



种业

2011.08.09

评级: **增持**
 上次评级: 增持

独立于经济周期的避险策略选择

——种业行业专题报告

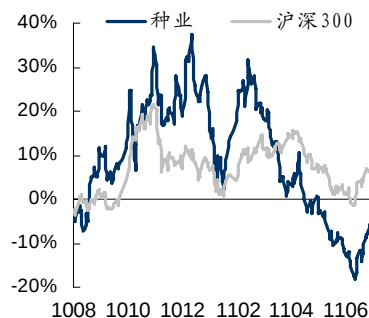
 **秦军**
 021-38676768
 qinjun@gtjas.com
 编号 S0880511010013

本报告导读:

近期种业股上涨不是基本面推动,是投资者独立于经济周期的避险策略选择。种业未来行业容量增长、大企业并购将成为主基调。行业增持,推荐顺序:敦煌/隆平/登海。
摘要:

- **种子股弱市强势。**八月第一周,种业指数上涨 11.96%,农业指数跌 0.21%,沪深 300 跌 6%。种子股在行业基本面空白期逆市飘红,是投资者独立于经济周期的策略选择。
- **短期非基本面推动,长期积极因素多。**近期种子股的上涨更多的是非基本面推动,是投资者在独立于经济周期的避险需求推动下的策略选择。从长期的行业逻辑出发,我们认为种业股未来的行业容量增长、大企业并购将成为行业主基调。
- **种业具备重要战略地位。**过去 30 年的经验告诉我们,粮食总产出增长的 90+% 贡献来源于单产提高,而种业是提高单产的重要手段,种业对于粮食安全意义重大。
- **种业市场容量仍能提高。**由于耕地有限,我国未来种子市场容量扩大来自两个方面:一是商品化率提升:目前我国种子商品化大约 50% 左右,远低于发达国家 80-90% 的水平;二是种粮比的提高:目前我国种子价格与粮价之比平均约为 5-8 倍,远低于发达国家 20-25 倍的水平。
- **种子价格仍有上涨预期。**种子在粮食生产成本中仅占比 5.6% (2009),占收入比例更低,静态看 5% 的粮价上涨即可覆盖种子价格翻倍。在近几年农村劳动力短缺、种粮机会成本上涨的情况下,优质种子通过“高投入、高产出”模式维持其高价格,整体种子价格仍有上涨预期。
- **种业未来趋势:龙头企业迎来黄金发展期。**国际种业巨头的成长史就是并购史,未来我国行业准入、政策扶持等种业政策都将向大企业倾斜,在行业供需结构好转、行业容量持续扩大的背景下,种业龙头将迎来黄金发展期。
- **增持种业行业,推荐顺序:敦煌种业、隆平高科、登海种业。**
 敦煌种业: 低估值、高弹性、有安全边际;
 隆平高科: 新品种、价值营销、资本运作。

种业指数



种业公司评级

敦煌种业/600354	增持
隆平高科/000998	谨慎增持
登海种业/002041	谨慎增持
荃银高科/300087	中性

相关报告

敦煌种业 (600354) 深度报告: 先玉高增,加工减亏,盈利可期	2011.08.02
隆平高科 (000998) 深度报告: 种业龙头将迎来黄金发展期	2011.05.31

1. 种业指数弱市里表现强势

我们在6月份的中期策略观点里提出在三季度配置饲料养殖之后，四季度应关注独立于“猪周期”的种子、海产品养殖子行业。7月份农业指数相对沪深300有明显的超额收益，但种业股表现并不突出。

八月上旬，春玉米进入拔节、抽雄期，中稻正在抽穗、孕穗，大豆结荚、开花。对于一年的收成而言，最关键的时候还没有到来，然而就在基本面处于空白期的时候，种业股却异军突起，逆市飘红。八月第一周，种业指数上涨11.96%，农业指数跌0.21%，沪深300跌6%。

这说明，卖方研究员对于市场时点的把握是非常糟糕的，或者说试图去把握市场时点是非常困难的，至少于是如此。

在国际、国内利空信息频传的时候，种业股在没有基本面信息支持的情况下上涨，表明投资者的一种心态：抱团取暖！目标就是寻找独立于经济周期的子行业，然后抱团取暖。

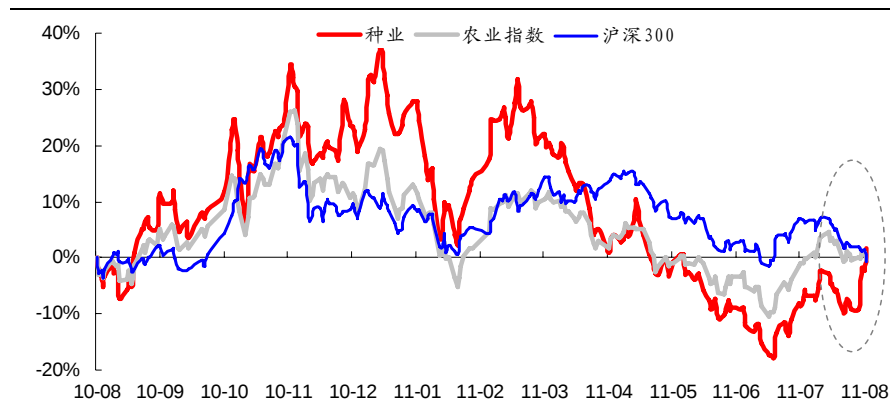
在短期的市场策略选择之外，种业股也具备很多长期的积极因素：

- 1、战略地位重要：优质种质资源是提高单产的重要手段，而单产又是过去30年粮食总产量增长的主要来源；
- 2、行业容量增长：由于商品化率、种粮比等指标的提升，主要国家种子行业市场容量近几年增速较快；
- 3、种业龙头将迎来黄金发展期：无论是行业准入还是政策扶持，未来的种业政策都将向大企业倾斜，在行业供需结构好转、行业容量持续扩大的背景下，种业龙头将迎来黄金发展期。

我们认为近期种子股的上涨更多的是非基本面推动，是投资者在独立于经济周期的避险需求推动下的策略选择。从长期的行业逻辑出发，我们认为种业股未来的行业容量增长、大企业并购将成为行业主基调。

基于长短期因素，给予种业增持评级；综合考虑估值、业绩增长、公司质地，推荐顺序：敦煌种业、隆平高科、登海种业。

图1：种业指数弱市表现强势



数据来源：统计年鉴，国泰君安证券研究所

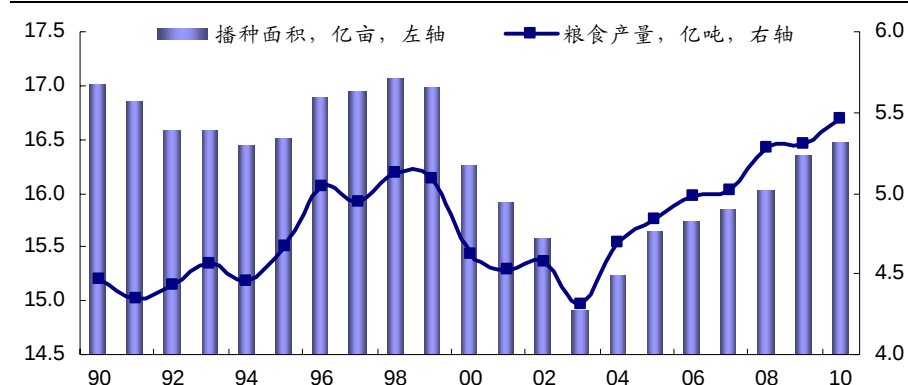
2. 种子行业现状与未来趋势

2.1. 战略地位：提高总产量主要依靠单产

国务院 2010 年 10 月 10 日发布了《国务院关于加强培育和发展战略性新兴产业的决定》，生物产业位列七大战略新兴产业，其中包含了生物育种行业。从我国粮食安全角度出发，生物育种行业的重要性不言而喻。

“人多地少”一直是我国的基本国情之一，保持一定规模的耕地数量是保障粮食供应的一个基本条件。2003 年粮食产量的低点（4.3 亿吨），一个很重要的原因是由于粮价低迷导致种植效益下降，使农村耕地大面积抛荒。这一事件是导致后续一系列重大政策调整（取消农业税、加大补贴力度等）的重要催化剂。

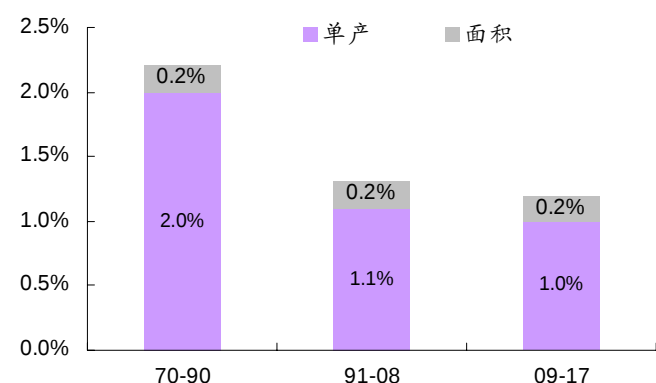
图 2：我国粮食作物产量与播种面积



数据来源：统计年鉴，国泰君安证券研究所

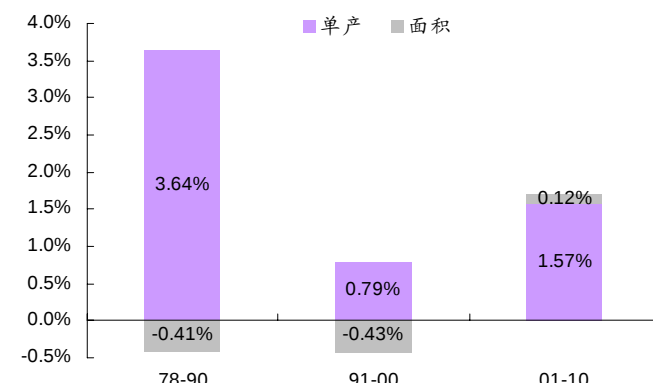
历史上，人类主要依靠扩大耕地面积来满足日益增长的粮食需求。但随着人口持续增长，人地矛盾日益突出。过去 30 年的经验告诉我们，粮食总产出增长的 90%+ 贡献来源于单产提高，播种面积增加对总产出贡献有限。在中国，1980-2000 年间，我们还看到由于劳动力迁移、土地抛荒等原因导致播种面积下降，单产水平的提高不仅弥补了播种面积的下降，还在这一时期推动总产出增长。单产提高来源于：优质的种子、现代化的耕作技术、科学的田间管理等因素。

图 3：总产量增长源自单产：全球谷物与油料作物



数据来源：公司定期报告，国泰君安证券研究所

图 4：总产量增长源自单产：中国粮食作物

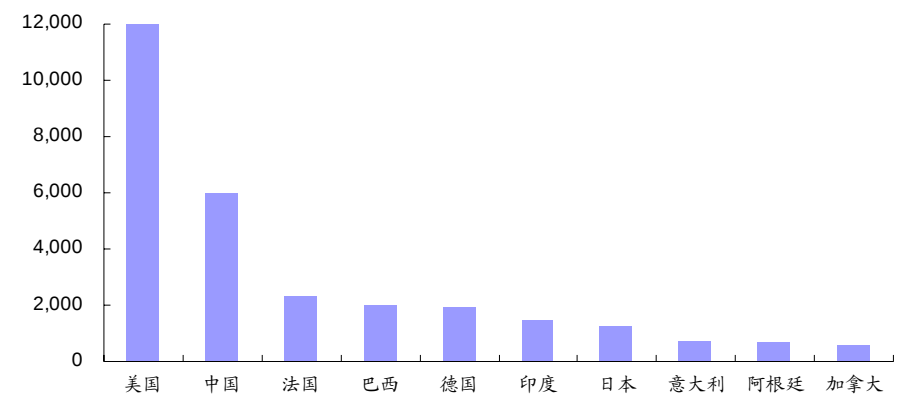


数据来源：公司定期报告，国泰君安证券研究所

2.2. 行业容量：逐年增长

全球范围来看，种子行业是一个 420 亿美元（2010 年）容量的行业，比 2008 年增长 15%。种子行业容量较大的国家通常具有人口多、耕地面积大、耕作技术发达等特征，但种子行业容量与这些因素似乎并不成正比，前五大国家合计占比 57.9%。

图 5：部分国家 2010 年种子行业市场容量（百万美元）



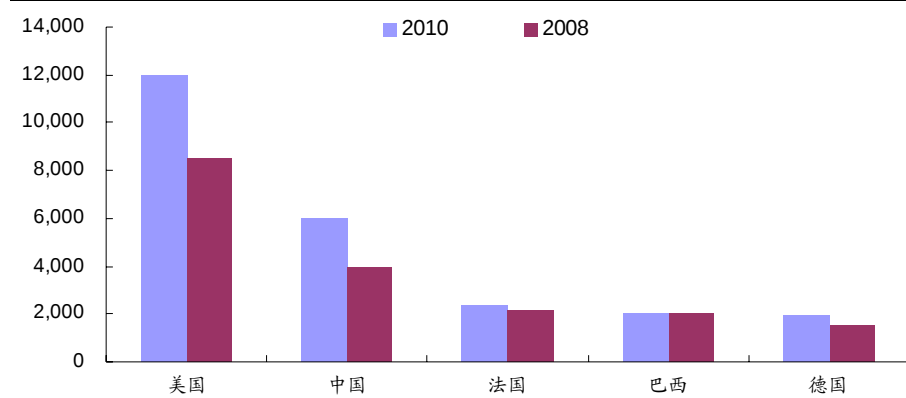
数据来源：ISF，国泰君安证券研究所

我国是世界上最大的种子消费国之一，最近两年，随着行业供需结构的好转，以及先进耕作技术的推广，我国种子行业容量不断扩大，2010 年种子行业容量 60 亿美元，比 2008 年增长 50%，占世界总量的 14.3%。

由于耕地面积限制，大幅度扩大耕种面积来扩大种子需求并不现实，未来我国种子市场容量扩大的动力将来自两个方面：

一是商品化率提升。目前我国种子商品化大约 50% 左右，远低于发达国家 80-90% 的水平，据测算，商品化率每提高 1 个百分点，市场容量增加 3-5 亿元。二是种粮比的提高。目前我国种子价格与粮价之比平均约为 5-8 倍，远低于发达国家 20-25 倍的水平。近几年随着以先玉 335 为代表的一批新品种大量推广，在“优质品种+优质服务”的新模式下，种植户经济效益得到提高，数倍于传统种子价格的新品种仍然供不应求。新品种的不断推广将有助于提高平均种粮比。

图 6：主要国家种子行业市场容量增长较快（百万美元）



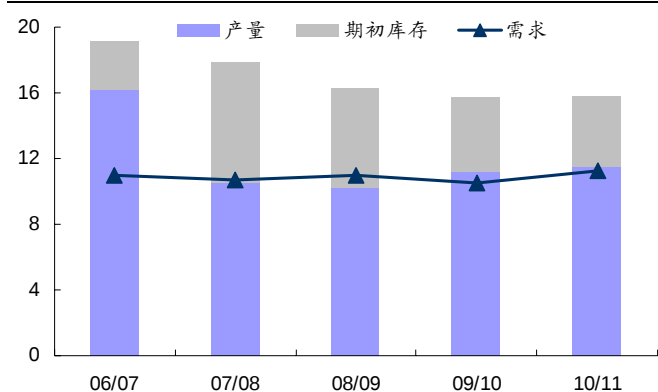
数据来源：ISF，国泰君安证券研究所

2.3. 行业格局：供需关系好转，

由于具有抗病、抗倒伏、稳产高产等优点，杂交水稻/玉米种子的推广面积逐年增大。同时，由于制种企业数量众多，育种、制种、推广等环节分离，导致 2005-06 年行业遭遇严重过剩。大量库存种子对种子价格形成了巨大压力，种子企业缺乏服务的同质化竞争模式使价格战愈打愈烈，使种子行业遭遇了前所未有的行业危机。

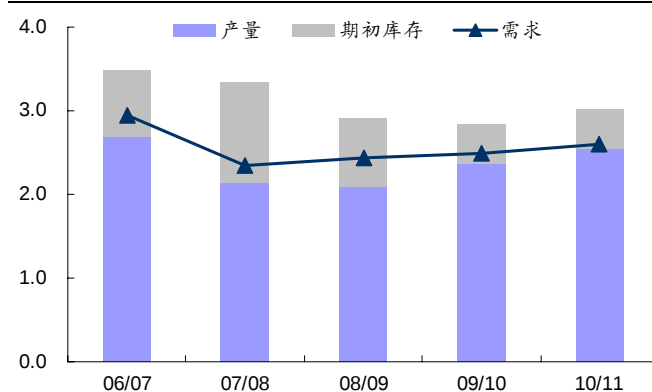
2006-07 年之后，随着一批小企业因亏损退出行业，加之大量长期库存种子转商（作为普通粮食销售），行业的供求关系出现了明显改善，供大于求的矛盾得到缓解。同时，由于部分性能优势突出、服务优质的新品种进入市场，使得供应发生了结构性变化，加速了不具竞争力的老种子退出市场的速度。

图 7：杂交玉米种子供需关系（亿公斤）



数据来源：公司定期报告，国泰君安证券研究所

图 8：杂交水稻种子供需关系（亿公斤）

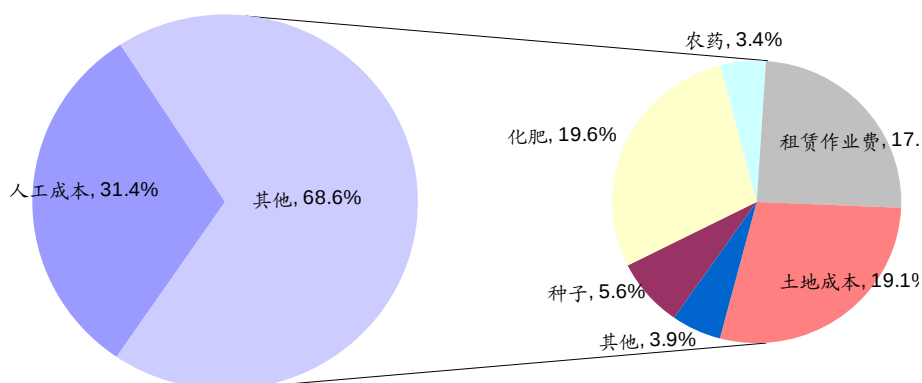


数据来源：公司定期报告，国泰君安证券研究所

2.4. 种子价格：仍有上涨预期

种子在粮食生产成本中仅占比 5.6%（2009），占收入比例低于 5%，静态来看，5%的粮价上涨即可覆盖 100%的种子涨价。在近几年农村劳动力短缺、种粮机会成本上涨的情况下，优质种子通过“高投入、高产出”模式维持其高价格，整体种子价格仍有上涨预期。

图 9：我国三种主粮（水稻小麦玉米）成本构成（2009）



数据来源：Wind，国泰君安证券研究所

2.5. 未来趋势：种业龙头迎来黄金发展期

2010 年孟山都、杜邦-先锋等种业巨头的收入规模都超过了 50 亿美元，与我国全国的种子行业容量相当。近几年各大国际种业巨头的收入规模还在不断增长，孟山都 2010 年收入 76 亿美元，比 2006 年增长 89%，年均复合增长 17.2%。同期杜邦-先锋复合增长率为 18.4%。

表1：部分国际种业巨头收入规模（亿美元）

公司名称	国家	2006 年收入	2010 年收入
孟山都	美国	40.28	76.00
杜邦-先锋	美国	27.28	53.60
先正达	瑞士	17.43	25.64
利马格兰	法国	14.75	NA
KWS AG	德国	6.15	10.49

数据来源：国泰君安证券研究整理

美国种业巨头孟山都的成长历史显示，兼并收购是主要扩张手段。目前孟山都的业务包含玉米、大豆、蔬菜种子等领域，业务遍布 66 个国家，2010 年总收入 105 亿美元，其中种子及相关产品收入达 76 亿美元。相比而言，国内种业龙头的规模与国际巨头相去甚远。2010 年年报显示，上市种子企业收入规模均值 6.15 亿元，最大刚刚超过 10 亿。

表2：孟山都收购兼并大事记

年份	事件
1982	收购大豆种子企业 Jacob Hartz Seed Co.。
1996	收购 Agracetus 的生物科技资产，收购 Calgene 股权。
1997	收购 Asgrow Agronomics 的种子业务；收购玉米种子企业 Holden's Foundation Seeds 和 Corn States Hybrid Service。
1998	收购 DeKalb Genetics。
2004	成立控股公司 American Seeds Inc. (ASI)，掌握大部分大豆、玉米种子生产；ASI 收购 Channel Bio Corp.。
2005	收购 Seminis，全球蔬菜瓜果种子领先的公司；收购 Stoneville 棉花公司；ASI 收购 NC+ Hybrids；ASI 收购四家公司股权，皆为 CORE Group 的股东；ASI 收购东部玉米种植带的领先企业 Specialty Hybrids。
2006	ASI 收购一系列地区性种子企业。
2007	收购 Delta and Pine Land 公司
2008	收购三家公司，进入甘蔗产业；收购位于危地马拉，业务覆盖中美洲的棉花种子企业 SCB；收购位于荷兰的蔬菜瓜果种子企业 De Ruiter。

数据来源：国泰君安证券研究所整理

表3：上市种子企业 2010 年种业相关收入（百万）

代码	简称	种业收入（百万）
000998	隆平高科	946
002041	登海种业	931
600354	敦煌种业	1,056
000713	丰乐种业	543

300087	荃银高科	177
300189	神农大丰	390
002385	大北农	345
600371	万向德农	532
均值		615

2010 年发布的《农作物种子生产经营许可管理办法（征求意见稿）》中将玉米、水稻种子企业注册资本门槛大幅提高到 3000 万元。对于目前行业中的 7-8 千家企业而言，这意味着未来几年行业将经历一次洗牌，很可能呈现小企业加速退出、大企业快速成长的格局。国务院 2011 年 4 月 18 日发布的《关于加快推进现代农作物种业发展的意见》中提出，“到 2020 年……打造一批育种能力强、生产加工技术先进、市场营销网络健全、技术服务到位的“育繁推一体化”现代农作物种业集团”，《意见》同时还提出“鼓励种子企业间的兼并重组……培育具有核心竞争力和较强国际竞争力的“育繁推一体化”种子企业。”

这意味着，无论是行业准入还是政策扶持，未来的种业政策都将向大企业倾斜，在行业供需结构好转、行业容量持续扩大的背景下，种业龙头将迎来黄金发展期。

3. 重点公司推荐要点

3.1. 敦煌种业：低估值、高弹性、安全边际

- **“后猪周期”的策略选择。**在猪价、养殖见顶回落预期下，种子行业是“后猪周期”策略的合理选择，我们在中期策略报告中首先提示了种业股在“后猪周期”行业策略中所占的重要地位；
- **业绩加速的逻辑：先玉高增长、母公司减亏。**随着合资公司业绩基数增大，加之减值、计提力度加大，种子、食品、棉花等业务减亏，敦煌种业未来的业绩将呈现加速态势；
- **定增价格提供安全边际。**敦煌种业股价从最高点 39.65 元，最大跌幅 45%。目前股价距离最高点跌幅超过 30%，比增发价高 10% 左右。

3.2. 隆平高科：新品种、价值营销、资本运作

- **新品种的大面积推广：**水稻依靠以 Y 两优为主的两系稻新品推广；玉米近看隆平 206 推广，远看与利马格兰的深度合作；
- **价值营销实现超额利润：**通过提供差异化的“产品+服务”服务，为客户创造超额价值来实现自身经济利润。
- **资本运作提升股东价值：**近看少数股东权益的解决；远看种业行业并购带给龙头企业的发展机遇。

简称	价格	EPS (元)			PE			PB	总市值	评级
	8-8	10A	11E	12E	10A	11E	12E		(亿元)	
敦煌种业	28.68	0.40	0.74	1.18	72.3	38.9	24.3	5.2	58.4	增持
隆平高科	28.63	0.27	0.50	0.80	106.4	57.5	35.9	7.7	79.4	谨慎增持
登海种业	27.77	0.59	0.70	1.02	46.8	39.6	27.3	10.1	97.8	谨慎增持
荃银高科	21.06	0.31	0.49	0.57	67.9	43.3	36.6	4.1	22.2	中性

本公司具有中国证监会核准的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为作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，需在允许的范围内使用，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

	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		