



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

首次覆盖
证券研究报告

2011 年 10 月 30 日

农业

研究部

袁霏阳¹

分析员，SAC 执业证书编号：
S0080511030012
yuanfy@cicc.com.cn

种业的故事才刚刚开始

投资亮点：

政策推动、科技说话，种业龙头估值没有天花板：种子法与新品种保护条例实施十多年来，技术进步与产品科技含量逐步取代无序营销和低层次服务，成为企业核心竞争力所在。先发优势与长年积攒下来的技术资源推动着龙头企业雪球效应的延续，而政策又适时跟进，开始大力提倡行业整合，呈献给龙头企业绵延不断的发展动力。种业科技含量提升及其广阔发展前景使得龙头企业合理估值存在被市场持续看高的可能，而不再过分拘泥于短期业绩成长快慢及其与市场和传统行业间的比价关系，国际种业巨头以及国内外其他依靠科技说话的产业能人的绝对估值水平及其相对市场估值地位提供了这方面有力的佐证，这正是本报告给予国内水稻种子领军企业**隆平高科(000998.SZ)**、**荃银高科(300087.SZ)**，以及国内玉米种子翘楚**登海种业(002041.SZ)**“推荐”评级的理由。

1) 种业变革拉开序幕，产业发展动力不断：种业新政推出不是“靴子落地”，而是变革序曲。未来，种业政策的持续推进与落实将为行业提供绵延不断的发展动力：短期政策看点是政府通过 DNA 指纹识别技术严厉且有效打击种子套牌现象，通过整顿市场秩序为正牌种子“创造”市场需求。中期政策看点是在“十二五”期间通过推进科研体制改革，堵住企业从科研院所“免费”获得午餐的机会，通过提高行业技术壁垒推动市场集中度大幅提高。长期政策看点是转基因技术产业化可能最快于三年后成为现实，转基因技术创造“完美”种子，这将为技术领先企业建立更大垄断优势。

2) 利润率和销量提升空间俱备，龙头企业增长前景看好：种业龙头无论是利润率，还是品种销量都具备持续成长空间。从利润率角度来看，一方面国内种子销售价格依然相对偏低，未来价格提升空间明显，另一方面种子生产成本因受大面积低价种子品种制约而上涨空间受限。因此，行业整体利润率水平存在持续上行可能。从销量角度来看，龙头企业品种储备丰富，新品种总体表现优异，未来推广潜力很大，为企业销量持续增长提供保证。

3) 更看好水稻领军企业产品结构升级及其玉米业务发展潜力：隆平和荃银均为国内水稻种子领军企业。我们相对更看好这两家企业未来发展前景，是因为：1) 这两家企业在水稻业务领域一方面通过推广新品种实现旗下产品结构升级，从而提升整体毛利率水平，另一方面基于丰富的新品种储备，两者均具备产品销量大幅增长的前景。2) 他们都在大力发展玉米业务。隆平在原有安徽隆平玉米平台基础上，选择通过与国外一流企业合作研发模式实现突破，而荃银则通过收购方式取得对优势科研单位的控制权，以此换取在玉米业务研发和品种经营上的突破。玉米业务发展将为这两家公司提供新的业绩增长点。

财务预测：

隆平高科：2011-2013 年每股收益分别为 0.47 元、0.83 元和 1.07 元。**荃银高科：**2011-2013 年每股收益分别为 0.27 元、0.58 元和 1.16 元。**登海种业：**2011-2013 年每股收益分别为 0.67 元、0.93 元和 1.26 元。

估值与建议：

目前，隆平、荃银、登海估值均低于其历史平均水平，而且处在 A 股农业板块平均估值的折价状态。基于 2011-2013 年间盈利年均复合增长率预期下的 PEG 估值在 0.8-1.2 倍之间，而且 DCF 分析显示当前股价均有 20% 以上上涨空间，表明估值远未反映行业核心竞争力主导下龙头企业未来业绩的广阔成长空间，所以均给予“推荐”的首次评级。

风险：

品种推广面积和实际销量增长低于预期；自然灾害导致制种减产，生产成本增加；行业供求关系变化导致种子提价难度增加。

¹ 报告贡献人：周学帆 (xuefan.zhou@cicc.com.cn) 王士彦 (wangsy4@cicc.com.cn)

目录

前言	4
市场焦点回归基本面，种业变革拉开序幕	5
种业发展前景可期，政策面短、中、长期动力不断	9
利润空间提升：种业公司基本面筛选之一	16
新品种推广潜力：种业公司基本面筛选之二	22
种业板块交易逻辑与合理估值	34
隆平高科 (000998.SZ): 初始评级为“推荐”	41
荃银高科 (300087.SZ): 初始评级为“推荐”	48
登海种业 (002041.SZ): 初始评级为“推荐”	55
附录 名词解释	62

图表

图表 1: 国内外种子产业链比较	4
图表 2: 中国主要种子品种市场份额	4
图表 3: 种子板块发展的三个阶段	5
图表 4: 种子供求关系	6
图表 5: 玉米单粒播种技术对种子价格的提升	6
图表 6: 先玉 335 推广情况与登海种业/敦煌种业业绩走势	7
图表 7: 2010 年种业大事纪	7
图表 8: 种子套牌现象严重	9
图表 9: 玉米和水稻 DNA 指纹鉴定技术是打假的杀手锏	10
图表 10: 部分被处罚种子企业名单	10
图表 11: 国家公开展示打击假冒伪劣种子的成果	11
图表 12: 科研院所为种业企业提供了大量“免费”的午餐	12
图表 13: 科研院所依然是新品种研发的最大主体 (1999 - 2010 年)	12
图表 14: 商业化育种体系建立后行业集中度迅速提升	13
图表 15: 全球转基因作物种植面积持续增长	13
图表 16: 1996 - 2009 年美国转基因作物的种植面积持续增加	14
图表 17: 通过转基因安全认证的品种要走完正常的品种选育和审定流程还至少需要三年	14
图表 18: 孟山都在生物育种技术上的领先地位令其市场占有率迅速提升	15
图表 19: 中美种粮比比较	16
图表 20: 中美种子成本占生产成本比重比较	16
图表 21: 中国玉米/水稻种植成本构成 (2010 年)	17
图表 22: 种植成本各部分复合增长速度 (2004 - 2010 年)	17
图表 23: 种粮与制种收益比较	18
图表 24: 玉米委托制种成本 (2004 - 2010 年)	18
图表 25: 低价品种占制种需求比重估算	19
图表 26: 上市公司玉米种子毛利率比较	20
图表 27: 上市公司水稻种子毛利率比较	20
图表 28: 国内上市公司毛利率对比	21
图表 29: 高毛利品种占种业公司收入比重	21
图表 30: 上市公司主要玉米种子推广潜力对比	22
图表 31: 农华 101 推广面积估算	23
图表 32: 登海 605 推广面积估算	23
图表 33: 隆平 206 与鲁单 818 推广面积估算	24
图表 34: 主要玉米自交系品种	24
图表 35: 玉米种子关键指标 - 密度&千粒重	25
图表 36: 玉米种子关键指标 - 区试表现&生育期	25
图表 37: 玉米种子关键指标 - 抗倒性&抗病性	26
图表 38: 玉米种子历史推广面积	26

图表 39: 郑单 958/先玉 335 推广范围 (2008 年)	26
图表 40: 上市公司主要水稻种子推广潜力对比	27
图表 41: 主要水稻种子品种推广面积 2004 - 2006 年, 2008 年	28
图表 42: 全国推广面积前四大水稻种子品种推广面积 (2008 - 2009 年)	28
图表 43: 天优华占推广面积估算	29
图表 44: 准两优 608 与两优 1128 推广面积估算	30
图表 45: 水稻 (晚稻) 种子关键指标 - 区试表现&生育期	30
图表 46: 水稻 (晚稻) 种子关键指标 - 米质	30
图表 47: 主要水稻 (中稻) 种子品种推广面积估算	31
图表 48: 主要水稻 (中稻) 种子品种推广范围	32
图表 49: 水稻 (中稻) 种子关键指标 - 区试表现&生育期	32
图表 50: 水稻种子关键指标 - 抗病性	33
图表 51: 水稻 (中稻) 种子关键指标 - 米质	33
图表 52: 水稻种子关键指标 - 亲本来源	33
图表 53: 玉米价格波动与登海种业相关性	34
图表 54: 水稻价格波动与隆平高科相关性	35
图表 55: 新品种审定与股价表现一览	36
图表 56: 种业板块股价季节性表现	36
图表 57: 农业板块季节性表现	37
图表 58: 种业板块相对农业板块表现	37
图表 59: 种业业绩拐点先于种业股价拐点约一个季度	38
图表 60: 种子板块 PE Band	39
图表 61: 国际种业巨头及科技类板块整体估值溢价明显	40
图表 62: 国内高科技龙头企业溢价领先国内种业公司	40
图表 63: 隆平高科主要财务, 股票信息	41
图表 64: 隆平高科与利马格兰合资公司股权结构	42
图表 65: 隆平高科高毛利品种占种业收入比重	42
图表 66: 隆平高科毛利率将稳步上升	43
图表 67: 隆平高科少数股东权益收回对 EPS 影响测算	43
图表 68: 隆平高科历史和预测的财务指标	45
图表 69: 隆平高科盈利预测及主要假设	46
图表 70: 隆平高科 DCF 模型分析	47
图表 71: 可比公司估值	47
图表 72: 隆平高科历史 P/E 和 P/B	47
图表 73: 荃银高科主要财务, 股票信息	48
图表 74: 荃银高科品种推广潜力	49
图表 75: 荃银高科高毛利率品种占种业收入比重	49
图表 76: 荃银高科毛利率将逐步上升	49
图表 77: 荃银高科兼并收购回顾	50
图表 78: 荃银高科两费有所上升	50
图表 79: 荃银高科净利润预测	51
图表 80: 荃银高科历史和预测的财务指标	52
图表 81: 荃银高科盈利预测及主要假设	53
图表 82: 荃银高科 DCF 模型分析	54
图表 83: 可比公司估值	54
图表 84: 荃银高科历史 P/E 和 P/B	54
图表 85: 登海种业主要财务, 股票信息	55
图表 86: 登海种业 2010 年品种权授权数量列国内企业首位	56
图表 87: 登海种业大事记	56
图表 88: 登海 605 大田表现及推广面积预测	57
图表 89: 登海先锋盈利预测	58
图表 90: 登海种业历史和预测的财务指标	59
图表 91: 登海种业预测及主要假设	60
图表 92: 登海种业 DCF 模型分析	61
图表 93: 可比公司估值	61
图表 94: 登海种业历史 P/E 和 P/B	61

前言

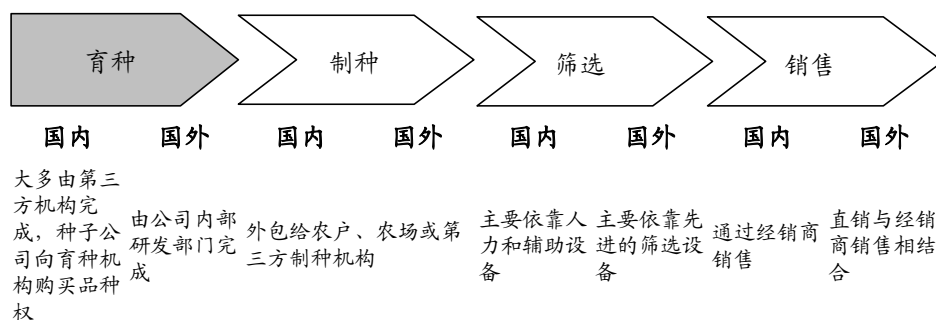
农作物种子处于整个农产品产业链的上游，对于农作物增产以及品种改善起着至关重要的作用。本文中所提到的种子除特别说明外均指杂交种子，由于杂交种子自繁后性状会发生改变（即农民不能留种），因此成为企业能够从事专业化生产与经营的一种商品。

种子公司业务范畴主要包括育种、制种、加工和销售四大环节。现阶段国内种子公司与国际种子公司在育种环节上依然存在较大的差距：国际种子公司一般都是集育、繁、推于一体的公司，它们拥有强大的育种团队，并在全球各地设立育种基地，每年都会投入巨额研究经费开发自有知识产权的新品种。而国内种子公司目前仍主要通过购买第三方育种机构的品种来组织产销，鲜有真正意义上的一体化公司。

基于种业对于粮食增产增收，确保国家粮食安全的高度重要性，国家对种业发展的政策支持和推动力不断增强。2011 年国务院和农业部先后出台了旨在规范行业秩序，促进行业发展，提升国内种业科技水平和竞争力的政策和指导意见，为今后十年种业的发展奠定了政策基础。此后行业进入了对国家种业政策的落实和执行阶段，种业政策对行业基本面的影响将逐步体现出来，成为拥有自主知识产权，育、繁、推一体化的现代种业企业成为行业共识。种业的发展进入了一个新的时代。

本文着重介绍玉米和水稻杂交种子市场，暂时不包含对其他作物种子的探讨。原因是玉米和水稻种子是大田作物杂交种子的代表，在种业市场中占据较大份额，同时目前种业上市公司所经营的杂交种子品种主要为玉米和水稻杂交种子。

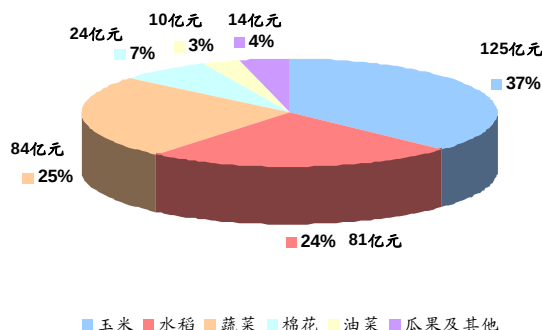
图表 1：国内外种子产业链比较



资料来源：中金公司研究部

图表 2：中国主要种子品种市场份额

中国主要种子品种市场份额（2009 年）



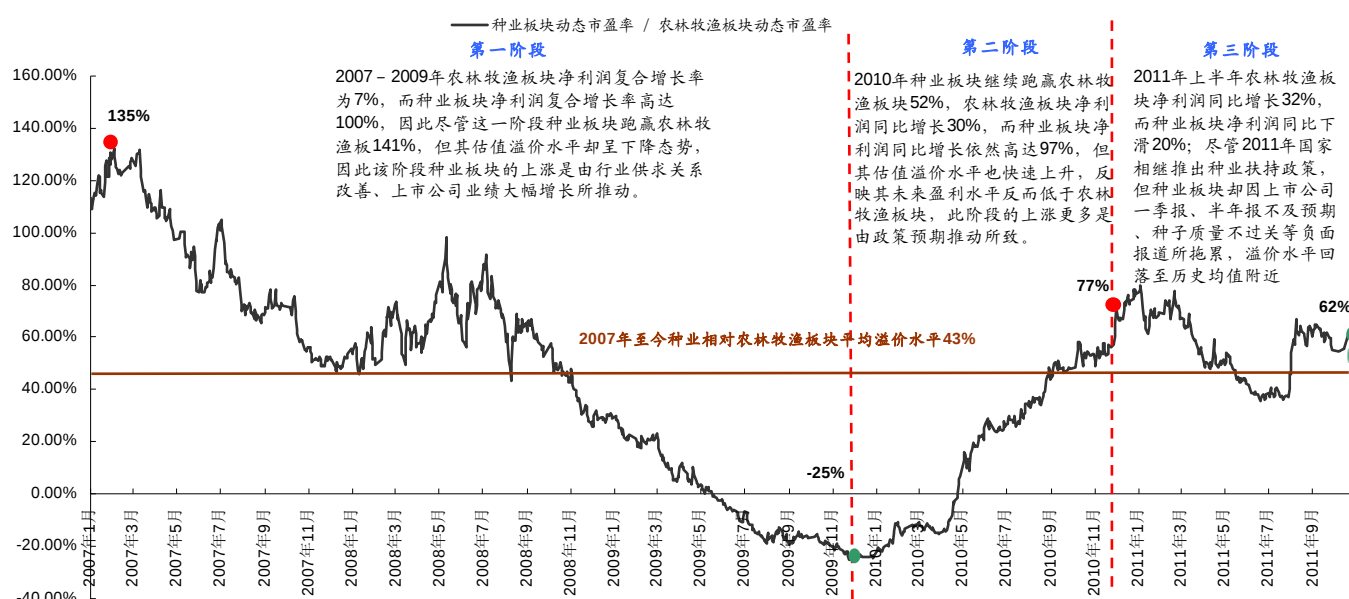
资料来源：东方艾格，中金公司研究部

市场焦点回归基本面，种业变革拉开序幕

中国种业自2006年出现行业性拐点以来，已经走到了第五个年头。我们根据种业板块相对于农业板块的估值溢价变化特征，将这五年分为三个阶段，以此来归纳板块过去五年的运行特点并尝试把握新一阶段板块运行的总体特征。

- 第一阶段（2007年-2009年）：行业拐点已现，“市场”落后于“行业”
- 第二阶段（2010年）：种业政策年，“行业”落后于“市场”
- 第三阶段（2011年至今）：政策靴子落地，“市场”反映“行业”

图表3：种子板块发展的三个阶段



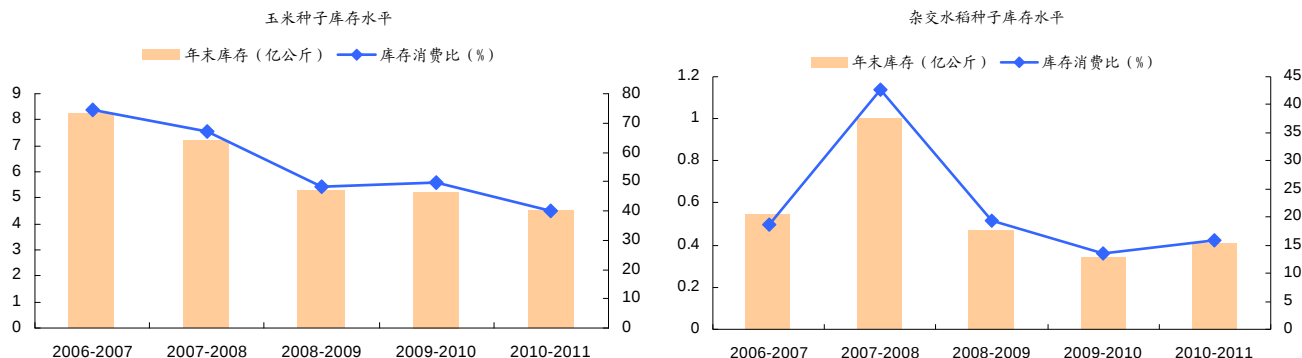
资料来源：Wind, 中金公司研究部

第一阶段（2007年-2009年）：行业拐点已现，“市场”落后于“行业”

在这个阶段，种业公司业绩实现了100%的复合增长，而农业板块整体业绩复合增长率仅为7%。种业板块股价相对于农业板块上涨141%，而期间种业板块相对农业板块的估值水平却从溢价135%，大幅下跌至折价25%。在此期间，种业板块的股价相对表现显然大幅落后于种业板块业绩的高速增长，这是个“市场”落后于“行业”的阶段。这一阶段的鲜明特征是：市场对种业的热情还没有被充分点燃，而种业本身的急剧变革却正在发生。

(1) 行业供求关系出现拐点，种子库存水平呈下降趋势。

图表 4: 种子供求关系

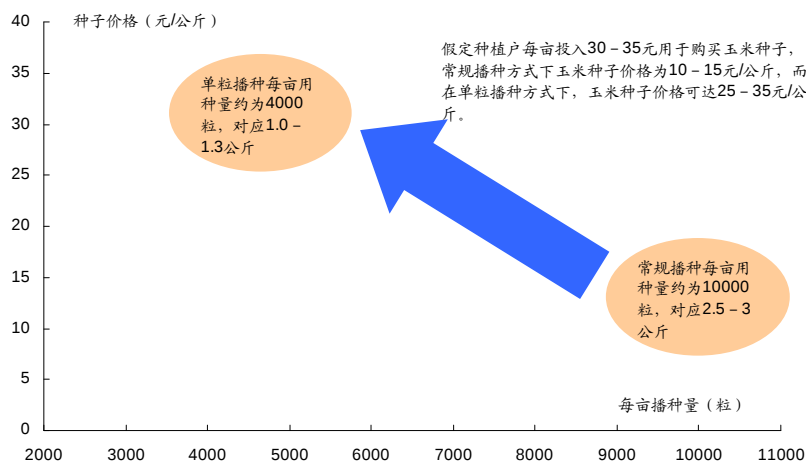


资料来源：全国农业技术推广服务中心，中金公司研究部

(2) 先玉 335 的推广带来种子播种方式的革命——单粒播。

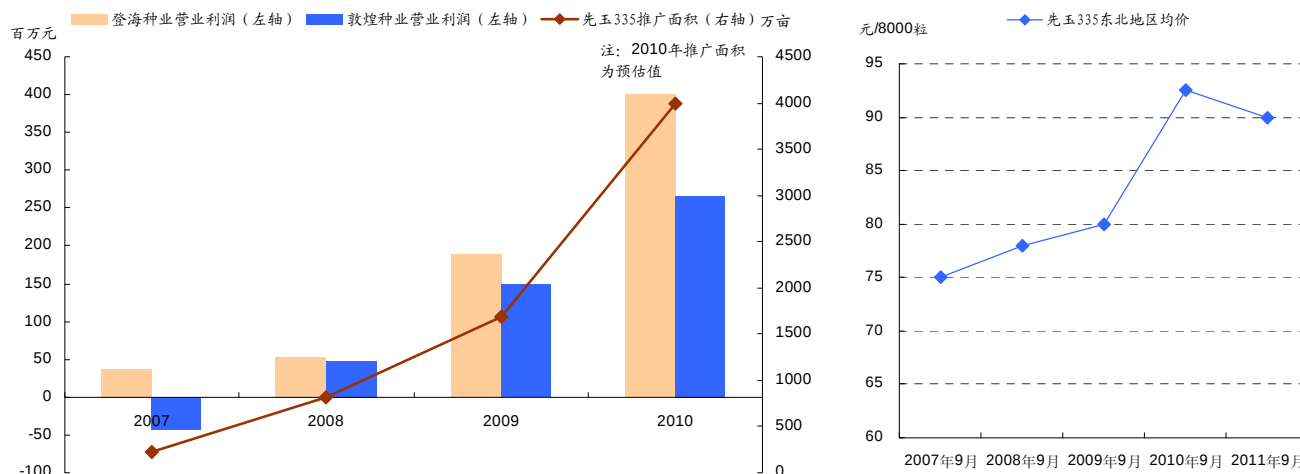
单粒播种子的推广带来的行业革命，大幅提高了玉米种子的销售价格，成就了登海种业和敦煌种业业绩的大幅增长，也给其他苦于寻找出路的玉米种子公司提供了效仿先玉 335，把老品种改造成单粒播种子的机会，更是让传统的水稻种子企业也开始提高对玉米种子市场的重视程度，纷纷加强了玉米业务的开发和投入。我们发现，2007 年到 2009 年种业业绩大幅增长的时期也正是先玉 335 的市场占有率逐渐提升的阶段。

图表 5: 玉米单粒播种技术对种子价格的提升



资料来源：中金公司研究部

图表 6: 先玉 335 推广情况与登海种业/敦煌种业业绩走势



资料来源：公司公告，全国农业技术推广服务中心，中金公司研究部

第二阶段（2010 年）：种业政策年，“行业”落后于“市场”

在这个阶段，种业公司业绩实现了 97% 的增长，而农业板块整体业绩增长率提升到 30%，两者的差距显著缩小。种业板块股价相对于农业板块上涨 52%，而期间种业板块相对农业板块估值水平却从折价 25% 快速上升到溢价 77%。在此期间，种业板块的股价相对表现显然大幅领先于种业板块业绩增速的相对放缓，这是个“行业”落后于“市场”的阶段。这一阶段的鲜明特征是：市场对种业的热情已经被充分点燃，政策预期进一步助推了市场热情，而市场对种业经营的风险却没有足够的重视。

我们认为 2010 年的种业市场充满了政策的味道，我们将其称为“种业政策年”。从 2010 年初中央 1 号文件的原则性指导意见，到 2011 年初国务院具体意见出台之间，政策预期贯穿 2010 年种业市场始终。除了对行业发展的宏观政策预期以外，国家对种业市场假冒伪劣行为的打击力度的增强，也为品牌企业提升产品价格和销量提供了正面作用。

图表 7: 2010 年种业大事纪

日期	主要政策
2010-1-31	中央一号文件正式公布，提出切实把农业科技的重点放在良种培育上，加快农业生物育种创新和推广应用体系；建设推动国内种业加快企业并购和产业整合，引导种子企业与科研单位联合，抓紧培育有核心竞争力的大型种子企业。
2010-2-2	法制日报报道，农业部确定 2010 年为种子执法年，旨在为做大做强我国种业创造公平的市场环境，切实保护农民利益和守法企业权益
2010-4-15	中国农资网报道，农业部发布了《农作物种子生产经营许可证核发条件》，提高了育繁推一体化农作物种子企业的经营门槛。
2010-6-3	据东方早报报道，农业部科教司副司长石燕泉 6 月 2 日在中国生物科技与产业发展论坛上表示，要采取 5 项措施促进生物育种产业发展，要引导社会资金投入生物产业。
2010-6-7	经济观察网称国务院将于 8 月推出“关于促进种业改革发展的指导意见”，由农业部负责牵头制定。
2010-6-7	凤凰网财经网称，国家可能会继续酝酿出台更为具体的种业扶持政策，时间窗口可能会在 2010 年 6-7 月。
2010-8-23	全国玉米遗传育种研讨会倡议加速科研体制改革，提升育种竞争力。
2010-9-18	新华网报道，在 2010 年中国国际种业博览会及种业高峰论坛上，专家建议有必要将种业提高到振兴国家产业战略的高度，从政策法规、行业准入门槛、知识产权保护、加强市场监管等方面提升种业发展环境，促本土企业“迎头赶上”。
2010-10-19	农业部公开了《农作物种子生产经营许可证管理办法》的修订草案，此次修订旨在提升种子经营门槛以及加快行业兼并整合。
2010-11-8	国家税务总局 8 日消息，该局日前下发《关于制种行业增值税有关问题的公告》，12 月 1 日起施行。制种企业在雇佣生产等经营模式下生产销售种子，属于农业生产者销售自产农产品，应根据《中华人民共和国增值税暂行条例》有关规定免征增值税。

资料来源：中金公司研究部

第三阶段（2011 年至今）：政策靴子落地，“市场”反映“行业”

在这个阶段，种业公司业绩同比下滑 20%，而农业板块整体业绩却增长 32%，种业板块业绩增幅低于农业板块。种业板块股价相对于农业板块下跌 20%，而期间种业板块相对农业板块估值水平也从溢价 77%滑落到溢价 62%，种业板块股价表现弱于农业板块。这是个“行业”落后于“市场”的阶段。这一阶段的鲜明特征是：种业相关政策先后出台，并无实质性超预期内容。种业经营风险兑现，市场关注焦点回归基本面。

回顾五年来的 A 股种业板块运行特征，我们认为市场对板块的认识存在从“非理性”，到“过激”，再到“回归理性”的过程。这个过程是伴随着市场对种业认识程度、理解深度的增加而步步推进的。因此，展望 2012 年甚至未来更长时期的种业板块表现，我们认为其总体特征应该表现为对基本面的高度关注和深度挖掘。而这种对基本面的挖掘应该从宏观和微观两个层面来分别展开。我们认为无论从宏观政策层面，还是从微观企业层面来看，种业基本面的变革都仅初露端倪，种业的故事才刚刚开始。2011 年表面为政策靴子落地，实为政策开篇之年。此后各级政府对原则性的《国务院关于进一步加快推进现代农作物种业发展的意见》的细化和具体执行阶段才是中国种业的基本面真正开始发生变革的时期。

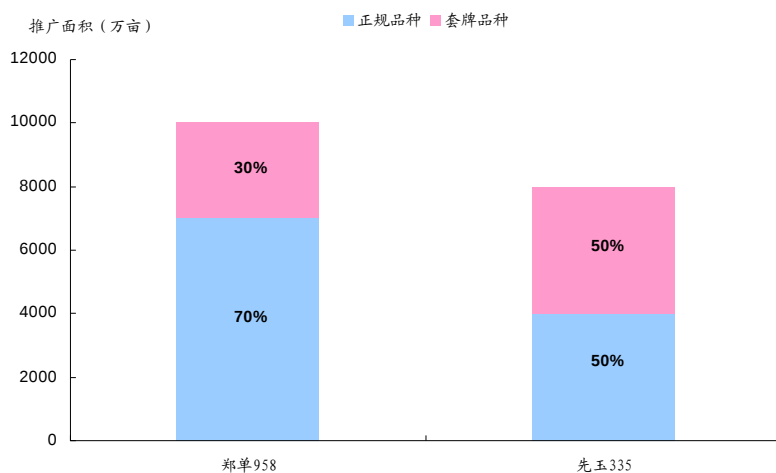
种业发展前景可期，政策面短、中、长期动力不断

我们判断，国家层面的相关种业政策尽管已经陆续出台，但是政策的细化和执行阶段才是真正对种业发展产生实质性影响的阶段。因此从这个角度来说，种业的政策推动效果才刚刚开始显现，随着政策的深入推进和执行，中国种业格局将发生革命性的变化，国内也可能诞生世界级的种业企业。未来政策发展对行业可能形成实质性影响的部分将主要表现为对以下三方面政策的落实或展开，且从时间顺序来看，分别可能在短期、中期和长期得到实现。

1、短期（当前已经展开，持续产生作用）：打击套牌，政府为企业“创造”销量。

打击套牌品种就是为正牌品种创造新的需求。据不完全统计，虽然郑单 958 的官方统计推广面积不到 7000 万亩，而实际性状面积接近 1 亿亩，套牌品种的比例达到正规品种数量的 40%；虽然先玉 335 的官方统计推广面积不到 4000 万亩，而实际性状面积接近 8000 万亩，套牌品种的比例达到正规品种数量的 100%。可见，当前国内种业市场中种子套牌的现象十分严重。假如意在提高种业知识产权保护力度，打击种业市场假冒伪劣行为的“种子执法年”或类似的政府执法行为切实执行下去，将直接为品牌企业的种子推广腾出新的市场空间，等同于政府为企业直接创造了销售增量。

图表 8：种子套牌现象严重



资料来源：中金公司研究部

DNA 指纹技术完善，为政府打击套牌品种提供杀手锏。DNA 指纹识别技术为政府打击套牌品种提供了技术上的可行性。目前国家相关部门通过对审定的种子品种建立完善的 DNA 图谱数据库，为每一个通过审定的品种建立唯一的“档案”。此后每年在参加区域试验的种子品种中，和在市场上销售的种子品种中进行抽样检查，一旦抽检的品种的 DNA 指纹与数据库中的已审定品种一致，则可以立即确定该品种为套牌品种，从而相应的吊销相关种子企业的生产经营资格。因此可以肯定的说，DNA 指纹技术的完善为政府完全杜绝市场上的套牌品种创造了条件。

图表 9: 玉米和水稻 DNA 指纹鉴定技术是打假的杀手锏



资料来源：中金公司研究部

政策执行力度空前，政府打假决心彰显。农业部将 2010 年和 2011 年连续两年定为种子执法年，并且在一系列的打击假种子行动中查处大量假冒伪劣种子品种，且多次公布在种子打假执法行动中被吊销经营资格的各地种子企业名单。这些行动表明，政府在打击假冒伪劣种子的政策上的执行力度是空前的。我们认为，在拥有 DNA 指纹识别技术和审定品种 DNA 指纹数据库的前提下，政府完全具备彻底打击套牌品种的能力。因此，只要有足够的执行力度，套牌种子现象就可以得到很大的遏制，从而大幅改善种业市场环境。

图表 10: 部分被处罚种子企业名单

企业名称	处罚条款
辽宁铁旭种业科技有限公司	吊销营业执照
四平辽河农垦管理区弘迈种业有限公司	吊销营业执照
扶余县种业有限责任公司	吊销营业执照
四平隆源种业有限公司	吊销营业执照
通化嘉朋农林科技研发中心	吊销营业执照
柳河县吉泰种业有限责任公司	吊销营业执照
吉林富华农业科技发展有限公司	吊销营业执照
吉林佳尔种业有限责任公司	吊销营业执照
吉林省天源种子研究所	吊销营业执照
吉林佳尔种业有限责任公司	吊销营业执照
集安市集丰种业有限责任公司	吊销营业执照
山东洲元种业股份有限公司	暂停种子生产经营活动
北京龙耘种业有限公司	限期整改
北京中农作科技发展有限公司	限期整改
河北金科种业有限公司	限期整改

资料来源：农业部，中金公司研究部

图表 11: 国家公开展示打击假冒伪劣种子的成果



2010年12月，新疆生产建设兵团公安机破获刘某某生产、销售假冒伪劣甜菜种子案，缴获假冒德国“KWS”等品牌的伪劣甜菜种子5吨。刘某某大肆制售假冒伪劣种子，先后造成6000余亩土地减产、绝收，受害农民损失达400万元。因使用假冒伪劣甜菜种子，田间发生大面积缺苗、病虫害现象。（中图左为真种子，右为假种子）



2011年3月，宁夏中卫市公安局公安机破获司某某等人特大制售假冒伪劣种子案，缴获假冒“先玉335”、“平玉5号”等品牌种子65吨。经初步估算，该批假玉米种子如全部售出并用于生产，将影响2万亩土地的收成。右图为查获现场。



2011年3月20日，内蒙古通辽市公安局公安机破获某某销售假种子案。经查，2011年1月以来，某某向他人销售假冒“秋乐”牌郑单958玉米种子2.7万余斤。图为查获的假种子。



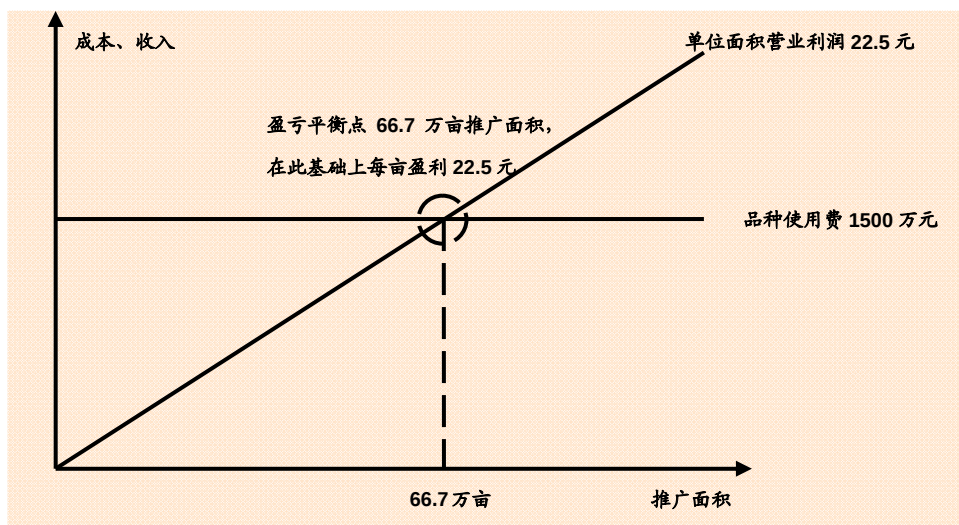
2011年4月20日，陕西省西安市公安机破获某某等人制售假种子案。经查，2011年3月以来，西安博农种业科技有限公司法定代表人某某等人已制售假“吉祥1号”玉米种子6.5万公斤。

资料来源：全国打击侵犯知识产权和制售假冒伪劣商品专项行动官方网站，中金公司研究部

2、中期（“十二五”末前基本完成）：企业成为育种主体，再无“免费”的午餐——提高种业集中度的真正杀手锏

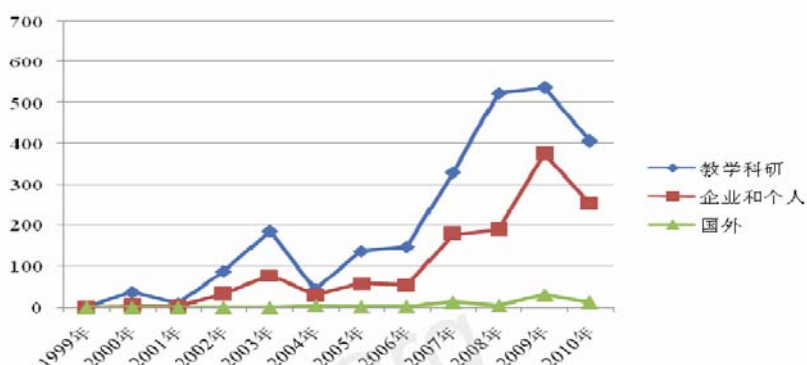
目前科研院所为种业企业提供大量“免费”的午餐。“免费”不是指不要钱，而是指非常便宜。种子企业购买新审定的作物品种使用权用来生产销售，其品种使用权相当于一笔固定资产投资，而其生产成本与销售价格在一个销售周期内是基本稳定的，因此利用盈亏平衡点分析的方法，我们可以做出判断，种业企业购买品种经营权的价格非常便宜。举玉米品种的例子，一个被市场看好的种子新品种的使用权在一定年限内大约为 1500 万元，种子的制种成本约为每公斤 10 元，销售收入约为每公斤 25 元，以每亩平均用种量 1.5 公斤计算每亩的销售利润为 22.5 元，因此企业购买该新品种的盈亏平衡点为累计 66.7 万亩的推广面积。任何一个种子新品种都可以轻易达到并远远超过这个数字。从新品种审定的数量对比来看，目前科研院所依然是新品种研发创新的主要力量，“免费”午餐的存在让企业没有动力将资金投入新品种研发上。

图表 12: 科研院所为种业企业提供了大量“免费”的午餐



资料来源：中金公司研究部

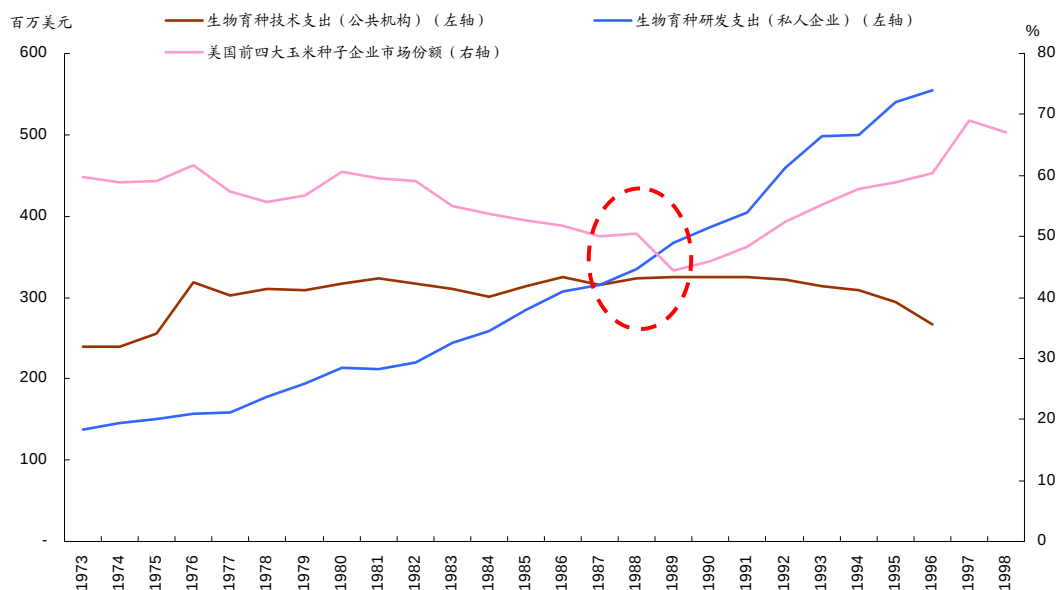
图表 13: 科研院所依然是新品种研发的最大主体（1999 - 2010 年）



资料来源：中国农业知识产权创造指数报告（2010 年），中金公司研究部

建立商业化育种体系，没有品种研发能力就会“饿死”。根据《国务院关于加强推进现代农作物种业发展的意见》，科研体制改革“力争”在“十二五”末基本实现“事企脱钩”，科研院所和高校退出商业化育种。这一改革的完成，将真正大幅提高外行进入种业的门槛，并淘汰没有育种能力的企业，大幅提高大企业市场份额和行业集中度。世界种业市场的发展经验充分验证了这一点，美国 80 年代私人企业研发支出超越公共机构之后（私人机构成为研发主体），玉米种子企业的市场集中度迅速提高。

图表 14: 商业化育种体系建立后行业集中度迅速提升

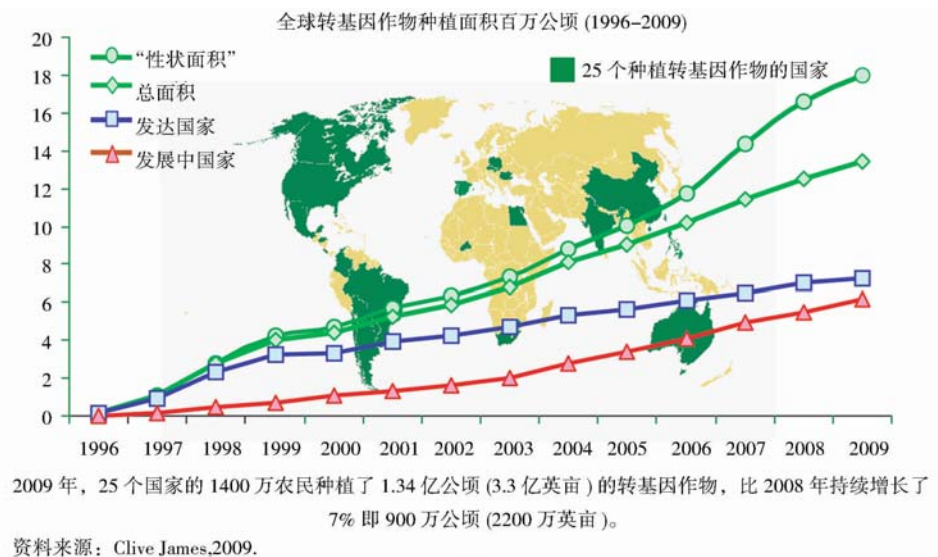


资料来源: USDA, 中金公司研究部

3、中长期（最早三年后推出）：转基因技术产业化。

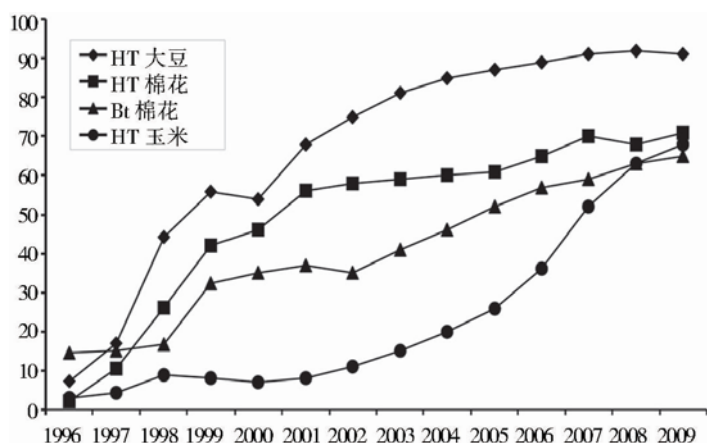
研究发展转基因种子品种是必然趋势。转基因种子在全球范围发展迅速，趋势没有逆转的迹象。国际种业企业在转基因种子的研发和应用领域已经与国内拉开差距。中国非主粮粮食品种日益趋紧的供求关系决定了利用转基因种子的优秀生物特性，可以帮助中国解决饲料用粮和工业用粮问题。对经济作物的转基因产业化已经早在国内实现。玉米种子领域的转基因产业化在国内放开只是时间问题，一旦成为现实，则将为技术领先企业奠定更大的市场优势。

图表 15: 全球转基因作物种植面积持续增长



资料来源: ISAAA, 中金公司研究部

图表 16: 1996 - 2009 年美国转基因作物的种植面积持续增加

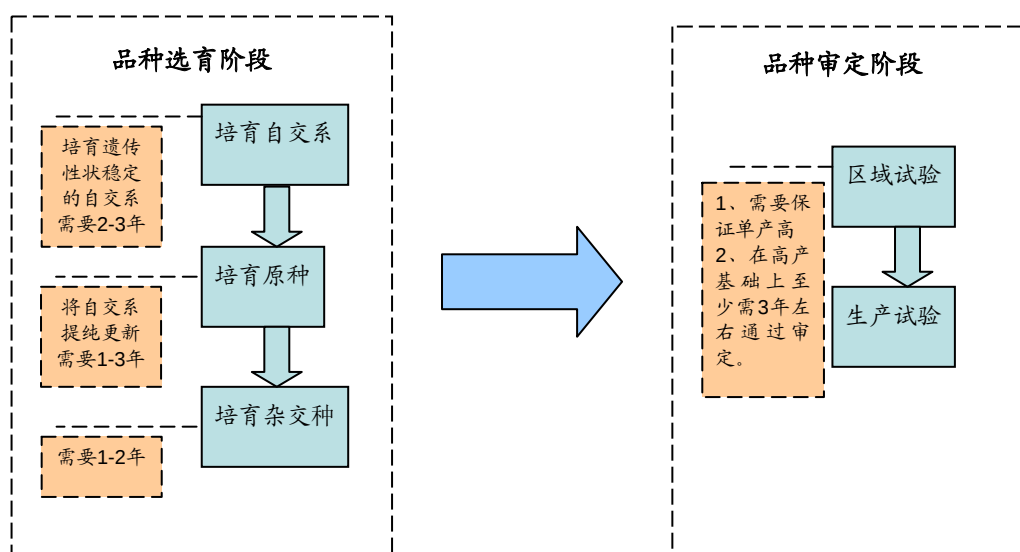


资料来源: USDA, 中金公司研究部

转基因新品种上市最早三年后推向市场。我们认为，抛开大众和舆论对转基因品种安全性的争论，从务实的角度来看，中国的粮食安全需要决定了在非主粮品种（玉米）上的转基因产业化是最终的选择。从进度上来看，转基因新品种的上市推广可能最早在三年后开始。三年之内转基因玉米种子推出的可能性很小，而三年之后在万事具备的前提下，玉米转基因种子新品种随时可能实现商业化。之所以为三年的原因是：

- ▶ 国家尚需出台对大田粮食作物的转基因种子的生产经营许可规定。根据农业部最新颁布的《农作物种子生产经营许可管理办法》（农业部令 2011 年第 3 号）第三十五条，“转基因农作物种子生产、经营许可规定，由农业部另行指定”。此后农业部也只是公布了《转基因棉花种子生产经营许可规定》，而对大田粮食作物玉米和水稻的转基因种子管理办法的出台尚没有做出规定。
- ▶ 2009 年通过转基因安全认证的玉米水稻种子尚需走正常的新品种研发和品种审定流程。由于相关的法规还没有正式出台，因此即使已经有玉米和水稻种子通过了农业部转基因安全认证，但是还没有开始走品种审定的正常流程。虽然该转基因序列已经通过安全认证，但是将其转入优良的杂交种，并通过品种审定至少还需要花费两到三年的时间。

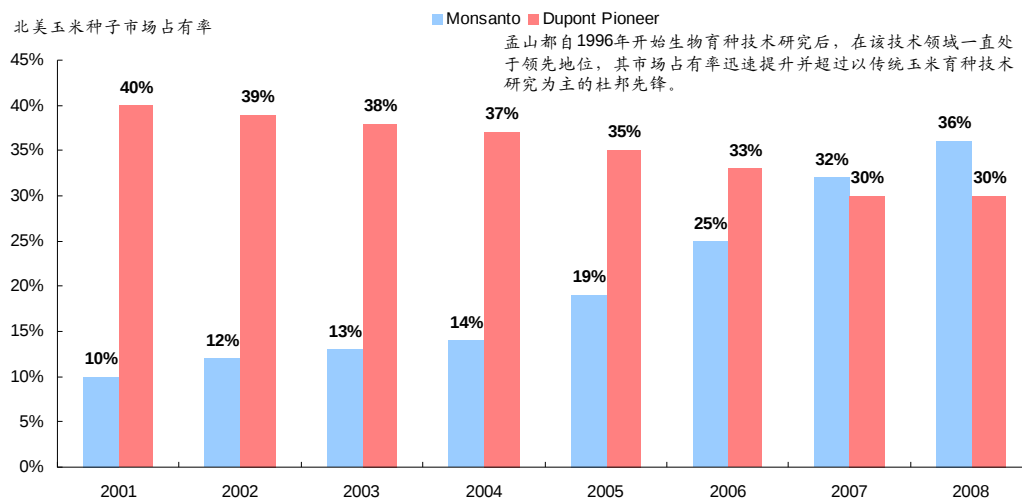
图表 17: 通过转基因安全认证的品种要走完正常的品种选育和审定流程还至少需要三年



资料来源: 中金公司研究部

转基因商业化将为生物技术领先企业创造垄断性的优势。转基因技术是将特定生物性状的基因从近缘或远缘的品种中导入到种子品种中，使被导入新基因的种子在保留原有品种特性的基础上，定向的增加转入基因的生物特性。目前国外公司已经开发并得到广泛产业化运用的基因中对品种综合表现贡献最突出的是抗虫抗病基因。目前国内种子品种由于品种审定倾向和技术难度等方面的原因普遍存在抗虫抗病能力较弱的问题。因此，假如可以通过转基因技术在新品种中导入抗虫抗病基因，则很可能创造出一个“完美”的品种。而率先掌握转基因技术的公司则肯定会在国内种业市场上取得垄断性的优势。因此，转基因技术的产业化很可能在国内造就一个向孟山都一样的伟大公司。

图表 18: 孟山都在生物育种技术上的领先地位令其市场占有率迅速提升



资料来源：公司公告，中金公司研究部

利润空间提升：种业公司基本面筛选之一

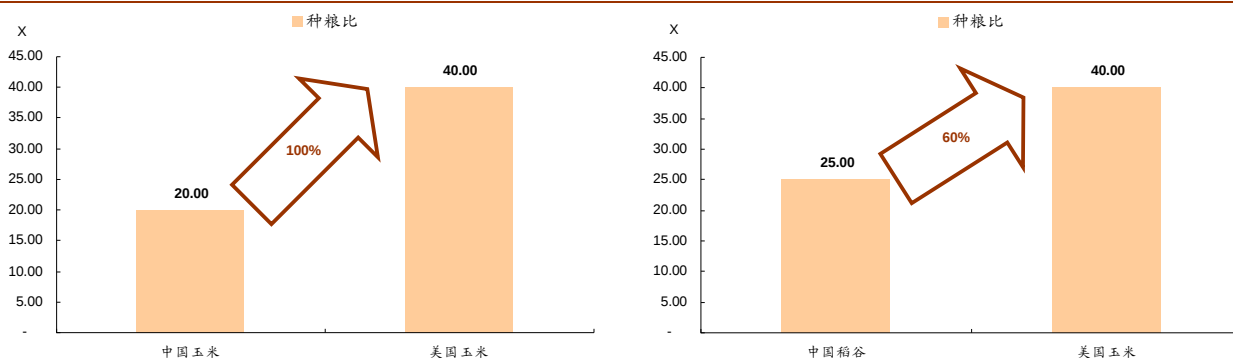
从行业整体来看，种业利润空间可能进一步提升，因为优秀品种的销售价格依然相对低估，提价空间很大。而其生产成本却因为大面积推广的低价品种的存在而被有效抑制。

1、种子价格依然有较大上涨空间

种子企业利润空间提升的路径必然是商品种子销售价格的增速远快于种子生产成本的增速。单一品种价格高低的决定因素是供求关系。问题是，供求紧张的优秀品种的价格上限大概在什么位置，即优秀品种的价格上升到什么位置可能会抑制农户的购买意愿，这才是我们真正关心的问题。我们用两个指标来估计优秀品种销售价格的上限，即种粮比和种子成本在粮食生产成本中的占比。

从种粮比的角度看，高价种子价格的上涨空间为 60% - 100%。国内当前售价最高的玉米品种的种粮比约为 20 倍，同时期，美国种业市场的玉米种子的种粮比大约为 40 倍。因此，从种粮比的角度来看国内玉米种子的最高售价还有 100% 的上升空间。水稻种子方面没有可比的成熟市场数据，但是我们认为水稻和玉米种子市场的运作机理存在相似性，因此，也可以用玉米种子的种粮比发展趋势来进行预估。目前国内有显著推广面积²的水稻品种中售价最高的品种的种粮比约为 25 倍，相对也有 60% 的上升空间。

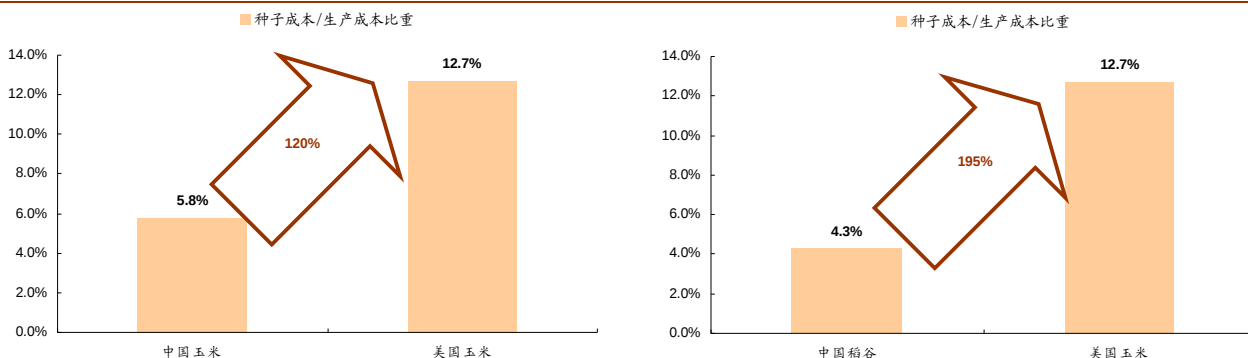
图表 19：中美种粮比比较



资料来源：中金公司研究部

从种子成本占比的角度看，高价种子价格上涨的空间为 120% - 195%。目前玉米的生产成本中售价最高的种子成本占比为 5.8%，水稻的生产成本中售价最高的种子成本占比为 4.3%，而美国农民的粮食生产成本中种子成本占比约为 12.7%。因此，从种子成本占比的角度来看，玉米种子价格距离上限有 120% 的上涨空间，水稻种子价格距离上限有 195% 的上涨空间。

图表 20：中美种子成本占生产成本比重比较



资料来源：全国农产品成本收益资料汇编，USDA，中金公司研究部

² 显著推广面积是指该品种的推广面积对公司的业绩造成实质影响。由于水稻品种很多，不排除个别小品种在局部市场出现更高的销售价格。

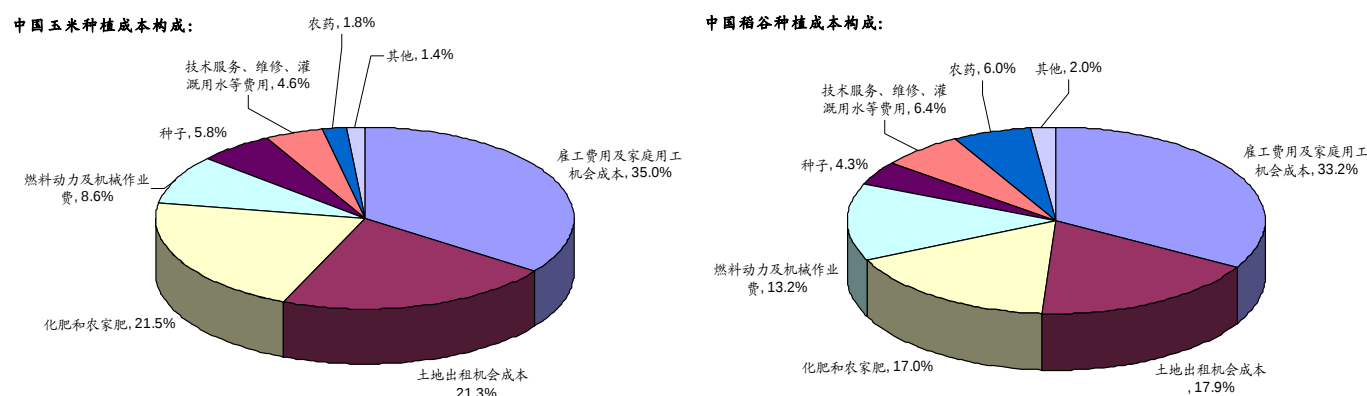
2、农民对种子的需求价格弹性较小，种子提价可以被农民接受

农户对在生产成本中占比最高并且涨幅最快的农业生产资料的价格信息最为敏感。我们对玉米和水稻生产资料价格变化趋势的分析表明，种子并不符合成本占比最高和涨幅最快这两个标准，因此在种子价格存在上涨空间的前提下，农民对种子的需求价格弹性较小，种子价格上涨可以被农民所接受。

种子成本占比低于其他农资成本占比。玉米种子成本占玉米种植成本的 5.8%，在所有 8 项成本构成要素中排名第 5；水稻种子成本占水稻种植成本的 4.3%，在所有 8 项成本构成要素中排名第 7。

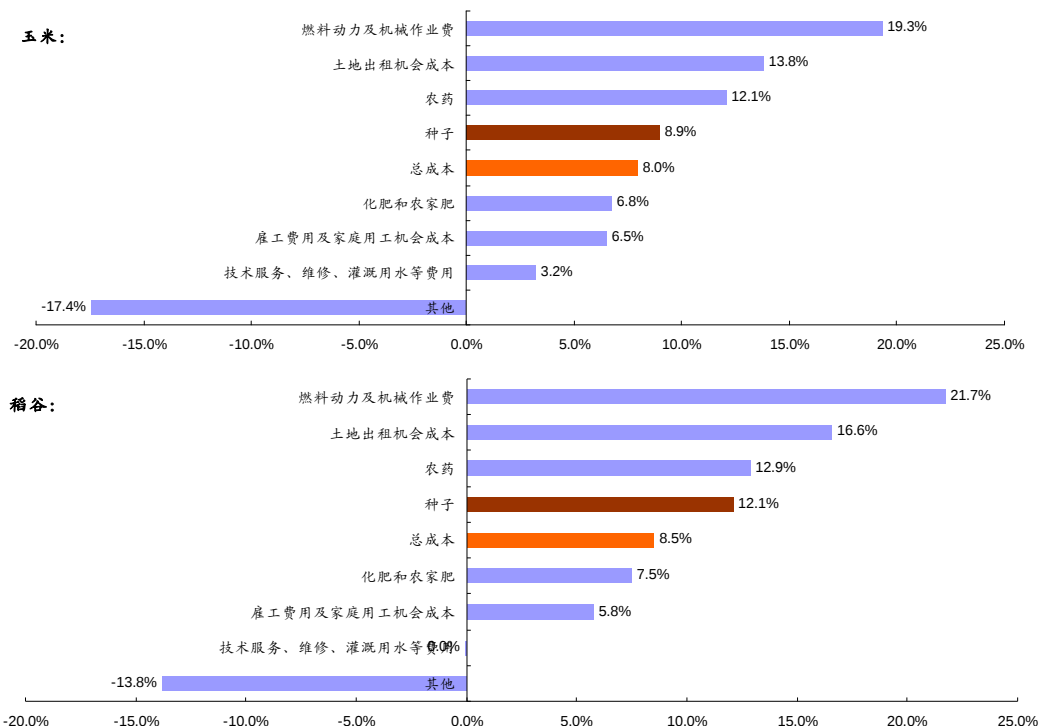
种子成本的涨幅慢于其他农资成本的涨幅。从 2004 - 2010 年间，玉米种子成本复合增长率为 8.9%，在所有 8 项成本构成要素中涨幅排名第 4；水稻种子成本复合增长率为 12.1%，在所有 8 项成本构成要素中涨幅排名第 4。

图表 21：中国玉米/水稻种植成本构成（2010 年）



资料来源：全国农产品成本收益资料汇编，中金公司研究部

图表 22：种植成本各部分复合增长速度（2004 - 2010 年）



资料来源：全国农产品成本收益资料汇编，中金公司研究部

3、种子生产成本的上涨空间受到低价大面积品种销售价格的压制

(1) 种子生产成本上升的核心驱动因素是企业间为争夺制种基地，相互竞价抬升委托制种价格

种子生产成本的上涨压力主要来自委托制种成本的上涨，因为委托制种成本占种子生产成本约 80% 的比重。我们认为，委托制种成本上涨的决定因素可能包括：(a) 种子销售价格提升增加企业盈利空间，企业反过来通过提升委托制种价格来稳定和扩大制种面积。(b) 农业生产资料价格上涨推动。(c) 粮食价格上涨拉动，即粮价上涨带动粮食生产相对制种的比较效益提高，从而推动制种成本提高。其中，最重要的决定因素是企业为争夺制种基地的竞价行为。

- **粮食价格上涨并不构成农民要求提高委托制种收费标准的条件。**以玉米为例，一亩土地用于商品玉米生产和用于制种的收入分别约为 1500 元（按照玉米亩产 600 公斤，每公斤 2.5 元计算）和 2500 元，而商品玉米生产成本与玉米制种成本之间的差异被委托企业的各种补贴投入所弥补，所以一亩土地用于制种的净收益远远大于用于商品粮生产的净收益。水稻方面，一亩土地用于商品生产和用于制种的收入分别约为 1500 元（按照水稻亩产 500 公斤，每公斤 3 元计算）和 3000 元，在成本差异较小的前提下，制种净收益也远高于种粮的净收益。

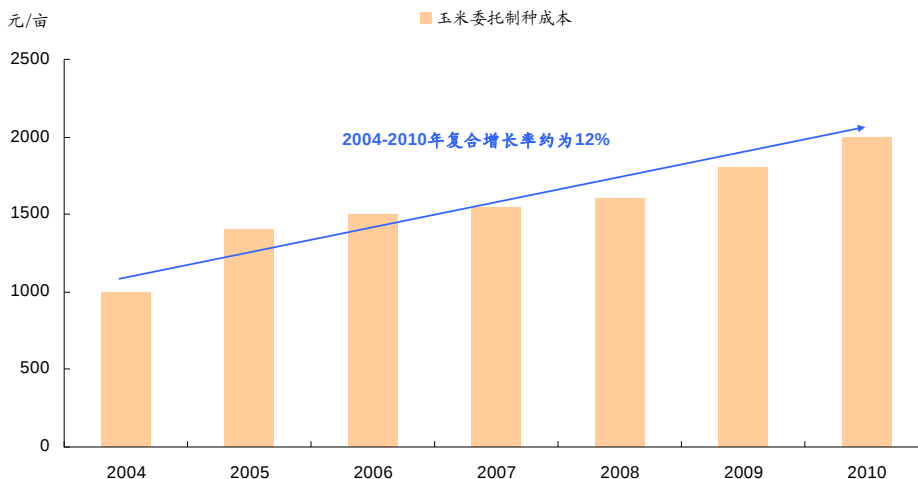
图表 23：种粮与制种收益比较

2011年	单产（公斤）	单价（元/公斤）	产值（元）	成本（元）	净利润（元）
玉米制种	400	6~7	2,500	1,600	900
玉米种植	600	2.5	1,500	800~1,000	500~700
水稻制种	200	12~20	3,000	2,200~2,400	600~800
水稻种植	500	3	1,500	1,000~1,200	300~500

资料来源：中金公司研究部

- **推动委托制种成本上升幅度超过 10% 的因素并不是农资成本的上涨。**假定制种成本的涨幅与商品粮生产成本的涨幅接近，从 2004 - 2010 的数据来看，农民从事制种的农资成本复合增长率应低于 10%（参见图表 6），而企业委托制种成本的涨幅大于 10%。

图表 24：玉米委托制种成本（2004 - 2010 年）



资料来源：中金公司研究部

可见，企业之间为争夺制种基地而产生的价格竞争才是导致制种成本出现较大幅度增长的最主要原因。

(2) 企业委托制种的竞价能力取决于该品种销售价格的高低，低价且大面积推广的品种的销售价格限制委托制种成本上涨空间

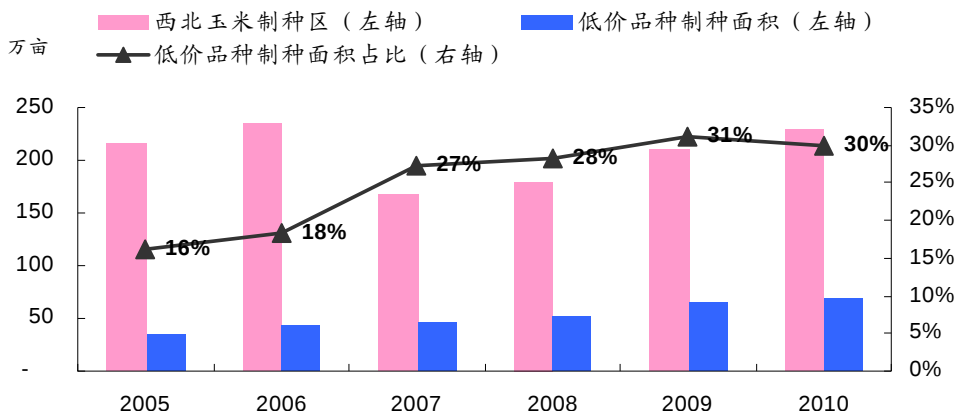
种业公司生产和销售某一个品种的目的是为了盈利。只有品种销售净利率大于零的时候，企业才会生产该品种的种子。因此，企业为了获得制种土地所愿意支付的委托制种价格的理论上限为该品种销售价格扣除相关费用后的金额。

理论上，高价品种的制种需求会推动制种成本上涨，甚至超越低价品种的销售价格。事实上，在低价品种依然占据制种需求较大比重的前提下，高价品种的制种成本不会超越低价品种的制种成本。因为，如果制种成本高于低价品种销售价格，那么低价品种将亏损并退出市场，从而大幅减少制种需求，导致制种土地供大于求。土地供大于求使制种成本回落至低价品种可盈利区间。低价品种的制种需求重新产生，最终达到制种土地供求关系的平衡。所以，高价品种的委托制种成本不会超越低价品种销售价格，这是由基本的经济学规律决定的。

目前种业市场上低价大面积的典型品种就是郑单 958 和浚单 20，这两个品种 2010 年推广面积分别达到了 7000 万亩和 4000 万亩，两个品种推广面积总量达到 1.1 亿亩，按照每亩播种 2.5 公斤计算，其用种量达 2.75 亿公斤，相应需要制种面积 70 万亩，占玉米制种面积总量的 18%，占西北制种区面积的 30%。两个品种的批发价格分别为 7~8 元/公斤和 9~10 元/公斤，以此推算企业为其制种所能承受的生产成本上限约为 6 元/公斤，折合每亩生产成本 2400 元，与目前西北地区 2500 元每亩的实际制种价格接近，符合我们的判断。

图表 25: 低价品种占制种需求比重估算

低价品种制种面积推算	推广面积 (万亩)					
	2005	2006	2007	2008	2009	2010
郑单 958	5,177	5,859	5,691	5,704	6,810	7,000
浚单 20	400	1,026	1,646	2,458	3,678	4,000
合计推广面积 (万亩)	5,577	6,885	7,337	8,162	10,488	11,000
每亩用种量 (公斤)	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
用种量 (亿公斤)	1.4	1.7	1.8	2.0	2.6	2.8
每亩制种量 (公斤)	400	400	400	400	400	400
低价品种制种面积 (万亩)	34.9	43.0	45.9	51.0	65.6	68.8
西北玉米制种区 (万亩)	215	234	167	180	210	230
低价品种制种面积占比	16%	18%	27%	28%	31%	30%

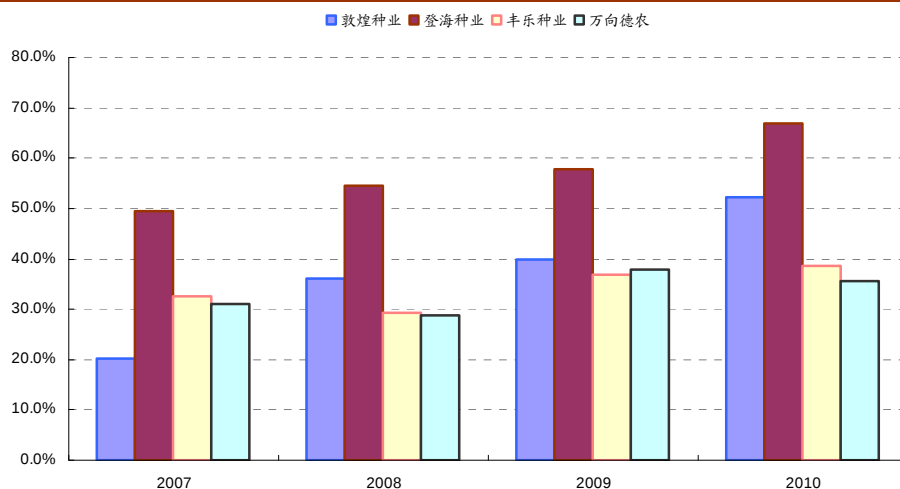


资料来源：东方艾格，全国农业技术推广服务中心，中金公司研究部

4、玉米种子相对于郑单 958 和浚单 20 的溢价为其带来了较高的毛利率

正是由于郑单 958 和浚单 20 的存在，造就了先玉 335 以及在定价策略上与先玉 335 靠拢的优秀玉米品种的高毛利率。可见种子企业单一品种的高毛利水平来源于其相对于低价大面积品种的溢价水平，在这种价格溢价水平逐渐增大的情况下，该品种的毛利水平也随之上升。这一论断在上市公司玉米业务的毛利率水平对比中可以得到清晰的验证。其中，以郑单 958 和浚单 20 为主打品种的方向德农的种子业务毛利率仅为 35%。以先玉 335 为主打品种的登海种业和敦煌种业的种子业务毛利率分别高达 66% 和 52%。

图表 26: 上市公司玉米种子毛利率比较



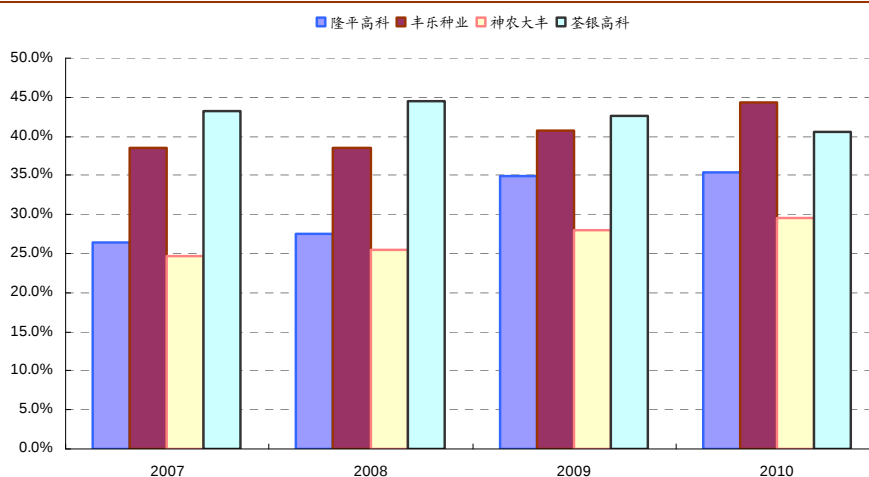
注：敦煌毛利率为种子业务整体毛利率，其余为玉米种子毛利率

资料来源：公司公告，中金公司研究部

5、在水稻种子领域存在同样的规律。

水稻种子市场上所谓的主流品种的推广面积均较小（500 万亩左右），市场上充斥着大量低毛利率水平的小品种。大量低价品种限制了水稻委托制种成本的提高，从而为高价品种的提升毛利率水平创造了条件。过去水稻种子领域由于营销理念较为落后等原因导致优秀品种的价格与普通品种差异不大，所以水稻种子企业的毛利率水平相对较低。随着价值营销理念的推广，优秀品种的提价空间被逐渐打开，我们预计拥有优秀水稻品种的企业的毛利率水平也将呈上升趋势。

图表 27: 上市公司水稻种子毛利率比较

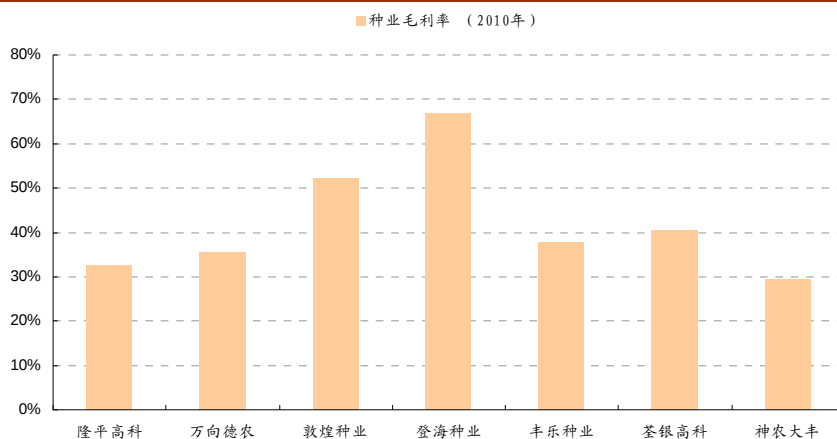


资料来源：公司公告，中金公司研究部

6、毛利水平较低的公司还可通过产品结构升级提高整体毛利水平

我们认为，除了单一品种毛利率水平的提高外，从种业公司角度来看，可通过提升高利润率的品种在销售结构中所占的份额来提升公司整体利润率水平。从目前各家种业公司所拥有的品种情况来看，各家公司都存在毛利率很高的品种，因此均存在通过产品结构升级来提升公司整体毛利率的潜力。而各家公司中高毛利品种占当前销量的比重的高低，就决定了各家公司通过结构升级提升毛利率的潜力的大小。

图表 28: 国内上市公司毛利率对比



资料来源：公司公告，中金公司研究部

我们结合两项指标来判断种业公司毛利率的提升空间，并因此给种业公司进行排序。这两个指标分别为：

- (1) 高毛利率品种的毛利率水平与公司种子业务当前整体毛利率水平的差距大小。以这项指标来进行排序，毛利率提升空间由大到小依次排序为：隆平高科，荃银高科，丰乐种业，登海种业，敦煌种业
- (2) 高毛利率品种销售收入占种业销售的比重的高低。以这项指标来进行排序，毛利率提升空间由大到小依次排序为：荃银高科，隆平高科，丰乐种业，登海种业，敦煌种业

从以上排序中可以看出，单纯从毛利率提升潜力来看，我们对种业公司的偏好顺序依次是荃银高科，隆平高科，丰乐种业，登海种业，敦煌种业。

图表 29: 高毛利品种占种业公司收入比重

2010年	品种	占公司种业收入比重	毛利率	公司种业收入毛利率
登海种业	先玉335	65.9%	75%	66%
	登海605	9.6%	60%	
	小计	75.5%	73%	
隆平高科	隆平206	8.0%	58%	32%
	四大水稻品种	8.9%	57%	
	小计	16.9%	57%	
荃银高科	新两优6号	72.6%	44%	40%
	两优6326	0.0%	50%	
	新两优343	0.0%	55%	
	徽两优6号	0.0%	50%	
	皖稻153	0.0%	50%	
丰乐种业	丰两优1号	38.6%	50%	38%
	鲁单818	2.6%	65%	
	浚单20	23.5%	20%	
	小计	64.7%	40%	
敦煌种业	先玉305	82%	70%	52%

资料来源：Wind，中金公司研究部

新品种推广潜力：种业公司基本面筛选之二

种子企业业绩增长的另一个重要推动因素就是所属品种推广面积的增加，相应的品种销售数量增加。

1、焦点玉米新品种推广潜力

我们分析的玉米品种为上市公司 2011 年主推的品种和新审定的潜力品种，包括：

- ▶ 登海种业：登海 605
- ▶ 大北农：农华 101
- ▶ 隆平高科：隆平 206
- ▶ 丰乐种业：鲁单 818

（1）评价指标及重要性排序：玉米种子领域，我们选取单产、种植密度、生育期和抗性这四个指标，通过与历史优秀品种的比较来综合判断上市公司新品种的竞争实力和推广潜力。评价指标的权重排序依次为单产+种植密度、抗性、生育期。

（2）我们的结论是：如果从品种审定表现来推断玉米新品种的推广潜力，总体来看目前上市公司主推的玉米品种都属于美系血缘的较优秀品种，其推广潜力均较大。具体来看，农华 101 和登海 605 更出色一些，属于第一梯队，其推广潜力达到或超过 1000 万亩。而隆平 206 和鲁单 818 的综合表现属于第二梯队，其推广潜力可能接近但无法达到 1000 万亩。因此，从现有主推品种推广潜力角度进行排序，我们的偏好顺序依次为登海种业、大北农、丰乐种业、隆平高科。

图表 30：上市公司主要玉米种子推广潜力对比

上市公司	品种	2010 年推广面积（万亩）	最高推广面积（万亩）	增长潜力（万亩）
登海种业	登海 605	100	1000	900
隆平高科	隆平 206	400	800	400
丰乐种业	鲁单 818	0	800	800
大北农	农华 101	200	1000	800

资料来源：中金公司研究部

（3）品种具体分析：

在比较之前，我们首先将待评价的品种分为两组，一组为东北和黄淮海地区主推品种：农华 101，另一组为黄淮海地区主推品种：登海 605、隆平 206 和鲁单 818。由于东北地区和黄淮海地区的气候土壤条件和种植习惯不同，对于以这两个区域为主要目标市场的品种应该分别进行评价。

品种一：农华 101 在春玉米区推广潜力大，我们预测全国推广潜力超过 1000 万亩

- ▶ **父母本源自主流杂种优势群。**母本与先玉 335 母本同源，属于改良 Reid 杂种优势群，父本属于旅大红骨杂种优势群。其父本母本的组配力强，曾组配出著名玉米品种掖单 13，其在 1995 - 2001 年间均为全国推广面积第一大品种，1991 - 2001 年累计推广面积 2.26 亿亩。
- ▶ **同等种植密度下亩产高于先玉 335 和郑单 958。**千粒重高于先玉 335 和郑单 958，意味着在同等种植密度的前提下，其单产高于先玉 335 和郑单 958。在东北地区区试单产达到 776 公斤每亩，超越先玉 335 的 760 公斤每亩和郑单 958 的 705 公斤每亩。由于先玉 335 属于稀植 - 中度密植品种，且东北地区的种植习惯相对稀植，郑单 958 无法发挥出高度密植的优势，因此，农华 101 的实际大田产量也高于先玉 335 和郑单 958。

- **春玉米区播种，生育期短于先玉 335 和郑单 958。**东北地区播种，生育期为 128 天，比先玉 335 短两天，比郑单 958 短三天。较短的生育期保证早收获早上市，弥补后期脱水速度略逊于先玉 335 的不足，保证中粮农户的种植效益。同时，生育期短的品种有利于显著降低东北地区早霜的风险，因此早熟品种需求更大。
- **抗性逊于先玉 335 和郑单 958。**对主要玉米病虫害的抗性相对弱于先玉 335 和郑单 958，这是农华 101 相对先玉 335 和郑单 958 的最大弱点。

结论：农华 101 在春玉米区的综合表现虽不能算全面超越先玉 335 和郑单 958，但也属于有较强竞争力的品种。农华 101 属于需积温达到 2700 度以上的中晚熟玉米品种。春玉米区积温条件高于 2700 度的中晚熟区域总播种面积约 8000 万亩。尽管先玉 335 和郑单 958 占据了其中约 5000 万亩（先玉 335 形状面积约 3000 万亩，郑单 958 约 2000 万亩），依然有 3000 万亩巨大的市场发展空间。保守预计其在春玉米区的推广面积有望突破 1000 万亩。再加上在黄淮海地区一定的推广面积，其全国推广面积将超过 1000 万亩。

图表 31：农华 101 推广面积估算

	农华101	先玉335	郑单958
春玉米区试水平（公斤/亩）	776	760	705
抗性	一般	较强	强
生育期（天）	128	130	131
春玉米区推广面积估算(万亩)	>1000	3000	2000

资料来源：中金公司研究部

品种二：登海 605 在夏玉米区推广潜力较大，我们预测全国推广面积 1000 万亩左右

- **父母本源于主流杂种优势群。**登海 605 的父本与母本均与先玉 335 同源，其父母本均属于美系血缘改良的亲本自交系。
- **同等种植密度下产量高于郑单 958，与浚单 20 接近，但耐密性不如郑单 958 和浚单 20。**尽管在黄淮海地区的区试中对照郑单 958 增产达 5.3%，但是由于郑单 958 的实际大田种植密度往往远高于区试水平，而登海 605 又属于稀植—中度密植品种，无法大幅提高种植密度，因此预计其实际大田亩产水平很可能不如郑单 958 和浚单 20。
- **生育期显著长于郑单 958 和浚单 20，也长于先玉 335。**登海 605 在黄淮海地区的生育期为 101 天，比郑单 958 长 5 天，比浚单 20 长 4 天，比先玉 335 长 3 天。由于黄淮海地区是玉米和冬小麦轮种地区，生育期长会影响冬小麦的播种。如果为了保证冬小麦及时播种农民需要选择早熟的品种，因此早熟的品种需求更大，这是登海 605 在黄淮海地区推广的最大弱点。
- **抗性逊于郑单 958，与浚单 20 和先玉 335 相仿。**
- **需中等以上肥力，一定程度限制品种推广面积。**

结论：登海 605 在黄淮海地区大规模推广所面临的两大障碍为：较低的种植密度和较长的生育期。因此，尽管实际大田亩产水平可能高于先玉 335，但是由于其生育期长于先玉 335，因此，推广面积很难大幅超越先玉 335。据不完全统计，先玉 335 在黄淮海地区的推广面积接近 1000 万亩，因此我们保守预计登海 605 的最终推广面积接近 1000 万亩左右。

图表 32：登海 605 推广面积估算

	登海605	先玉335	浚单20	郑单958
黄淮海玉米区试水平（公斤/亩）	659	580	613	580
抗性	较强	较强	较强	强
生育期（天）	101	98	97	96
黄淮海玉米区推广面积估算(万亩)	1000	1000	>3000	>4000

资料来源：中金公司研究部

品种三、四：隆平 206 和鲁单 818 有其突出优势，但我们对其在夏玉米区的推广潜力持谨慎乐观态度，预测全国推广面积 800 万亩。

- ▶ **隆平 206 和鲁单 818 的最大优势就是抗性突出。**我们认为主要原因是父本母本亲和力强，使杂交种子获得了父本自交系高抗的特点。两个品种在抗性方面水平接近，但都远超登海 605 和农华 101。抗性突出的优势决定了品种的稳产性和适应性较强，使其具备了大规模推广的基本条件。
- ▶ **单产水平相对平庸、耐密性一般，且生育期偏长是隆平 206 的弱点。**隆平 206 在同等种植密度下，区试对照郑单 958 增产 3.5%，且在耐密性方面属于稀植，最多是中度密植品种，因此在黄淮海地区大田产量很可能不如郑单 958，浚单 20，登海 605 等品种。另一方面，隆平 206 在黄淮海地区的生育期比郑单 958 长 5 天，比浚单 20 长 4 天，比先玉 335 和鲁单 981 长 3 天，不太符合当地种植两茬作物的种植习惯。因此，我们对隆平 206 在黄淮海地区的推广潜力谨慎乐观。
- ▶ **区试对照表现和耐密性决定鲁单 818 的单产潜力较好，但是生育期长是鲁单 818 的突出弱点。**鲁单 818 区试对照郑单 958 增产 4.2%，其耐密性较好，接近浚单 20，因此我们认为其实现高产的可能性较大。但是鲁单 818 的生育期长达 104 天，是所有主要品种中最长的，不适应黄淮海地区的作物种植习惯对早熟品种的需求。因此，我们对鲁单 818 在黄淮海地区的推广潜力谨慎乐观。

结论：基于对过去一般优秀品种推广面积的经验，我们谨慎估计隆平 206 和鲁单 818 的最终推广面积在 500 - 800 万亩之间。

图表 33: 隆平 206 与鲁单 818 推广面积估算

	隆平206	鲁单818	先玉335	浚单20	郑单958
黄淮海玉米区区试水平（公斤/亩）	592	663	580	613	580
抗性	强	强	较强	较强	强
生育期（天）	101	104	98	97	96
黄淮海玉米区推广面积估算(万亩)	500~800	500~800	1000	>3000	>4000

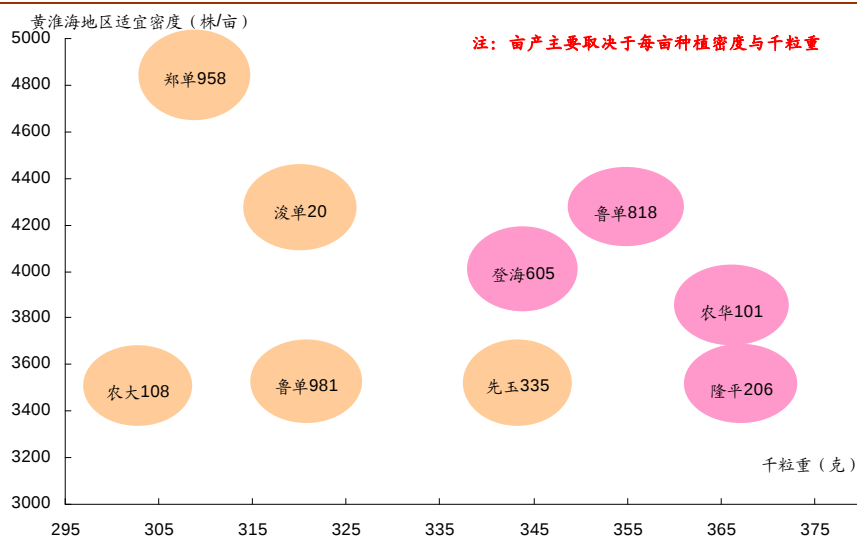
资料来源：中金公司研究部

图表 34: 主要玉米自交系品种

类别	制种产量	抗倒伏	熟期	抗丝黑穗	抗大斑病	抗茎腐、褐斑、锈病、玉米螟等	适应区域
改良Reid杂优群	高	高抗	早熟/中早熟	较抗	较抗	易感染	黄淮海夏播玉米区
Lancaster杂优群	高	较差	适中	抗	抗	抗	东北春玉米区和西南等省份
塘四平头杂优群	较高	抗	中早熟	易感染	易感染	易感染	华北地区
旅大红骨杂优群	一般	高抗	晚熟	抗	抗	一般	黄淮海夏播玉米区
PB杂优群	高	抗	适中	高抗	高抗	高抗	黄淮海夏播玉米区

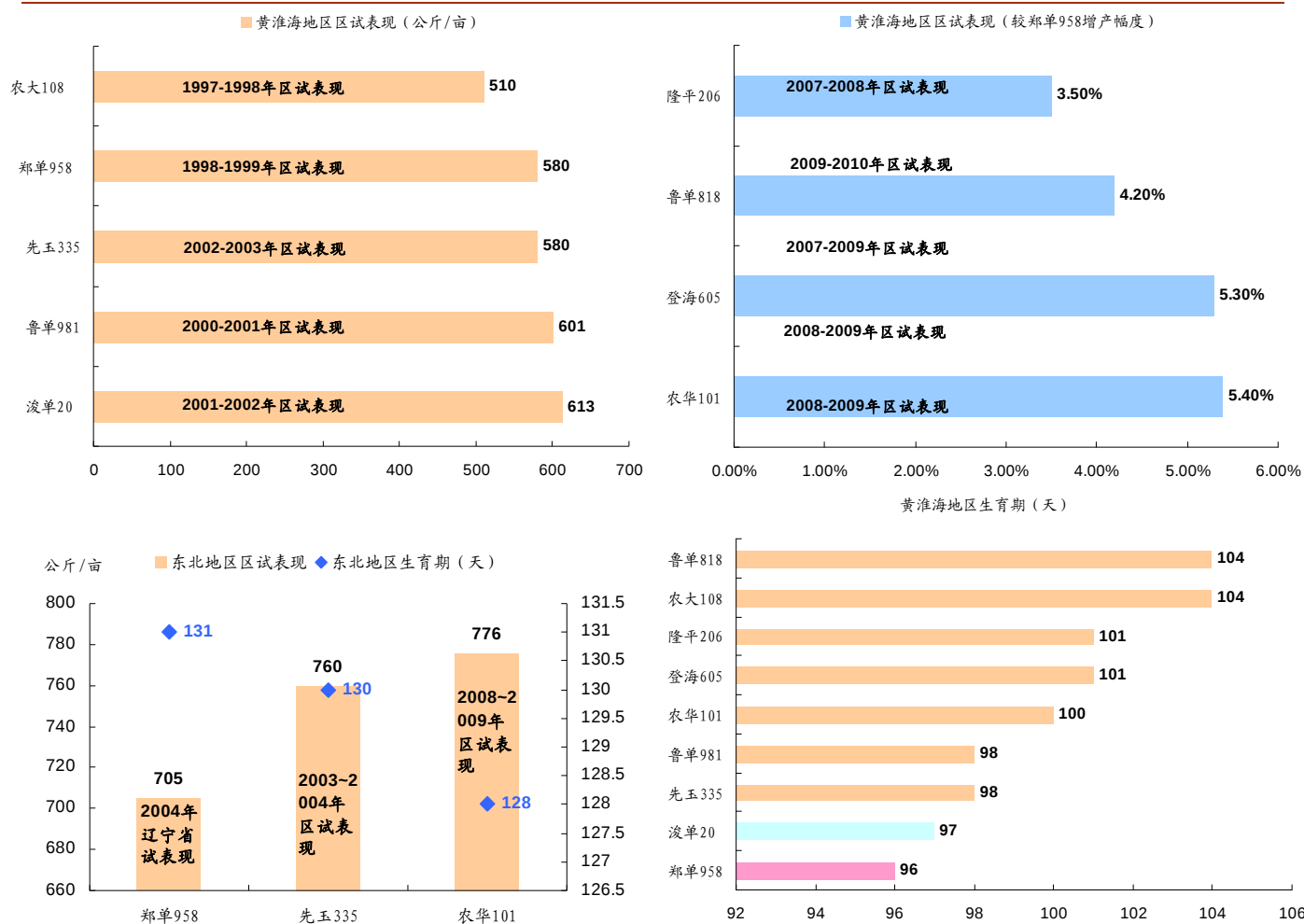
资料来源：中金公司研究部

图表 35: 玉米种子关键指标 - 密度&千粒重



资料来源：全国农业技术推广服务中心，中金公司研究部

图表 36: 玉米种子关键指标 - 区试表现&生育期



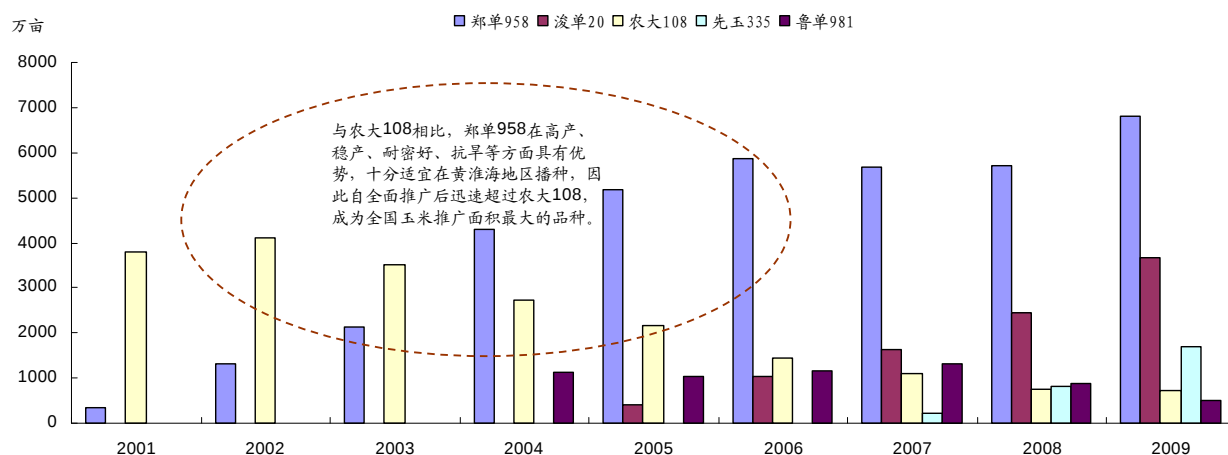
资料来源：全国农业技术推广服务中心，中金公司研究部

图表 37: 玉米种子关键指标 - 抗倒性&抗病性

	父本	抗倒性	矮花叶病	弯孢菌叶斑病	大小斑病	茎腐病	黑粉病	玉米螟	主要推广省份
郑单958	塘四平头	高抗	高抗	n.a	高抗	抗	高抗	弱	河北、河南、山东
浚单20	塘四平头	抗	高抗	中抗	抗小弱大	中抗	弱	弱	河南、河北、山东
先玉335	Lancaster	一般	弱	n.a	弱	高抗	中抗	弱	吉林、山西、河南
鲁单981	塘四平头	一般	中抗	抗	抗小弱大	抗	中抗	抗	山东、河南、安徽
农大108	PB群	一般	n.a	高抗	高抗	弱	抗	抗	山东、山西、河北
农华101	旅大红骨	一般	中抗	弱	弱	弱	弱	弱	
登海605	Lancaster	一般	弱	中抗	弱	高抗	极弱	中抗	
鲁单818	塘四平头	抗	高抗	中抗	抗小感大	高抗	抗	n.a	
隆平206	n.a	抗	高抗	抗	抗	抗	中抗	中抗	

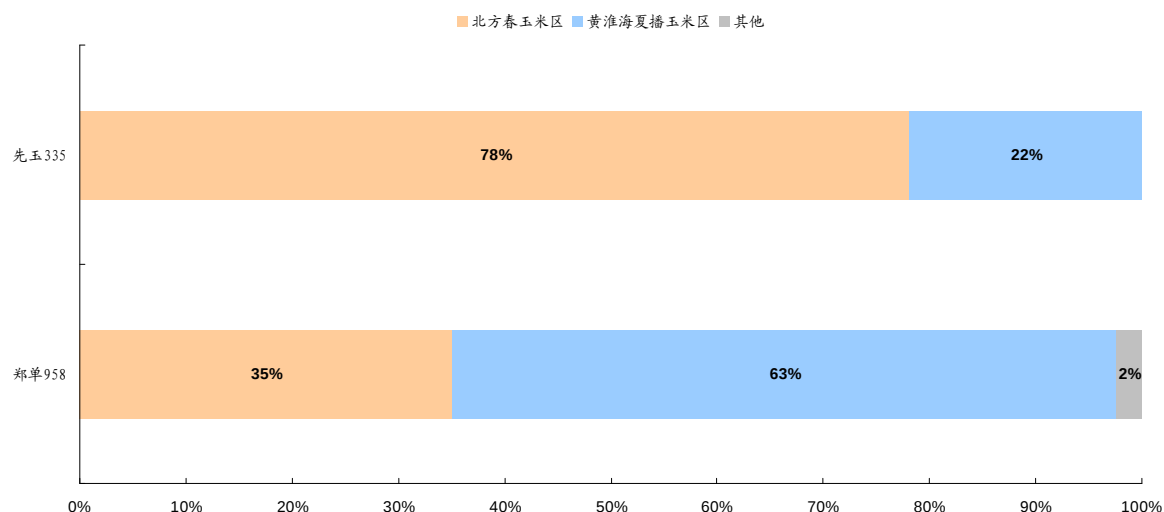
资料来源：全国农业技术推广服务中心，中金公司研究部

图表 38: 玉米种子历史推广面积



资料来源：全国农业技术推广服务中心，中金公司研究部

图表 39: 郑单 958/先玉 335 推广范围 (2008 年)



资料来源：全国农业技术推广服务中心，中金公司研究部

2、焦点水稻新品种推广潜力判断

我们分析的水稻品种为上市公司 2011 年主推的新品种和新审定的潜力品种（当前推广面积已经较大的品种不在我们分析范围之内），包括：

- ▶ 荃银高科：新两优 343、新两优 223、徽两优 6 号、皖稻 153
- ▶ 大北农：天优华占
- ▶ 隆平高科：准两优 608、C 两优 608、两优 1128

（1）评价指标及重要性排序：水稻种子领域，我们选取单产，品质和抗性这三个主要指标对上市公司潜力品种进行比较分析，并用生育期这一指标作为补充参考。重要新排序依次为：单产、品质、抗性、生育期。

（2）我们的结论是：水稻品种的推广面积超过 500 万亩已属于非常优秀的品种。总体来看水稻新品种中具备超过 500 万亩推广面积潜力的品种不多，品种间的差距较小。具体来看，天优华占属于第一梯队，该品种综合表现突出，广适性强，在中稻和晚稻区都为国审品种，推广面积有望达到 600 万亩。准两优 608、新两优 343、徽两优 6 号和皖稻 153 属于第二梯队。其推广潜力分布在 400-500 万亩之间。而 C 两优 608、两优 1128、新两优 223 属于第三梯队，推广潜力分布在 200-300 万亩之间。因此，从主推品种推广潜力的角度进行排序，我们的偏好顺序依次为：荃银高科、隆平高科、大北农、丰乐种业。

图表 40：上市公司主要水稻种子推广潜力对比

上市公司	品种	2010年推广面积（万亩）	最高推广面积（万亩）	增长潜力（万亩）
隆平高科	Y两优1号	350	550	200
	准两优608	0	350	350
	C两优608	0	250	250
	两优1128	0	200	200
荃银高科	新两优6号	510	550	40
	两优6326	500	550	50
	新两优343	0	350	350
	新两优223	0	200	200
	徽两优6号	100	400	300
	皖稻153	100	300	200
丰乐种业	丰两优1号	450	550	100
大北农	天优华占	100	600	500

资料来源：中金公司研究部

（3）单一水稻品种的最高推广面积为 500-600 万亩左右

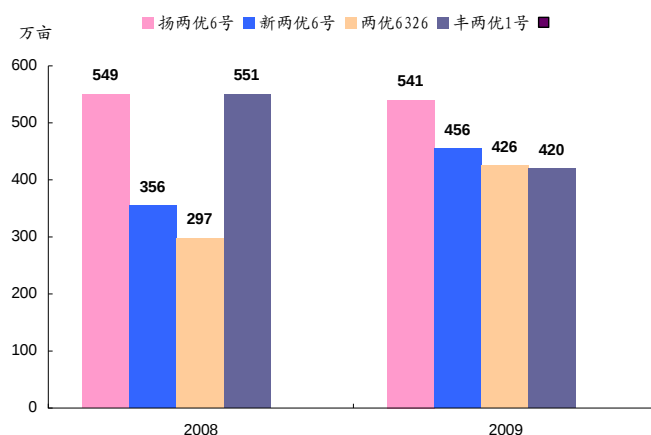
水稻品种表现对气候梯度的敏感性很高，因此单一水稻品种的广适性较差，单一水稻品种的推广面积的上限较低。从历史数据来看，随着水稻品种竞争日益激烈，品种间差异缩小，再加上企业间对品种营销方式的互相复制，导致单一水稻品种的推广面积上限呈缩小趋势。从 2008-2009 年的公开数据来看，当前市场格局下优秀水稻品种推广面积的上限在 500-600 万亩左右。

图表 41: 主要水稻种子品种推广面积 2004 - 2006 年, 2008 年

2004			2005			2006			2008		
推广面积(万亩)	占比		推广面积(万亩)	占比		推广面积(万亩)	占比		推广面积(万亩)	占比	
金优207	1,079	4.91%	两优培九	985	4.39%	两优培九	1,157	5.07%	丰两优1号	551	2.30%
两优培九	1,007	4.59%	II优838	779	3.47%	金优402	802	3.52%	扬两优6号	549	2.29%
II优838	807	3.68%	冈优725	761	3.39%	金优207	691	3.03%	金优207	506	2.11%
冈优725	803	3.66%	金优207	752	3.35%	金优463	625	2.74%	两优培九	497	2.08%
金优402	732	3.33%	金优402	574	2.56%	丰两优1号	600	2.63%	天优998	393	1.64%
冈优527	715	3.26%	金优463	394	1.76%	冈优725	426	1.87%	金优402	391	1.63%
汕优63	442	2.01%	冈优527	391	1.74%	金优974	360	1.58%	岳优9113	383	1.60%
D优527	439	2.00%	汕优63	321	1.43%	II优838	352	1.54%	冈优725	360	1.50%
金优974	410	1.87%	金优974	320	1.43%	扬两优6号	308	1.35%	新两优6号	356	1.49%
II优明86	369	1.68%	丰两优1号	318	1.42%	II优明86	284	1.25%	Q优6号	298	1.25%
全国推广面积	21,956		22,427			22,799			23,935		

资料来源: 全国农业技术推广服务中心, 中金公司研究部

图表 42: 全国推广面积前四大水稻种子品种推广面积 (2008 - 2009 年)



资料来源: 全国农业技术推广服务中心, 中金公司研究部

(4) 品种具体分析:

由于水稻品种细分市场较多, 因此在对单一品种进行比较分析前, 我们对水稻新品种进行分类和交待如下:

- 目前市场上普遍关注的焦点品种中, 除了天优华占这一个三系稻品种以外, 其他均为两系稻品种。在具体的品种表现方面, 两系品种和三系品种不存在必然的优劣之分, 因此我们不就两系还是三系这个问题进行过多探讨, 更多的是从品种表现本身去进行比较。
- 待评价的品种中从播种期早晚的角度可以被归入两类, 即中稻和晚稻, 其中中稻是主流大品种出现最为集中的类别。除了两优 1128、准两优 608 和天优华占主要作为晚稻推广以外, 其他品种均作为一季中稻推广, 包括新两优 223, 新两优 343, 徽两优 6 号, 晚稻 153, 两优 6326 和 C 两优 608。由于中稻和晚稻在播种区域和品种表现方面存在较大差异, 因此我们将分别进行比较分析。

晚稻

品种一: 天优华占优势明显, 晚稻区预计推广潜力达 500 万亩

晚稻品种我们选取 2009 年全国晚稻推广面积第一大, 全国水稻推广面积第五大, 2009 年全国推广面积超过 400 万亩的岳优 9113 作为比较基准。

- **单产超越岳优 9113。**天优华占和岳优 9113 的主要推广区域均为长江中下游双季晚稻区。天优华占的区试亩产为 524 公斤, 而岳优 9113 的区试亩产水平为 471 公斤。即使考虑到不同年份差异, 天优华占的亩产水平也显著高于岳优 9113。

- ▶ **抗病性显著超越岳优 9113。**天优华占的抗稻瘟病级数为 3.4（越低抗性越强），而岳优 9113 的抗稻瘟病级数则为 9。
- ▶ **米质优于岳优 9113。**天优华占的两个主要米质指标垩白粒率和整精米率均显著优于岳优 9113。其中天优华占的垩白粒率指标达到国家一级米质，而岳优 9113 的相同指标仅达到国家三级米质。
- ▶ **生育期比岳优 9113 长。**天优华占在与岳优 9113 的比较中，唯一落后的是生育期指标。对于双季晚稻来说，生育期过长容易面临早霜的风险。所以天优华占在推广的过程中必须有意识的选择前茬作物收获期较早的区域，一定程度上限制了其推广面积的潜力。但总体来看，天优华占 119 天的生育期属于晚稻中的中熟品种，取得了生育期和产量的较好平衡。

结论：天优华占在单产、抗病性和米质这三大指标上显著超越目前全国第一大品种岳优 9113，仅在生育期指标上有所不足，综合判断其推广面积有望达到并超越岳优 9113 的水平，最终推广面积达到 500 万亩。

图表 43：天优华占推广面积估算

	天优华占	岳优9113
区试单产水平（公斤/亩）	524	471
抗病性	3.4	9
米质	高	中等
生育期（天）	119.2	113.5
推广面积估算(万亩)	500	390

资料来源：全国农业技术推广服务中心，中金公司研究部

品种二：准两优 608 综合表现良好，预计推广潜力冲击 400 万亩；两优 1128 推广潜力一般

- ▶ **准两优 608 的生育期和产量指标与天优华占接近，属于晚稻高产中熟品种。**其区试单产水平为 520 公斤每亩，对应生育期为 119 天，这两项指标基本与天优华占一致。
- ▶ **准两优 608 的抗病性弱于天优华占，但强于岳优 9113。**其抗稻瘟病级数为 5.2，弱于天优华占 3.4 的水平，但显著强于岳优 9113，抗病性较好。
- ▶ **准两优 608 的米质好，虽不如天优华占，但显著好于岳优 9113。**在整精米率指标相仿的前提下，准两优 608 的垩白粒率指标接近国标二级，而岳优 9113 仅为国标三级。在两项米质指标方面，准两优 608 与天优华占均存在一定差距。
- ▶ **两优 1128 尽管产量高，但生育期较长。**其生育期达到了 127 天，属于晚稻中的迟熟品种。虽然高产迟熟的晚稻品种的前茬作物收获期较早的区域有一定的市场，但是过长的生育期较大限制了品种的推广面积潜力。
- ▶ **两优 1128 的抗病性与准两优 608 一致，弱于天优华占，强于岳优 9113。**其抗稻瘟病级数与准两优 608 都为 5.2。
- ▶ **两优 1128 的米质一般，不如岳优 9113，准两优和天优华占。**

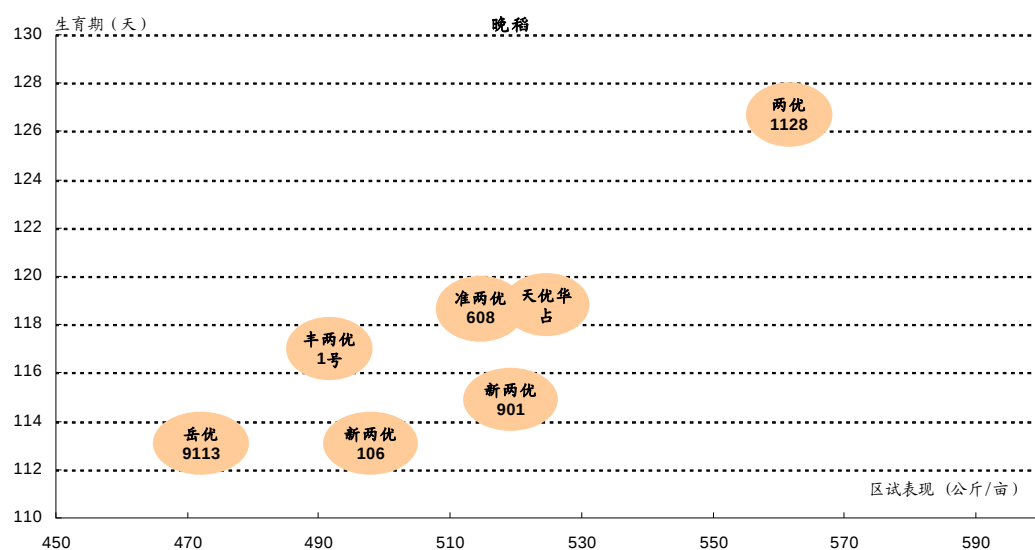
结论：准两优 608 的综合表现良好，尽管与天优华占有一定差距，但是在于岳优 9113 的对比中，仅在产量与生育期的权衡中与岳优 9113 有所差异，生育期略长，因此我们预计准两优 608 的推广潜力较大，最终推广面积有望接近岳优 9113，达到接近 400 万亩的水平。而两优 1128 由于生育期较长，且稻米品质一般，我们对其推广潜力持谨慎态度。

图表 44: 准两优 608 与两优 1128 推广面积估算

	准两优608	两优1128	天优华占	岳优9113
区试单产水平（公斤/亩）	520	568	524	471
抗病性	5.2	5.2	3.4	9
米质	较高	差	高	中等
生育期（天）	119	127	119.2	113.5
推广面积估算(万亩)	400	无法判断	500	390

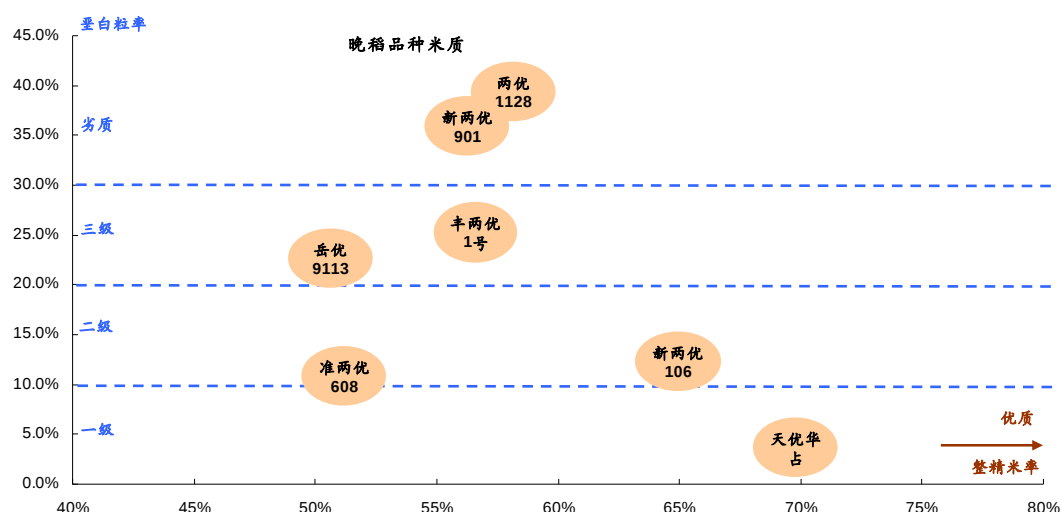
资料来源：全国农业技术推广服务中心，中金公司研究部

图表 45: 水稻（晚稻）种子关键指标 - 区试表现&生育期



资料来源：全国农业技术推广服务中心，中金公司研究部

图表 46: 水稻（晚稻）种子关键指标 - 米质



资料来源：全国农业技术推广服务中心，中金公司研究部

中稻

品种一：新两优 343 单产高，抗病性一般，米质好，预计推广潜力接近 500 万亩。新两优 343 的区试亩产为 607 公斤，高于丰两优 1 号的 581 公斤。其抗病指标为 6，弱于丰两优 1 号的 4，但强于新两优 6 号的 6.6。其米质较好，垩白粒率和整精米率两个主要指标均好于丰两优 1 号。综合表现略弱于丰两优 1 号，预计推广潜力可达 500 万亩。

品种二：新两优 223 单产高，抗病性一般，米质差，预计推广潜力一般。新两优 223 的区试亩产为 609 公斤，高于丰两优 1 号的 581 公斤。其抗病指标为 6.2，弱于丰两优 1 号的 4，但强于新两优 6 号的 6.6。其米质较差，是所有比较品种中最差的。因此我们对其推广潜力持谨慎态度。

品种三：徽两优 6 号单产高，抗病性较强，米质较好，预计推广潜力超过 400 万亩。徽两优 6 号的区试亩产为 602 公斤，高于丰两优 1 号的 581 公斤。其抗病指标为 5，显著强于新两优 6 号的 6.6。其米质较好，与丰两优 1 号很接近。综合表现接近丰两优 1 号，预计推广潜力可达 500 万亩。

品种四：皖稻 153 单产较高，抗病性一般，米质较好，预计推广潜力接近 400 万亩。皖稻 153 的区试亩产为 581 公斤，与丰两优 1 号一致。其抗病指标为 5.9，与新两优接近，均弱于丰两优 1 号，强于新两优 6 号。其米质较好，略逊于丰两优 1 号。综合表现略弱于丰两优 1 号，但与新两优 6 号接近，预计推广潜力为 400 万亩。

品种五：Y 两优 1 号单产较高，抗病性较强，米质较好，预计推广潜力接近 500 万亩。Y 两优 1 号的区试亩产为 563 公斤，接近新两优 6 号的 572 公斤。其抗病性指标为 5.1，显著强于新两优 6 号的 6.6。其米质略优于新两优 6 号和皖稻 153。综合表现弱于丰两优 1 号，但是超过新两优 6 号，预计推广潜力接近 500 万亩。

品种六：C 两优 608 单产较高，抗病性较弱，米质差，预计推广潜力一般。C 两优 608 的区试亩产为 563 公斤，与 Y 两优 1 号一致。其抗病性指标为 6.6，与新两优 6 号一致。其米质在所有比较品种中排名倒数第二，我们对其推广潜力持谨慎态度。

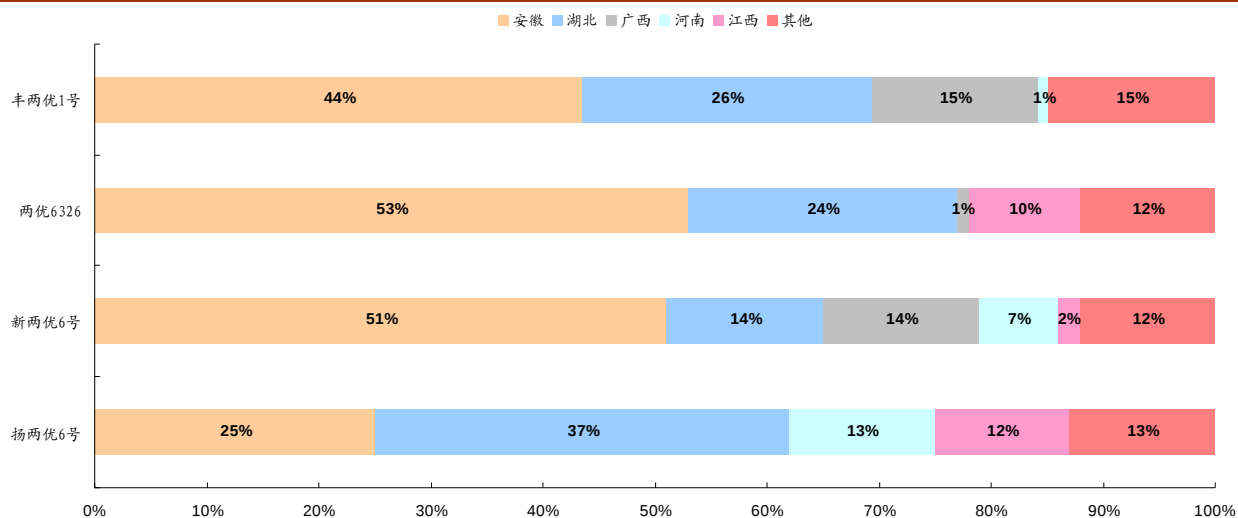
品种七：在中稻区，天优华占单产高，抗病性强，米质一般，预计推广潜力也较高。在长江中下游一季中稻的区试中天优华占的亩产为 597 公斤，略高于丰两优 1 号的 581 公斤。其抗病指标为 3.4 级，远高于其他品种。但其米质较一般，在所有比较品种中排名相对靠后，对其大面积推广有一定的影响。综合来看，天优华占在中稻区也属于综合表现靠前的品种。因此，天优华占在中稻区和晚稻区的总推广面积很可能将超过 600 万亩。

图表 47：主要水稻（中稻）种子品种推广面积估算

	新两优343	新两优223	徽两优6号	皖稻153	Y两优1号	C两优608	天优华占
区试单产水平（公斤/亩）	607	609	602	581	563	563	597
抗病性	6	6.2	5	5.9	5.1	6.6	3.4
米质	好	差	较好	较好	较好	差	一般
推广面积估算(万亩)	500	无法判断	>400	400	500	无法判断	>600

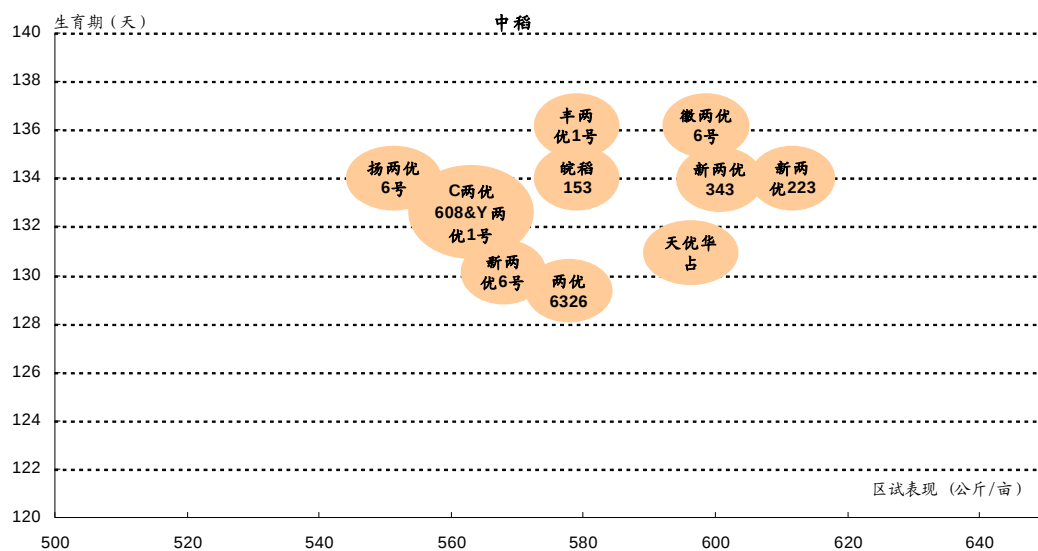
资料来源：中金公司研究部

图表 48: 主要水稻（中稻）种子品种推广范围



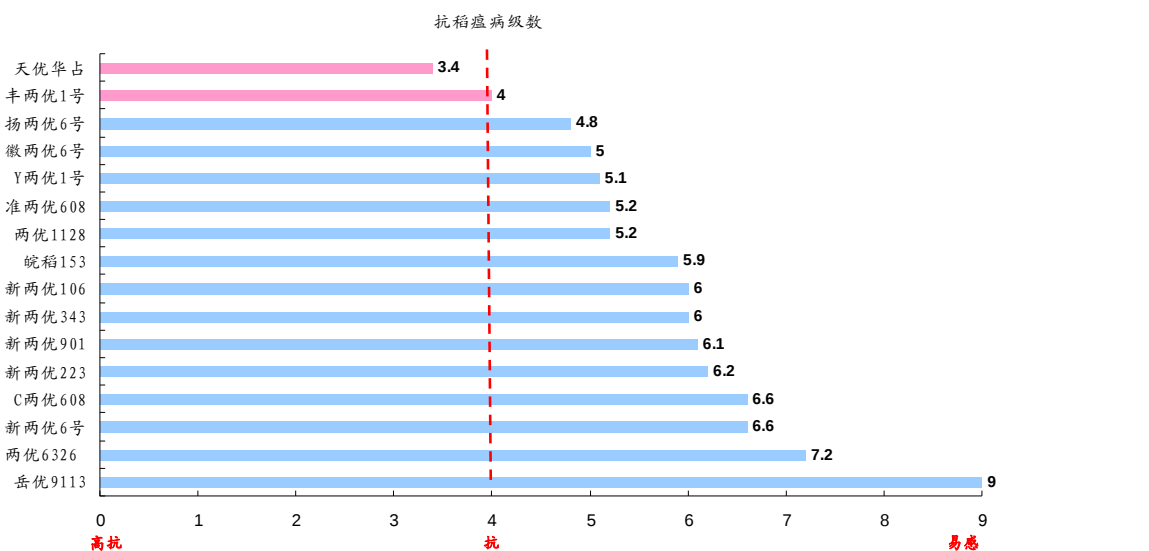
资料来源：全国农业技术推广服务中心，中金公司研究部

图表 49: 水稻（中稻）种子关键指标 - 区试表现&生育期



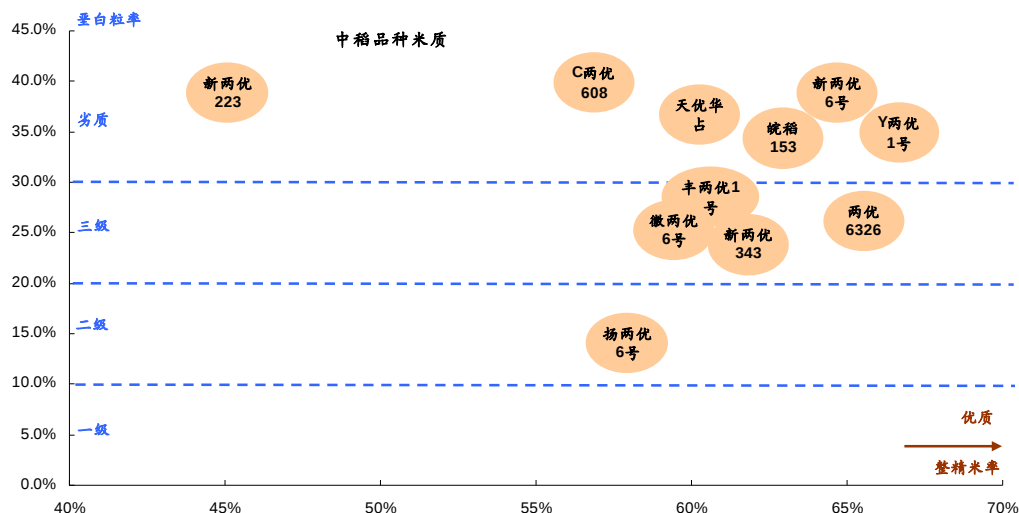
资料来源：全国农业技术推广服务中心，中金公司研究部

图表 50: 水稻种子关键指标 - 抗病性



资料来源：全国农业技术推广服务中心，中金公司研究部

图表 51: 水稻（中稻）种子关键指标 - 米质



资料来源：全国农业技术推广服务中心，中金公司研究部

图表 52: 水稻种子关键指标 - 亲本来源

	扬两优6号	新两优6号	两优6326	丰两优1号	新两优223	Y两优1号	新两优343	皖稻153	徽两优6号	C两优608	两优1128	天优华占	准两优608	岳优9113	新两优106	新两优901
母本来源	广占系	广占系	广占系	广占系	广占系	安农系	广占系	农垦系	农垦系	安农系	农垦系	天丰系	安农系	岳4A	广占系	广占系
是否属于不育系	是	是	是	是	是	是	是	是	是	是	是	是	是	是	是	是
品种	籼型两系杂 交水稻	籼型两系杂 交水稻	籼型两系杂 交水稻	籼型两系杂 交水稻	籼型两系杂 交水稻	籼型两系杂 交水稻	籼型两系杂 交水稻	籼型两系杂 交水稻	籼型两系杂 交水稻	籼型两系杂 交水稻	籼型两系杂 交水稻	三系杂交 稻组合	籼型两系杂 交水稻	三系杂交 稻组合	两系杂交 稻组合	两系杂交 稻组合
适宜范围	长江中下游 作一季中稻 种植	长江中下游 作一季中稻 种植	长江中下游 作一季中稻 种植	长江中下游 作一季中稻 种植	长江中下游 作一季中稻 种植/双季晚 稻种植	长江中下游 作一季中稻 种植	长江中下游 作一季中稻 种植	长江中下游 作一季中稻 种植	长江中下游 作一季中稻 种植	长江中下游 作一季中稻 种植	湖南省一 季晚稻种 植	长江中下 游作双季 晚稻种植	长江中下 游作双季 晚稻种植	长江中下 游作双季 晚稻种植	长江中下 游作双季 晚稻种植	长江中下 游作双季 晚稻种植

资料来源：全国农业技术推广服务中心，中金公司研究部

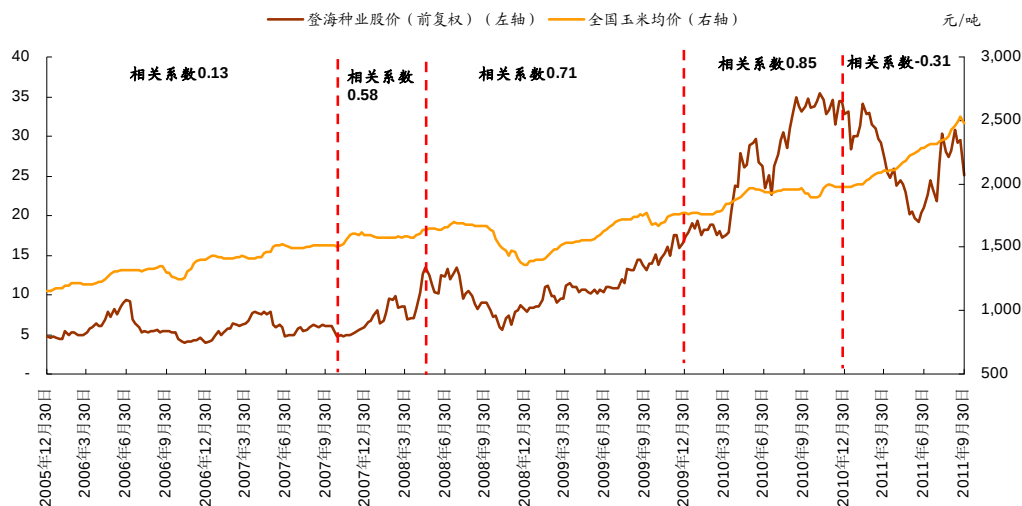
种业板块交易逻辑与合理估值

粮价与种业股价存在一定相关性，但这种关联性并不完美。

- **总体和长期来看，种业股价与粮食价格的相关性很高。**我们认为，原因是两方面的：第一，中国粮食的供求关系整体因为需求增速高于供应而日益趋紧，在此前提下粮食价格呈现持续走高的趋势。种子作为粮食生产的主要原材料之一，其价格随粮食价格的上升而上涨。第二，种业技术水平的提高是解决中国粮食安全问题的主要手段之一，因此种子的重要性随着粮食供求关系的趋紧而增加，而种业技术含量的提高会提升种业的定价能力，种子价格在技术推动下会有一个上升的趋势。
- **但这种关联并不完美。**我们认为，影响种业股价的因素较多，而粮食价格不能成为其中的唯一因素。粮食价格上涨给市场带来后期种子品种提价的预期，对种业股价有正面作用。但是同时粮食价格上涨的推动因素很可能是粮食减产的预期。如果粮食减产则意味着制种减产和种子生产成本的上升，对种业公司的业绩带来负面的影响。2010 年由于减产预期推动的粮食价格上涨就错误的引导了市场，而种业企业由于制种减产导致的 2011 年业绩下滑就是一个很好的案例，幸好 2011 年股价已经对此进行了及时的修正。

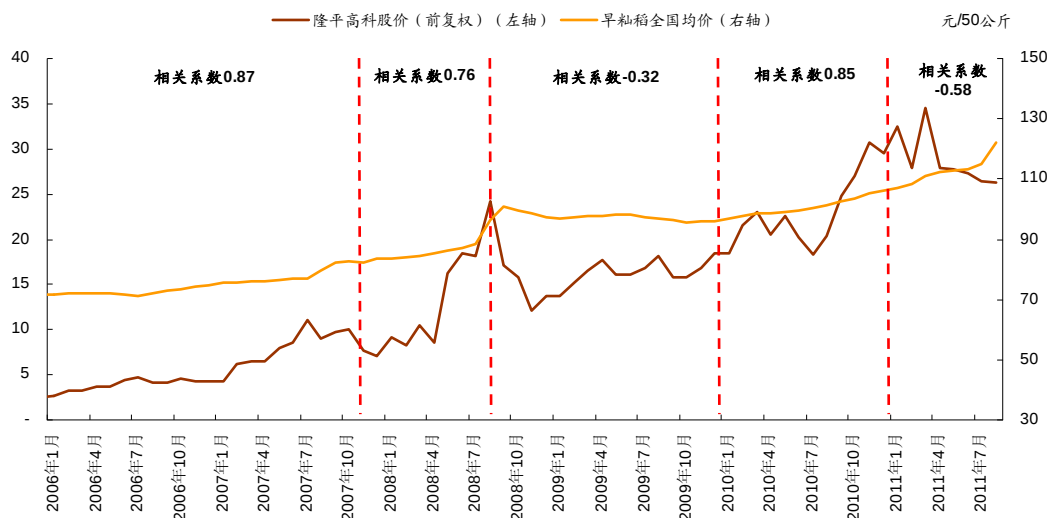
由此可见，种业股价应该是宏观粮价及其微观业绩的综合反映。

图表 53：玉米价格波动与登海种业相关性



资料来源：农业部，Wind，中金公司研究部

图表 54：水稻价格波动与隆平高科相关性



资料来源：农业部，Wind，中金公司研究部

新品种审定和推广预期与公司股价的关系

对种子来说优秀新品种的审定和推广不仅意味着预期毛利率的提升，也意味着销量的增长，因此理论上公司股价的表现与新品种的审定通过和市场对其推广潜力的预期应存在较高的相关性。我们选取一些通过国审和省审的玉米和水稻品种，观察其在通过审定前后相关公司的股价表现，发现了一些有趣的现象。

- ▶ **品种审定前，市场并不存在强烈预期。**我们分析的 9 个品种中有 6 个品种在其审定前三个月，相关公司股价没有跑赢种子板块。我们认为，这种市场预期的不强烈是由品种审定的较强专业性和品种试验表现的不确定性所决定的。所以品种审定给市场带来的影响更多的体现在品种审定之后。
- ▶ **品种审定后，玉米种子更可能对股价产生正面影响。**玉米品种登海 662，隆平 206 和鲁单 818 在通过审定后一年内，相关公司股价相对种业板块分别跑赢 57%，37%和 30%，而水稻品种 Y 两优 1 号，丰两优 1 号和荃银高科的三个国审品种在通过审定后一年内，相关公司股价相对种业板块分别跑输 32%，19%和 4%。我们认为，由于玉米单一品种的推广面积潜力远大于水稻，因此玉米品种通过审定后对公司业绩的潜在贡献大于水稻，因此玉米新品种审定对股价的正面影响大于水稻符合市场逻辑。
- ▶ **市场对品种审定的反应趋于理性和谨慎。**登海种业的先玉 335、登海 662 和登海 605 这三个品种审定后表现的巨大差异充分体现了市场对品种审定从忽视，到过度亢奋，再回归理性的过程。2006 年先玉 335 通过国审后没有给市场带来任何影响，然而先玉 335 的成功却超出了绝大多数人的预期。因为先玉 335 极为成功的先例，此后超级玉米品种登海 662 的审定通过激发了市场的热情。但是此后登海 662 低于预期的大田表现和市场表现再次打击了市场对新品种的信心，直接导致了登海 605 审定通过后市场的谨慎态度。相信此后新品种审定对市场的刺激作用整体趋于弱化，品种出色的实际大田表现才可能真正激发市场热情。

可见，市场并不简单炒作品种审定预期。尽管玉米品种审定通过更可能对股价产生正面影响，但对审定新品种的判断正变得更为理性。同时，市场对水稻品种审定又存在过于不重视的问题，忽视了后来大幅提升公司业绩的优秀品种的诞生可能给公司业绩带来的影响。

图表 55: 新品种审定与股价表现一览

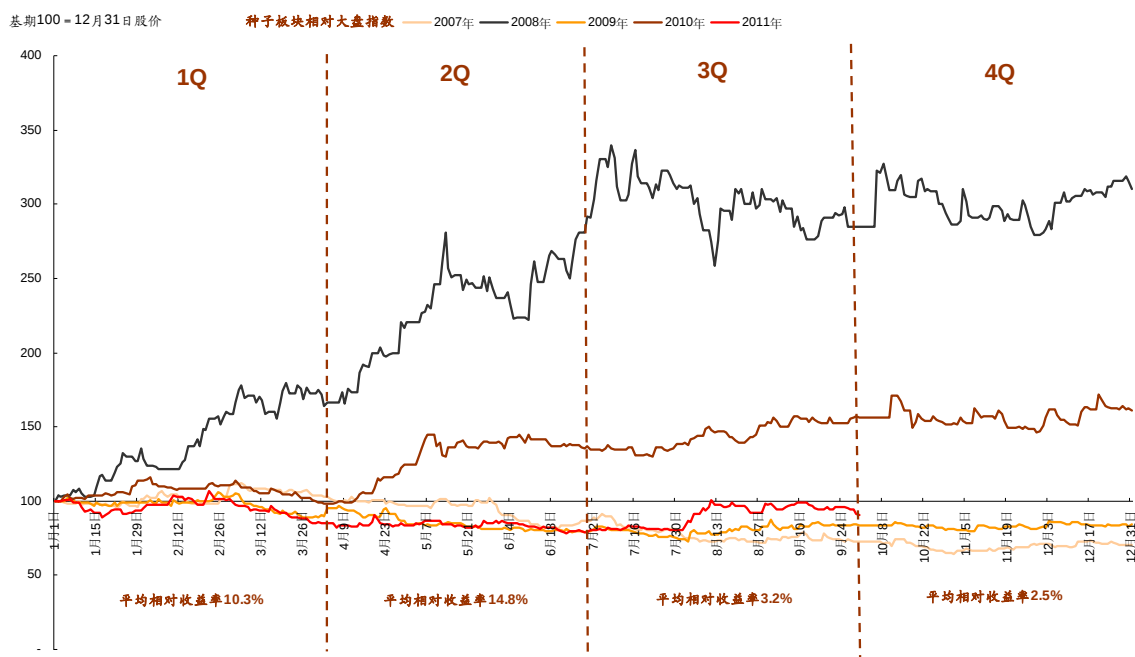
种子名称	品种	通过审定时间	国审/省审	审定前三月股价表现	同期种子板块表现	审定后一年股价表现	同期种子板块表现	审定后三个月股价表现	同期种子板块表现
先玉335	玉米	2006年9月	国审	-42%	-9%	11%	88%	-27%	-8%
登海605	玉米	2010年9月	国审	45%	46%	-26%	-20%	-2%	11%
登海662	玉米	2009年8月	国审	28%	8%	146%	89%	11%	17%
隆平高科 Y两优1号	水稻	2008年8月	国审	-3%	-19%	-10%	22%	-26%	-24%
隆平206	玉米	2007年5月	省审	44%	39%	95%	58%	-5%	-8%
丰乐种业 丰两优1号	水稻	2008年8月	国审	-33%	-19%	3%	22%	-13%	-24%
鲁单818	玉米	2010年5月	省审	-15%	10%	35%	5%	34%	18%
新两优223	水稻	2010年9月	国审						
荃银高科 新两优343	水稻	2010年9月	国审	26%	46%	-24%	-20%	58%	11%
新两优901	水稻	2010年9月	国审						
大北农 农华101	玉米	2010年9月	国审	31%	46%	-19%	-20%	-6%	11%

资料来源：公司公告，中金公司研究部

一、二季度板块股价表现相对较强

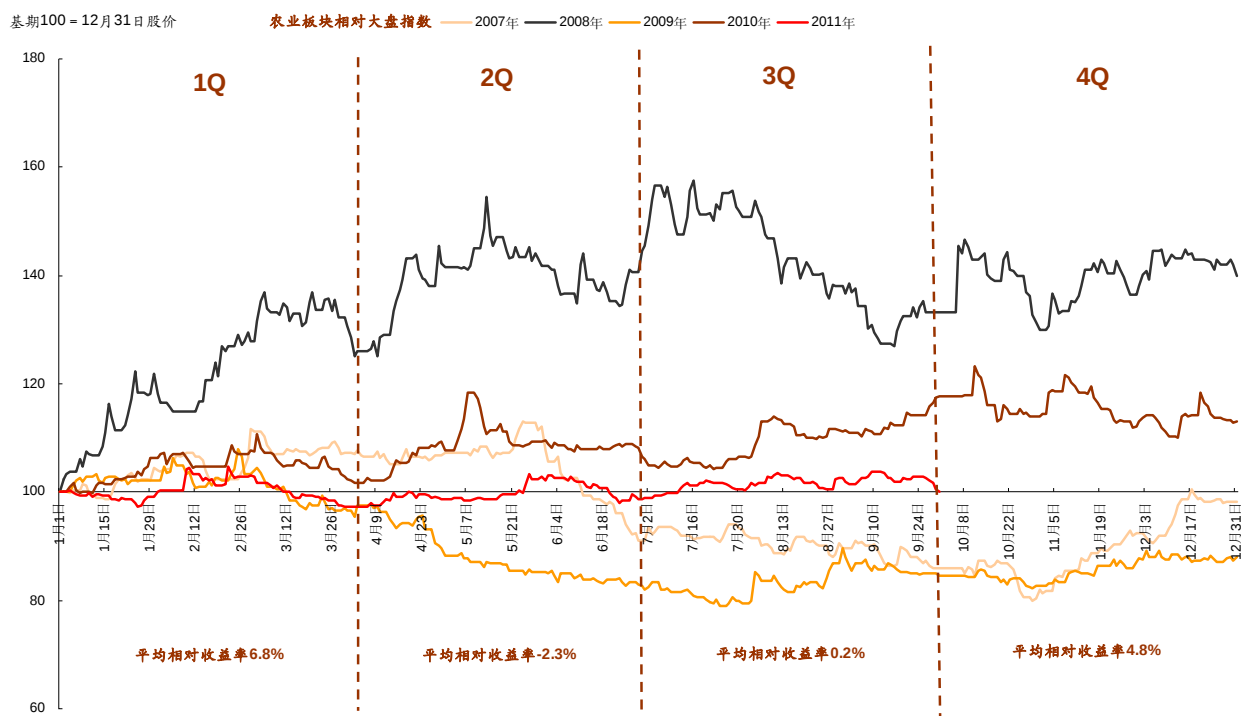
- 从过去五年的历史来看，农业板块整体表现一季度和四季度取得相对于大盘的较高相对收益，而二季度和三季度基本与大盘走势持平，这一点符合我们对农业板块季节性周期的通常判断。
- 种业板块的季节性表现与农业板块整体的季节性表现有较大差别。种业板块的相对收益往往集中出现在第一和第二季度，而在第三和第四季度却并没有超越农业板块的表现，这个发现与我们通常的理解有较大差异。
- 从历史经验来看，种业业绩的波动与种业股价相对于农业板块的波动有很强的相关性。而种业业绩的拐点通常先于种业股价相对表现拐点一个季度出现。
- 从季节性表现来看，种业板块似乎表现理性，股价相对表现往往出现在业绩表现之后。我们认为，2008年和2010年种业板块的相对表现固然有其特殊性，但是这也反映了市场对种业板块理解不深，业绩预测能力不强的事实。

图表 56: 种业板块股价季节性表现



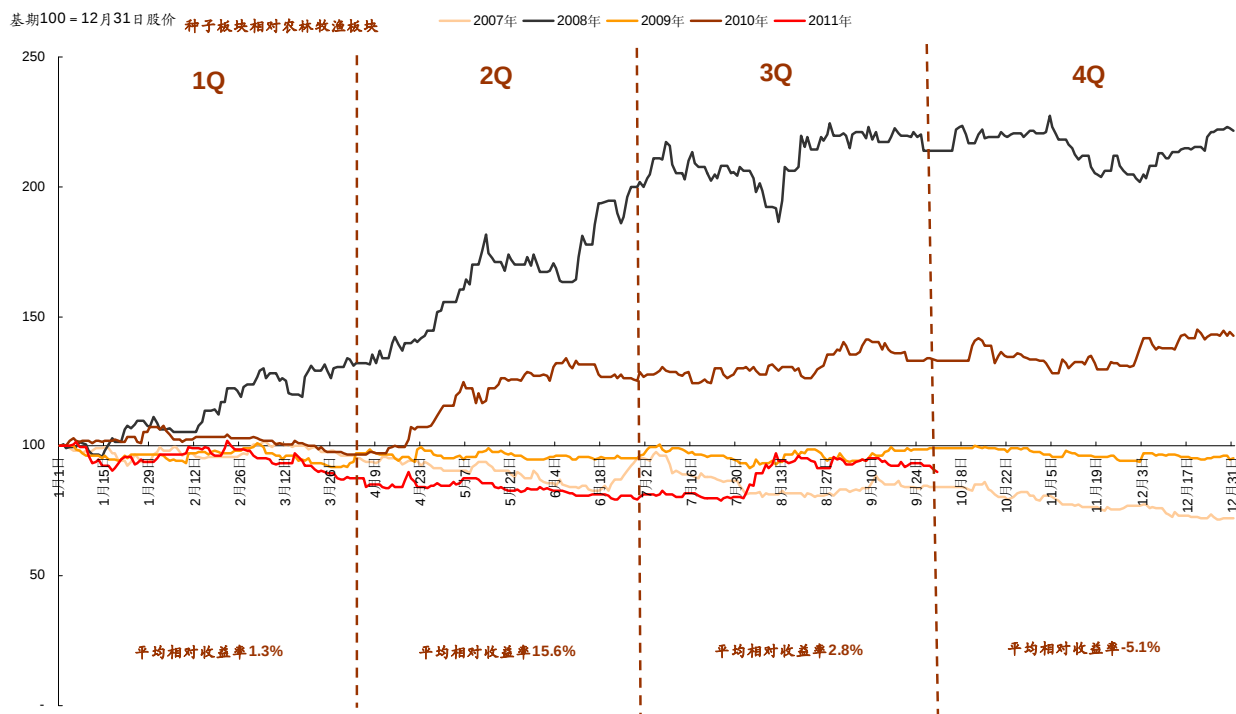
资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 57: 农业板块季节性表现



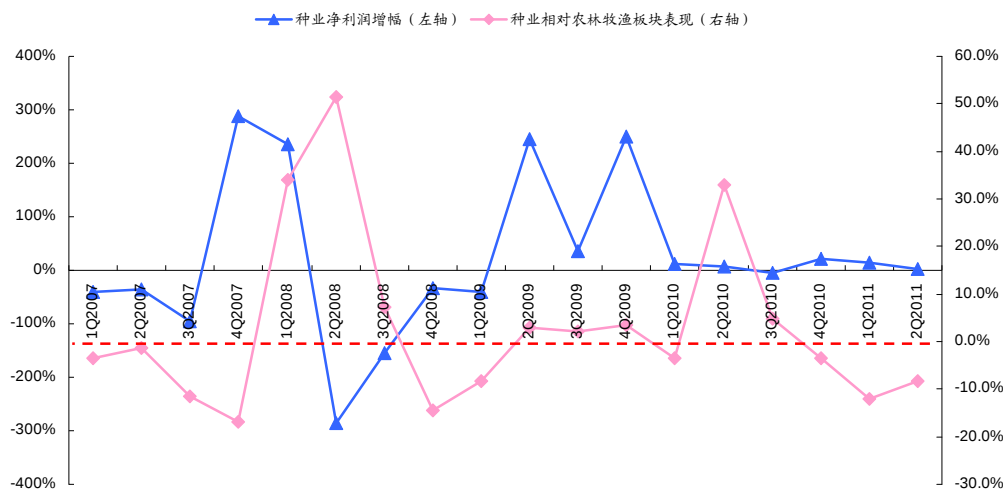
资料来源: Wind, 中金公司研究部

图表 58: 种业板块相对农业板块表现



资料来源: Wind, 中金公司研究部

图表 59: 种业业绩拐点先于种业股价拐点约一个季度



资料来源: Wind, 中金公司研究部

种业板块交投趋于理性，估值波幅持续收窄

从 PE 的角度来看，种业板块自 2007 年行业拐点出现以来的交易历史上，动态 PE 的波动区间为 37 至 140 倍。在板块发展逐渐走向成熟的过程中，市场对行业发展规律的认识和把握能力逐渐增强，市场趋向理性，具体表现为其 PE 波动区间逐渐收窄。

- ▶ 140 倍的极高动态 PE 出现在我们认为的种业板块发展的第一个阶段（初级阶段）。此阶段行业估值水平波动区间巨大，在此期间种业板块的平均 PE 水平为 65 倍。
- ▶ 73 倍的高 PE 水平出现在种业板块发展的第二个阶段（发展阶段）。此阶段随着市场对行业认知度的提高，行业估值水平波动区间大幅收窄，在此期间种业板块的平均 PE 水平为 53 倍。
- ▶ 我们认为种业板块目前已经发展到了第三个阶段（成熟阶段）。在此阶段种业平均动态 PE 水平的波动区间应进一步收窄，板块波动趋向理性，而且对农业股的整体溢价已经确立。另一方面，由于行业发展前景依然看好，因此其估值水平低于近五年历史波动最低点 37 倍水平的概率应很小。

图表 60: 种子板块 PE Band



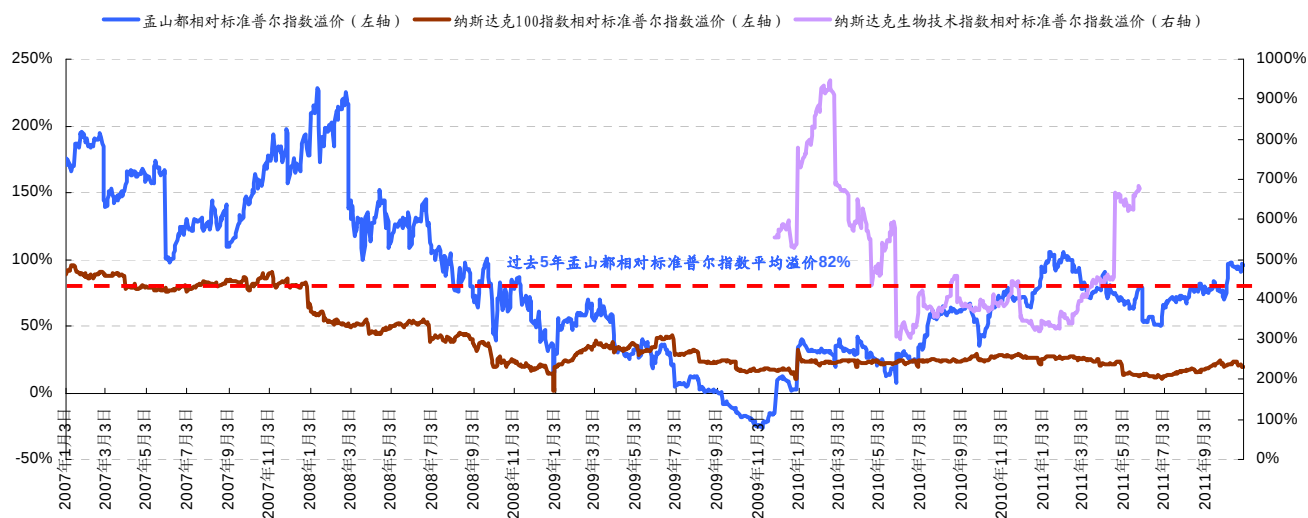
资料来源: Wind, 中金公司研究部

种业科技含量提高, 龙头企业估值或将持续看升

综上所述, 宏观粮价和微观因素共同主导种业公司股价走势, 板块一二季度股价表现相对较强。但是随着市场对行业理解程度的加深, 公司业绩可预见性的提高, 股价表现会与基本面趋于同步。但需注意, 粮价波动会是板块表现的短期风险。

在估值方面, 种业相对农业板块估值可以被用做考察种业估值水平的参考指标, 种业板块由于其技术含量的提高, 相对农业板块会持续存在较大溢价。而且种业科技含量提升及其广阔发展前景使得龙头企业合理估值存在被市场持续看高的可能, 而不再过分拘泥于短期业绩成长快慢及其与市场 and 传统行业间的比价关系, 国际种业巨头以及国内外其他依靠科技说话的产业能人的绝对估值水平及其相对市场估值地位提供了这方面有力的佐证。因此, 我们认为种业公司根据盈利增长预期 PEG 至少不应低于 1 倍, 对于业绩增长预期明确的龙头企业甚至适用 DCF 定价模型。

图表 61: 国际种业巨头及科技类板块整体估值溢价明显



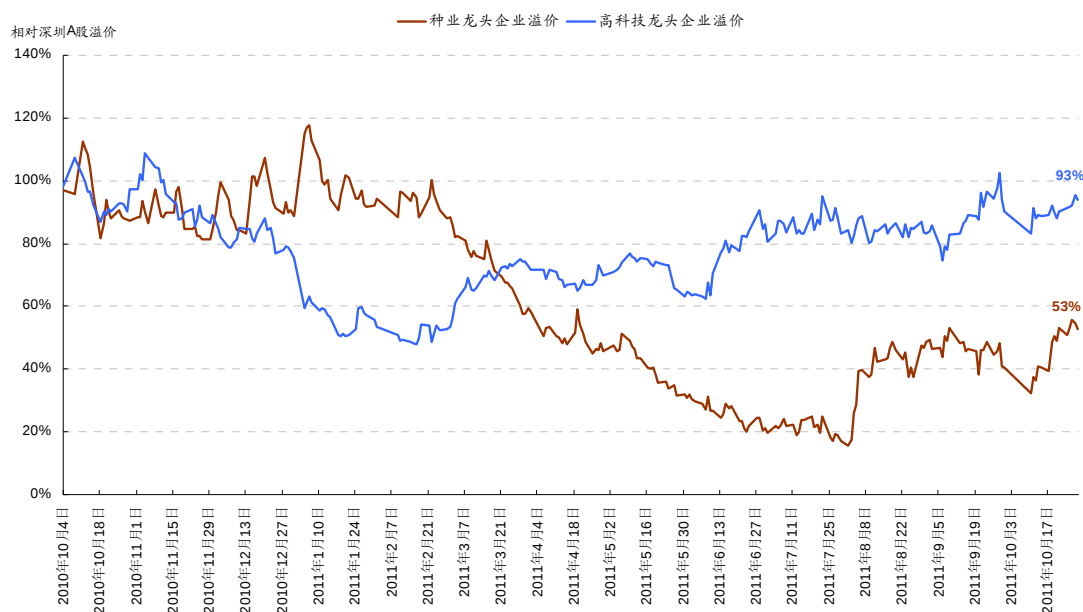
注 1: 标准普尔指数由 500 家美国上市公司构成, 涉及行业广泛;

注 2: 纳斯达克 100 指数包含 100 家高科技、高成长的非金融上市公司, 如微软、苹果等, 过去 5 年整体平均溢价为 40%。

注 3: 纳斯达克生物技术指数包含超过 100 家生物技术公司, 如全球生物制药巨头安进公司(Amgen), 过去 2 年指数平均溢价为 490%。(2009 年前市盈率为负值)

资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图表 62: 国内高科技龙头企业溢价领先国内种业公司



注 1: 种业龙头企业由隆平高科、荃银高科和登海种业组成, 过去一年相对深圳 A 股平均溢价 62%;

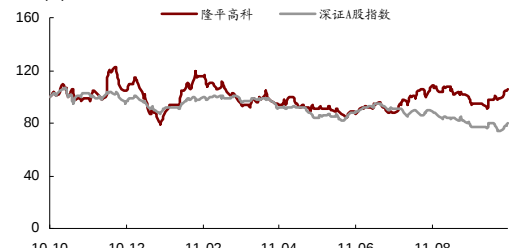
注 2: 高科技龙头企业由国内高分子材料、生物制药、软件设计、信息技术及航天技术领域的龙头企业组成, 包括天晟新材、天坛生物、亿阳信通、川大智胜和中国卫星, 过去一年相对深圳 A 股平均溢价 78%。

资料来源: Wind, 中金公司研究部

目前 A 股上市公司中涉足种业的主要有八家, 而我们根据主营业务集中度与行业竞争力两大指标, 有选择地覆盖其中的隆平高科, 荃银高科和登海种业三家。

隆平高科 (000998.SZ)：初始评级为“推荐”

图表 63：隆平高科主要财务，股票信息

(单位：人民币百万元)	2008 A	2009 A	2010 A	2011 E	2012 E	2013 E	A股	
主营业务收入	1,081	1,055	1,280	1,662	2,164	2,601	股票代码	000998 CH
(+/-%)	51.9	-2.5	21.4	29.8	30.2	20.2	当前股价	31.21
主营业务利润	239	274	372	561	792	989	日成交量 (百万股)	4.34
(+/-%)	43.1	14.7	35.9	50.8	41.2	24.9	52周最高价/最低价	Rmb36.98/22.5
净利润	44	48	75	130	229	298	总市值 (百万元)	8,651
(+/-%)	-11.3	10.7	54.0	73.8	76.5	30.1	发行股数 (百万股)	277
每股收益 (基本, 元)	0.17	0.17	0.27	0.47	0.83	1.07	其中：流通股 (百万股)	277
(+/-%)	-44.5	0.6	54.0	73.8	76.5	30.1	主要股东 (持股比例)	(%)
每股收益 (全面摊薄, 元)	0.16	0.17	0.27	0.47	0.83	1.07	长沙新大新威迈农业有限公司 (17.24)	
每股经营现金流 (元)	0.55	0.62	0.57	1.04	1.25	2.01		
市盈率 (倍)	197.6	178.5	115.9	66.7	37.8	29.1		
市净率 (倍)	9.5	9.1	8.7	7.8	6.5	5.3		
股价/经营现金	56.8	50.6	54.6	29.9	24.9	15.5		
EV/EBITDA (倍)	107.5	92.1	52.2	30.1	20.0	15.5		
净资产收益率 (%)	4.8	5.1	7.5	11.7	17.2	18.2		
投入资本回报率 (%)	5.3	4.2	5.9	8.7	12.7	14.1		
股息收益率 (%)	0.2	0.2	0.2	0.0	0.0	0.0		

资料来源：Wind，中金公司研究部

投资亮点

- **高瞻远瞩，合资搭建国际化育种平台，开创与国际种业巨头合作成立研发机构的先河，玉米事业稳步推进。**隆平高科与利马格兰在研发环节的深入合作是将国内种业公司“洋为中用”的战略发展到了一个新的高度。利马格兰在玉米育种领域存在优势，将陆续推出玉米新品种，目前其研发的玉米品种利合 16 和利合 616 正在审定和初步推广阶段。安徽隆平研发的隆平 206 市场反馈佳，而且今年是品种推广的第四年，进入品种推广面积快速增长的阶段，对公司业绩贡献大幅增加。
- **水稻种子步入高毛利时代，产品结构升级空间大。**过去水稻品种的毛利率较低。而水稻新品种在行业规范程度提高，下游客户规模提升和价值营销理念的推动下价格出现显著提升，推动公司水稻业务毛利率持续上升。目前高利润率的水稻品种的销售收入在公司销售收入中的比重仍然只有 8.9%，未来高毛利品种占比增加将进一步提升公司整体利润率水平。
- **少数股东权益收回的想象空间大。**公司旗下少数股东权益金额巨大，截止 2011 年，隆平高科的股本为 277.2 百万股，而少数股东权益也达到 239.82 百万股，少数股东损益占公司净利润的比重高达 44.6%。因此，部分或全部收回将直接大幅提升公司盈利水平。为了整合重组公司旗下各子公司的业务单元，将公司以品种为划分依据重新搭建运营管理平台，公司将持续推进少数股东权益收回的工作。

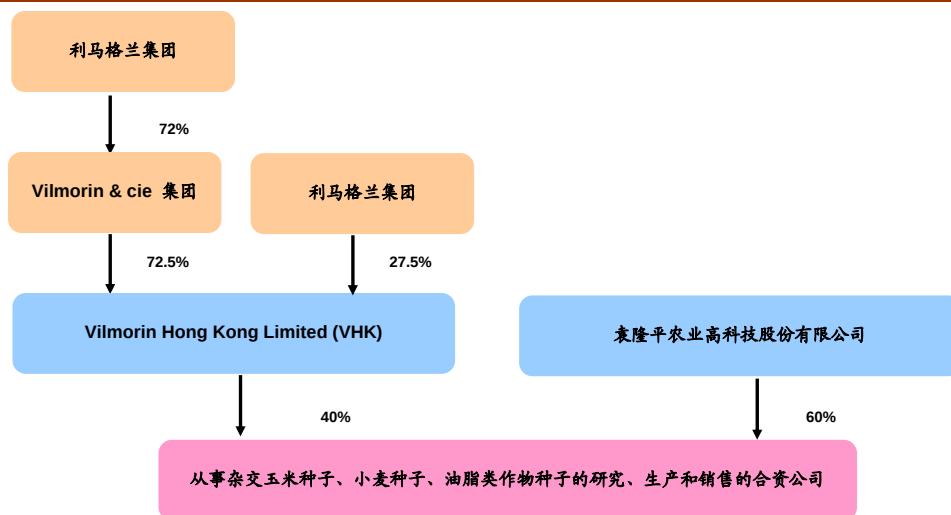
高瞻远瞩，合资搭建国际化育种平台，玉米事业稳步推进。

2011 年上半年，隆平高科与 Vilmorin & Cie 集团控股的 Vilmorin Hong Kong Limited 签署协议共同出资设立合资公司，开展杂交玉米种子的研发。Vilmorin & Cie 集团为法国利马格兰集团控股子公司，利马格兰是全球玉米种业综合研发实力排名前五的一流种子公司。这一合作意味着隆平高科成功将其杂交玉米种子的研发能力与国际一流水平实现对接。此前登海种业、敦煌种业与先锋公司的合作主要是推广销售先锋公司研发的品种，并不拥有品种所有权，并且合资双方在品种研发方面基本没有任何形式的合作关系。而隆平高科与利马格兰在研发环节的深入合作是将国内种业公司“洋为中用”的战略发展到了一个新的高度。我们认为，尽管相关育种体系的建设和平台的搭建还需要少量时间，但是借助国际领先种子企业的先进理念、管理水平，更重要的是丰富的种质资源，隆平高科在玉米种业领域的育种潜力不可忽视，未来推出优秀新品种的可能性大增。

另一方面，控股子公司安徽隆平育成的杂交玉米品种隆平 206 在 2007 年安徽省审定通过后，又相继通过了山东省、河北省的审定，并取得了河南省引种资格，因此几乎已经覆盖了夏播玉米主要播种区域，这四省的玉米播种面积接近 1.5 亿亩。目前隆平 206 已经进入推广的第四年，按照品种推广的历史经验，进入推广面积快速增长期。根据我们

对品种综合表现的判断，保守预计隆平 206 的推广面积有望达到 800 万亩，毛利率超过 60%。2010 年隆平 206 占公司玉米种子销售收入的 30%，玉米种子业务整体毛利率为 27%。排除北京屯玉并表的影响，如果看 2011 年中报数据，目前隆平 206 的销售收入占玉米种子销售收入的 73%，玉米种子业务整体毛利率为 50%。将来随着隆平 206 推广面积的增加，必然将带动公司玉米业务毛利率进一步向 60%靠拢，实现销量和利润率的双升。

图表 64：隆平高科与利马格兰合资公司股权结构



资料来源：公司公告，中金公司研究部

水稻种子步入高毛利时代，产品结构升级空间大。

公司能实现产品结构升级的第一个推动因素是：水稻种子新品种的毛利率水平显著提高。水稻种子业务传统上是属于相对低毛利的业务，但是随着市场规范度的提高，价值营销理念的推广，从 2010 年开始我们发现水稻种子业务的毛利率水平出现持续的上升。在这种趋势下，隆平高科的水稻种子业务毛利率水平从 2009 年中报的 26%，提升到 2010 年中报的 35%，再提升到 2011 年中报的 42%。

公司实现产品结构升级的第二个推动因素是：公司战略性的做减法，不以规模取胜，而主攻产品品质和提高市场定位。公司主动调整产品结构，集中公司人力、物力、财力重点推广高毛利品种，从而持续提升高毛利品种在销售收入中的占比。我们认为，随着 Y 两优 1 号，准两优 608，C 两优 608 和两优 1128 四大高毛利种子品种在公司销售收入中占比的逐步提高（目前仅占约 8%），公司水稻种子业务毛利率水平将继续提升，带动种子业务整体毛利率水平持续上升。

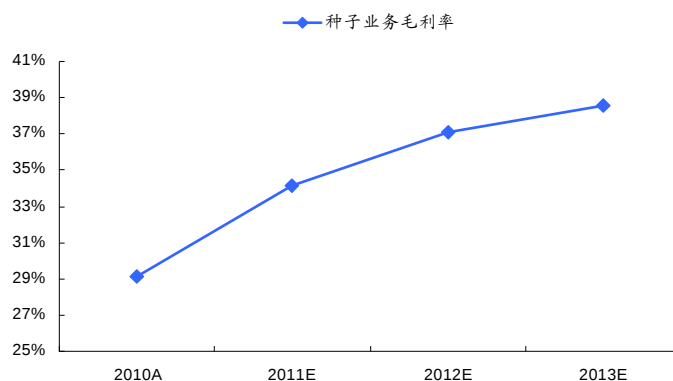
公司对高价优质新品种的营销还有利于帮助隆平高科摆脱过去市场对隆平种子产品相对低价走量的印象，使隆平的品牌回归其应有的领导者定位，重新在市场上树立“水稻种子，隆平造”的形象，进一步增加隆平高科水稻种子的提价能力，形成一个良性循环。

图表 65：隆平高科高毛利品种占种业收入比重

2010年	品种	占公司种业收入比重	毛利率	公司种业收入毛利率
	隆平206	8.0%	58%	
隆平高科	四大水稻品种	8.9%	57%	32%
	小计	16.9%	57%	

资料来源：中金公司研究部

图表 66: 隆平高科毛利率将稳步上升



资料来源：中金公司研究部

少数股东权益收回的想象空间大。

为了更好的统筹运作公司的内部资源，隆平高科计划逐步收回控股子公司的少数股东权益，通过集团统一整合最终形成类似于事业部制的分品种垂直管理体系。这种以品种为划分依据实行育、繁、推一体化垂直管理的模式能减少不同子公司对同类业务的重复投入，对公司的运营效率是极大的提高。

少数股东权益收回对公司业绩增长产生潜在的巨大贡献。尤其是以水稻种子研发生产经营为主的湖南隆平，以玉米种子研发生产经营为主的安徽隆平，以三系水稻种子生产经营为主的四川隆平和以辣椒业务为主的新疆隆平，这四家公司占据了少数股东权益的多数，比重达到 88%，占少数股东损益的 70% 左右，是少数股东权益的主要部分。根据我们估算，目前上述四家公司对应的少数股东权益总数约为 2.1 亿元，如果以现金方式收回四家的少数股东损益，预计对每股收益的潜在贡献达 0.37 元（2012 年）和 0.46 元（2013 年）。如果将少数股东权益全部收回，则潜在对每股收益的贡献为 0.49 元（2012 年）和 0.65 元（2013 年）。

图表 67: 隆平高科少数股东权益收回对 EPS 影响测算

公司	隆平高科股权比例	少数股东权益（百万元）		少数股东损益（百万元）	
		2010年	2012E	2012E	2013E
湖南隆平种业有限公司	55%	81.5	25	30	
新疆隆平高科红安种业有限责任公司	64%	58.9	25	30	
四川隆平高科种业有限公司	52%	35.1	17	22	
安徽隆平高科种业有限公司	65%	35.0	35	45	
合计		210.4	101.6	127.1	
占公司少数股东比重		88%	75%	70%	
收回四家少数股东权益对EPS影响			0.37元	0.46元	
收回全部少数股东权益对EPS影响			0.49元	0.65元	

资料来源：中金公司研究部

财务

- ▶ 假设水稻品种 Y 两优 1 号 2011 年、2012 年和 2013 年的推广面积分别达到 300 万亩、400 万亩和 500 万亩。根据历年的确认惯例，我们按照 56% 和 44% 的比例确认当年四季度和下年一季度的销量。因此预计 Y 两优 1 号 2011 年、2012 年和 2013 年的销量分别为 216 万公斤、344 万公斤和 444 万公斤。
- ▶ 假设准两优 608、C 两优 608 和两优 1128 在 2011 年、2012 年和 2013 年的推广面积总量分别达到 500 万亩、630 万亩和 760 万亩。按照与 Y 两优 1 号同样的确认比例，预计这三个水稻主推品种 2011 年、2012 年和 2013 年的销量分别为 304 万公斤、555 万公斤和 684 万公斤。
- ▶ 基于公司更多专注与调整升级产品结构而不是扩大总销量的判断，假设水稻种子的总销量在 2011 年、2012 年和 2013 年分别达到 3300 万公斤、3500 万公斤、3600 万公斤
- ▶ 基于公司通过产品结构升级逐步提升毛利率的判断，假设杂交水稻种子业务毛利率在 2011 年、2012 年和 2013 年分别达到 40.3%、43.1% 和 45%。
- ▶ 假设玉米品种隆平 206 在 2011 年、2012 年和 2013 年的推广面积分别达到 533 万亩、667 万亩和 800 万亩。根据历年的销售确认惯例，我们按照 40% 和 60% 的比例确认当年四季度和下年一季度的销量。因此预计隆平 206 在 2011 年、2012 年和 2013 年的销量分别为 640 万公斤、920 万公斤和 1120 万公斤。
- ▶ 由于利合 16 的大规模推广还没有展开，因此我们相对保守预测其推广面积增长速度。假设利合 16 在 2011 年、2012 年和 2013 年的推广面积分别达到 100 万亩、150 万亩和 200 万亩，则对应销量分别为 44 万公斤、122 万公斤和 172 万公斤。利合 16 的销售价格较高，假设分别为 40 元/公斤、42 元/公斤和 45 元/公斤。
- ▶ 假定公司玉米种子业务毛利率水平在 2011 年、2012 年和 2013 年分别达到 50%、54% 和 55%。

估值

当前股价下，公司对应 2012 年每股收益的动态 PE 为 37.8 倍（假设公司全部收回少数股东权益，2012 年对应 PE 为 23.7 倍），低于过去五年行业最低 40 倍的动态 PE 5.5%。公司动态市盈率过去五年的最低值为 33 倍，平均动态市盈率为 65 倍。目前股价下，公司 12 个月动态估值相对于 A 股农业板块 44 倍的均值几乎没有任何溢价，DCF 模型显示当前股价有 30% 以上上升空间。总体来看，在不考虑少数股东权益收回的前提下，公司估值水平已具吸引力，若考虑到公司未来少数股东权益收回的可能性，估值吸引力更大，故给予初始评级为“推荐”。

风险

- ▶ 品种推广面积和销量增长低于预期
- ▶ 自然灾害导致制种减产，生产成本增加
- ▶ 行业性供求关系变化导致种子提价难度增加

图表 68: 隆平高科历史和预测的财务指标

(单位: 人民币百万元)	2008 A	2009 A	2010 A	2011 E	2012 E	2013 E
损益表						
主营业务收入	1,081	1,055	1,280	1,662	2,164	2,601
主营业务利润	239	274	372	561	792	989
营业费用	-102	-96	-110	-146	-188	-226
管理费用	-95	-117	-129	-166	-212	-250
营业利润	42	60	133	249	392	513
财务费用	-29	-20	-25	-26	-28	-29
资产减值损失	-12	-20	-12	-5	-5	-5
税前利润	72	83	141	243	384	504
净利润	44	48	75	130	229	298
每股盈利 (元)	0.17	0.17	0.27	0.47	0.83	1.07
每股股利 (元)	0.07	0.07	0.05	-	-	-
现金流量表						
经营活动现金流净额	152	171	158	289	347	557
投资活动现金流净额	-203	-97	-156	-106	-106	-106
融资活动现金流净额	-49	177	-73	-40	-28	-29
货币资金增加额	-100	251	-71	144	213	422
货币资金期初余额	432	332	583	550	693	907
货币资金期末余额	332	583	512	693	907	1,328
资产负债表						
货币资金	332	608	550	693	907	1,328
应收帐款	117	106	158	182	237	285
存货	576	678	761	814	940	971
长期投资合计	115	115	180	180	180	180
固定资产合计	229	304	350	430	505	576
无形资产及其他资产	153	187	206	200	183	166
资产合计	1,900	2,204	2,442	2,767	3,290	3,908
短期借款	457	680	688	688	688	688
应付帐款	113	109	106	136	169	199
应付股利	1	1	1	1	1	1
应交税金	-9	-12	-11	-13	-16	-19
长期借款	-	-	-	-	-	-
股本	252	277	277	277	277	277
储备和未分配利润	660	670	712	828	1,057	1,355
负债和所有者权益合计	1,900	2,204	2,442	2,767	3,290	3,908

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 69: 隆平高科盈利预测及主要假设

	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
杂交水稻种子							
营业收入 (百万元)	348	477	514	552	847	1,093	1,285
(+/-%)	-27.9%	36.9%	7.7%	7.5%	53.4%	29.0%	17.6%
营业成本 (百万元)	257	346	334	357	506	622	706
(+/-%)	-31.2%	34.9%	-3.5%	6.8%	41.8%	22.9%	13.6%
毛利 (百万元)	92	131	180	195	341	471	579
(+/-%)	-16.8%	42.7%	37.2%	8.8%	74.7%	38.1%	22.8%
毛利率	26.3%	27.5%	35.0%	35.4%	40.3%	43.1%	45.0%
占营业收入比重	48.9%	44.1%	48.7%	43.1%	51.0%	50.5%	49.4%
占营业利润比重	54.7%	54.6%	65.3%	52.5%	60.8%	59.5%	58.5%
玉米种子							
营业收入 (百万元)	50	83	71	269	257	377	486
(+/-%)	-40.8%	67.8%	-14.5%	277.9%	-4.6%	46.9%	28.8%
营业成本 (百万元)	38	62	55	196	128	173	218
(+/-%)	-34.8%	62.1%	-11.4%	256.4%	-34.8%	35.9%	25.8%
毛利 (百万元)	11	21	16	73	129	204	268
(+/-%)	-54.8%	86.9%	-23.5%	350.2%	75.9%	57.7%	31.3%
毛利率	23.0%	25.6%	22.9%	27.3%	50.3%	54.0%	55.1%
占营业收入比重	7.0%	7.7%	6.8%	21.0%	15.5%	17.4%	18.7%
占营业利润比重	6.8%	8.9%	5.9%	19.7%	23.0%	25.7%	27.1%
蔬菜瓜果种子							
营业收入 (百万元)	42	55	40	47	50	55	60
(+/-%)	-55.1%	31.6%	-27.0%	17.3%	6.8%	10.0%	9.1%
营业成本 (百万元)	26	26	23	19	20	22	24
(+/-%)	-62.6%	2.6%	-11.6%	-18.8%	6.2%	10.0%	9.1%
毛利 (百万元)	16	28	17	28	30	33	36
(+/-%)	-34.0%	78.1%	-41.2%	67.4%	7.2%	10.0%	9.1%
毛利率	38.4%	51.9%	41.9%	59.8%	60.0%	60.0%	60.0%
占营业收入比重	5.8%	5.1%	3.8%	3.7%	3.0%	2.5%	2.3%
占营业利润比重	9.5%	11.8%	6.1%	7.5%	5.3%	4.2%	3.6%
小麦种子							
营业收入 (百万元)	n.a	n.a	87	78	85	90	95
(+/-%)	n.a	n.a	n.a	-10.5%	8.6%	5.9%	5.6%
营业成本 (百万元)	0	0	80	69	75	80	85
(+/-%)	n.a	n.a	n.a	-13.1%	8.1%	6.7%	6.3%
毛利 (百万元)	n.a	n.a	8	9	10	10	10
(+/-%)	n.a	n.a	n.a	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	n.a	n.a	8.8%	11.4%	11.8%	11.1%	10.5%
占营业收入比重	n.a	n.a	8.3%	6.1%	5.1%	4.2%	3.7%
占营业利润比重	n.a	n.a	2.8%	2.4%	1.8%	1.3%	1.0%
棉花、油菜及其他种子							
营业收入 (百万元)	n.a	n.a	50	48	60	80	100
(+/-%)	n.a	n.a	n.a	-3.7%	24.7%	33.3%	25.0%
营业成本 (百万元)	n.a	n.a	39	36	45	60	75
(+/-%)	n.a	n.a	n.a	-6.4%	24.3%	33.3%	25.0%
毛利 (百万元)	n.a	n.a	11	12	15	20	25
(+/-%)	n.a	n.a	n.a	5.5%	26.1%	33.3%	25.0%
毛利率	n.a	n.a	22.6%	24.7%	25.0%	25.0%	25.0%
占营业收入比重	n.a	n.a	4.7%	3.8%	3.6%	3.7%	3.8%
占营业利润比重	n.a	n.a	4.1%	3.2%	2.7%	2.5%	2.5%
干辣椒及辣椒制品							
营业收入 (百万元)	105	130	173	225	300	400	500
(+/-%)	n.a	24.1%	32.8%	30.4%	33.3%	33.3%	25.0%
营业成本 (百万元)	82	107	134	179	270	352	435
(+/-%)	n.a	295.5%	-50.0%	-74.3%	11.3%	5.6%	5.3%
毛利 (百万元)	23	23	39	46	30	48	65
(+/-%)	n.a	1.2%	67.8%	20.3%	-35.5%	60.0%	35.4%
毛利率	21.7%	17.7%	22.4%	20.7%	10.0%	12.0%	13.0%
占营业收入比重	14.7%	12.0%	16.4%	17.6%	18.0%	18.5%	19.2%
占营业利润比重	13.6%	9.6%	14.1%	12.5%	5.3%	6.1%	6.6%
营业收入 (百万元)	712	1,081	1,055	1,280	1,662	2,164	2,601
营业成本 (百万元)	544	841	780	908	1,101	1,372	1,612
毛利 (百万元)	168	240	275	373	561	792	989
毛利率	24%	22%	26%	29%	34%	37%	38%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 70: 隆平高科 DCF 模型分析

人民币：百万元	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
息税前利润	392	513	616	739	887	1,064	1,277	1,533	1,686	1,855
同比变化 (%)		31.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	10.0%	10.0%
自由现金流	90	337	404	485	582	699	838	1,006	1,107	1,217
同比变化 (%)		272.8%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	10.0%	10.0%
期末增长率		2.0%								
加权资本成本		9.4%								
税后债务成本率		4.5%								
股本成本率		12.6%								
无风险回报率		3.5%								
风险补偿率		7.0%								
Beta 系数		1.3								
最优资本结构		40.0%								
自由现金流贴现值										3,725
期末价值折现金额										7,540
企业价值										11,265
净现金 (债务)										112
权益价值										11,377
每股价值										41.04

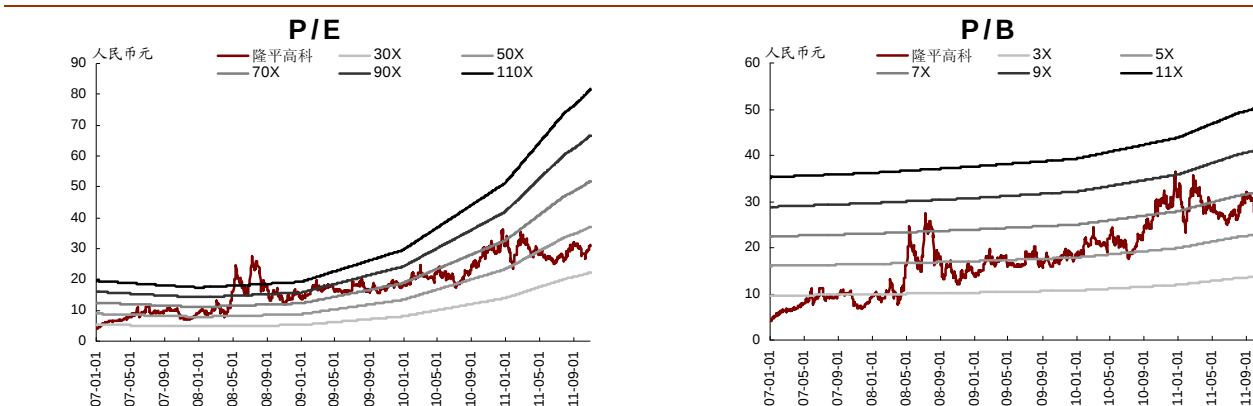
资料来源：中金公司研究部

图表 71: 可比公司估值

板块	公司	代码	总市值	市盈率				市净率				净资产收益率 (%)				股息收益率 (%)				EV/EBITDA			
2011-10-28			百万美元	2010	2011E	2012E	2013E	2010	2011E	2012E	2013E	2010	2011E	2012E	2013E	2010	2011E	2012E	2013E	2010	2011E	2012E	2013E
国际种业公司	MONSANTO	MON US EQUITY	39,688	24.7	21.5	18.5	16.1	3.4	3.2	3.0	2.7	13.9	14.8	16.0	16.7	1.5	1.7	1.8	1.8	12.6	11.3	10.2	9.3
	SYNGENTA	SYNN VX EQUITY	29,423	20.8	16.1	14.4	13.0	3.4	3.6	3.2	2.8	16.6	22.1	22.0	21.7	2.2	2.6	2.8	3.2	11.9	10.1	9.2	8.5
	KWS SAAT	KWS GR EQUITY	1,404	14.3	14.5	13.4	12.7	1.9	1.7	1.5	1.4	13.1	11.8	11.4	11.1	1.3	1.6	1.7	1.6	9.8	7.4	6.9	6.5
中金覆盖的A股种业公司	平均值			19.9	17.4	15.4	13.9	2.9	2.8	2.6	2.3	14.5	16.2	16.5	16.5	1.7	1.9	2.1	2.2	11.4	9.6	8.8	8.1
	中值			20.8	16.1	14.4	13.0	3.4	3.2	3.0	2.7	13.9	14.8	16.0	16.7	1.5	1.7	1.8	1.8	11.9	10.1	9.2	8.5
	隆平高科	000998.SZ	1,363	115.9	66.7	37.8	29.1	8.7	7.8	6.5	5.3	7.5	11.7	17.2	18.2	0.2	0.0	0.0	0.0	52.2	30.1	20.0	15.5
	荃银高科	300087.SZ	282	54.6	61.6	29.0	14.6	3.2	3.2	2.9	2.4	5.9	5.1	9.8	16.3	0.9	0.0	0.0	0.0	47.9	46.2	20.7	10.4
	登海种业	002041.SZ	1,661	50.5	44.7	32.2	23.7	11.3	9.3	7.2	5.5	22.4	20.8	22.4	23.3	0.3	0.0	0.0	0.0	21.8	22.0	17.0	13.4
其它A股种业公司	平均值			73.7	57.7	33.0	22.5	7.8	6.8	5.5	4.4	11.9	12.6	16.5	19.3	0.5	0.0	0.0	0.0	40.6	32.8	19.2	13.1
	中值			54.6	61.6	32.2	23.7	8.7	7.8	6.5	5.3	7.5	11.7	17.2	18.2	0.3	0.0	0.0	0.0	47.9	30.1	20.0	13.4
	敦煌种业	600354.SH	641	50.4	28.4	19.7	14.9	4.0	3.2	3.0	2.6	12.5	13.5	17.2	19.0	0.0	0.3	5.1	6.2	10.4	8.1	6.0	4.6
	万向德农	600371.SH	355	54.0	n.a	n.a	n.a	6.0	n.a	n.a	n.a	12.2	n.a	n.a	n.a	0.0	n.a	n.a	n.a	26.2	n.a	n.a	n.a
	丰乐种业	000713.SZ	647	42.6	38.3	29.3	22.7	3.7	3.5	3.3	3.0	11.5	9.3	11.3	13.6	0.0	0.4	0.7	0.9	24.1	35.8	28.3	22.5
A股种业公司	神农大丰	300189.SZ	455	46.9	32.2	23.7	20.5	2.3	6.6	5.2	4.1	19.6	20.6	21.9	20.3	0.0	0.0	0.0	0.0	40.3	24.5	17.6	15.2
	平均值			48.5	33.0	24.2	19.4	4.0	4.5	3.8	3.3	14.0	14.5	16.8	17.6	0.0	1.2	1.9	2.4	25.3	22.8	17.3	14.1
	中值			48.7	32.2	23.7	20.5	3.9	3.5	3.3	3.0	12.4	13.5	17.2	19.0	0.0	0.4	0.7	0.9	25.1	24.5	17.6	15.2
	平均值			59.3	45.3	28.6	20.9	5.6	5.6	4.7	3.8	13.1	13.5	16.6	18.5	0.2	0.6	1.0	1.2	31.8	27.8	18.3	13.6
	中值			50.5	41.5	29.2	21.6	4.0	5.1	4.2	3.6	12.2	12.6	17.2	18.6	0.0	0.0	0.0	0.0	26.2	27.3	18.8	14.3

资料来源：彭博资讯，Wind，中金公司研究部

图表 72: 隆平高科历史 P/E 和 P/B

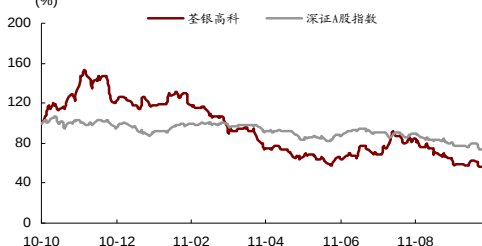


资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

荃银高科 (300087.SZ): 初始评级为“推荐”

图表 73: 荃银高科主要财务, 股票信息

(单位: 人民币百万元)	2009 A	2010 A	2011 E	2012 E	2013 E		A股
主营业务收入	164	180	265	396	588	股票代码	300087 CH
(+/-%)	33.8	10.2	46.9	49.7	48.4	当前股价	16.94
主营业务利润	70	73	110	177	290	日成交量 (百万股)	5
(+/-%)	33.9	4.2	51.2	60.8	63.7	52周最高价/最低价	Rmb40.5/13.93
净利润	34	33	29	62	122	总市值 (百万元)	1,789
(+/-%)	38.1	-3.1	-11.5	112.6	98.1	发行股数 (百万股)	106
每股收益 (基本, 元)	0.85	0.62	0.27	0.58	1.16	其中: 流通股 (百万股)	48
(+/-%)	4.6	-27.3	-55.7	112.6	98.1	主要股东 (持股比例)	张琴 (8.77%)
每股收益 (全面摊薄, 元)	0.32	0.31	0.27	0.58	1.16		
每股经营现金流 (元)	0.10	-0.23	0.63	0.51	1.36		
市盈率 (倍)	52.9	54.6	61.6	29.0	14.6		
市净率 (倍)	20.4	3.2	3.2	2.9	2.4		
股价/经营现金	174.2	-73.0	26.9	33.4	12.4		
EV/EBITDA (倍)	38.6	47.9	46.2	20.7	10.4		
净资产收益率 (%)	38.7	5.9	5.1	9.8	16.3		
投入资本回报率 (%)	27.9	5.5	4.4	9.2	15.7		
股息收益率 (%)	0.0	0.9	0.0	0.0	0.0		



资料来源: Wind, 中金公司研究部

投资亮点

- 水稻品种储备极为丰富, 推广面积增长潜力巨大。**公司旗下共拥有 6 个优秀的水稻品种为公司业绩快速增长提供保障, 其中 5 个品种为国审品种, 有两个品种的推广面积超过 400 万亩, 分列了全国水稻品种推广面积前五名。公司自主研发的新两优 6 号为目前公司业绩的主要贡献者, 其 2009 年的推广面积突破 300 万亩, 跻身全国五强之列, 2010 年推广面积进一步扩大至 400 万亩以上, 预计 2011 年推广面积突破 500 万亩。子公司欣隆种业的两优 6326 的推广面积也属全国五强之列, 这一品种一旦开始生产销售将为公司业绩提供确定性的增量。而最新审定通过和收购获得的新两优 343, 徽两优 6 号, 皖稻 153 以及新两优 223 的推广潜力也较大。这 6 个品种的合计推广潜力达到 2500 万亩左右, 为公司打开了巨大的成长空间。
- 水稻种子步入高毛利时代, 产品结构升级空间很大。**公司目前的盈利仍主要依赖新两优 6 号, 未来其他高毛利品种销售占比提高, 整体毛利率提升空间较大。我们保守估计公司未来重点销售的两优 6326 和新两优 343 等品种的毛利率水平可能达到 55%, 远高于 2010 年全年水稻业务 40% 的毛利率水平。由于两优 6326 已经是推广面积很大的成熟品种, 公司 2010 年底取得品种经营权之后今年是制种和销售的第一年, 而新两优 343 等其他品种的推广也有一个逐渐放量的过程, 因此随着这些新品种潜在毛利率的实现和销售占比的提升, 公司水稻业务毛利率将持续上升。
- 收购辽宁铁研种业 54.05% 股权, 玉米业务拓展取得实质性突破。**公司收购铁研种业的最重要意义就是: 铁岭农科院的丰富的玉米种质资源和品种储备, 可以确保公司的相关资质满足农业最新的《农作物生产经营许可管理办法》中对育、繁、推一体化生产经营资格的要求, 保证公司拓展玉米事业的进程不受影响。另外, 铁研种业在今年的全国种子双交会上参展的玉米区试品种初步展现出较强的实力, 未来公司依托铁研种业的研发能力加快玉米业务拓展的确定性大幅提高。
- 2011 年业绩基数低, 未来业绩增长弹性巨大。**公司 2010 年净利润约为 3100 万元, 根据我们的测算, 2011 年预计净利润为 2900 万元, 业绩触底。如果几个优秀的水稻品种未来推广进度达到预期, 则公司业绩将实现快速反弹。

水稻品种储备极为丰富，推广面积增长潜力巨大。

公司目前拥有的水稻储备品种包括两优 6326，新两优 343，新两优 223，徽两优 6 号，皖稻 153 等优秀品种，我们估计这些品种的合计推广潜力将超过 2000 万亩，潜在为公司贡献巨大利润。荃银高科目前主推水稻品种为新两优 6 号，目前其市场推广面积超过 500 万亩，是在所有水稻品种中排名前三的大品种，市场影响力大。荃银高科水稻品种的影响力为公司优秀新品种的推广放量提供了良好的基础。相对与公司目前不足 1000 万亩的品种总推广面积，其新品种的储备数量相当充裕，其未来的发展壮大有充足的品种储备。

图表 74: 荃银高科品种推广潜力

上市公司	品种	2010年推广面积(万亩)	最高推广面积(万亩)	增长潜力(万亩)
荃银高科	新两优6号	510	550	40
	两优6326	500	550	50
	新两优343	0	350	350
	新两优223	0	200	200
	徽两优6号	100	400	300
	皖稻153	100	300	200

资料来源：中金公司研究部

水稻种子步入高毛利时代，产品结构升级空间很大。

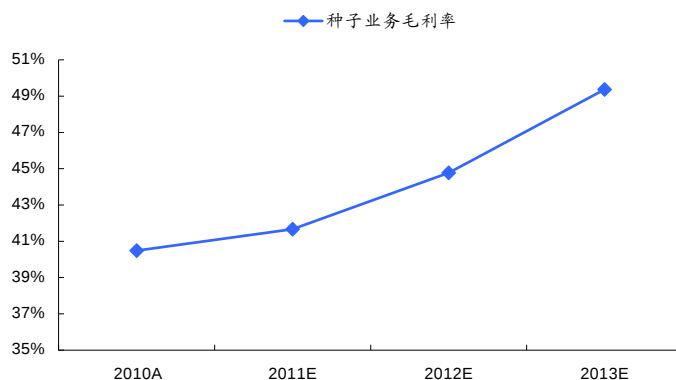
公司目前种子业务盈利主要依靠大品种新两优 6 号，其销售收入占 2010 年公司种业收入的比重超过 70%。由于新两优 6 号为早期推广品种，因此其毛利率水平相对较低。根据我们测算，公司计划大规模推广的水稻新品种的毛利率水平将达到或超过 60%，因此，这些新品种销售收入占比的提高将提升公司种业整体毛利率水平。

图表 75: 荃银高科高毛利率品种占种业收入比重

2010年	品种	占公司种业收入比重	毛利率	公司种业收入毛利率
	新两优6号	72.6%	44%	40%
	两优6326	0.0%	50%	
荃银高科	新两优343	0.0%	55%	
	徽两优6号	0.0%	50%	
	皖稻153	0.0%	50%	

资料来源：中金公司研究部

图表 76: 荃银高科毛利率将逐步上升



资料来源：中金公司研究部

收购辽宁铁研种业 54.05% 股权，玉米业务拓展取得实质性突破。

铁研种业是铁岭农科院成立的一家种业企业，因此其研发班底就是铁岭农科院。铁岭由于其特殊的气候土壤条件使得当地的玉米育种试验站成为东北地区极具代表性的一个点，主要的玉米种业企业在铁岭都有大面积的试验点。收购铁研种业，并因此获得铁岭农科院在玉米品种方面的丰富种质资源和研发能力对荃银高科的战略发展具有非常重要的意义，意味这公司在玉米事业的拓展方面取得了实质性的突破。

一方面，最新的《农作物生产经营许可管理办法》出台后规定要取得玉米种子育、繁、推一体化生产经营许可就必须拥有 2 个以上的国审玉米品种。而铁研种业目前正好拥有 2 个国审玉米品种。因此，荃银高科对铁研种业的收购意味着公司已经提前确保取得玉米种子育、繁、推一体化生产经营资格，为公司玉米事业未来的发展解决了门槛问题。另一方面，铁岭种业处于东北地区玉米品种试验基地，拥有极好的地理优势，并因此拥有丰富的玉米种质资源。铁岭农科院研发能力较强，研发的铁研系列玉米品种占辽宁推广面积的 20%。从今年全国种子交易会的情况来看，铁研系列正在参加国家区试、生产试验的新品种有很好的推广前景。因此，我们认为收购铁研种业对荃银高科发展玉米业务具有突破性的意义，未来公司玉米业务快速增长的确定性大幅提高。

2011 年业绩基数低，未来业绩增长弹性巨大。

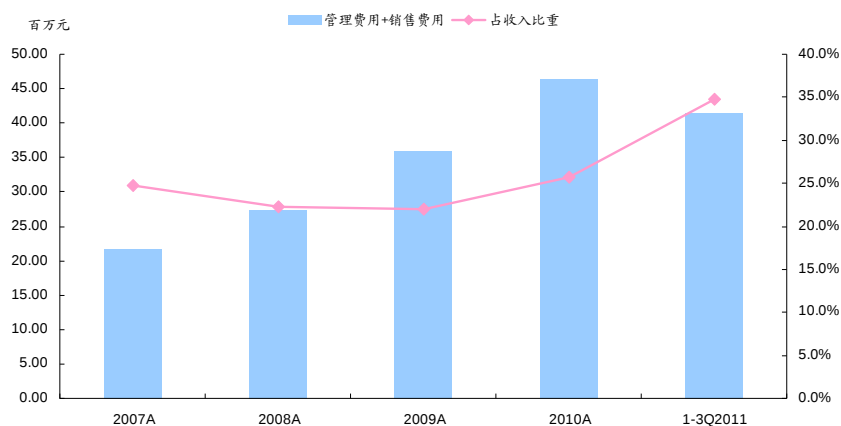
为把握种业大整合的良好机遇，为公司未来发展打下基础，2011 年由于公司集中力量从事兼并收购业务，一定程度上消耗了公司的资源，并使销售费用有较大幅度的增加。另一方面，公司自行研发和通过收购方式获得的优秀水稻品种的制种计划制定和推广放量要等到 2012 年的销售业绩中才逐步体现出来。以上两方面原因影响了公司 2011 年业绩的增长。但是我们基于对公司巨大的品种储备和品种推广潜力的信心，认为 2011 年是公司业绩触底的一年，未来随着高毛利新品种推广面积的快速增加，公司业绩将实现快速增长。

图表 77: 荃银高科兼并收购回顾

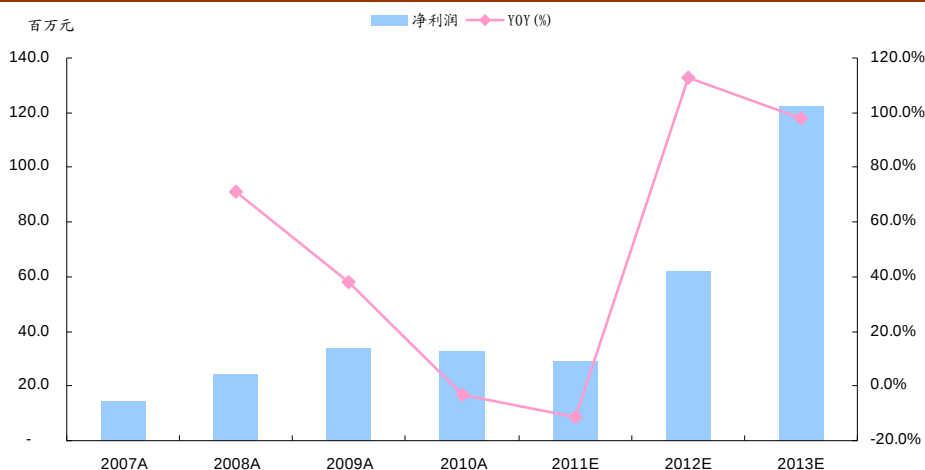
时间	项目	金额（百万元）
2010-8-17	收购四川竹丰种业（51%）	10.06
2010-11-25	设立荃银欣隆（51%）	15.30
2010-11-25	增资控股杨凌登峰（56%）	11.20
2011-3-29	收购华安种业（52%）	21.94
2011-7-14	收购安徽皖农种业（54%）	23.79
2011-8-25	增资荃银科技	4.20
2011-9-15	收购铁研种业（54.05%）	23.48

资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 78: 荃银高科两费有所上升



资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 79：荃银高科净利润预测


资料来源：公司公告，中金公司研究部

财务

- 假设水稻品种新两优 6 号 2011 年、2012 年和 2013 年的推广面积分别达到 500 万亩、480 万亩和 460 万亩。根据以往销售确认惯例，我们按照 40%和 60%的比例确认当年四季度和下一季度的销量。因此假设新两优 6 号 2011 年、2012 年和 2013 年销量分别达到 440 万公斤、430 万公斤和 410 万公斤。
- 两优 6326 为成熟水稻品种，但是由于目前还属于联合开发，且品种的销量受公司制种产能的限制，因此我们在 2011 年和 2012 年给予相对保守的假设。根据约定，公司从 2013 年下半年开始取得两优 6326 的独家经营权，因此 2013 年整个销售季的销量假设大幅提升。因此假设水稻品种两优 6326 在 2011 年、2012 年和 2013 年销售季节的总销量分别达到 150 万公斤、250 万公斤和 400 万公斤。按照与新两优 6 号同样的确认比例，预计其 2011 年、2012 年和 2013 年的销量分别为 90 万公斤、210 万公斤和 340 万公斤。
- 新两优 343、徽两优 6 号、皖稻 153 这三个品种均为较优秀品种，但是 2011 还处于品种导入期，并没有开始主要推广。因此假设其 2011 年、2012 年和 2013 年的推广面积总量分别达到 90 万亩、300 万亩和 640 万亩。根据同样的销售确认比例，假设三个品种 2011 年、2012 年和 2013 年销量分别达到 50 万公斤、220 万公斤和 500 万公斤。
- 基于对公司持续改善的品种结构和高毛利新品种推广面积的信心，我们假设公司水稻业务的总体毛利率持续上升，其 2011 年、2012 年和 2013 年的毛利率分别达到 42%、45%和 49%。

估值

当前股价下，公司对应 2012 年的 PE 为 29 倍，低于过去五年行业最低 40 倍的动态 PE 28%，同时也大大低于 A 股农业板块 44 倍的 12 个月动态市盈率均值，并且 DCF 分析显示公司目前股价有高达 44% 的上行空间。此前，公司动态市盈率的最低值为 29 倍，平均动态市盈率为 73 倍，即目前估值处在上市以来的最低点。估值吸引力较大，故给予初始评级为“推荐”。

风险

- 品种推广面积和销量增长低于预期
- 自然灾害导致制种减产，生产成本增加
- 行业性供求关系变化导致种子提价难度增加

图表 80: 荃银高科历史和预测的财务指标

(单位: 人民币百万元)	2009 A	2010 A	2011 E	2012 E	2013 E
损益表					
主营业务收入	164	180	265	396	588
主营业务利润	70	73	110	177	290
营业费用	-22	-23	-42	-61	-88
管理费用	-14	-23	-42	-55	-79
营业利润	34	27	26	60	123
财务费用	-1	2	4	4	5
资产减值损失	-2	0	0	0	0
税前利润	35	36	34	69	131
净利润	34	33	29	62	122
每股盈利 (元)	0.85	0.62	0.27	0.58	1.16
每股股利 (元)	-	0.30	-	-	-
现金流量表					
经营活动现金流净额	10	-25	67	54	144
投资活动现金流净额	-12	-23	-50	-50	-50
融资活动现金流净额	25	395	-12	4	5
货币资金增加额	24	348	5	8	99
货币资金期初余额	45	69	417	422	430
货币资金期末余额	69	417	422	430	529
资产负债表					
货币资金	69	417	422	430	529
应收帐款	16	14	22	33	48
存货	73	122	106	144	163
长期投资合计	0	11	11	11	11
固定资产合计	13	27	74	118	160
无形资产及其他资产	15	19	19	18	18
资产合计	194	619	665	770	951
短期借款	36	-	-	-	-
应付帐款	22	11	21	30	41
应付股利	-	-	-	-	-
应交税金	-1	-0	-1	-1	-1
长期借款	-	-	-	-	-
股本	40	53	106	106	106
储备和未分配利润	48	499	460	522	644
负债和所有者权益合计	194	619	665	770	951

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表 81: 荃银高科盈利预测及主要假设

	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
杂交水稻种子							
营业收入（百万元）	85	114	157	167	253	384	576
(+/-%)	n.a	36.9%	7.7%	7.5%	53.4%	29.0%	17.6%
营业成本（百万元）	48	63	90	100	147	211	290
(+/-%)	n.a	34.9%	-3.5%	6.8%	41.8%	22.9%	13.6%
毛利（百万元）	37	51	67	68	106	173	286
(+/-%)	n.a	42.7%	37.2%	8.8%	74.7%	38.1%	22.8%
毛利率	43.8%	44.5%	42.6%	40.5%	41.8%	45.0%	49.6%
占营业收入比重	97.4%	93.2%	96.0%	92.9%	95.5%	96.9%	97.9%
占营业利润比重	97.5%	93.9%	95.5%	93.0%	95.7%	97.2%	98.3%
其他种子							
营业收入（百万元）	1	3	5	9	10	10	11
(+/-%)	n.a	122.9%	91.7%	82.9%	10.2%	3.0%	2.9%
营业成本（百万元）	1	2	2	5	6	6	6
(+/-%)	n.a	57.6%	45.7%	118.4%	7.1%	3.1%	3.0%
毛利（百万元）	0	1	2	4	4	4	4
(+/-%)	n.a	985.8%	179.9%	47.4%	14.8%	2.9%	2.8%
毛利率	7.0%	34.3%	50.0%	40.3%	42.0%	41.9%	41.9%
占营业收入比重	1.3%	2.1%	3.0%	5.0%	3.8%	2.6%	1.8%
占营业利润比重	0.2%	1.6%	3.5%	5.0%	3.8%	2.4%	1.5%
农机业务							
营业收入（百万元）	n.a	n.a	n.a	3	2	2	2
(+/-%)	n.a	n.a	n.a	n.a	-25.0%	0.0%	0.0%
营业成本（百万元）	n.a	n.a	n.a	2	1	1	1
(+/-%)	n.a	n.a	n.a	n.a	-17.4%	0.0%	0.0%
毛利（百万元）	n.a	n.a	n.a	1	1	1	1
(+/-%)	n.a	n.a	n.a	n.a	-38.3%	0.0%	0.0%
毛利率	n.a	n.a	n.a	36.4%	30.0%	30.0%	30.0%
占营业收入比重	n.a	n.a	n.a	1.5%	0.8%	0.5%	0.3%
占营业利润比重	n.a	n.a	n.a	1.3%	0.5%	0.3%	0.2%
营业收入（百万元）	88	122	164	180	265	396	588
营业成本（百万元）	49	68	93	107	154	219	297
毛利（百万元）	38	54	70	73	111	178	291
毛利率	44%	44%	43%	40%	42%	45%	49%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 82: 荃银高科 DCF 模型分析

人民币: 百万元	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
息税前利润	60	123	147	176	212	254	305	366	403	443
同比变化 (%)		102.9%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	10.0%	10.0%
自由现金流	-6	83	100	120	144	173	208	249	274	301
同比变化 (%)		-1499.5%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	10.0%	10.0%
期末增长率		2.0%								
加权资本成本		11.0%								
税后债务成本率		4.5%								
股本成本率		12.6%								
无风险回报率		3.5%								
风险补偿率		7.0%								
Beta 系数		1.3								
最优资本结构		20.0%								
自由现金流贴现值										815
期末价值折现金额										1,341
企业价值										2,156
净现金(债务)										426
权益价值										2,582
每股价值										24.45

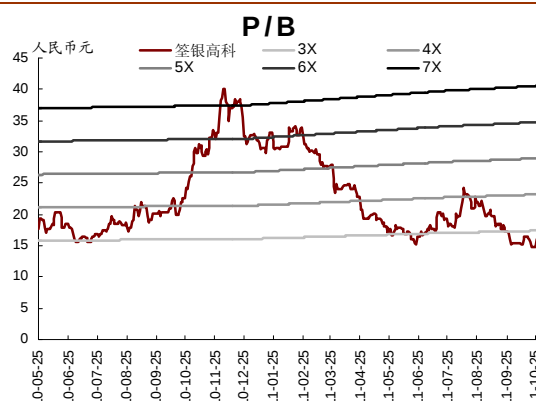
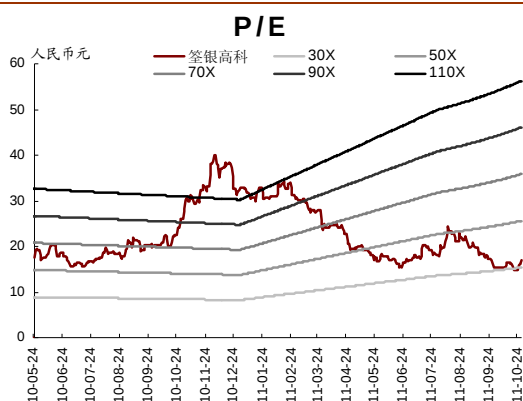
资料来源: 中金公司研究部

图表 83: 可比公司估值

板块	公司	代码	总市值	市盈率				市净率				净资产收益率 (%)				股息收益率 (%)				EV/EBITDA			
2011-10-28			百万美元	2010	2011E	2012E	2013E	2010	2011E	2012E	2013E	2010	2011E	2012E	2013E	2010	2011E	2012E	2013E	2010	2011E	2012E	2013E
国际种业公司	MONSANTO	MON US EQUITY	39,688	24.7	21.5	18.5	16.1	3.4	3.2	3.0	2.7	13.9	14.8	16.0	16.7	1.5	1.7	1.8	1.8	12.6	11.3	10.2	9.3
	SYNGENTA	SYNN VX EQUITY	29,423	20.8	16.1	14.4	13.0	3.4	3.6	3.2	2.8	16.6	22.1	22.0	21.7	2.2	2.6	2.8	3.2	11.9	10.1	9.2	8.5
	KWS SAAT	KWS GR EQUITY	1,404	14.3	14.5	13.4	12.7	1.9	1.7	1.5	1.4	13.1	11.8	11.4	11.1	1.3	1.6	1.7	1.6	9.8	7.4	6.9	6.5
	平均值			19.9	17.4	15.4	13.9	2.9	2.8	2.6	2.3	14.5	16.2	16.5	16.5	1.7	1.9	2.1	2.2	11.4	9.6	8.8	8.1
中金覆盖的A股种业公司	隆平高科	000998.SZ	1,363	115.9	66.7	37.8	29.1	8.7	7.8	6.5	5.3	7.5	11.7	17.2	18.2	0.2	0.0	0.0	0.0	52.2	30.1	20.0	15.5
	荃银高科	300087.SZ	282	54.6	61.6	29.0	14.6	3.2	3.2	2.9	2.4	5.9	5.1	9.8	16.3	0.9	0.0	0.0	0.0	47.9	46.2	20.7	10.4
	登海种业	002041.SZ	1,661	50.5	44.7	32.2	23.7	11.3	9.3	7.2	5.5	22.4	20.8	22.4	23.3	0.3	0.0	0.0	0.0	21.8	22.0	17.0	13.4
	平均值			73.7	57.7	33.0	22.5	7.8	6.8	5.5	4.4	11.9	12.6	16.5	19.3	0.5	0.0	0.0	0.0	40.6	32.8	19.2	13.1
其它A股种业公司	敦煌种业	600354.SH	641	50.4	28.4	19.7	14.9	4.0	3.2	3.0	2.6	12.5	13.5	17.2	19.0	0.0	3.3	5.1	6.2	10.4	8.1	6.0	4.6
	万向德农	600371.SH	355	54.0	n.a	n.a	n.a	6.0	n.a	n.a	n.a	12.2	n.a	n.a	n.a	0.0	n.a	n.a	n.a	26.2	n.a	n.a	n.a
	丰乐种业	000713.SZ	647	42.6	38.3	29.3	22.7	3.7	3.5	3.3	3.0	11.5	9.3	11.3	13.6	0.0	0.4	0.7	0.9	24.1	35.8	28.3	22.5
	神农大丰	300189.SZ	455	46.9	32.2	23.7	20.5	2.3	6.6	5.2	4.1	19.6	20.6	21.9	20.3	0.0	0.0	0.0	0.0	40.3	24.5	17.6	15.2
A股种业公司	平均值			48.5	33.0	24.2	19.4	4.0	4.5	3.8	3.3	14.0	14.5	16.8	17.6	0.0	1.2	1.9	2.4	25.3	22.8	17.3	14.1
	中值			48.7	32.2	23.7	20.5	3.9	3.5	3.3	3.0	12.4	13.5	17.2	19.0	0.0	0.4	0.7	0.9	25.1	24.5	17.6	15.2
	平均值			59.3	45.3	28.6	20.9	5.6	5.6	4.7	3.8	13.1	13.5	16.6	18.5	0.2	0.6	1.0	1.2	31.8	27.8	18.3	13.6
	中值			50.5	41.5	29.2	21.6	4.0	5.1	4.2	3.6	12.2	12.6	17.2	18.6	0.0	0.0	0.0	0.0	26.2	27.3	18.8	14.3

资料来源: 彭博资讯, Wind, 中金公司研究部

图表 84: 荃银高科历史 P/E 和 P/B

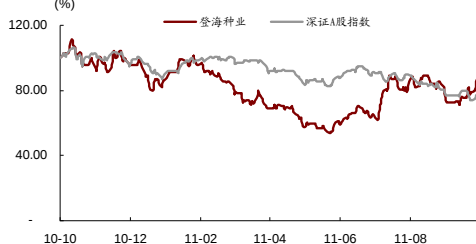


资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

登海种业 (002041.SZ): 初始评级为“推荐”

图表 85: 登海种业主要财务, 股票信息

(单位: 人民币百万元)	2008 A	2009 A	2010 A	2011 E	2012 E	2013 E	A股
主营业务收入	417	579	938	1,098	1,368	1,727	股票代码 002041 CH
(+/-%)	32.8	38.9	61.9	17.1	24.6	26.2	当前股价 人民币 29.95
主营业务利润	225	331	616	680	848	1,070	日成交量 (百万股) 7.51
(+/-%)	50.4	46.9	86.3	10.4	24.7	26.2	52周最高价/最低价 人民币 38.735/18.42
净利润	3	94	209	236	328	444	总市值 (百万元) 10,542
(+/-%)	-65.8	3,514.7	123.0	13.1	38.8	35.6	发行股数 (百万股) 352
每股收益 (基本, 元)	0.01	0.53	1.19	0.67	0.93	1.26	其中: 流通股 (百万股) 164
(+/-%)	-65.8	3,514.7	123.0	-43.5	38.8	35.6	主要股东 (持股比例) 莱州市农业科学院 (52.95%)
每股收益 (全面摊薄, 元)	0.01	0.27	0.59	0.67	0.93	1.26	
每股经营现金流 (元)	0.69	1.46	1.15	1.12	1.54	1.89	
市盈率 (倍)	4,070.4	112.6	50.5	44.7	32.2	23.7	
市净率 (倍)	15.9	13.9	11.3	9.3	7.2	5.5	
股价/经营现金	43.2	20.6	26.0	26.7	19.5	15.9	
EV/EBITDA (倍)	76.7	44.9	21.8	22.0	17.0	13.4	
净资产收益率 (%)	0.4	12.3	22.4	20.8	22.4	23.3	
投入资本回报率 (%)	-0.8	10.9	20.8	18.7	20.5	21.5	
股息收益率 (%)	0.0	0.0	0.3	0.0	0.0	0.0	



资料来源: Wind, 中金公司研究部

投资亮点

- 研发能力为国内玉米种业龙头。**山东省是我国玉米播种的主要区域, 公司拥有丰富的玉米种质资源, 为公司选育出优秀的玉米品种提供了资源保证。登海种业是国内最专注于玉米品种选育的公司, 其自主研发的掖单系列品种曾经为国内推广面积最大的玉米品种。此后公司与美国先锋公司的合资合作也为公司借鉴国外先进经验创造了一定条件。公司在 2009 年创造性的利用关系血缘亲本研发出一系列超级玉米品种, 推动国内玉米品种选育进入新的高度。公司的专业和专注为其持续推出优秀玉米新品种提供了保证。
- 第一大新品种孵化基地: 登海种业母公司。**主推的玉米品种登海 605 大田表现良好, 2011 年又有新品种通过国审。登海 605 为 2010 年的国审玉米品种, 是目前公司主推的超级玉米品种。基于其品种审定表现, 我们预测登海 605 的推广潜力可达到 1000 万亩。登海 605 推广面积的稳步增长为登海种业母公司业绩的持续增长提供了品种保证。在经历了前期的粗缩病和发芽率事件之后, 相信公司在品种加工筛选质量把控和品种推广管理方面积累了丰富的经验, 为登海 605 的顺利推广增加了确定性。2011 年超级玉米品种登海 6702 通过国审, 为公司玉米品种储备增加了新的后备力量。
- 第二大新品种孵化基地: 先锋国际良种公司。**尽管登海种业只负责先锋公司玉米品种的生产和加工环节, 但是我们可以务实地将先锋公司视为登海种业的研发中心。**登海先锋的玉米品种先玉 335 为公司业绩提供双保险。**登海先锋公司的玉米品种先玉 335 为改变中国玉米播种方式的一个革命性品种。我们认为尽管在持续推广达到五年后先玉 335 进一步扩大推广面积的潜力减小, 但是在目前市场上还没有出现超越先玉 335 的品种的前提下, 其推广面积和销售价格很可能持续小幅增长, 从而为公司业绩的稳定增长提供双保险。
- 第三大新品种孵化基地: 丹东登海良玉种业。**控股子公司丹东登海良玉种业玉米品种获市场认可, 盈利能力持续增加。丹东登海良玉种业研发的玉米品种良玉 188 和良玉 208 分别与 2010 年和 2011 年通过国审, 良玉系列玉米品种的市场认可度和影响力正在逐渐增加。2008 年丹东登海良玉种业实现扭亏为盈, 当年实现净利润 112 万元, 2010 年净利润快速增加达到 923.7 万元, 销售净利率达到 31.6%。

研发能力为国内玉米种业龙头。

中国玉米育种研发历史的光荣榜上从来都不缺登海种业的影子，从上世纪 80 年代到本世纪初，登海种业研发的玉米品种获得了无数荣誉。2009 年，登海种业宣布进入超级玉米时代。目前登海种业的超级玉米品种依然是市场上最好的品种之一。虽然我们对所谓超级玉米这一概念持保留态度，但是登海种业凭借其丰富的种质资源和专注的研发精神向我们展示了其持续研发创新的能力。

图表 86: 登海种业 2010 年品种权授权数量列国内企业首位

2010年品种权授权数量			
企业	数量	科研机构	数量
山东登海种业股份有限公司	96	黑龙江省农业科学院	98
湖南隆平高科种业有限公司	42	中国农业科学院	89
北京金色农华种业科技有限公司	24	吉林省农业科学院	70
辽宁东亚种业有限公司	21	山东省农业科学院	67
吉林吉农高新技术发展股份有限公司	20	江苏省农业科学院	60
吉林长融高新种业有限公司	20	河南省农业科学院	58
莱州市金海作物研究所有限公司	18	绵阳市农业科学研究所	51
石家庄鑫玉科技开发有限公司	16	湖南杂交水稻研究中心	46
海南神农大丰种业科技股份有限公司	15	四川农业大学	45
北京奥瑞金股份有限公司	15	丹东农业科学院	45
中国种子集团公司	15		
当年企业授权数合计	231	当年科研机构授权数合计	405

资料来源：中国农业知识产权创造指数报告（2010 年），中金公司研究部

图表 87: 登海种业大事记

年份	登海种业大事记
1972	玉米单产首次突破千斤关
1979	利用自育的掖单2号首次突破平展型玉米的高产纪录，创出了776.9公斤/亩的国内夏玉米高产纪录
1980	创造了903.6公斤/亩的国内春玉米高产纪录
1989	创造了1096.29公斤/亩的世界夏玉米高产纪录
2005	再次将世界夏玉米高产纪录提高到1402.86公斤/亩，是全国当年玉米平均产量（352.49公斤/亩）的4倍
2007	公司“超级玉米新品种选育与产业化开发”被科技部列为“十一五”国家科技支撑计划重点项目
2008	“一种玉米杂交制种方法”获第十届中国专利优秀奖。
荣誉	先后获得国家科技进步一等奖、国家星火一等奖，山东省科技进步一等奖等25项国家及省部级奖励，李登海研究员获2006年度山东省科学技术最高奖。“九五”以来，先后承担国家、省部级课题41项，其中863计划、国家科技支撑计划等国家级课题16项，达到了国家级科研单位的水平，2007年公司最新研制的“超级玉米”已被科技部列为“十一五”国家科技支撑计划重点项目。

资料来源：公司网站，中金公司研究部

母公司主推的玉米品种登海 605 大田表现良好，推广面积稳步增加

对玉米种业领域来说，研发和成功推广一个优秀的玉米品种就可能创造一个伟大的企业。我们认为目前登海种业的新品种储备充足，今年的国审名单公布后，其超级玉米第二梯队中又添新军——登海 6702。从新国审品种登海 6702 的审定表现来看，属于有较大推广潜力的优秀品种，有能力成为母公司业绩增长的坚实后备力量。

当前市场关注的焦点是登海 605 是否能够稳健地进行推广，实现甚至超出其潜力推广面积。我们认为，去年年底和今年上半年的问题种子事件更重要的作用是提升了公司对种子推广节奏，种子加工质量方面的重视程度，有助于敦促公司提升其在加工和营销方面的短板，从而增加了登海 605 成功实现其潜力推广面积的确定性。

从登海 605 今年的大田表现看，其良好表现有助于消除去年登海 662 遭遇粗缩病局部区域出现绝收，以及 2011 年上半年登海 605 发芽率不合格事件给公司声誉带来的影响。从登海 605 今年到目前为止的销售情况来看，预计登海 605 本销售季的销量将超过 500 万公斤，保守预计未来推广潜力达到 1000 万亩，对应销量超过 1000 万公斤。

图表 88: 登海 605 大田表现及推广面积预测


登海605大田表现:

- 1、株高275厘米，穗位145厘米，叶片上冲，株型紧凑，植株清秀；
- 2、茎秆粗壮，高抗倒伏；
- 3、果穗为大穗型品种，果穗较长，粒型马齿；
- 4、此品种喜大肥水，中等以上肥力地块有良好表现。

	登海605	先玉335	浚单20	郑单958
黄淮海玉米区试水平（公斤/亩）	659	580	613	580
抗性	较强	较强	较强	强
生育期（天）	101	98	97	96
黄淮海玉米区推广面积估算(万亩)	1000	1000	>3000	>4000

资料来源：全国农业技术推广服务中心，中金公司研究部

控股子公司登海先锋的玉米品种先玉 335 的良好市场表现为公司业绩提供双保险，先锋公司品种后备力量不可小觑

尽管先玉 335 的增长潜力减小，但是由于目前市场上暂时没有出现可以全面超越先玉 335 的玉米品种，因此我们预计先玉 335 的市场表现将持续小幅增长。2010 年登海先锋为母公司贡献业绩 1.78 亿元，预计 2011 年登海先锋进一步为母公司贡献净利润达到 1.9 亿元，对应每股收益 0.51 元。先玉 335 的持续良好市场表现为母公司登海种业提供了业绩增长的双保险，这一点是市场公认的登海种业超越其他种业公司的重要因素之一。

我们务实地将先锋中国视同登海种业的第二个研发中心，因为虽然两者的合作协议规定登海种业只负责先锋公司研发的玉米品种的生产和加工，但是由于先锋公司在黄淮海地区的玉米品种均通过合资公司来进行推广销售，因此登海种业实际上可以直接享受到先锋公司新品种成功推广产生的 51% 的利润。目前先锋在河南省和山东省审定的新品种先玉 738 和先玉 688 的审定表现都有值得称道之处，其品种储备逐年增加。对此市场应给予估值溢价。

图表 89: 登海先锋盈利预测

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
先玉335							
登海种业拥有山东登海先锋51%股权，登海先锋需按收入的10%缴纳特许权使用费给杜邦先锋							
产能(万吨)	0.90	1.60	2.25	2.25	2.45	2.45	2.45
产量(万吨)		1.2	2.0	2.2	2.4	2.6	2.8
销量(万吨)	0.8	1.1	1.5	2.5	2.3	2.5	2.7
单价(元/公斤)	17.8	19.9	21.2	25.0	28.0	30.0	32.0
单位成本(元/公斤)	5.0	5.8	5.5	6.3	8.4	9.0	9.6
销量折合(万袋)	629	902	1,252	2,057	1,942	2,108	2,275
单价(元/袋 1.2公斤每袋)	21.4	23.9	25.4	30.0	33.6	36.0	38.4
先玉335收入(百万元)	134.5	215.2	318.4	617.0	652.4	759.0	873.6
先玉335毛利(百万元)	96.6	152.4	235.6	462.8	456.7	531.3	611.5
毛利率	71.8%	70.8%	74.0%	75.0%	70.0%	70.0%	70.0%
费用(百万元)	39.9	51.6	72.4	156.6	153.4	178.5	205.4
净利润(百万元)	69.7	120.4	185.4	349.5	349.1	406.2	467.5
净利率	47.2%	51.3%	54.4%	52.9%	50.0%	50.0%	50.0%
少数股东损益(百万元)	34.2	59.0	90.8	171.3	171.1	199.0	229.1
归属登海种业净利润(百万元)	35.6	61.4	94.5	178.2	178.1	207.1	238.4
股本(百万股)	176	176	176	176	352	352	352
每股收益(元)	0.20	0.35	0.54	1.01	0.51	0.59	0.68

资料来源：公司公告，中金公司研究部

控股子公司丹东登海良玉种业可能成为利润新增长点

丹东登海良玉种业有限公司成立于 2003 年 12 月，注册资本 500 万元，公司持有 51% 股权，主营业务为玉米种子的研发生产和批发销售。过去登海良玉种业的经营状况尚不如人意因为公司自 2003 年成立以来经营状况一直欠佳，但是这种状况在 2009 年开始发生转变。由于登海良玉种业的玉米品种逐渐为市场认可和接受，且种业市场环境相对过去已大幅改善，公司的经营业绩在 2009 年成功扭亏为盈，实现盈利 112 万元。此后登海良玉种业捷报频传，其自主研发的良玉 188 和良玉 208 分别于 2010 年和 2011 年通过国审，并且登海良玉种业的经营业绩在 2010 年实现大幅增长，当年实现净利润 923.7 万元，销售净利率达到 31.6%。预计随着丹东登海良玉种业国审新品种的逐步推广和公司经营业绩的增长，该子公司对母公司业绩的贡献有增大趋势。相应的市场关注度也会持续升温。

财务

- ▶ 假设登海先锋公司先玉 335 在 2011 年、2012 年和 2013 销售季节的销量分别达到 2400 万公斤、2600 万公斤和 2800 万公斤。根据历年的确认惯例，我们按照 65% 和 35% 的比例确认当年四季度和下年一季度销量。因此预计先玉 335 在 2011 年、2012 年和 2013 年的销量分别为 2300 万公斤、2500 万公斤和 2700 万公斤。
- ▶ 假设母公司玉米品种登海 605 在 2011 年、2012 年和 2013 年销售季节的推广面积分别达到 500 万亩、700 万亩和 900 万亩。我们按照 60% 和 40% 的比例确认当年四季度和下年一季度销量。因此预计登海 605 在 2011 年、2012 年和 2013 年的销量分别为 540 万公斤、930 万公斤和 1230 万公斤。
- ▶ 假设母公司超级玉米品种的总销量在 2011 年、2012 年和 2013 年的销售量分别为 800 万公斤、1200 万公斤和 1800 万公斤。
- ▶ 假设公司整体毛利率维持在 62% 左右。其中，先玉 335 的毛利率维持在 70% 左右，而母公司玉米品种的毛利率为 60%。

估值

当前股价下，公司对应 2012 年的 PE 为 32 倍，低于过去五年行业最低 40 倍的动态 PE 20%，同时也明显低于 A 股农业板块 44 倍的 12 个月动态市盈率均值，而且 DCF 分析显示其当前股价仍有 20% 以上上行空间，故给予初始评级为“推荐”。

风险

- ▶ 品种推广面积和销量增长低于预期
- ▶ 自然灾害导致制种减产，生产成本增加
- ▶ 行业性供求关系变化导致种子提价难度增加

图表 90：登海种业历史和预测的财务指标

(单位：人民币百万元)	2008 A	2009 A	2010 A	2011 E	2012 E	2013 E
损益表						
主营业务收入	417	579	938	1,098	1,368	1,727
主营业务利润	225	331	616	680	848	1,070
营业费用	-73	-91	-78	-110	-135	-169
管理费用	-55	-60	-144	-181	-205	-250
营业利润	97	180	394	389	507	650
财务费用	8	11	15	23	27	34
资产减值损失	-52	-2	-8	0	0	0
税前利润	62	185	388	415	537	687
净利润	3	94	209	236	328	444
每股盈利（元）	0.01	0.53	1.19	0.67	0.93	1.26
每股股利（元）	-	-	0.20	-	-	-
现金流量表						
经营活动现金流净额	244	512	406	395	541	664
投资活动现金流净额	-66	-60	-60	-100	-60	-61
融资活动现金流净额	-20	-32	-35	-12	27	34
货币资金增加额	158	421	311	283	508	638
货币资金期初余额	320	478	898	1,209	1,492	2,000
货币资金期末余额	478	898	1,209	1,492	2,000	2,638
资产负债表						
货币资金	478	898	1,209	1,492	2,000	2,638
应收帐款	6	4	6	9	11	14
存货	253	219	253	344	385	486
长期投资合计	4	11	13	13	13	13
固定资产合计	327	363	381	447	468	485
无形资产及其他资产	24	25	25	23	21	20
资产合计	1,132	1,565	1,953	2,423	3,017	3,804
短期借款	2	-	-	-	-	-
应付帐款	13	22	36	34	43	54
应付股利	-	-	-	-	-	-
应交税金	3	0	9	1	1	1
长期借款	-	-	-	-	-	-
股本	176	176	176	352	352	352
储备和未分配利润	489	582	757	782	1,110	1,554
负债和所有者权益合计	1,132	1,566	1,953	2,423	3,017	3,804

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 91: 登海种业预测及主要假设

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E	2013E
先玉335							
登海种业拥有山东登海先锋51%股权，登海先锋需按收入的10%缴纳特许使用费给杜邦先锋							
产能(万吨)	0.90	1.60	2.25	2.25	2.45	2.45	2.45
产量(万吨)		1.2	2.0	2.2	2.4	2.6	2.8
销量(万吨)	0.8	1.1	1.5	2.5	2.3	2.5	2.7
单价(元/公斤)	17.8	19.9	21.2	25.0	28.0	30.0	32.0
单位成本(元/公斤)	5.0	5.8	5.5	6.3	8.4	9.0	9.6
销量 折合(万袋)	629	902	1,252	2,057	1,942	2,108	2,275
单价(元/袋 1.2公斤每袋)	21.4	23.9	25.4	30.0	33.6	36.0	38.4
先玉335收入(百万元)	134.5	215.2	318.4	617.0	652.4	759.0	873.6
先玉335毛利(百万元)	96.6	152.4	235.6	462.8	456.7	531.3	611.5
毛利率	71.8%	70.8%	74.0%	75.0%	70.0%	70.0%	70.0%
费用(百万元)	39.9	51.6	72.4	156.6	153.4	178.5	205.4
净利润(百万元)	69.7	120.4	185.4	349.5	349.1	406.2	467.5
净利率	47.2%	51.3%	54.4%	52.9%	50.0%	50.0%	50.0%
少数股东损益(百万元)	34.2	59.0	90.8	171.3	171.1	199.0	229.1
归属登海种业净利润(百万元)	35.6	61.4	94.5	178.2	178.1	207.1	238.4
股本(百万股)	176	176	176	176	352	352	352
每股收益(元)	0.20	0.35	0.54	1.01	0.51	0.59	0.68
超试玉米：已推出登海661、登海662、登海701、登海605、登海9193、登海6106和登海6702							
制种面积(万亩)				5.8	6.0	6.5	6.5
亩产(公斤/亩)				350	370	370	370
产量(万吨)				2.0	2.2	2.4	2.4
销量(万吨)				0.6	0.8	1.2	1.8
单价(元/公斤)				20.0	28.0	30.0	32.0
单位成本(元/公斤)				7.7	11.2	12.0	12.8
销量 折合(万袋)				387	516	774	1,161
单价(元/袋 1.55公斤每袋)				29.0	43.4	46.5	49.6
超试玉米收入(百万元)			20.2	130.0	224.0	360.0	576.0
超试玉米毛利(百万元)			10.8	80.0	134.4	216.0	345.6
毛利率			53.3%	61.5%	60.0%	60.0%	60.0%
费用(百万元)				34.5	47.0	72.0	115.2
归属登海种业净利润(百万元)				45.5	87.4	144.0	230.4
净利率				35.0%	39.0%	40.0%	40.0%
股本(百万股)				176	352	352	352
每股收益(元)				0.26	0.25	0.41	0.65
营业收入(百万元)	314.0	416.9	579.1	937.8	1,098.2	1,368.3	1,727.0
营业成本(百万元)	164.4	191.8	248.3	321.5	418.1	520.5	657.3
毛利(百万元)	149.6	225.1	330.9	616.3	680.1	847.8	1,069.7
毛利率	47.7%	54.0%	57.1%	65.7%	61.9%	62.0%	61.9%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 92: 登海种业 DCF 模型分析

人民币: 百万元	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
息税前利润	507	650	780	936	1,123	1,348	1,617	1,941	2,135	2,348
同比变化 (%)		28.2%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	10.0%	10.0%
自由现金流	279	373	447	537	644	773	927	1,113	1,224	1,347
同比变化 (%)		33.7%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	10.0%	10.0%
期末增长率		2.0%								
加权资本成本		10.2%								
税后债务成本率		4.5%								
股本成本率		12.6%								
无风险回报率		3.5%								
风险补偿率		7.0%								
Beta 系数		1.3								
最优资本结构		30.0%								
自由现金流贴现值										4,095
期末价值折现金额										7,032
企业价值										11,127
净现金(债务)										1,746
权益价值										12,873
每股价值										36.57

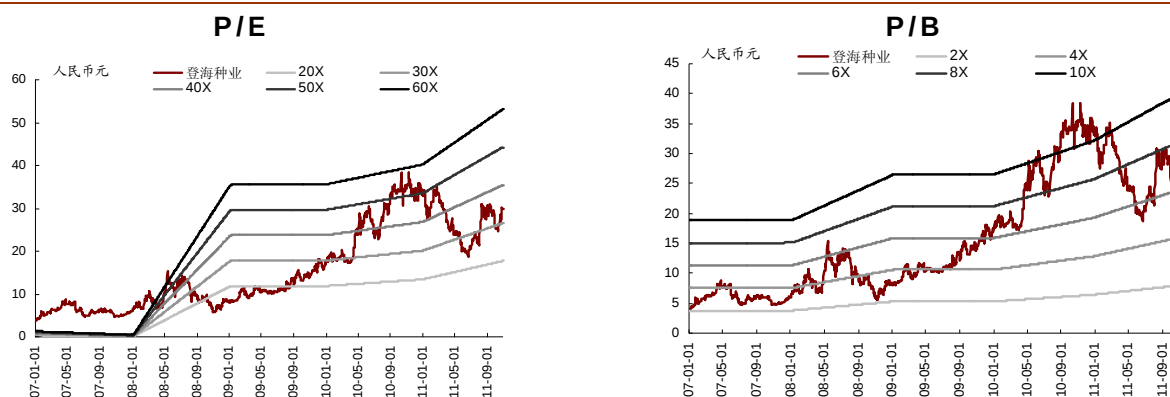
资料来源: 中金公司研究部

图表 93: 可比公司估值

板块	公司	代码	总市值	市盈率				市净率				净资产收益率 (%)				股息收益率 (%)				EV/EBITDA			
2011-10-28			百万美元	2010	2011E	2012E	2013E	2010	2011E	2012E	2013E	2010	2011E	2012E	2013E	2010	2011E	2012E	2013E	2010	2011E	2012E	2013E
国际种业公司	MONSANTO	MON US EQUITY	39,688	24.7	21.5	18.5	16.1	3.4	3.2	3.0	2.7	13.9	14.8	16.0	16.7	1.5	1.7	1.8	1.8	12.6	11.3	10.2	9.3
	SYNGENTA	SYNN VX EQUITY	29,423	20.8	16.1	14.4	13.0	3.4	3.6	3.2	2.8	16.6	22.1	22.0	21.7	2.2	2.6	2.8	3.2	11.9	10.1	9.2	8.5
	KWS SAAT	KWS GR EQUITY	1,404	14.3	14.5	13.4	12.7	1.9	1.7	1.5	1.4	13.1	11.8	11.4	11.1	1.3	1.6	1.7	1.6	9.8	7.4	6.9	6.5
	平均值			19.9	17.4	15.4	13.9	2.9	2.8	2.6	2.3	14.5	16.2	16.5	16.5	1.7	1.9	2.1	2.2	11.4	9.6	8.8	8.1
中金覆盖的A股种业公司	隆平高科	000998.SZ	1,363	115.9	66.7	37.8	29.1	8.7	7.8	6.5	5.3	7.5	11.7	17.2	18.2	0.2	0.0	0.0	0.0	52.2	30.1	20.0	15.5
	荃银高科	300087.SZ	282	54.6	60.0	29.0	14.6	3.2	3.2	2.8	2.4	5.9	5.3	9.8	16.3	0.9	0.0	0.0	0.0	47.9	45.0	20.7	10.4
	登海种业	002041.SZ	1,661	50.5	44.7	32.2	23.7	11.3	9.3	7.2	5.5	22.4	20.8	22.4	23.3	0.3	0.0	0.0	0.0	21.8	22.0	17.0	13.4
	平均值			73.7	57.1	33.0	22.5	7.8	6.8	5.5	4.4	11.9	12.6	16.5	19.3	0.5	0.0	0.0	0.0	40.6	32.4	19.2	13.1
其它A股种业公司	敦煌种业	600354.SH	641	50.4	28.4	19.7	14.9	4.0	3.2	3.0	2.6	12.5	13.5	17.2	19.0	0.0	3.3	5.1	6.2	10.4	8.1	6.0	4.6
	万向德农	600371.SH	355	54.0	n.a	n.a	n.a	6.0	n.a	n.a	n.a	12.2	n.a	n.a	n.a	0.0	n.a	n.a	n.a	26.2	n.a	n.a	n.a
	丰乐种业	000713.SZ	647	42.6	38.3	29.3	22.7	3.7	3.5	3.3	3.0	11.5	9.3	11.3	13.6	0.0	0.4	0.7	0.9	24.1	35.8	28.3	22.5
	神农大丰	300189.SZ	455	46.9	32.2	23.7	20.5	2.3	6.6	5.2	4.1	19.6	20.6	21.9	20.3	0.0	0.0	0.0	0.0	40.3	24.5	17.6	15.2
A股种业公司	平均值			48.5	33.0	24.2	19.4	4.0	4.5	3.8	3.3	14.0	14.5	16.8	17.6	0.0	1.2	1.9	2.4	25.3	22.8	17.3	14.1
	中值			48.7	32.2	23.7	20.5	3.9	3.5	3.3	3.0	12.4	13.5	17.2	19.0	0.0	0.4	0.7	0.9	25.1	24.5	17.6	15.2
	平均值			59.3	45.1	28.6	20.9	5.6	5.6	4.7	3.8	13.1	13.5	16.6	18.5	0.2	0.6	1.0	1.2	31.8	27.6	18.3	13.6
	中值			50.5	41.5	29.2	21.6	4.0	5.1	4.2	3.6	12.2	12.6	17.2	18.6	0.0	0.0	0.0	0.0	26.2	27.3	18.8	14.3

资料来源: 彭博资讯, Wind, 中金公司研究部

图表 94: 登海种业历史 P/E 和 P/B



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

附录 名词解释

- ▶ **育种**：农作物品种的研发与选育
- ▶ **制种**：种子的生产
- ▶ **审定品种**：经国家或地方农作物品种审定委员会审定合格的品种，可在公告的适宜种植区推广种植
- ▶ **自交系**：人工培育的、遗传上纯合稳定、表现型整齐一致的自交后代系统
- ▶ **亲本**：杂交亲本的简称，一般指动植物杂交时所选用的雌雄性个体。遗传学和育种工作上常用符号 P 表示。参与杂交的雄性个体叫父本，用符号 ♂ 表示；参与杂交的雌性个体叫母本，用符号 ♀ 表示
- ▶ **杂交种子**：由两个或两个以上的亲本（自交系）进行授粉生产出来的种子
- ▶ **不育系**：一种雄性退化（主要是花粉退化）但雌蕊正常的水稻，由于花粉无活力，不能自花授粉结实，只有依靠外来花粉才能受精结实。因此，借助这种水稻作为遗传工具，与另一种正常水稻品种（即恢复系）的花粉进行人工辅助授粉，就能大量生产杂交种子
- ▶ **保持系**：一种正常的水稻品种，它的特殊功能是用它的花粉授给不育系后，所产生后代仍然是雄性不育的。因此，借助保持系，不育系可以持续繁殖
- ▶ **恢复系**：一种正常的水稻品种，它的特殊功能是用它的花粉授给不育系所产生的杂交种雄性恢复正常，能自交结实，可用于生产
- ▶ **三系法**：不育系、保持系和恢复系三系配套育种，不育系为生产大量杂交种子提供了可能性，借助保持系来繁殖不育系，用恢复系给不育系授粉来生产雄性恢复且有优势的杂交稻
- ▶ **两系法**：同三系法相比，不要保持系，只要不育系和恢复系两系配套就可生产杂交种子的方法。两系法中的不育系为光温敏核不育系，受温、光条件的影响其育性容易转换，因此较三系法其生产和种植风险较大
- ▶ **双交种**：双杂交种的简称。由四个品种或自交系先两两配成单交种，再由两种单交种杂交而得的杂交组合
- ▶ **单交种**：由两个亲本杂交所得到的后代
- ▶ **紧凑型杂交玉米种**：利用其株型紧凑，叶片上举等特点，加大种植密度，增加叶面积系数和光合势，提高光能利用率，以达到提高产量之目的
- ▶ **区试**：在同一生态类型区的不同自然区域，选择能代表该地区土壤特点、气候条件、耕作制度、生产水平的地点，有计划地将各育种单位推荐的新品种或引进品种经审查送交不同地区进行多点联合试验，按照统一的试验方案和技术规程鉴定试验品种的丰产性、稳产性、适应性、米质、抗性及其他重要特征特性，从而确定品种的利用价值和适宜种植区域的试验

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未打算提供给零售客户使用。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road,
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED