拉大供需缺口，利好玉米价格上涨。我们预计 2019 年-2020 年玉米价格同比上涨 10%、15%。

2.1.1. 供给：玉米连续产不足需 库存加速消耗见底

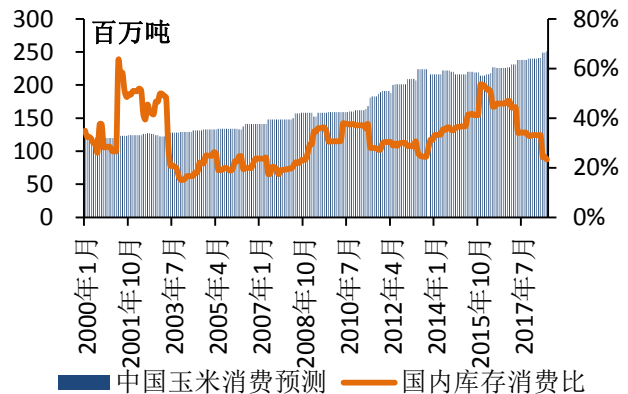
国内玉米处于产不足需状况，我们认为玉米价格将稳步上行。根据 USDA 最新预测，2018 年我国玉米产量 2.25 亿吨，需求量将达到 2.51 亿吨，玉米产需缺口虽有收窄，但因整体仍存在产需缺口，库存仍处于快速消耗状态，玉米价格仍将上涨。

图 1：国内玉米产不足需格局加速



数据来源：wind，国泰君安证券研究

图 2：玉米库存消费比快速回落



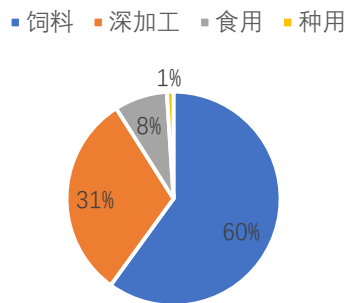
数据来源：wind，国泰君安证券研究

玉米临储方面，今年截至目前玉米临储拍卖实际成交达到 5800 万吨，我们预计在 2017/18 销售季结束后，临储库存将下滑到 1.1 亿吨，如果去库存力度不减，最迟 2020 年临储库存将全部销售完毕。

2.1.2. 需求：多方面支撑高消费 玉米供需缺口利好价格

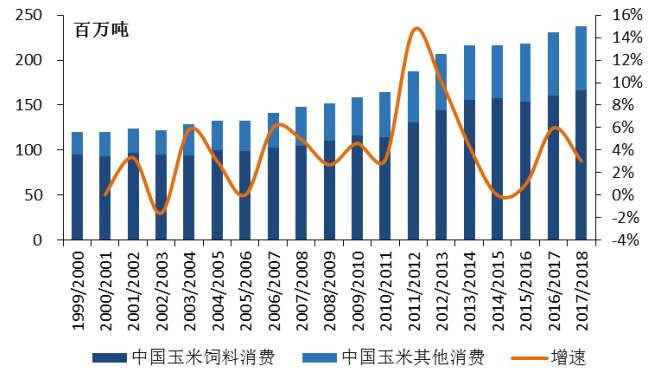
生猪饲料消费以及深加工支撑玉米消费。国家粮油信息中心数据显示，2017/2018 年度我国玉米消费中的比例分别为饲料 60%、深加工 31%、食用 8%、种用 1%，其中饲料和深加工消费占比占玉米消费量的 90%。饲料消费方面，国内生猪养殖 2016 年以来景气维持高位，利润高企刺激养殖户加大养殖量，我们预计 2019 年国内生猪养殖量达到周期高位，饲料消费量仍有增长空间。深加工消费方面，全球石油价格站稳 80 元/桶价格，石油价格高位刺激玉米乙醇消费，未来深加工消费维持高位。

图 3: 饲用与深加工消费占玉米消费的 90%



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

图 4: 国内玉米消费不断创新高



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

2.1.3. 外部环境: 贸易战催化国内玉米价格

从贸易战角度出发, 随着中美贸易战的不断升级, 一方面, 贸易战导致进口关税上升, 从而推升玉米进口到岸价, 进而催化国内玉米价格; 另一方面, 国内玉米进口量减少将加剧国内玉米供给收紧的格局, 催化玉米价格加速上涨。根据 USDA 最新的预测, 2018 年预计我国玉米进口量将达到 500 万吨, 较往年进一步缩窄; 同时随着中美贸易战的升级, 我国玉米进口到岸价从今年上半年 1684 元/吨的均价上涨至目前的 1780.91 元/吨。

图 5: 贸易战导致国外玉米价格高于国内价格



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

2.1.4. 玉米种子: 自上而下&自下而上支撑周期反转

自上而下: 玉米现货价格看涨, 玉米种子需求有望提升。玉米种植面积与玉米现货价格的关系符合蛛网模型, 在玉米现货价格上涨阶段, 农户种植积极性提升, 种植面积增长。我们预测 2019 年玉米价格仍有可能实现接近 10% 的增长, 利好玉米种植, 相关种子需求有望提升。

自下而上: 玉米制种面积创新低, 库存消费比回归正常。2018 年我国玉米制种面积为 265 万亩, 同比下降 10%, 玉米种子的生产量已经连续两

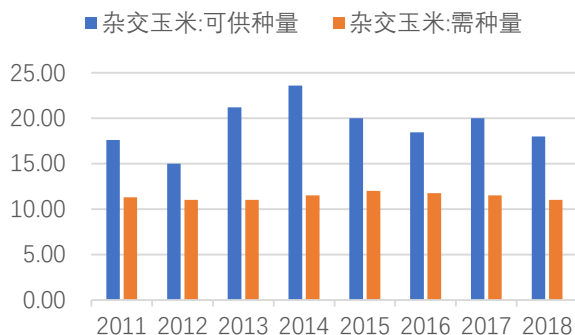
年产量不足需。若按照 340 公斤/亩单产计算，今年新产玉米种子 9 亿公斤，加上上期有效库存 7-8 亿公斤，今年期末余额为 5-6 亿公斤，玉米种子库存将大幅下降，回到合理的水平。

图 6：玉米种植面积创新低（单位：万亩）



数据来源：wind，国泰君安证券研究

图 7：玉米种子供需回归正常水平



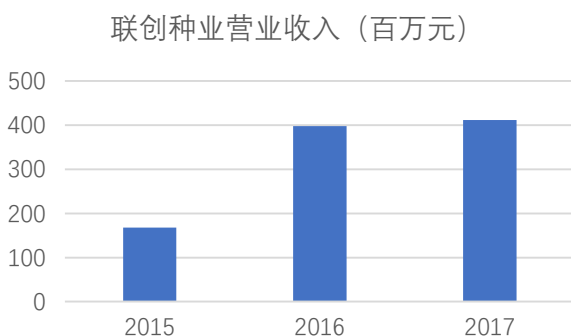
数据来源：wind，国泰君安证券研究

2.2. 联创落地塑龙头 玉米反转撑业绩

2.2.1. 整合行业黑马标的 深挖行业龙头壁垒

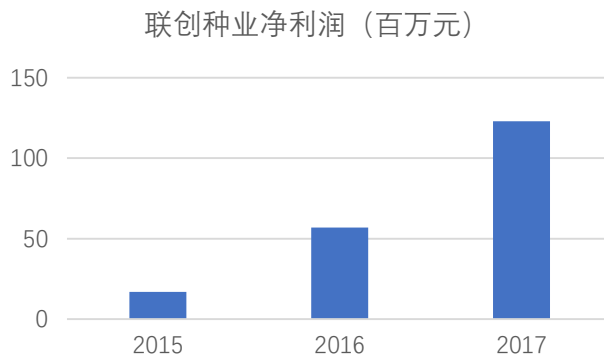
联创种业是一家什么样的公司？——近年来，杂交玉米行业最大黑马。联创种业 2015 年以来营收与净利润符合增速翻倍之多。其中，2016 年营收同比增长 126% 达到 3.8 亿元，净利润同比增长 328% 至 7464 万元。2017 年，黄淮海玉米供给侧改革，整个玉米种子行业断崖式下滑，只有联创实现逆市增长，是黄淮海地区最大黑马。2018 全年，联创种业净利润预计达到 1.35 亿元。报告期间，公司业绩表现优秀的主要原因在于其玉米品种大田表现优秀，深受市场欢迎。

图 8：联创种业营收维持高增长



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 9：联创种业净利润维持高增长



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

研发：公司董事长是国内玉米谱系图开创性专家。公司实际控制人为王义波、陆利行夫妇。其中，王义波现任本公司董事长、首席育种专家兼科学院研究员、中国作物学会常务理事、中国种子协会玉米分会副会长等职位，发表文章 50 多篇，多次获得国家奖项，是国内玉米谱系方面泰山北斗式专家。

联创玉米品种储备丰富，后续业绩增长有支撑。公司产品主要分为3个品系：1) 联创系列：主要有联创808、联创3号、联创1号等；2) 中科系列：中科11号、中科4号、中科玉505等；3) 裕丰系列：以裕丰303为主。2017H1报告期内，公司玉米新品种联创825、中科玉501通过黄淮海国家审定；联创832、联创839通过东华北国家审定；联创852通过东北中熟国家审定；联创808在2015年黄淮海国家审定基础上，又通过东华北、东北中熟、西北、西南国家审定，实现我国4大玉米主产区全覆盖；裕丰303在2015年黄淮海和东华北国家审定基础上，又通过西北国家审定及安徽、湖北夏播审定，适应范围包括3大玉米主产区及西南的湖北、东南的皖南；中科玉505通过黄淮海和东华北、东北中熟国家审定，及安徽省审定。

图 10：联创种业玉米品种储备丰富

品系	品种名称	审定时间	特性	适宜区域
联创品系	联创808	2015年国审	高产、抗大斑病	适宜北京、天津、河北保定及以南地区、山西南部、河南、山东、江苏淮北、安徽淮北、陕西关中灌区夏播种植；种植季节：6月5日-6月20日。
	联创1号	2006-2011年辽、蒙、京、豫、津审定	高产、穗产、广适性好	河南省各地夏播种植，以及部分省市春播中晚熟玉米区。
	联创3号	2006-2009年鲁、陕、蒙、豫审定	高产、穗产、广适性好、耐密植、抗倒伏	适宜在山东、河南、陕西夏播种植。内蒙古自治区巴彦淖尔市、通辽市、赤峰市春播种植。山西南部夏播玉米区。
	联创7号	2009年安徽审定	高产、抗锈病等病虫害	适宜在安徽省江淮丘陵区和淮北区种植；种植季节：6月5日至6月20日。
中科品系	中科玉505	2015陕审，2016年鲁、豫审，2017年国审	高产、抗大斑病、锈病等	适宜河南、山东、陕西关中灌区及河北、安徽、山西夏播种植；种植季节：5月25日至6月20日。
	中科4号	2004年豫、皖审，2006年鲁审	高产、抗小斑病、大斑病	适宜在河南、山东、安徽、陕西、山西南部夏玉米区种植；种植季节：6月5日-6月20日。
	中科11号	2006年国审	高产、穗产、适应性广、耐密植、早熟、抗倒伏、抗病	适宜在河北、河南、山东、陕西、安徽北部、江苏北部、山西运城夏玉米区种植。北京市、天津市、山西省中晚熟玉米区、内蒙古自治区巴彦淖尔市、通辽市春播种植。
	中科982	2013年皖审，蒙、津、辽、冀四省市审	高产、抗锈病等病虫害、抗高温	适宜在江淮丘陵区和淮北区种植；种植季节：6月5日-6月20日。
裕丰品系	裕丰303	2015年国审，2017年国审，陕、皖、鄂审定	高产、高抗镰孢茎腐病，中抗弯孢叶斑病	适宜北京、天津、河北北部、内蒙古自治区赤峰市和通辽市，山西、辽宁、吉林中晚熟区春播种植；种植季节：4月20日-5月10日。

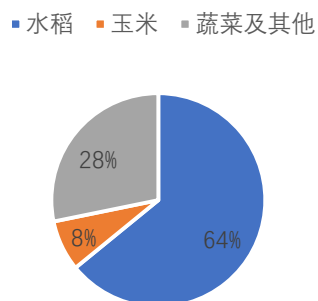
数据来源：联创种业官网，国泰君安证券研究

2.2.2. 水稻转为现金牛 玉米接棒业绩增长

公司国内品种看点颇多：1) 母体品种增长看好：隆平206在2017年抗高温表现好，2018年销量增速高于行业回暖速度；同时，公司2017年玉米有10余个国审品种，有望今年集中发力。2) 子公司具备黑马品种：公司收购的河北巡天具备玉米优质品种农大372，该品种是可与登海605媲美的优质品种，2018年表现优秀。3) 公司与北京农林科学院合作，

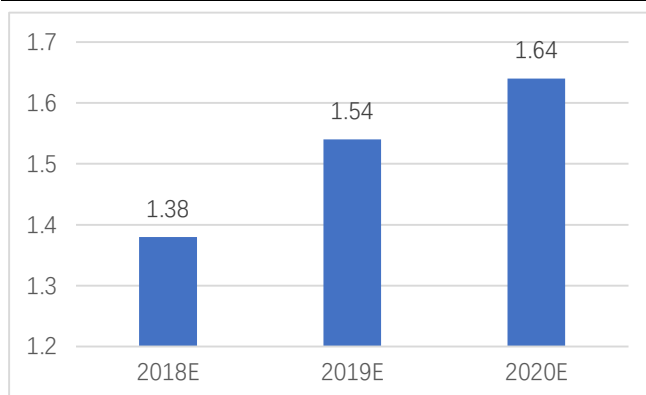
代理优秀品种京科 729。除此之外，根据联创种业利润承诺，2018 年、2019 年和 2020 年其可实现的归属于母公司股东的净利润分别不低 1.38 亿元、1.54 亿元和 1.64 亿元。

图 11: 2017 年玉米预计仅占净利润的 8%



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 12: 2018 年联创业绩承诺净利润为 1.38 亿元



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

3. 观海外：种子龙头看玉米 隆平玉米赛巨头

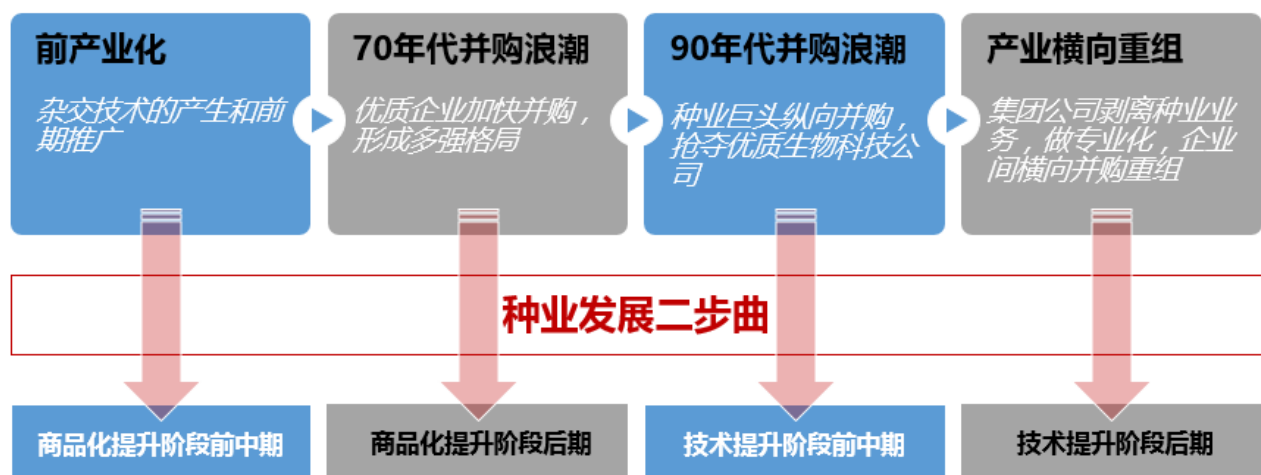
3.1. 海外映射：通过并购塑龙头 围绕玉米做文章

3.1.1. 行业整合并购史：种业发展二部曲

“种业发展二部曲”理论决定了行业一定会朝着寡头方向发展。纵观国内外种业的发展历程，我们认为种业从无到有，从弱到强一般会经历两个发展阶段，即“**种业发展二部曲**”：**商品化提升阶段**和**技术提升阶段**，同时在每个阶段的尾巴阶段都会有一场整合重组的行业变革。

海外种业的发展符合“种业发展二部曲”理论。细分来看，海外种业经历 4 个发展阶段：1) **前产业化阶段**：杂交技术的产生和推广；2) **70 年代的第一次并购浪潮**：行业竞争加快导致种业利润率下滑，优质企业开始通过并购快速成为行业领导者；3) **90 年代的第二次并购浪潮**：生物技术加快发展，生物育种开始成为育种的重要手段，种业巨头加快纵向并购，抢夺优质的生物科技公司；4) **产业横向重组阶段**：并购造成组织结构复杂化，利润下滑，集团公司开始由多元化向专业化发展，将业务逐步剥离，在进行横向并购重组形成专业种子或者农化公司。在我们的“种业发展二部曲”理论下，海外 70 年代的并购浪潮是商品化率提升阶段的尾部，市场竞争格局变为多强竞争；90 年代的并购是技术提升阶段技术的正常外延，并没有改变行业竞争格局；现阶段的横向重组则是形成寡头的关键。

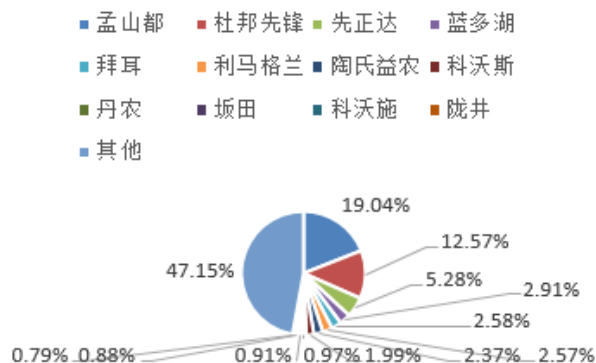
图 13：海外种业的发展符合“种业发展二部曲”法则



数据来源：国泰君安证券研究

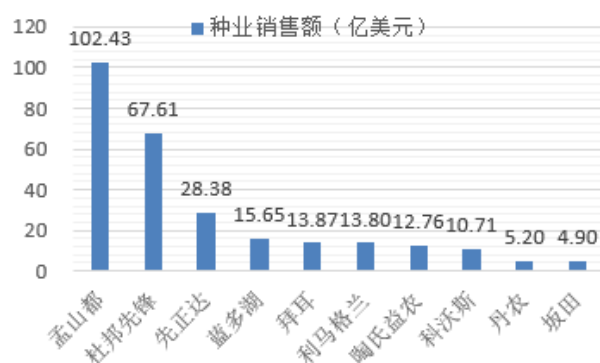
市场高度集中，逐步形成寡头格局。全球来看，种业前十强的市场份额接近 50%，市场高度集中。2015 年以来，种业集团的强强整合趋势加快，陶氏与杜邦率先宣布合并，随后中国化工宣布收购先正达，拜耳宣布收购孟山都。如果并购获得地方监管机构批准，则全球种业将形成三足鼎立的寡头竞争格局。

图 14: 全球种业竞争格局



数据来源: 世界农化网, 国泰君安证券研究

图 15: 2015 年全球种业前 10 强的种业销售额



数据来源: 世界农化网, 国泰君安证券研究

“资本+并购”是国际种业龙头崛起的必经之路。孟山都创始于 1901 年，是转基因 (GE) 种子的领先生产商，占据了多种农作物种子 70%-100% 的市场份额。目前，孟山都在转基因领域具有绝对优势，拥有抗农达玉米、棉花和大豆等众多优势产品。21 世纪以来，公司凭借在转基因技术上面的优势，超越杜邦先锋成为全球最大种业公司。我们分析种业龙头孟山都的发展历程，可以发现种企的壮大需要：1) 资金实力雄厚，每年研发费用率高达 10%；2) 持续不断做整合并购。

图 16: 孟山都收购扩张历史

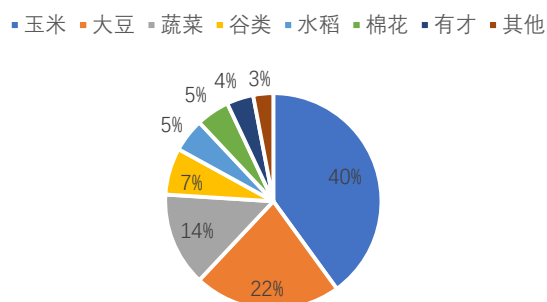


数据来源: 国泰君安证券研究

3.1.2. 行业发展聚焦点: 得玉米者得天下

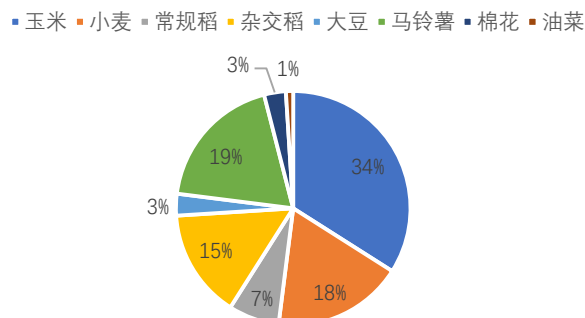
自 2001 年起，玉米就成为全球第一大粮食作物。2000 年-2016 年，全球玉米总产量复合增长率达 3.84%。2016 年全球玉米总产量 10.75 亿吨，约占全球粮食总量的 30-35%。纵观全球玉米供给的历史，除去在气候恶化年份出现减产以外，全球玉米产量增速均保持较高水平。随着全球人口人数增长，以及人口对肉类消费升级，消费端的持续增长将进一步推动玉米产量稳步增长。

图 17: 玉米种子占全球种业市场规模的 40%



数据来源: USDA, 国泰君安证券研究

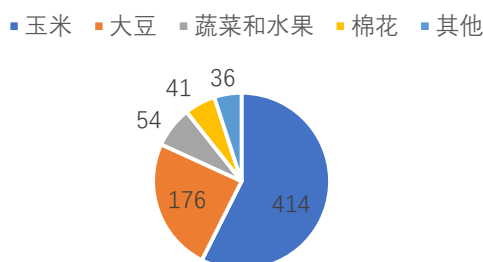
图 18: 国内玉米种子占比达到 34%



数据来源: 农业部, 国泰君安证券研究

在种子行业,得玉米者得天下。玉米历来都是全球种子巨头的必争之地,主要原因如下: 1) 玉米的种植面积最大, 市场占比最大 (占比 40%); 2) 玉米的广适性强, 单个成功的品种可以在大范围内推广, 研发性价比高。孟山都 2017 年全球玉米种子营业收入达到 400 多亿, 占整个种子业务的 58%, 由此可见, 孟山都正式凭借玉米种子的技术优势成为全球种子霸主。

图 19: 孟山都玉米种子业绩占比



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

3.2. 国内研发: 种质资源稀缺 巴陶项目解决根本困境

3.2.1. 全球玉米受垄断 国内研发受阻

种质资源为种企第一竞争力体现, 国外企业基本在玉米种质资源方面形成资源垄断。种企的核心竞争力主要为种质资源和研发团队, 其中种质资源又是最为核心的竞争力表现。好的杂交品种是不同母本与父本的匹配, 而母本与父本也是不同族群之间选育的结果。育种行业中一直讲“好的品种是瞎猫撞死耗子, 但前提是死耗子要多”。对于种企来讲, 种质资源就是死耗子, 谁掌握着种质资源就意味着可以在种子行业中长盛不衰。面对如此重要的研发材料, 跨国公司经过长期的积淀基本已经完成全球种质资源的搜集和整理, 并根据市场化要求, 不断进行改良; 为了维护自身的竞争地位, 跨国企业不断强化对其种质资源的知识产权保护, 在客观上已经形成了对种质资源的垄断。

图 20: 玉米某亲本材料的主要内容



数据来源: 智种网

图 21: 种子样品规整十分有序



数据来源: 智种网, 国泰君安证券研究

国内玉米研发曾在全球具备领先优势, 目前研发遭遇瓶颈, 急需新的种质资源开发下一代换代品种。国内玉米的研发可以追溯到 19 世纪初, 1925 年中央大学农科院赵连芳开展自交系和杂交种的选育正式开启国内现代化玉米育种的开端; 20 世纪 60 年代, 我国在时间上和美国先后同时推广 (美国是 1963 年推广第一个单交种) 单交种, 早于英、俄、德等诸国, 玉米研发一度在全球具备领先优势。在单交种推广时期, 国内玉米品种主要经历 6 大代系, 平均换代周期为 7 年, 但是第六代品种到目前已经推广接近 15 年之久, 究其根本原因为国内玉米种质资源遭受国外巨头垄断, 研发遭遇瓶颈; 国内玉米下一代换代大品种需要新的外来种质资源的配合。

图 22: 50 年代之前国内玉米研发主要以双交种为主

发展阶段 具体时间		主要事件
玉米品种改良启蒙时期	1900-1949年	1925年, 中央大学农科院赵连芳开展玉米自交系和杂交种选育工作, 开启现代玉米育种的开端。 1934年, 金善宝发表《近代玉米育种法》, 介绍基本育种理论和技术。 1937年, 在美国的蒋德麒和吴绍骥先后回国, 带回了42个双交种和50多个自交系, 由中央农业试验所比较试验选出有利用价值的Wisc、696、Cornel 129-3等杂交种。 1947年, 陈启文在山东解放区进行玉米试验, 从太行山区引进“金皇后”品种并推广种植。 总结: 生产中采用的主要是农家品种、引进品种和新选育的综合种。品种呈现“多、乱、杂”的现象, 产量低。至1949年, 全国玉米种植面积为19372.8万亩, 单产仅64.1kg/亩。
良种评选和品种间杂交种选育与应用时期	解放初到50年代后期	1950年, 农业部召开的“全国玉米工作座谈会”制定《全国玉米改良计划》, 明确提出了以选育自交系间杂交种作为我国玉米育种的发展方向。 1950年, 农业部颁发《五年普及良种计划(草案)》, 开展群众性玉米良种搜集, 短期内进行了良种换代, 代表品种为金皇后、金顶子、白马牙、英粒子、辽东白等。 总结: 50年代育成品种间杂交种400多个, 其中参加全国区域试验的有100多个, 推广60多个, 种植面积达2400万亩以上。品种间杂交种的推广, 使玉米平均亩产由50年代初的70多公斤, 提高到50年代末的90公斤左右, 增幅近30%。
玉米双交种选育与应用时期	50年代后期60年代后期	1957年, 农业部发布了“关于进行玉米杂交种育种工作的意见”后, 全国各地开展了玉米自交系间杂交育种工作, 相继育成一批高产双交种, 全国共育成双交种50多个。代表品种为: 农大3号、农大4号、农大7号、川农7号、川农15号以及三交种矮双苞、双跃3号等。 主要贡献: 使全国玉米生产以农家种为主走上了以双交种为主的阶段。双交种的选育与推广真正体现了杂种优势在玉米生产上的应用价值, 使全国玉米平均亩产从50年代后期的90公斤, 提高到60年代后期的115公斤左右, 增产28%左右。

数据来源: 智种网, 国泰君安证券研究

图 23: 60 年代后国内玉米研发主要以单交种为主

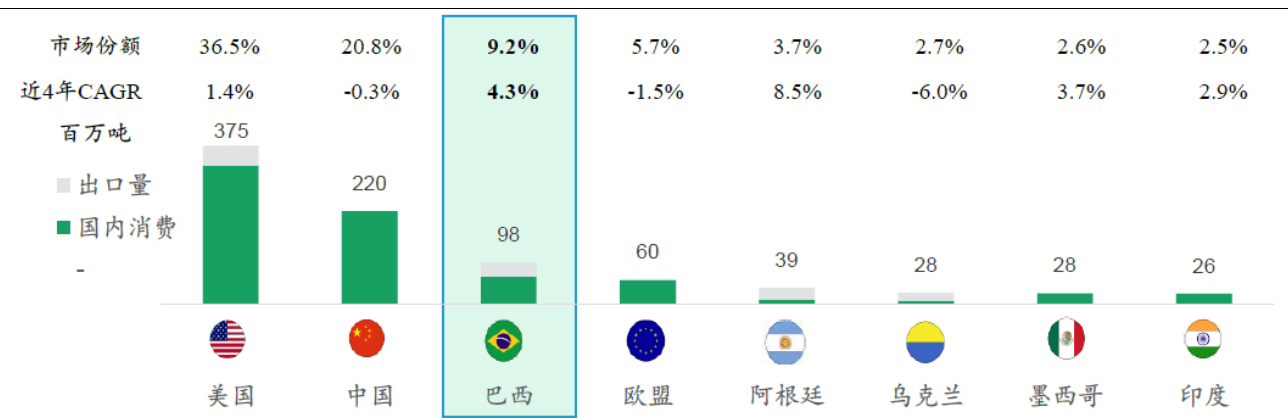
发展阶段	具体时间	主要事件
第1次玉米品种更新换代	20世纪60年代中后期到70年代初期	代表品种：新单1号、白单1号、白单2号、丰收101、吉单101、白单4号等。 主要贡献：以新单1号为代表的单交种的育成与推广标志着我国玉米育种从以选育双交种为主转向培育单交种为主的新阶段。同时，使全国玉米单产由20世纪60年代中后期的110kg/亩左右，增加到70年代初期的140kg/亩，增产27.3%。
第2次玉米品种更新换代	70年代初期到80年代初期	代表品种：丹玉6号、郑单2号、豫农704、中单2号、群单105、京杂6号、龙单11、京早7号、郧单1号(73单交)、鲁玉3号和嫩单1号。 主要贡献：以中单2号为代表的单交种的育成与推广，标志着我国玉米单交种的组配和推广已经进入了相对成熟的时期，杂交玉米育种实现了丰产、多抗和广适性三大育种目标的统一。使杂种优势利用进入了一个新的时代，单交种推广普及速度加快，种植面积大不断攀升，使全国玉米单交种的播种面积达到了80%以上。全国玉米单产由20世纪70年代初期的140kg/亩，增加到80年代初期205kg/亩，增产46.4%。
第3次玉米品种更新换代	80年代初期到90年代初期	代表性品种：丹玉13、烟单14、掖单2号和四单8号。 主要贡献：实现了高产、广适、多抗等优良性状的有机结合，对我国玉米育种技术的进步，特别是抗病育种技术的发展起到了重要的推动作用。同时，使全国玉米单产由80年代初期的205kg/亩，增加到90年代初期的303kg/亩，增产47.8%。
第4次玉米品种更新换代	90年代初期到90年代后期	代表性品种：掖单13、掖单12号、沈单7号、农大60、吉单131、本玉9号、四单19、川单9号、成单14、东农248、龙单13和唐抗5号。 主要贡献：成功解决了高产玉米耐密植与大穗的矛盾，使我国玉米高产育种迈上了一个新台阶。在我国开创了紧凑型玉米育种和生产应用的先例，推动了玉米科研的发展，丰富了玉米育种理论，推动了育种成果与栽培技术的结合。使全国玉米单产由20世纪90年代初期的303kg/亩；增加到90年代后期的325kg/亩，增产7.3%。
第5次玉米品种更新换代	90年代后期到21世纪初	代表性品种：农大108、豫玉22、农大3138、鲁单50、郑单14、吉单180、雅玉2号、登海1号、西玉3号、沈单10号、四密25和川单13等。 主要贡献：拓宽了我国玉米种质基础，广泛提高了玉米品种的抗性和适应性。但是，这一时期的产量变化不大，基本上是徘徊在320kg/亩左右。
第6次玉米品种更新换代	21世纪初(2004年)至今	代表性品种：郑单958、先玉335、浚单20、鲁单981、登海11号、沈单16、鑫玉6号、聊玉18、中科4号、东单60、四单19、中科11、鑫玉16、金海5号、吉单27、聊玉18号等。 主要贡献：改变了高秆、大穗的品种模式，将耐密性作为玉米育种目标的核心，育种理念进一步从株型选择拓展至耐密性育种。适宜简化栽培管理和机械化作业，大大节约了成本，减少了劳动力投入，适应了当前玉米主产区农村经济的发展趋势。提升了我国玉米种业的竞争力，为民族种业的发展壮大做出了积极贡献。使全国玉米单产由21世纪初期的约320kg/亩，增加到600kg/亩的水平，部分高产记录已经突破1000kg/亩。

数据来源：智种网，国泰君安证券研究

3.2.2. 巴陶项目引入种质 换代品种呼之欲出

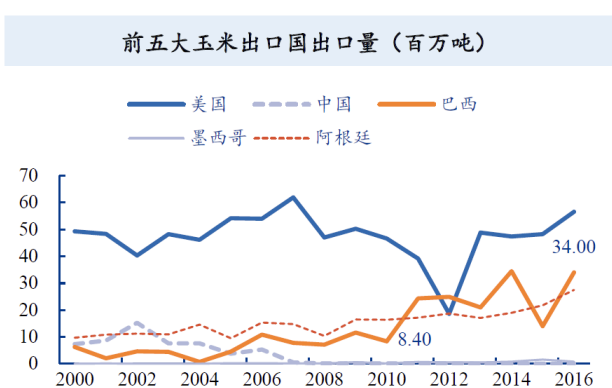
从全球玉米种植区来看，巴西有很重要的战略意义。巴西玉米产量连年增长，2016 年产量达到 9800 万吨，成为世界第三大玉米生产国，仅次于美国和中国，占全球总产量的 9.2%。巴西也是全球第二大玉米出口国，2016 年玉米出口 3400 万吨，占全球出口总量的 21%。同时，巴西还拥有全球第二大转基因玉米种植面积，种植面积达 3000 万英亩。除此之外，巴西也是全球玉米的发源地之一，拥有丰富的玉米种质研发资源，是种子企业研发的理想之地。

图 24: 巴西是全球玉米重要生产地 (2016/2017 数据)



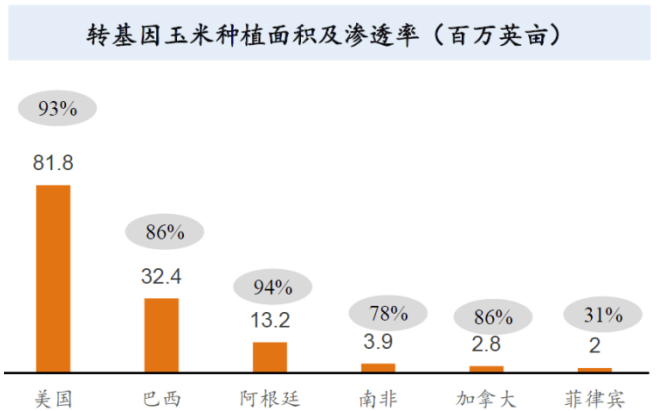
数据来源: USDA, 国泰君安证券研究

图 25: 巴西是全球第二大玉米出口国



数据来源: USDA, 国泰君安证券研究

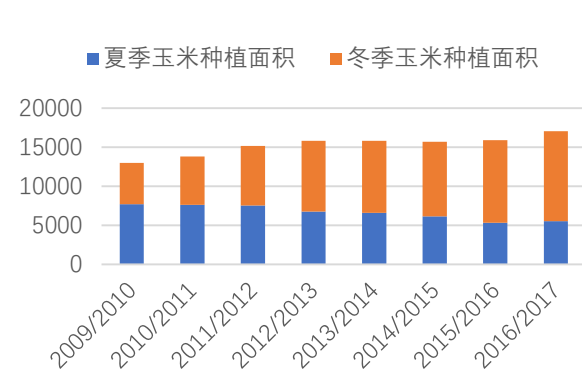
图 26: 巴西拥有全球第二大转基因玉米种植面积



数据来源: USDA, 国泰君安证券研究

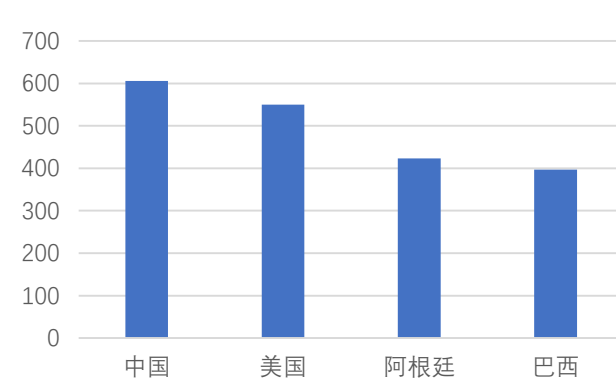
成本优势与后备耕地支撑巴西玉米市场规模将持续增大。巴西是全球最大的种子市场之一，每年销售额超过 45 亿美元，其中玉米种子市场占比达 37%，接近 16 亿美元。考虑到巴西玉米生产成本具备全球竞争优势，未来仍有可能刺激农户加大种植面积。另外，巴西目前已经用于耕种的土地仅占全部可用耕地的 27%，未来可增长空间还很大。

图 27: 巴西玉米种植面积逐步增长 (单位: 千公顷)



数据来源: USDA, 国泰君安证券研究

图 28: 巴西玉米生产成本较低 (美元/英亩)



数据来源: USDA, 国泰君安证券研究

公司收购巴西陶氏益农玉米种子资产，打开国外种质资源垄断枷锁，未来品种研发值得期待。公司与大股东中信共同参与陶氏益农巴西玉米种

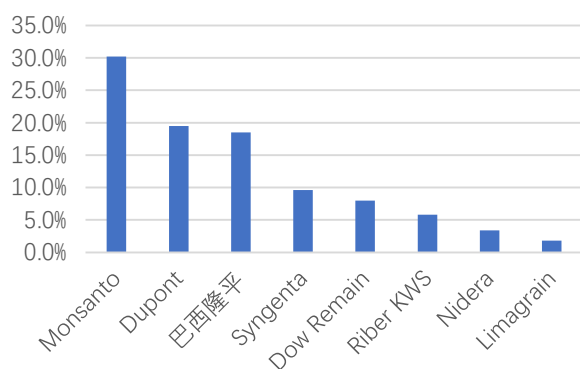
子资产收购项目，交易金额 11 亿美金，其中收购的资产包含完整的玉米种质资源库；该玉米种质资源可以在国内西南区直接推广使用，在黄淮海地区也可以找到本土化的亲本融合。新的种质资源的加入，打破国外种业巨头对国内玉米种质资源的长期技术垄断，后续的研发与品种值得期待。

3.3. 巴西隆平：技术上锁定一线 布局上傲视全球

3.3.1. 收购优质海外资产 打造核心技术竞争力

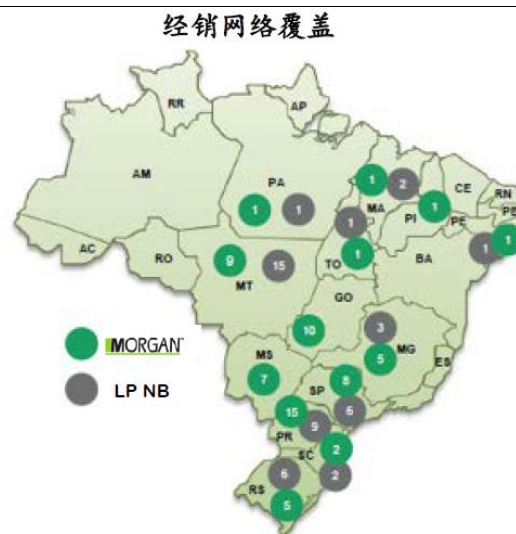
巴西隆平在巴西本土市占率第三，并拥有丰富的优秀品牌和品种。巴西隆平（LP 公司）的历史可追溯至 1982 年成立的 Mycogen Seeds，玉米品种在巴西本土的市占率为 18.5%，位居第三。其中，在容量最大的冬季玉米市场中，前 5 大品种中巴西隆平占 4 个，前 12 大品种中占 5 个，而且未来 5 年公司拥有 100 多个潜在商业化品种。另外，该公司在研通道内的潜力品种储备丰富。截至目前，巴西隆平的玉米种子销量呈明显增长态势，2018 年全年预计销售种子 280 万袋以上（每袋为一公顷土地用种量），有望达到历史最高水平。

图 29: 巴西隆平玉米种子在巴西本土市占率第三



数据来源：USDA，国泰君安证券研究

图 30: 巴西隆平经销商覆盖巴西主要地域



数据来源：USDA，国泰君安证券研究

公司通过巴西隆平打造全球研发体系。巴西隆平在巴西拥有 4 个研发中心，研发团队有 80 余人，育种专家平均工作经验达 13 年，近三年推出优异品种高达 10 个。同时，公司在与陶氏签订的《种质库物料权益及商标协议》中，包括超过 17,000 个种质单位的种质库资源复制权和使用权，是陶氏在巴西市场正在商业化的最顶尖种质资源，该种质库拥有独特且专有的玉米种子属性，能够孕育适合热带和亚热带气候的种子品种。另外，巴西隆平具备先进的转基因玉米技术，其中包含抗草胺膦和草甘膦的耐药性基因以及多种抗虫基因；而且巴西隆平在传统转基因（获得先正达授权）的基础上，将推出下一代的优质转基因玉米品种，新品种有望在 2018 年四季度推出，2019 年开始放量销售。

研发战略：实施Global One研发项目，完成隆平育种资源整合

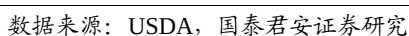
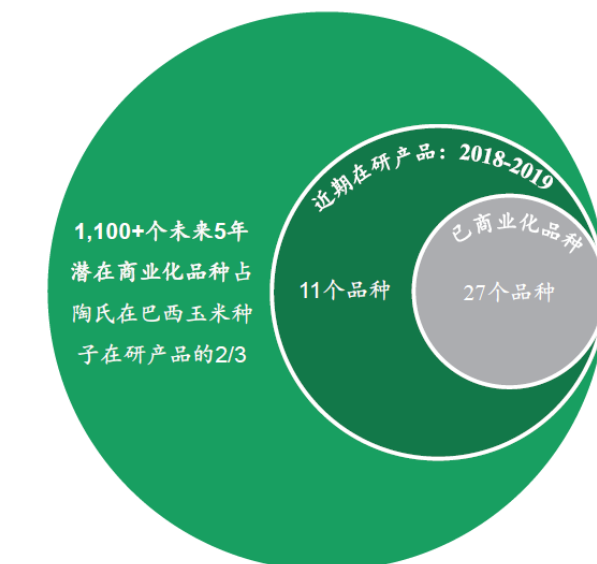


图 33: 巴西隆平后续储备品种丰富

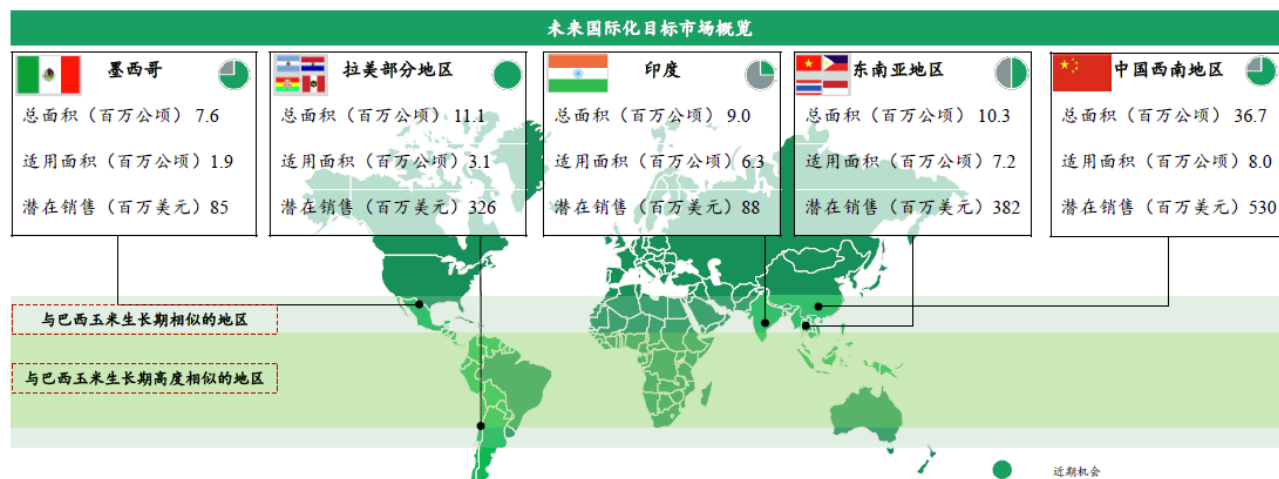


数据来源：USDA，国泰君安证券研究

3.3.2. 立足巴西/携手国内 傲世全球/塑造巨头

巴西隆平未来在稳定本土市场的基础上有望覆盖全球。巴西隆平的Morgan 品牌除了在巴西被认可外，在阿根廷和巴拉圭等地区也有销售（拉美其他地区销售额达 5000 万美元）。但是公司与陶氏交易中对方未转移拉美其他地区的销售渠道，后续公司会将该品牌重新打入拉美其他地区市场。目前，巴西以外拉美市场的渠道建设、中国西南市场的玉米种子测试培育已于 2018 年启动；未来东南亚、印度和墨西哥等地区的市场也将是巴西隆平的目标市场，预计新增市场规模超过 10 亿美金。

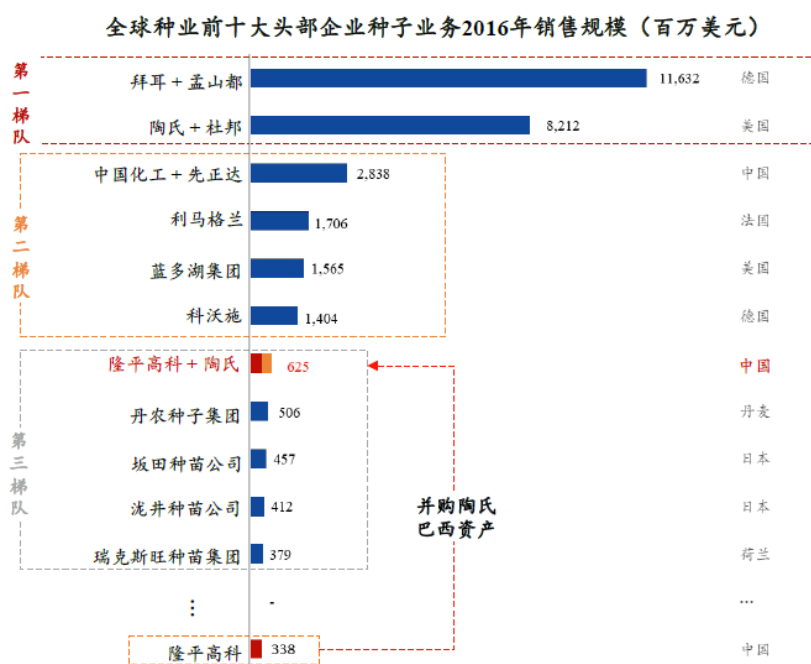
图 34: 巴西隆平未来市场覆盖全球



数据来源: Phillips McDougall, 国泰君安证券研究

公司入围全球种业前十强, 长期有望入围前五。巴西隆平加入后, 公司种子销售规模翻番, 目前已经跻身全球种业前十强。未来公司在稳定水稻业务增长的前提下, 依附巴西隆平的研发技术和体系, 依托联创种业的优秀本土化改良研发团队, 未来在玉米种子业务方面有望形成研发全球、销售全球的种业巨头, 长期有望进入全球种业前五强。

图 35: 贸易战导致国外玉米价格高于国内价格



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

4. 投资建议

隆平作为农业核心资产，是国内种企受益于全球种业整合浪潮的最大受益者。其研发储备与资本运作能力也是国内优势最明显的企业，未来国内&国外业务将同时发力。产品方面，公司杂交水稻龙头位置更加稳固，玉米储备与布局有望支撑其成长为全球种业巨头，我们认为未来公司有望入围全球种业前五强。

估值方面，我们选取登海种业、荃银高科作为可比公司（丰乐种业、农发种业、敦煌种业因为业务不纯，因此不予考虑），按照不同估值方法给出目标价格：

PE 估值法：可比公司 2019 年平均 PE 为 34 倍，考虑到水稻最低收购价下调对公司业绩的负面影响，给公司一定折价，给予 2019 年 17 倍 PE，对应合理估值 15 元。

PS 估值法：可比公司 2019 年平均 PS 为 5，公司现在市值对应 2017 年 PS 约为 5.3 倍，考虑到水稻最低收购价下调对公司业绩的负面影响，给公司一定折价，给予 2019 年 PS 为 4.7 倍，对应合理估值 18 元。

综合两种估值方法平均值，给予公司 16.5 元目标价，维持“增持”评级。

图 36：可比公司估值表

2018-11-9	收盘价	总市值 (亿元)	EPS			PE			PS		
			2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E
登海种业	5.85	51.48	0.19	0.09	0.17	31	65	34	6.4	8.5	7.2
荃银高科	10.53	44.5	0.15	0.24	0.31	70	44	34	4.7	3.7	2.8
均值								34			5.0

数据来源：国泰君安证券研究

5. 风险提示

5.1. 产业政策变化

种业是促进农业长期稳定发展、保障国家粮食安全的根本，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，如果政策发生调整，则可能对公司产生一定的影响。同时，种子涉及粮食安全，所以国外地方政府放开市场的速度可能会低于我们的预期。

5.2. 极端天气、自然灾害

农业生产具有周期性和季节性的特征，种子生产也有相应的季节性，对自然条件的敏感度较高，如在制种关键时期出现异常高（低）温等极端气候现象或旱涝、台风等严重自然灾害，以及水稻稻瘟病、纹枯病、稻曲病、稻飞虱、玉米大斑病、小斑病、玉米螟、蚜虫、红蜘蛛等重大突发性病虫害，将直接影响制种环节。

5.3. 新品种研发及推广的风险

新品种研发是一个持续不断的过程，不仅耗时长、成本高，且是否能够培育出符合市场需求的品种存在不确定性，因此，新品种的研发和推广也存在一定风险。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构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中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		