

种业

看好种子行业四季度表现

评级： 增持
前次：

分析师

联系人

谢刚

张俊宇

S0740510120005

农林牧渔研究小组

021-20315178

021-20315191

xiegang@r.qlzq.com.cn

zhangjy@r.qlzq.com.cn

2011 年 10 月 31 日

基本状况

上市公司数	10
行业总市值(百万元)	60525.35
行业流通市值(百万元)	56125.22

行业-市场走势对比



重点公司基本状况

重点公司	指标	2010A	2011E	2012E
隆平高科	股价(元)	31.21	31.21	31.21
	摊薄每股收益(元)	0.27	0.51	0.86
	总股本(亿股)	2.77	2.77	2.77
	总市值(亿元)	86.51	86.51	86.51
登海种业	股价(元)	29.95	29.95	29.95
	摊薄每股收益(元)	0.59	0.68	0.96
	总股本(亿股)	3.52	3.52	3.52
	总市值(亿元)	105.42	105.42	105.42
敦煌种业	股价(元)	19.98	19.98	19.98
	摊薄每股收益(元)	0.40	0.53	0.83
	总股本(亿股)	2.04	2.04	2.04
	总市值(亿元)	40.67	40.67	40.67

备注：重点公司排列顺序为：本公司推荐一、本公司推荐二、本公司推荐三

投资要点

- 10 月 22 日和 23 日，我们参加了在山东青岛举办的第九届中国种业大会，所见所闻让我们对中国种业的发展有了更新和更深刻的认识。
- 热情参与的玉米种子企业 VS 相对低调的稻种企业。种业大会仿若成为玉米种业大会，各玉米种子企业对主打产品积极地推介和宣传成为种业大会的一大亮点，而各稻种企业鲜有明星产品亮相，表现略显平淡。先玉 335 在中国的成功推广使得中国玉米种业实现了一次全新的价值飞跃，国内各种业公司纷纷效仿先锋公司的“单粒播”产品模式和“价值服务”营销模式，在品种研发、制种生产工艺及营销推广等环节的经营理念均有明显改观，最终体现为当前国内玉米种业市场的异彩纷呈，相对而言，国内稻种公司仍在探寻适合自己的经营模式，稻种的市场格局略显沉闷。
- 从种业大会我们直观体会到，当前国内玉米种子企业仍然依赖于单一品种的超大面积推广来实现公司业绩的增长，“1+x”的产品线策略大行其道，因此资本市场投资玉米种子股的逻辑简单而粗暴：主要以考察公司主打产品的推广面积预期为主。但我们分析了先锋良种公司的成长路径，先锋公司在全球 20%、美国 40% 的市场份额并非单纯的依赖单个品种的大面积推广，“多元化的品种体系和多区域的营销管理能力”是公司得以保持持续领先的核心竞争力，因此我们之所以长期看好国内玉米种子的投资前景，并非基于单品种推广面积的多与寡，而是我们认为在当前种业改革的大潮中，在种业政策的大力扶持下，非常有希望诞生具备“多元化的品种体系+多区域的营销管理能力”的中国“先锋良种公司”。
- 回到短期内玉米种子的品种格局问题。我们认为龙头公司不断加强各自主打品种营销推广力度，登海 605、农华 101、中单 909、鑫玉 37 等品种呈现出较强的后发优势，我们预期未来 2-3 年，国内玉米优势品种的集中度将呈现下降趋势，郑单 958、浚单 20 和先玉 335 “三足鼎立”的格局可能演变为“5+x”甚至“7+x”格局。登海 605、农华 101、中单 909、鑫玉 37 等品种未来 2 年都有希望成为推广面积达到 1000 万亩以上的大品种。

- 国庆节前我们草根调研了山东地区的玉米大田表现，结合我们与业内专家沟通的结果，今年黄淮海区域，郑单 958、先玉 335、农华 101、登海 605、中单 909 在局部范围内由于低温寡照、连续阴雨天气均出现了凸尖现象。我们认为，当前各大品种从综合性状上，并不存在本质差异，相对来说，来年各品种推广面积的多寡，主要取决于公司在营销管理和技术服务的投入力度，因此我们持续看好营销具备领先优势的先锋公司（敦煌先锋和登海先锋）、营销实力较强的金色农华以及营销改善力度非常大的登海种业在 2011/12 推广季的表现。
- 对于稻种行业，我们非常看好刘石先生在隆平高科对于稻种行业价值提升的探索，具备研发领先优势的隆平高科，辅以不断改善的营销管理能力，将使得稻种行业呈现出“领先者持续领先”的格局。
- 从种业大会中政府官员以及业内专家对种业政策的解读，我们依稀看到了未来中国种业改革的路径：育种研发体系的突破性改革将成为国内种业发展的里程碑，我们认为未来国内种业企业整合的看点不是企业间的兼并重组，而是商业化种子企业对科研院所事业单位改制的实质性参与，这将从源头上改变国内种子品种过多，竞争过度激烈的局面，同时也将极大增强种子企业的育种研发能力，多元化品种体系建设有望取得实质性进展。
- 今年四季度至明年一季度，我们预期仍有多项种业政策出台，包括《种业十二五规划》、《新品种审定管理办法》、《种子法修正法案》、《2012 年一号文件》等，这一期间种业的政策红利预期将不断升温，种子股的估值有望进一步提升。
- 四季度我们全面看好种子行业表现，原因有二：（1）政策红利预期升温；（2）优势品种推广超预期。结合我们对种业公司业绩增长确定性的判断，推荐品种依次排序为隆平高科、登海种业和敦煌种业，同时积极推荐拥有种子业务平台—金色农华的大北农。

图表 1：种业公司估值一览表

名称	代码	总股本 (亿股)	总市值 (亿元)	最新 股价（元）	EPS（元）				PE			
					2010	2011E	2012E	2013E	2010	2011E	2012E	2013E
隆平高科	000998.SZ	2.77	86.51	31.21	0.26	0.51	0.86	1.18	120.04	61.20	36.29	26.45
丰乐种业	000713.SZ	2.99	41.07	13.74	0.32	0.41	0.54	0.68	42.94	33.51	25.44	20.21
登海种业	002041.SZ	3.52	105.42	29.95	0.59	0.68	0.96	1.25	50.76	44.04	31.20	23.96
敦煌种业	600354.SH	2.04	40.67	19.98	0.40	0.53	0.83	1.11	49.95	37.70	24.07	18.00
荃银高科	300087.SZ	1.06	17.89	16.94	0.31	0.48	0.65	0.80	54.65	35.29	26.06	21.18
神农大丰	300189.SZ	1.60	28.88	18.05	0.39	0.55	0.76	0.95	46.28	32.82	23.75	19.00
平均									60.77	40.76	27.80	21.47

来源：齐鲁证券研究所

图表 2：玉米种子主要品种的抗性指标对比

	大斑病	小斑病	茎腐病	矮花叶病	弯孢菌叶斑病	瘤黑粉病	玉米螟	抗旱性	抗倒伏
农大108	抗	高抗	感	N/A	高抗	N/A	抗	N/A	N/A
郑单958	抗	抗	感	高抗	感	抗	N/A	高抗	抗
浚单20	感	抗	中抗	高抗	中抗	感	抗	N/A	N/A
先玉335	感	感	高抗	感	中抗	中抗	感	N/A	不抗
农华101	感	感	中抗	中抗	感	中抗	感	N/A	不抗
登海662	感	感	感	感	感	感	高感	N/A	高抗
登海661	中抗	感	中抗	中抗	中抗	高抗	N/A	低	高抗
登海701	高感	中抗	高抗	感	中抗	高抗	N/A	N/A	高抗
登海605	感	感	高抗	感	感	高感	中抗	N/A	N/A
振杰1号	感	中抗	中抗	抗	感	感	感	N/A	N/A
农乐988	中抗	中抗	感	中抗	感	感	高感	N/A	N/A

来源：全国农技中心、齐鲁证券研究所（注：黄色为标志性品种，红色为超试系列，绿色为近期通过国审适合黄淮海区域推广的品种）

图表 3：玉米种子主要品种的单产性指标对比

	审定时间	实验区域	区域试验单产（公斤/亩）	区试增产幅度	比照对象	生产试验单产（公斤/亩）	生产试验增产幅度	比照对象	推广单位
农大108	2001年	黄淮海	526.1	6.45%	掖单13	510.3	8.58%	当地品种	金色农华等四家
郑单958	2000年	黄淮海	583.9	22.20%	掖单19	587.1	7%+	当地品种	河南金博士等五家
浚单20	2003年	黄淮海	612.7	9.19%	农大108	588.9	10.37%	当地品种	丰乐种业等四家
先玉335	2004年	黄淮海	579.5	11.30%	农大108	509.2	4.7%	当地品种	登海种业、敦煌种业
农华101	2010年	黄淮海	652.8	5.40%	郑单958	611	4.2%	郑单958	大北农
登海662	2009年	黄淮海	666.7	5.80%	郑单958	626.2	3.4%	郑单958	登海种业
登海661	2009年	黄淮海	745.1	8.50%	郑单958	745.1	8.5%	郑单958	登海种业
登海701	2009年	黄淮海	640.8	5.10%	郑单958	645.1	7.2%	郑单958	登海种业
登海605	2010年	黄淮海	659	5.30%	郑单958	614.9	5.5%	郑单958	登海种业
振杰1号	2008年	黄淮海	622.4	6.10%	郑单958	616.9	4.5%	郑单958	
农乐988	2008年	黄淮海	623.4	5.60%	郑单958	618.9	4.8%	郑单958	

来源：全国农技中心、齐鲁证券研究所

图表 4：2009 年玉米种子 TOP3 品种在两大种植区市场份额达到 31.62%

年度	TOP3品种	TOP3推广面积（万亩）	北方种植区面积（万	夏播区种植面积（万	两大区域面积（万	TOP3在两大区市场份额	全国玉米种植面积（万	TOP3占全国市场份额
2001	农大108、豫玉22、鲁单50	5868	13279.7	15460.4	28740.0	20.42%	36423.1	16.11%
2002	郑单958、农大108、豫玉22	6893	13529.1	15959.9	29489.0	23.37%	36950.6	18.65%
2003	郑单958、农大108、豫玉22	7389	13262.7	15636.8	28899.6	25.57%	36102.2	20.47%
2004	郑单958、农大108、鲁单981	8159	14323.4	16437.5	30760.9	26.52%	38168.5	21.38%
2005	郑单958、农大108、鲁单981	8724	14674.3	17245.4	31919.7	27.33%	39537.5	22.07%
2006	郑单958、农大108、浚单20	8597	15305.8	17534.2	32840.0	26.18%	42694.5	20.14%
2007	郑单958、农大108、鲁单981	8285	17964.2	18484.8	36449.0	22.73%	44216.3	18.74%
2008	郑单958、鲁单981、浚单20	9045	18138.8	18721.5	36860.4	24.54%	44795.6	20.19%
2009	郑单958、浚单20、先玉335	12180	19280.9	19238.6	38519.5	31.62%	46774.0	26.04%

来源：全国农技中心、国家统计局、齐鲁证券研究所

图表 5：稻种 TOP5 推广面积差距不大，“一种独大”难求(万亩)

品种	2004	品种	2005	品种	2006	品种	2007	品种	2008	品种	2009
金优207	1079	两优培九	985	两优培九	1157	两优培九	706	丰两优1号	551	扬两优6号	541
两优培九	1007	II优838	779	金优402	802	金优207	630	扬两优6号	549	新两优6号	456
II优838	807	冈优725	761	金优207	681	丰两优1号	597	金优207	506	两优6326	426
冈优725	803	金优207	752	金优463	625	扬两优6号	570	两优培九	497	丰两优1号	420
金优402	732	金优402	574	丰两优1号	600	金优402	474	天优998	393	岳优9113	390
水稻种植面积	42568		43271		43942		43378		43862		44441

来源：全国农技中心、齐鲁证券研究所

投资评级说明

增持：预期未来 6 个月内上涨幅度在 5%以上

中性：预期未来 6 个月内上涨幅度在-5%-+5%

减持：预期未来 6 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海

联系人:王莉本

电话: 021-20315181

手机: 18616512309

传真: 021-20315125

邮编: 200120

地址: 上海市花园石桥路 66

号东亚银行金融大厦 18 层

深圳

联系人:李霖

电话:0755-23819303

手机:15816898448

传真:0755-82717806

邮编:518048

地址:深圳市福田区深南大道

4011 号港中旅大厦 6 楼

北京

联系人:张哲

电话: 021-20315112

手机:18621368050

传真: 021-20315125

邮编: 200120

地址: 上海市花园石桥路 66

号东亚银行金融大厦 18 层

济南

联系人:阴红星

电话:0531-68889520

手机:13969199716

传真:0531-68889536

邮编:250001

地址:山东济南经七路 86 号

证券大厦 2308