

农林牧渔

2017年08月25日

## 隆平高科 (000998)

——内生外延并驾齐驱，种业龙头蓄势待发

报告原因：有新的信息需要补充

增持 (维持)

市场数据：2017年08月24日

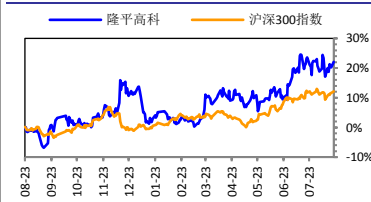
收盘价(元)	22.65
一年内最高/最低(元)	24.43/17.77
市净率	4.8
息率(分红/股价)	0.66
流通A股市值(百万元)	21649
上证指数/深证成指	3271.51/10552.96

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2017年06月30日

每股净资产(元)	4.68
资产负债率%	26.71
总股本/流通A股(百万)	1256/956
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《隆平高科(000998)点评：国际化战略逐步推进，看好公司长期发展》  
2017/08/17

《隆平高科(000998)点评：预计17中报利润同比增40%-70%，短期逻辑得验证，中长期逻辑不改》  
2017/07/17

证券分析师

赵金厚 A0230511040007  
zhaojh@swsresearch.com  
宫衍海 A0230513040003  
gongyh@swsresearch.com

研究支持

裴毓幸 A0230516100001  
gongyx@swsresearch.com

联系人

冯新月  
(8621)23297818×7416  
fengxy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

投资要点：

- 我国种业机遇与挑战并存。(1) 库存压力高企。2016/2017 销售季，杂交水稻可供种量 3.6 亿公斤，需种量约为 2.45 亿公斤，供需比上行至约为 150%。(2) 双亲创新引领新一代杂交水稻更新换代。得益于“隆科 638S”、“荃 9311A”母本和“华占”、“黄莉占”、“五山丝苗”等父本的应用，新一轮更新换代正在进行。(3) 我国种业集中度有待提升，并购整合是未来趋势。对标国际 CR5 约为 70% 的高度集中的市场份额，国内约为 800 亿的种子市场仍然明显分散。整合的动因来自四大方面：行业自然淘汰、政策驱动、技术驱动和公司自身驱动。
- 隆两优、晶两优品系大量获审，预计隆两优华占、隆两优 534、晶两优华占、晶两优 534 将在未来 2-3 年内成为主推品种，隆平高科（以下简称公司）业绩增长可期。2015 年开始，公司以拥有自主知识产权的不育系“隆科 638S”、“晶 4155S”配组出的“隆两优”、“晶两优”系列品种陆续通过审定，并逐步推向市场。新品种在高产、稳产、抗病、广适、米质等方面审定表现极佳。隆两优华占、隆两优 534、晶两优华占、晶两优 534 由于适宜推广区域最为广泛，预计将成为主流品种。根据申万宏源农业测算，隆两优华占、534 在适应推广区域的目标推广面积约为 876 万亩、740 万亩；晶两优华占、534 在适应推广区域的目标推广面积约为 876、730 万亩。我们预计 2017/2018 销售季四个品种的销量分别为 420 万、240 万、405 万和 300 万公斤；2018/2019 销售季的销量分别为 546 万、360 万、527 万和 450 万公斤，预计 2017/2018、2018/2019 销售季两大品系销量有望达 2400 万公斤和 3360 万公斤。
- 研发能力叠加绿色通道，预计公司后续品种将接力陆续推向市场。公司成熟的“三位一体”研发体系（自主研发平台、湖南杂交水稻研究中心、外部科研资源）和不断增长的研发投入是公司发展自主品牌的基础。绿色通道开启之后，公司研发优势将更加凸显。2017 年，公司 61 个杂交水稻和 10 个杂交玉米新品种通过国审，遥遥领先行业首位，过审品种中的“梦两优黄莉占”、“和两优 713”由于错位竞争和抗病性值得关注。
- 公司最具整合预期，有望成为中国“孟山都”。公司是最具外延整合预期的 A 股种业上市公司，过去几年分别收购了德瑞特、湖北金稻等公司股权。中信集团入主后，公司外延增长上升至更高层面。2017 年 7 月中信农业产业基金以 11 亿美元的价格收购陶氏化学在巴西的种子业务；日前，公司公告与 AMAZON FUND LP、AMAZON AGRI BIOTECH HK LIMITED 签署投资意向书，公司拟以不超过 4 亿美元认购目标公司新发行股份，持有不超过 36.36% 股份。如果公司在未来整合陶氏相关业务，则在利润增厚的同时 PE 有望降低。
- 投资建议：由于陶氏业务的整合存在不确定性，暂不将其考虑在内。公司主业叠加农业服务，预计 2017-19 年公司净利润分别为 7.8/9.8/12.3 亿元，EPS 分别为 0.62/0.78/0.98 元（维持原盈利预测），对应 17-18 年 PE 分别为 38/30X，维持增持评级。
- 核心假设的风险：新品种推广不达预期、自然灾害、整合不达预期的风险等

财务数据及盈利预测

	2016	2017H1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,299	1,104	3,022	3,638	4,460
同比增长率(%)	13.50	29.12	31.43	20.38	22.59
净利润(百万元)	501	234	780	980	1,230
同比增长率(%)	2.05	50.87	55.64	25.64	25.51
每股收益(元/股)	0.40	0.19	0.62	0.78	0.98
毛利率(%)	41.3	45.7	42.4	42.6	42.9
ROE(%)	8.9	4.0	22.0	23.0	23.5
市盈率	59		38	30	24

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

## 目录

### 投资案件

#### 投资评级与估值

由于陶氏业务的整合存在不确定性，暂不将其考虑在内，预计 2017-19 年公司净利润分别为 7.8/9.8/12.3 亿元，EPS 分别为 0.62/0.78/0.98 元（维持原盈利预测），对应 17-18 年 PE 分别为 38/30X。结合 A 股种业公司估值及国际种业巨头历史平均估值水平，给予 2018 年 35 倍 PE（由于公司具有行业龙头+整合中国种业的资质，给予公司高于行业的估值水平），目标价 27.3 元，维持增持评级。

#### 关键假设点

（1）新品种放量：预计隆两优华占、隆两优 534、晶两优华占、晶两优 534 于 2017/2018 销售季销量分别为 420 万、240 万、405 万和 300 万公斤；2018/2019 销售季的销量分别为 546 万、360 万、527 万和 450 万公斤，2017/2018、2018/2019 销售季两大品系销量有望达 2400 万公斤和 3360 万公斤。（2）相对原有品种，“隆两优”、“晶两优”品系售价更高、毛利率更高。预计 2017、2018 年种业综合毛利率分别为 45%、48%。

#### 有别于大众的认识

种企是产品驱动型企业，市场认为“隆晶两优”后公司新产品存在不确定性，我们认为公司成熟的“三位一体”研发体系（自主研发平台、湖南杂交水稻研究中心、外部科研资源）和不断增长的研发投入是公司发展自主品牌的基础。绿色通道开启之后，公司研发优势将更加凸显。2017 年，公司 61 个杂交水稻和 10 个杂交玉米新品种通过国审，遥居行业首位，其中的“梦两优黄莉占”、“和两优 713”由于错位竞争和抗病性值得关注。种子推广的成熟期大约为 3 年，“隆晶两优”后，优势新品种将接力成为主推品种。

市场认为公司估值较高，但是我们测算可得单纯靠主业内涵增长，公司 2018 年 PE 将下降至 30 倍；如果考虑陶氏资产整合，备考盈利预测表对应的 PE 或将更低。此外，公司作为行业龙头企业，且承担着中国种业整合的重任，我们认为可以给予公司高于行业的估值水平。

#### 股价表现的催化剂

优质资产整合、业绩超预期

#### 核心假设风险

新品种推广不达预期、自然灾害、整合不达预期的风险等

<b>1. 种业——机遇与挑战并存 .....</b>	<b>6</b>
1.1 我国种业市场规模约 800 亿元，为全球第二大市场 .....	6
1.2 两杂种子长期供过于求，库存压力高企 .....	6
1.3 双亲创新引领新一代杂交水稻种子更新换代 .....	7
1.4 国际种业高度集中，兼并收购如火如荼 .....	9
1.5 中国种业集中度有待提升，并购整合是未来趋势 .....	10
<b>2. “隆晶两优”势如破竹，隆平高科一鸣惊人 .....</b>	<b>11</b>
2.1 “3+X” 打造全能种企，“拳头” 品种曾伴公司成长 .....	11
2.2 “隆晶两优”品系放量，业绩增长可期 .....	14
2.3 研发能力叠加绿色通道，预计后续品种将接力推向市场 .....	16
2.4 最具整合预期，有望成为中国“孟山都” .....	18
2.5 盈利预测与估值 .....	20
<b>3. 核心假设的风险 .....</b>	<b>21</b>

## 图表目录

图 1: 我国为全球第二大种子市场 .....	6
图 2: 我国种业市场结构 .....	6
图 3: 杂交水稻种子制种情况 .....	7
图 4: 杂交水稻种子供需情况 .....	7
图 5: 杂交玉米种子制种情况 .....	7
图 6: 杂交玉米种子供需情况 .....	7
图 7: 杂交水稻更新换代 .....	8
图 8: 全球种业市场集中度 .....	9
图 9: 全球种业市场集中度 (假设): 并购后 .....	9
图 10: 孟山都并购扩张 .....	10
图 11: 我国种业集中度仍然很低 .....	11
图 12: 我国水稻种子集中度仍然很低 .....	11
图 13: 我国玉米种子集中度仍然很低 .....	11
图 14: 我国种子企业数量下降 .....	11
图 15: 2010-2016 年公司营业收入 .....	12
图 16: 2010-2016 年公司毛利 .....	12
图 17: 2010-2016 年公司净利润 .....	12
图 18: 2010-2016 年公司归母净利润 .....	12
图 19: 公司 60%营收由杂交水稻贡献 .....	12
图 20: 公司 66%毛利由杂交水稻贡献 .....	12
图 21: 杂交水稻大品种助力公司营收高速增长 .....	13
图 22: 公司历年国审品种数量 .....	17
图 23: 公司国审品种数量行业第一 .....	17
图 24: A 股上市种企研发投入对比: 隆平居于首位 .....	18
图 25: 公司股权结构 .....	19
图 26: 孟山都历史 PE 水平 .....	20
图 27: 杜邦历史 PE 水平 .....	20

表 1: 国际种业巨头相互并购整合 .....	10
表 2: 1996-2015 年我国推广面积前 3 名杂交水稻品种.....	13
表 3: 我国历年杂交水稻主推品种育种情况 .....	13
表 4: 隆两优、晶两优代表品种特点.....	14
表 5: 隆两优华占、534 目标推广面积测算.....	15
表 6: 晶两优华占、534 目标推广面积测算.....	16
表 7: 公司目标市占率测算.....	16
表 8: 公司并购活动 .....	18
表 9: A 股种业公司估值水平 .....	20

## 1. 种业——机遇与挑战并存

### 1.1 我国种业市场规模约 800 亿元，为全球第二大市场

种子需求量是各作物种植面积的特有函数，种业市场规模 =  $\sum_{\text{作物品种}} (\text{种植面积} \times \text{单位用种量} \times \text{种子商品化率} \times \text{种子价格})$ ，其中种子价格 = 粮食价格  $\times$  种粮比。

2007-2015 年我国种业市场规模由 300 亿元增长至 780 亿元，仅次于美国，是全球第二大种子市场。CAGR 约为 13%，表现为前期快速增长、后期增速放缓的特点。

图 1：我国为全球第二大种子市场

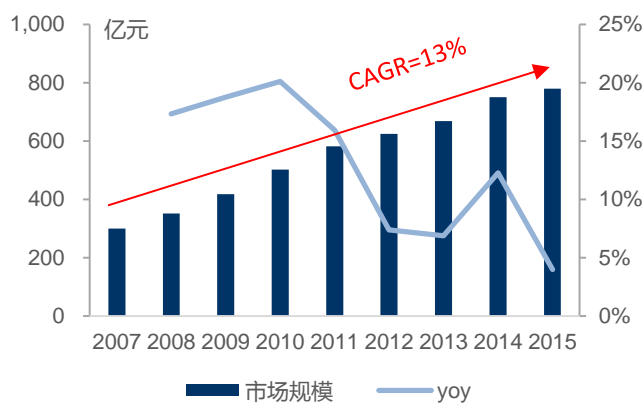
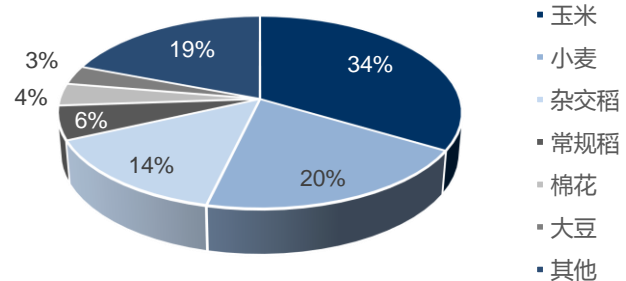


图 2：我国种业市场结构



资料来源：中国产业信息网，申万宏源研究

资料来源：中国农技推广中心，申万宏源研究

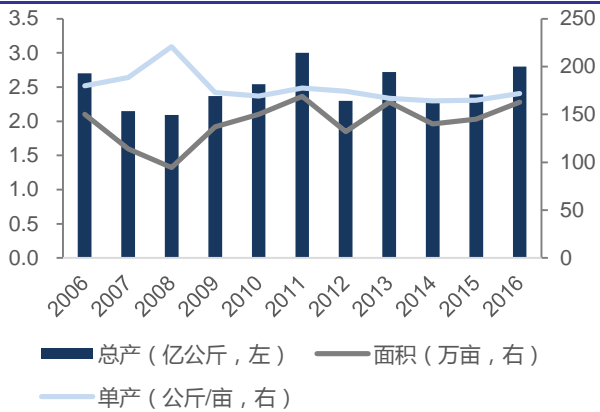
种子需求总量较为稳定但存在结构调整，主要体现在两个方面：（1）耕地总量较为稳定，但作物布局会有所改变，相应作物的种子需求量也会随之发生变化。一般来说，种植面积广阔的作物（两杂种子）容易孕育种子大品种。（2）同一作物种子的更新换代会使得品种布局改变，对种子企业来说，新的“拳头”品种（如隆平的隆两优、晶两优品系）总是会量价齐升，为企业带来丰厚利润，同时也会替代一部分原有品种。

### 1.2 两杂种子长期供过于求，库存压力高企

我国种子行业长期供大于求，但同时很多优质品种处于紧平衡状态。种业是新技术、新产品推动的行业，掌握先进技术和优质产品的企业拥有较宽的护城河。在库存高企的行业内，差异化、优质新品种是种业企业的核心驱动力。

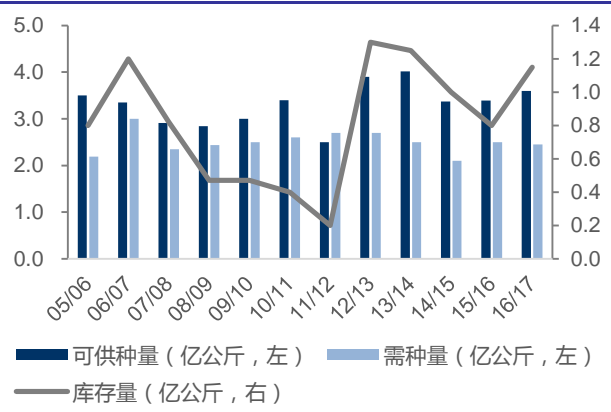
供过于求是杂交水稻种业的常态，2017 年库存量上行。2016 年，杂交水稻制种面积约为 163 万亩，平均单产约为 172 公斤/亩，种子总产量 2.8 亿公斤。2016/2017 销售季，杂交水稻可供种量 3.6 亿公斤（2016 年新制种+2015/2016 销售季库存量），需种量约为 2.45 亿公斤，供需比上行至约为 150%，2015/2016 销售季该数字约为 136%。

图 3：杂交水稻种子制种情况



资料来源：wind，中国农技推广中心，申万宏源研究

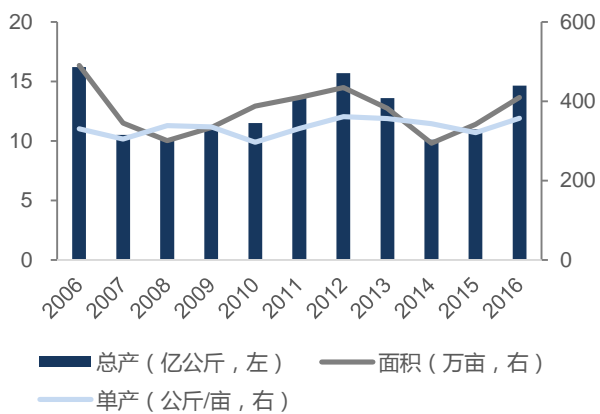
图 4：杂交水稻种子供需情况



资料来源：wind，中国农技推广中心，申万宏源研究

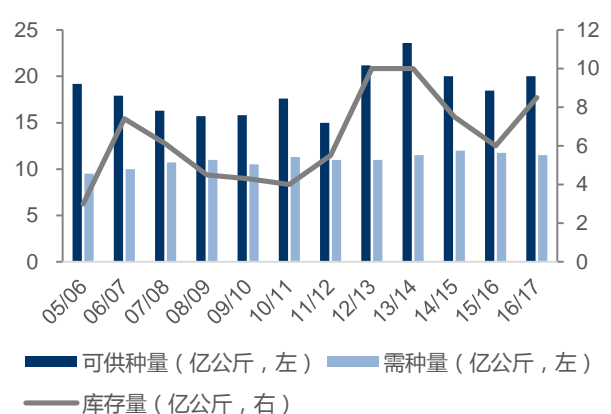
2016 年杂交玉米制种面积 410 万亩，单产约为 357 公斤/亩，总产 14.65 亿公斤，同比增长 34%。2016/2017 销售季可供种量 20 亿公斤，需种量仅为 11.5 亿公斤，供需比上升至 174%。相比杂交水稻，玉米种子供需形势更是不容乐观。根据《全国种植业结构调整规划（2016-2020 年）》，至 2020 年玉米种植面积稳定在 5 亿亩左右，重点调减“镰刀弯”非优势区域玉米面积 5000 万亩。2016-2017 年间，玉米种植面积调减进度超预期。农业部数据显示，2016 年玉米种植面积同比减少 2000 多万亩，2017/18 年度播种季继续减少约 1380 万亩（USDA 数据显示，2016 年调减 2040 万亩，2017 年继续减少 2600 多万亩）。玉米种子行业趋势性向下，预期玉米种植面积调减到位之后，将在新的平台上达到新的平衡，玉米种业有望随之触底回升。

图 5：杂交玉米种子制种情况



资料来源：wind，中国农技推广中心，申万宏源研究

图 6：杂交玉米种子供需情况

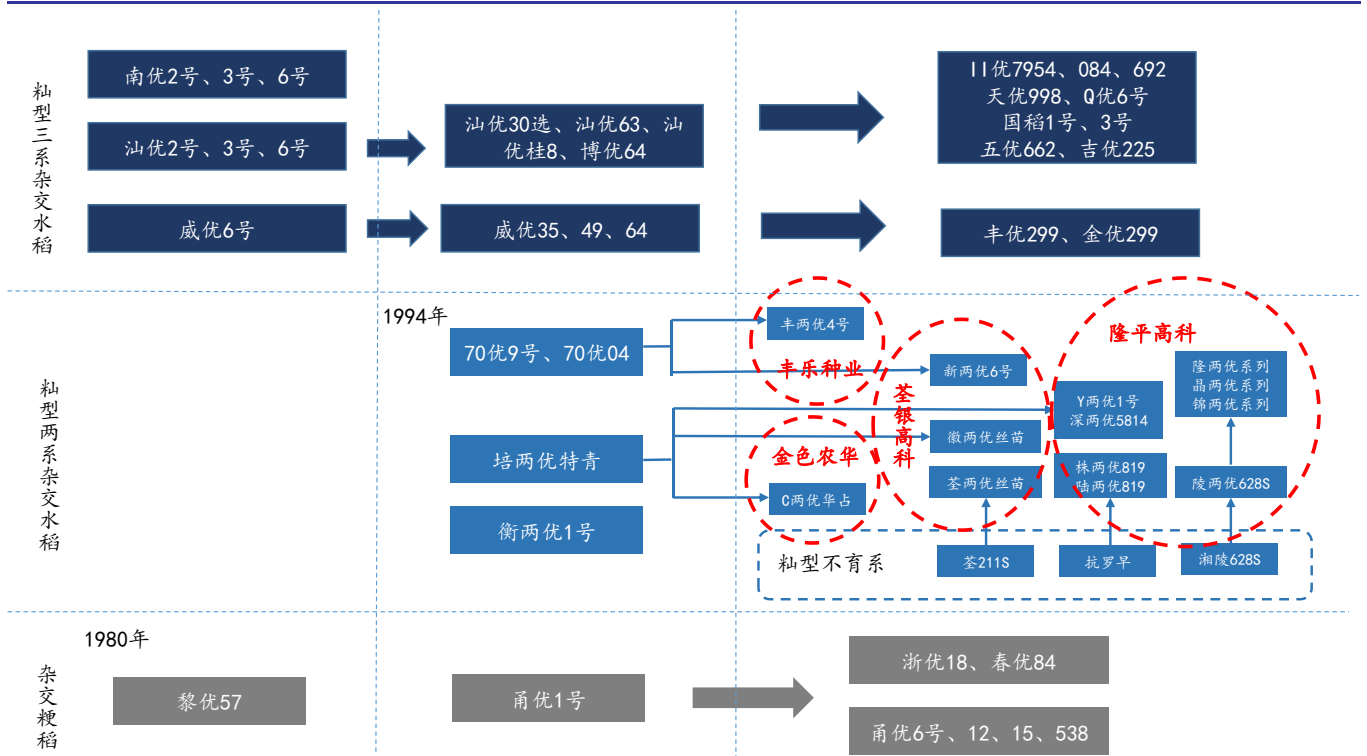


资料来源：wind，中国农技推广中心，申万宏源研究

### 1.3 双亲创新引领新一代杂交水稻种子更新换代

杂交水稻：我国杂交水稻育种经历过两个代次，目前正在经历第二代向第三代转换的过程。育种技术进步和双亲创新共同决定品种更新换代。

图 7：杂交水稻更新换代



资料来源：申万宏源研究

杂交水稻第一代同时也是推广面积最大的一代，其表品种是由谢华安院士育成的“汕优63”，采用“三系法”育种技术，母本是汕珍97A，父本是明恢63。汕优63于1990年通过国家审定，并获得1998年国家科技进步一等奖，是迄今为止推广面积最大的杂交水稻单品，累计推广达9.4亿亩，在种植面积最大的年份推广面积达1.03亿亩。

2000年以来的代表性品种有两优培九、扬两优6号、Y两优1号、深两优5814，均采用“两系法”育种技术，得益于恢复系“93-11”的选育成功，“93-11”来自于bg90-2，具有斯里兰卡血缘。这一时期的不育系主要有“培矮64S”、“广占63S”“新安S”、“Y58S”等。

2015年之后，新一轮杂交水稻升级换代的趋势明显，主要得益于“隆科638S”、“荃9311A”母本和“华占”、“黄莉占”、“五山丝苗”等父本的应用。新一轮更新换代表现出新的特点：（1）母本资源多为企业独家拥有，系列品种持续推出。以隆平高科的“隆科638S”为母本的品种数量高达33个，由于具有“隆科638S”和“晶5155S”等优势母本资源，2017年通过国家审定的178个水稻品种中，隆平高科以61个新品拔得头筹，占比约为34%。从这个角度来看，我们可以认为水稻育种巨头已经形成。（2）市场呈现出单个品种多区审定频繁化、大单品打造加速的特点。隆两优华占、晶两优华占等品种在籼稻种植区域基本均实现审定。

玉米：中国玉米大致经历了6代品种，分别是以中单2号为代表的第一代、以丹玉13为代表的第二代、以掖单2号为代表的第三代、以掖单13为代表的第四代、以农大108



为代表的第五代、以郑单 958、先玉 335 为代表的第六代（也有人把先玉 335 看做是玉米的第六代半品种）。双亲的创新导致产品更新换代，一般每次更新换代都会涌现大品种，比如中国玉米大品种的代表品种有中单 1 号、丹玉 13、掖单 2 号、掖单 13、农大 108、四单 19、郑单 958 和先玉 335。

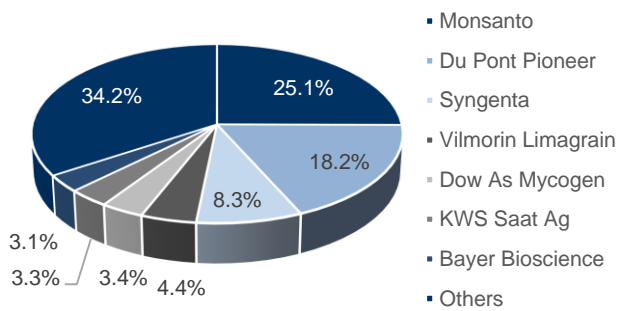
2008 年之后，我国玉米育种陷入瓶颈期，其主要原因在于缺乏种质资源的创新，大量的育种都在模仿、改良郑单 958 和先玉 335。近几年，市场上出现了浚单 20、京科 968、五谷 1790、联创 808、鸿翔 998、华农 887 等一批优秀品种，并在不同地区逐渐更换了郑单 958 和先玉 335，但是本质上仍然没有突破原有种质资源。

此前，美国化学巨头陶氏化学宣布，与中信旗下农业基金 CITIC Agri Fund 达成协议，向对方出售旗下的巴西种子业务，收购交易涉及业务包括陶氏的种子处理厂和种子研发中心，允许使用 Morgan 种子品牌及在一段时间内使用 Dow Sementes 品牌等。该项交易或将助力国内玉米种质资源创新。

### 1.4 国际种业高度集中，兼并收购如火如荼

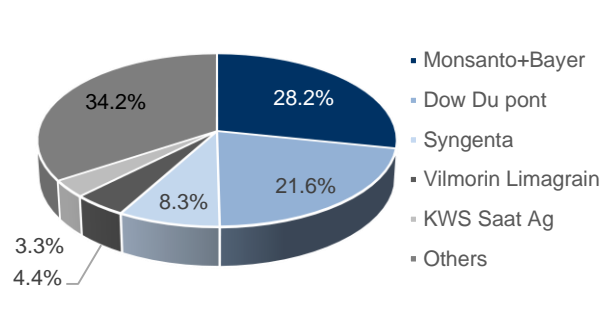
**全球种业高度集中。**（因为彭博公布的数据截止 2012 年，所以下数据也是截止至 2012 年）2012 年全球种业 CR3 约为 51.62%，其中孟山都是全球最大的种子公司，市占率为 25.1%，杜邦先锋位居第二，市占率为 18.17%，先正达是第三大种子公司，市占率为 8.35%。因为缺乏最新统计数据，假设种子公司的市占率不变，孟山都和拜耳联姻、杜邦和陶氏合并后种业市场集中度更为集中，CR3 上升为 58.13%，其中孟山都和拜耳市占率为 28.2%，杜邦先锋和陶氏市占率为 21.58%。

图 8：全球种业市场集中度



资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

图 9：全球种业市场集中度（假设）：并购后

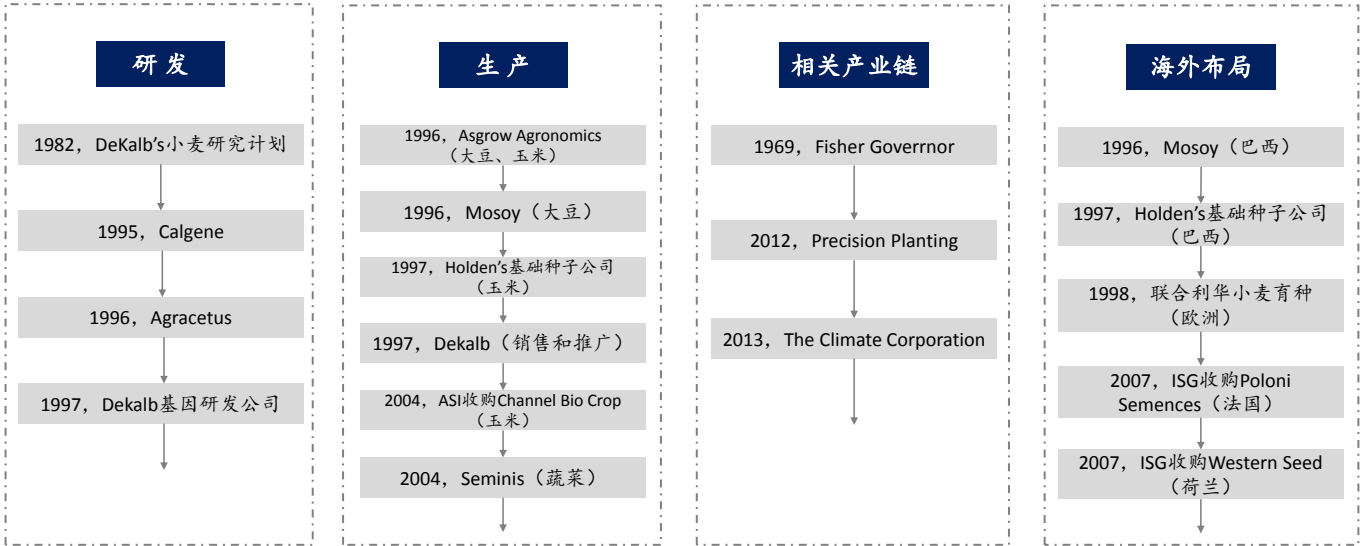


资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

并购伴随大型跨国种企发展。按照整合目的和并购对象的差异，我们将种业企业的并购分为两种形式，一种是在其壮大过程中，为了拓展产品线、销售渠道而进行的并购；另一种是国际种业巨头之间的相互整合“抱团”。

以全球最大种子企业孟山都为例：孟山都以化工业务在美国起步，通过兼并收购，从1982年开始转向转基因种子业务，并在其发展过程中进行多次收购，占领美国种子市场，并开拓欧洲、亚太、南美等地区的市场，成为全球第一大种子企业。此外，孟山都以种业为中心，发展农药、化肥、除草剂等农资产品，进军农业增值服务等。

图 10：孟山都并购扩张



资料来源：申万宏源研究

2015年以来，孟山都、杜邦、拜耳、先正达、陶氏益农等国际种业巨头纷纷选择“抱团”，互相进行并购整合。2015年杜邦与陶氏签署互换协议，将农业部门单独剥离，整合优化农业资源，加强各自在其优势领域的领导地位，形成农化和种子龙头公司；拜耳将收购孟山都，实现“植保+种子”的强强联合，构建种子和作物农药的一体化平台；先正达选择被中化收购，与中化的业务形成优势互补，以中化投入的430亿美元解决其债务问题，并借助中化以更低的成本进入中国乃至亚洲市场。

表 1：国际种业巨头相互并购整合

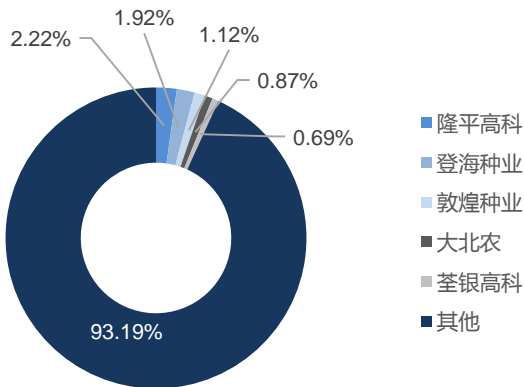
时间	收购方	被收购方	交易对价 (亿美元)	收购 PE	并购目的
2015 年	陶氏&杜邦	换股合并	1300	19	将农业资源进行优化整合，加强各自在其优势领域的主导地位
2016 年	拜耳	孟山都	660	42.7	实现“植保+种子”的强强联合，构建种子和作物农药的一体化平台
2016 年	中国化工	先正达	430	36.5	先正达与中化的业务形成优势互补，借助中化以更低的成本进入中国乃至亚洲市场

资料来源：公司官网，申万宏源研究

## 1.5 中国种业集中度有待提升，并购整合是未来趋势

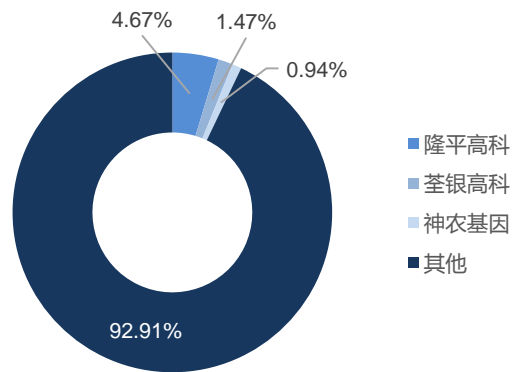
对标国际 CR5 约为 70% 的高度集中的市场份额，国内约为 800 亿的种子市场仍然明显分散。2015 年 CR5 仅为 6.81% (其中隆平高科市占率约为 2.22%，登海种业约为 1.92%，敦煌种业约为 1.12%，大北农金色年华约为 0.87%，荃银高科约为 0.69%)。

图 11：我国种业集中度仍然很低



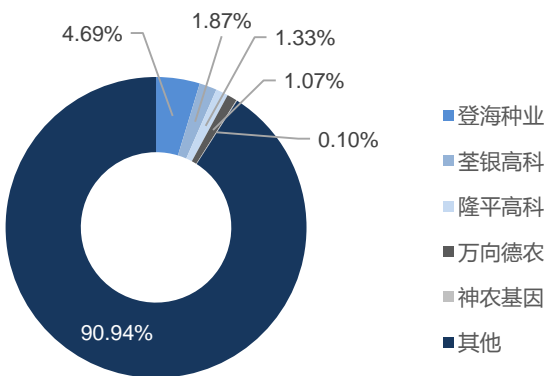
资料来源：中国产业信息网，申万宏源研究

图 12：我国水稻种子集中度仍然很低



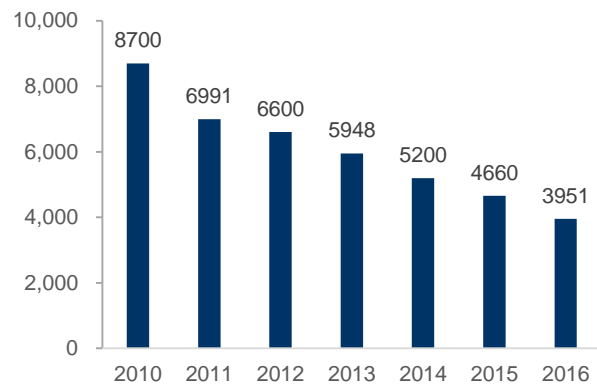
资料来源：中国产业信息网，申万宏源研究

图 13：我国玉米种子集中度仍然很低



资料来源：中国产业信息网，申万宏源研究

图 14：我国种子企业数量下降



资料来源：中国产业信息网，申万宏源研究

近几年，我国种业行业集中度有所提高。2010 年至今，我国种子企业数量由 8700 家减少至 3951 家，降幅达到 55%。整合的动因来自四大方面：（1）行业自然淘汰；（2）政策驱动；（3）技术驱动；（4）公司自身驱动。过去几年，供大于求导致两杂种子景气度整体下降，盈利下行后一些小企业选择退出；政策方面包括监管从严的情况下，套牌、制假企业生存空间收窄；技术驱动包括生物育种、转基因技术突破后，龙头企业依靠新一代种子产品获取更大市场份额；自身驱动主要指公司自身的外延并购和海外扩张战略等。

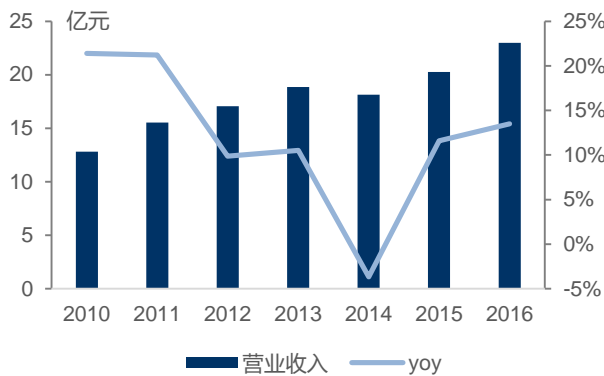
## 2. “隆晶两优”势如破竹，隆平高科一鸣惊人

### 2.1 “3+X” 打造全能种企，“拳头” 品种曾伴公司成长

隆平高科是我国种业龙头企业，公司品类战略“3+X”横向扩展，其中水稻、玉米、蔬菜为 3 大核心品类，小麦、薯类、棉花、油菜籽、花生、大豆等为辅助业务。公司在杂交水稻方面独占鳌头，市场占有率约为 15%左右，高峰时期杂交水稻市占率曾达 40%。2016 年，

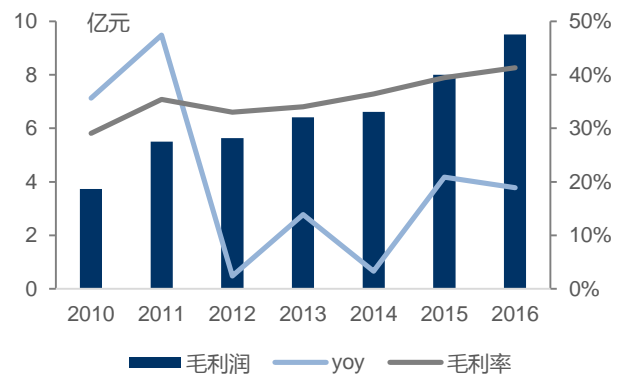
隆平高科实现营业收入 22.99 亿元，其中杂交水稻收入 13.72 亿元，占比约为 60%；公司实现毛利 9.51 亿元，其中杂交水稻种子实现毛利 6.24 亿元，占比约为 66%。

图 15: 2010-2016 年公司营业收入



资料来源：公司年报，申万宏源研究

图 16: 2010-2016 年公司毛利



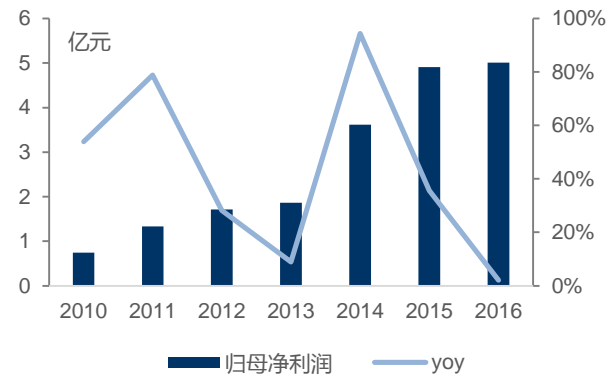
资料来源：公司年报，申万宏源研究

图 17: 2010-2016 年公司净利润



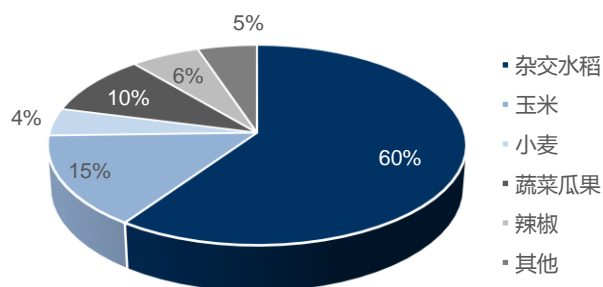
资料来源：公司年报，申万宏源研究

图 18: 2010-2016 年公司归母净利润



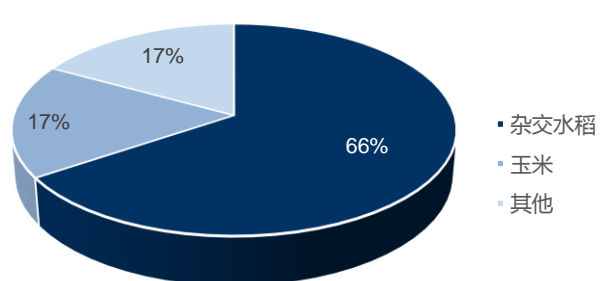
资料来源：公司年报，申万宏源研究

图 19: 公司 60%营收由杂交水稻贡献



资料来源：公司年报，申万宏源研究

图 20: 公司 66%毛利由杂交水稻贡献



资料来源：公司年报，申万宏源研究

Y两优1号于2008年通过国家审定，并通过湖南、重庆、海南省级审定。2010年成为杂交水稻推广面积最大的单品，并一直延续至2013年。深两优5814于2009年通过国家审定，并先后通过广东、重庆、海南省级审定。2014年成为杂交水稻推广面积最大的单品，2015年连续排名第一。受益于杂交水稻“拳头”产品的审定、推广，隆平高科营收、利润保持稳定增长。其中，公司2011/12年增量主要来自Y两优1号，14/15年增量主要来自深两优5814。

表 2: 1996-2015 年我国推广面积前 3 名杂交水稻品种

1996 年		2002 年		2008 年		2009 年		2010 年		2015 年	
品种	面积	品种	面积	品种	面积	品种	面积	品种	面积	品种	面积
汕优 63	5346	两优培九	1238	丰两优 1 号	551	扬两优 6 号	541	Y 两优 1 号	458	深两优 5814	401
冈优 22	1920	11 优 838	977	扬两优 6 号	549	新两优 6 号	456	新两优 6 号	407	Y 两优 1 号	401
汕优多系 1 号	1031	冈优 725	963	金优 207	506	两优 6326	426	扬两优 6 号	394	五优 308	357

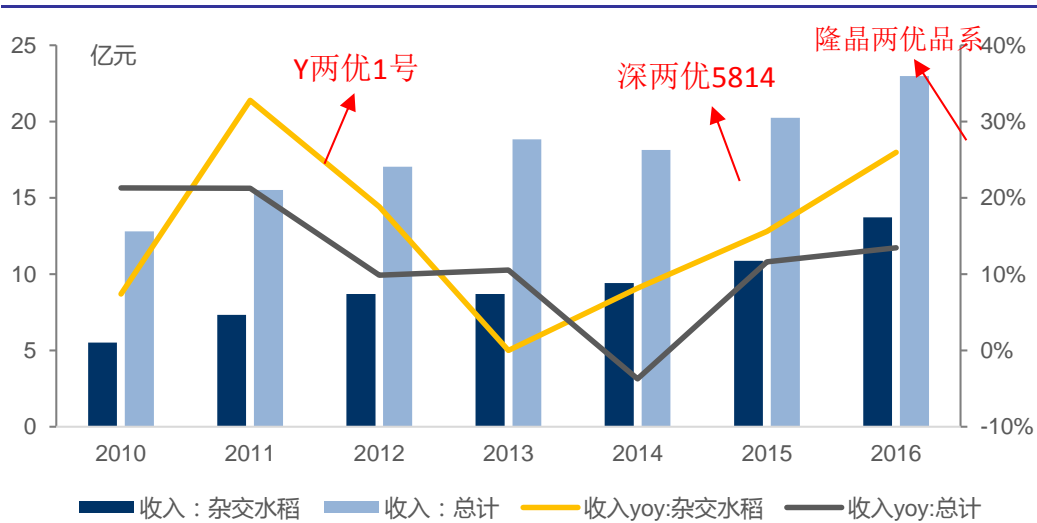
资料来源：全国农技推广中心，申万宏源研究

表 3: 我国历年杂交水稻主推品种育种情况

品种	国审	成为第一大品种	选育单位	母本	父本	两系/三系
汕优 63	1990	早于 96 年	三明市农科所	珍汕 97A	明恢 63	三系
两优培九	2001	2002	江苏省农科所、湖南杂交水稻研究中心	培矮 64S	93-11	两系
丰两优 1 号	2005	2008	丰乐种业	广占 63S	93-11	两系
扬两优 6 号	2005	2009	江苏里下河农科所	广占 63-4S (广占 63S)	93-11	两系
新两优 6 号	2007	09、10 年第二	荃银高科	新安 S(广占 63-4S*M95)	93-11	两系
Y 两优 1 号	2008	2010	湖南杂交水稻研究中心	Y58S	93-11	两系
深两优 5814	2009	2014	国家杂交水稻研究中心清华深圳龙岗研究所	Y58S	丙 4114 (9311*527)	两系

资料来源：国家水稻数据中心，申万宏源研究

图 21: 杂交水稻大品种助力公司营收高速增长



资料来源：公司年报，申万宏源研究

以隆两优华占、隆两优 534 为代表的隆两优品系和以晶两优华占、晶两优 534 为代表的晶两优品系大量获审,2016/2017 销售季销量约为 1400 万公斤,预计 2017/18 销售季、2018/2019 销售季将分别实现销量 2400 万、3360 万公斤,将成为未来几年公司主要的业绩增长点。

## 2.2 “隆晶两优”品系放量,业绩增长可期

2015 年开始,公司以拥有自主知识产权的不育系“隆科 638S”、“晶 4155S”配组出的“隆两优”、“晶两优”系列品种陆续通过审定,并逐步推向市场,预计将成为公司未来 3 年业绩的主要增长点。以隆两优华占、隆两优 534、晶两优华占和晶两优 534 为例,新品种在高产、稳产、抗病、广适、米质等方面审定表现极佳!

**产量优势:**以种植面积最为广阔的长江中下游稻区为例,隆两优华占、隆两优 534、晶两优华占、晶两优 534 生产试验亩产分别为 625.9 公斤、603.6 公斤、603 公斤和 681.23 公斤,相比对照组增产平均增产 5%-10%。

**抗病性好:**“隆两优”、“晶两优”优势新品种在部分水稻种植区表现出中抗稻瘟病,相对易感稻瘟病的老一代品种 Y 两优 1 号、深两优 5814,新品种抗病性有重大突破。

**米质优:**相较玉米,水稻因为口粮占比较高,品种选择受其商品粮品质影响更大,尤其是随着居民生活水平的提高,对稻米口感要求有所提升,杂交水稻米质、口感较常规稻差是制约杂交水稻发展的重要因素。晶两优、隆两优品系的新品种米质 9 项指标达国家二级甚至三级标准。

表 4: 隆两优、晶两优代表品种特点

品种	母本	父本	适宜种植区域	区域试验产	生产试验产	米质级别	稻瘟病	白叶枯病	褐飞虱	耐冷性
				量 (kg/亩)	量 (kg/亩)					
隆两优华占	隆科 638S	华占	长江中下游中稻	646.7	625.9	-	5 级/中感	5 级/中感	7 级/感	
			华南晚稻	510.8	501	-	3 级/感	7 级/感	9 级/高感	
			长江上游中稻	625.7	594.6	2 级	3 级/中抗	-	7 级/感	
			武陵山区	613.38	627.41	3 级	3 级/中抗	-	-	
隆两优 534	隆科 638S	R534	长江中下游中稻	653	603.6	3 级	5 级/中感	5 级/中感	7 级/感	
			华南晚稻	510.58	489.19	3 级	3 级/中抗	9 级/高感	7 级/感	
			长江上游中稻	617.1	598.2	1 级	5 级/中感	-	9 级/高感	
晶两优华占	晶 4155S	华占	长江中下游中稻	713.1	603		3 级/中抗	7 级/感	7 级/感	
			华南晚稻	519.2	507.13	3 级	5 级/中感	9 级/高感	9 级/高感	
			长江上游中稻	612.2	628.8	3 级	3 级/中抗	-	9 级/高感	敏感
			武陵山区	619.16	578.4	3 级	1 级/抗	-	-	耐冷
晶两优 534	晶 4155S	R534	长江中下游中稻	637.31	681.23	2 级	1 级/抗	5 级/中感	9 级/高感	
			华南早稻	542.3	514.7	3 级	3 级/中抗	7 级/感	9 级/高感	
			长江上游中稻	626.3	630.37	2 级	5 级/中感	-	9 级/高感	

资料来源: 国家水稻数据中心, 申万宏源研究

隆两优、晶两优品系将持续放量，其中隆两优华占、隆两优 534、晶两优华占、晶两优 534 由于适宜推广区域最为广泛，预计将成为主流品种。根据国家水稻审定标准，我国籼系杂交水稻种植区域主要包括长江中下游、华南稻区、长江上游稻区（以上不包括武陵山区）和武陵山区稻区。其中隆两优华占、晶两优华占在 4 个区域均通过国审，适宜种植区域面积总计 2.4 亿亩；隆两优 534、晶两优 534 在除武陵山区外的其他 3 个区域均通过国审。

根据申万宏源农业测算，隆两优华占、534 在适应推广区域的目标推广面积约为 876 万亩、740 万亩；晶两优华占、534 在适应推广区域的目标推广面积约为 876 万亩、730 万亩。隆两优华占、隆两优 534、晶两优华占、晶两优 534 的市场占有率分别有望达到 3.6%、3%、3.6%、3%，隆平高科曾经的大品种 Y 两优 1 号、深两优 5814 的市场占有率在 3% 左右，在不同省份不同区域的市占率在 1%-10% 不等（由于 Y 两优 1 号和深两优 5814 的适宜推广区域都不包括武陵山区，而隆两优华占和晶两优华占将武陵山区涵盖在内，因此我们认为其市场占有率有望高于以往品种）。未来公司杂交水稻市占率有望达到近期高点（25%）。

按照 1 公斤/亩的用种量，我们预计 2017/2018 销售季四个品种的销量分别为 420 万、240 万、405 万和 300 万公斤；2018/2019 销售季的销量分别为 546 万、360 万、527 万和 450 万公斤，预计 2017/2018、2018/2019 销售季两大品系销量有望达 2400 万公斤和 3360 万公斤。

表 5：隆两优华占、534 目标推广面积测算

省份	杂交水稻种植面积 (万亩)	隆两优华占	备注	假定市场占有率	目标推广面积测算 (万亩)	隆两优 534	备注	假定市场占有率	目标推广面积测算 (万亩)
江苏	311	1	长江流域稻区	2%	6	1	长江流域稻区	1.5%	5
浙江	684	1		4%	27	1	中稻区	3.5%	24
安徽	2738	1		4%	110	1		3.5%	96
江西	3505	1		4%	140	1		3.5%	123
湖北	2925	1		4%	117	1	武陵山区除外	3.5%	102
湖南	4319	1		5%	216	1	武陵山区除外	4.5%	194
河南	785	1	南部	2%	16	1	南部	1.5%	12
福建	932	1		2%	19	1		1.5%	14
广东	1666	1	粤北山区除外	2%	33	1	中南及西南	1.5%	25
广西	1876	1	桂南	2%	38	1	桂南	1.5%	28
海南	273	1		4%	11	1		3.5%	10
重庆	838	1		2%	17	1	武陵山区除外	1.5%	13
四川	2549	1	平坝丘陵	4%	102	1	平坝丘陵	3%	76
贵州	470	1		2%	9	1	武陵山区除外	2%	9
云南	321	1	中低海拔	4%	13	1	中低海拔	2%	6
陕西	133	1	南部	2%	3	1	南部	2%	3
合计	24323			3.6%	876			3%	740

资料来源：申万宏源研究

**表 6：晶两优华占、534 目标推广面积测算**

省份	杂交水稻种植面积 (万亩)	晶两优华占	备注	假定市场占有率	目标推广面积测算 (万亩)	晶两优534	备注	假定市场占有率	目标推广面积测算 (万亩)
江苏	311	1	长江流域稻区	2%	6	1	长江流域稻区	1.5%	5
浙江	684	1		4%	27	0			
安徽	2738	1		4%	110	1		3.5%	96
江西	3505	1		4%	140	1		3.5%	123
湖北	2925	1		4%	117	1	武陵山区除外	3.5%	102
湖南	4319	1		5%	216	1	武陵山区除外	4.5%	194
河南	785	1	南部	2%	16	1	南部	1.5%	12
福建	932	1		2%	19	1		1.5%	14
广东	1666	1	中南、西南	2%	33	1	粤北以外	1.5%	25
广西	1876	1	桂南	2%	38	1	桂南	1.5%	28
海南	273	1		4%	11	1		3.5%	10
重庆	838	1		2%	17	1	东北部和武陵山区除外	1.5%	13
四川	2549	1	平坝丘陵	4%	102	1	平坝丘陵	3.5%	89
贵州	470	1		2%	9	1	武陵山区除外	1.5%	7
云南	321	1		4%	13	1		3.5%	11
陕西	133	1	南部	2%	3	1	南部	1.5%	2
合计	24323			3.6%	876			3%	730

资料来源：申万宏源研究

**表 7：公司目标市占率测算**

品种	目标推广面积 (万亩)	目标市占率
隆两优华占	876	3.6%
隆两优 534	740	3%
晶两优华占	876	3.6%
晶两优 534	730	3%
四大品种合计	3222	13.2%
“隆晶” 品系合计	4864	20%
隆平高科目标市占率	6080	25%

资料来源：申万宏源研究

## 2.3 研发能力叠加绿色通道，预计后续品种将接力推向市场

一般来说，种子从获审到大面积推广有 3 年左右的成熟期，此后会有新的优势品种后来居上，种子企业只有保持持续的创新能力和保证后续品种接力推向市场，企业才能立于不败之地。隆平拥有成熟的研发体系，保障品种持续创新能力；受益于绿色通道开放，新品种获审速度加快。



第三届国家农作物品种审定委员会第九次会议审定通过了 178 个水稻新品种和 171 个玉米新品种，受益于绿色通道的开放，使得新品种向市场释放加速，在通过国审的品种中，经绿色通道审定的水稻和玉米品种分别达到了 97 个和 119 个，占比分别为 54% 和 70%。隆平高科及其下属公司自主培育或与他方共同培育了 61 个杂交水稻新品种和 10 个杂交玉米新品种，稳居行业首位。在旧体制下，品种审定要考虑各地方企业平衡；绿色通道开启之后，公司作为 31 家育繁推一体化企业，享有更快审定、更简审查等优惠政策，研发优势将更加凸显。

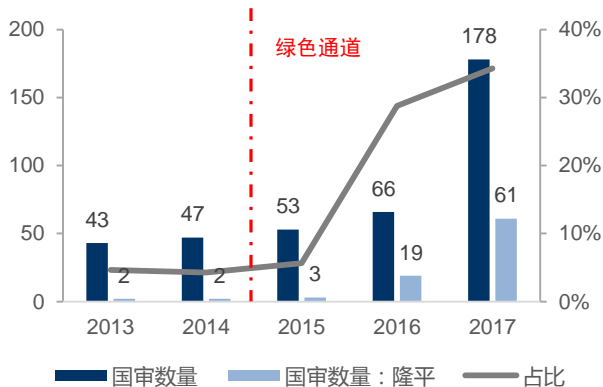
目前公司水稻、玉米、蔬菜品种基本上为自主选育，品种所有权完全归公司所有；部分与科研院所等合作选育，品种所有权为公司与合作方共有。公司成熟的“三位一体”研发体系和不断增长的研发投入是公司发展自主品牌的基础。

“三位一体”的研发体系。公司的研发体系分为三个层面，即自主研发平台、湖南杂交水稻研究中心（全面合作）、外部科研资源。

(1) 自主研发平台产品线完善，传统育种与生物育种齐头并进。按照主营作物分类，公司研发部门已经建立起以湖南、海南为核心的水稻育种站(2017 年成立南方粳稻研究院)以及以河南济源、山东齐河和境外为重点的玉米育种站，蔬菜以德瑞特黄瓜和湖南湘研辣椒为代表，小麦、油菜、棉花也同样建立了属地科研的育种团队。生物育种方面有华智水稻生物、科学院麓谷分子实验室、安徽隆平河南济源分子实验室等。(2) 与湖南杂交水稻研究中心全面合作，共享科研资源。<sup>1</sup> (3) 与外部科研资源积极合作。公司与农科院、国际水稻研究所、中国水稻研究所、华南农业大学、青岛袁生物技术有限公司等开展合作研究，合作领域包括生物技术、资源引进及品种选育等。

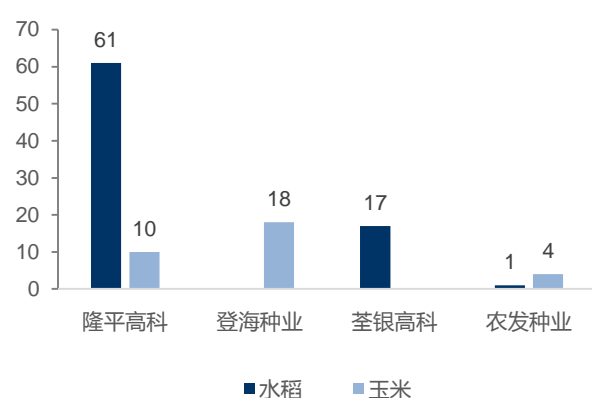
隆平高科研发投入在 A 股上市公司中具有首位，是公司研发能力的资本保障。2016 年公司研发投入 2.24 亿元，占营业收入比例约为 9.73%，同比上升 1.58pct；研发人员数量 322 人，数量占比 16.85%。公司研发投入在 A 股上市公司中居于首位，但相较于大型跨国种企还有很大空间。

图 22：公司历年国审品种数量



资料来源：公司公告，申万宏源研究

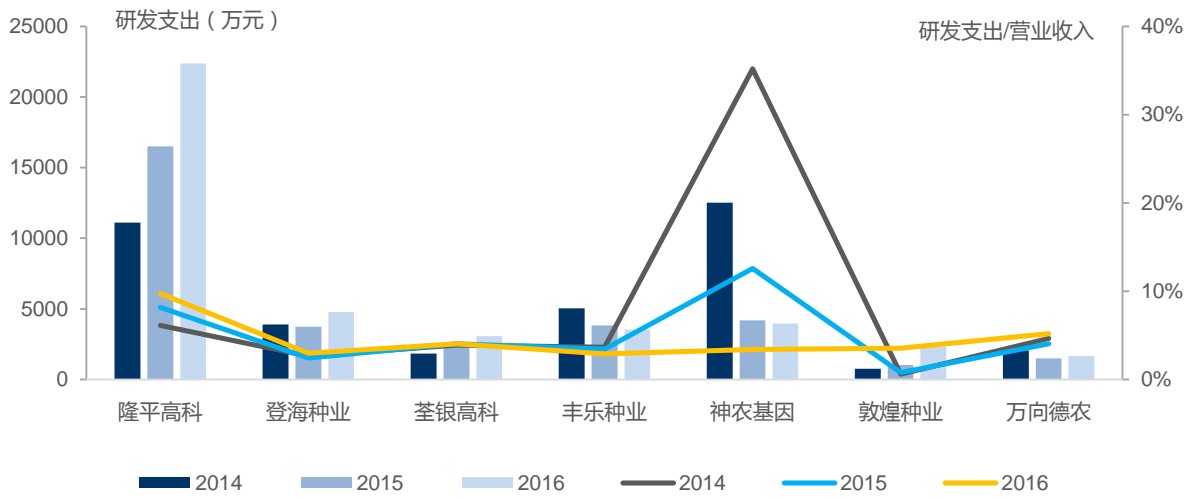
图 23：公司国审品种数量行业第一



资料来源：公司公告，申万宏源研究

<sup>1</sup> 2011 年 11 月，公司与湖南杂交水稻研究中心签署《全面合作协议书》，双方互相向对方开放科研平台、共享科研资源信息（包括开放种质资源库、科研基地、育种实验室），水稻研究中心将其全部杂交水稻科技成果交由公司独家进行产业化测评、开发研究以及商业推广开发，并由公司以双方名义共同申报成果、品种审定。合作协议有效期 15 年，到期自动续约。

图 24: A 股上市种企研发投入对比: 隆平居于首位



资料来源: 公司年报, 申万宏源研究

我们认为, 后续品种中的“梦两优黄莉占”、“和两优 713”值得关注: 前者适宜云南、贵州(武陵山区除外)的中低海拔水稻区、重庆(武陵山区除外)的 800 米以下水稻区、四川平坝丘陵稻区、陕西南部稻区做中稻种植, 抗稻瘟病能力强; 后者适用于在广东省(粤北稻作区除外)、广西桂南、海南省、福建省南部的双季稻区作晚稻种植, 与传统优势品种错位竞争, 对公司业绩或较以往品种贡献更大。

## 2.4 最具整合预期, 有望成为中国“孟山都”

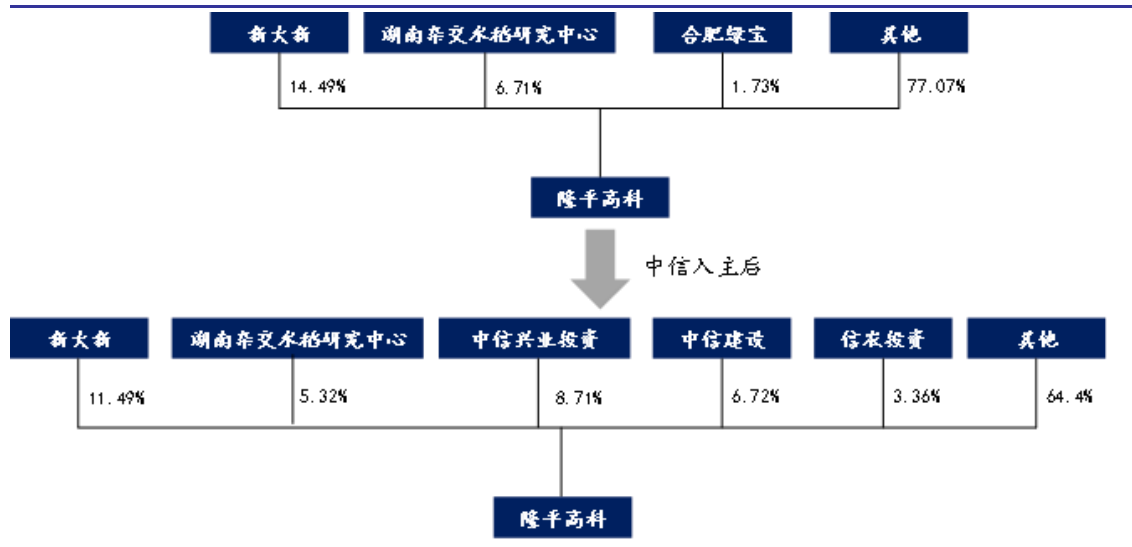
隆平高科是最具外延整合预期的 A 股种业上市公司。一方面, 隆平是国内种业龙头企业, 过去几年分别收购了德瑞特、湖北金稻等公司股权; 另一方面, 中信入主隆平后, 其外延增长上升至更高层次。2016 年 1 月, 隆平高科定增引入战略投资者, 中信兴业投资、中信建设和新农投资作为一致行动人通过定增合计持有公司 18.79% 股份, 成为第一大股东, 中信集团为实际控制人。

表 8: 公司并购活动

年份	并购活动	并购目的
2014 年	收购安徽隆平 34.5% 股权	整合内部资源, 降低管理成本, 提升运营效率
	收购湖南亚华 20% 股权	
	收购湖南隆平 45% 股权	
2015 年	收购德瑞特和绿丰公司 80% 的股权	完善蔬菜种子产业的布局, 加快隆平的蔬菜种子产业的发展
2016 年	收购广西恒茂 51% 的股权	扩大隆平产品体系, 最大限度地开拓市场, 提高隆平体系在广西、江西等市场的占有率
2016 年	与广源种业联合设立黑龙江粳稻合资公司	开发东北种业市场, 弥补在东北粳稻领域的空白, 实现水稻种业全产业链覆盖
2017 年	收购湖北惠民科技 32.49% 股权	提高隆平湖北市场的占有率, 丰富杂交棉、杂交油菜种子品牌体系
2017 年	收购湖北金稻 80% 的股权	与公司杂交中稻业务优势互补, 完善品种体系和产品业务布局, 提升湖南、江西水稻种子市场的占有率

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

图 25：公司股权结构



资料来源：公司公告，申万宏源研究

2016年由中信集团旗下中信现代农业投资股份有限公司出资3800万占股38%，隆平高科出资2800万参股28%成立中信农业产业基金。中信牵头设立中信农业产业基金是为了推动产业整合升级，加快战略布局，实现产业资源和金融资本的良性互动。

2017年7月，中信农业产业基金以11亿美元的价格收购陶氏化学在巴西的种子业务，目标业务包括：陶氏益农的巴西玉米种质资源库的非排他使用权、拟剥离的育种研发中心、种子加工厂、Morgan种子品牌，以及Dow Sementes品牌在特定时间内的使用权。

2017年8月，公司签署《对于AMZON AGRI BIOTECH HK LIMITED的投资意向书》。公司近期与中信农业基金间接控制的境外子公司AMAZON FUND LP、AMAZON AGRI BIOTECH HK LIMITED（在巴西目标交易完成后将间接全资持有巴西目标业务）签署了投资意向书，公司拟以不超过4亿美元认购目标公司新发行股份，在未考虑其他债权融资的情况下，拟议交易完成后公司将直接或间接持有不超过目标公司总发行股本的36.36%。

陶氏玉米种子在南美市占率位居第三，受反垄断影响忍痛割爱。此前，杜邦与陶氏合并，两者的玉米种子业务在南美的市占率分别为第一和第三，两家公司合并后，其玉米种子业务在过相关反垄断机构审查时可能遇到阻碍。2016财年，虽然向日葵和棉花种子需求下降，但是由于拉丁美洲玉米种子需求强劲，使得陶氏种子业务收入增长7%达15.27亿美元，占公司总收入的3.2%。2016财年，拟出售的巴西玉米种子业务的收益为2.96亿美元。

优质资产注入可期，公司有望迎来三重利好。（1）优质资产如果注入上市公司，公司在利润增厚的同时估值有望降低。（2）此次收购有望补充国内玉米种质资源，助力隆平发展玉米种子业务。隆平高科作为中国乃至全球杂交水稻龙头企业，自身也在拓展玉米种子业务：2017年初审品种中隆平有9个新品，位于登海之后；第三届国家农作物品种审定委员会审定通过了171个玉米新品种，其中隆平有10个杂交玉米新品种通过审定。但是较

于水稻，玉米育种较为缓慢，主要在于种质资源匮乏，陶氏种质资源或将助力隆平发展玉米种子业务。此外，此次收购交易涉及业务包括陶氏的种子处理厂和种子研发中心，相关的生物育种和转基因育种技术有望得以共享。（3）公司的杂交水稻有望拓展巴西市场，国际化拉开序幕。陶氏主打玉米种子，在南美的玉米种子市占率第三；隆平是中国乃至全球杂交水稻龙头，此前已经承担过巴西的国际农业技术合作项目，此次交易有望拓展巴西水稻市场（种植面积约为 235 万公顷）。

## 2.5 盈利预测与估值

按照杂交水稻种子 2017/2018 销售季 2400 万公斤和 2018/2019 销售季 3360 万公斤的销售规模计算，我们预计 2017-2019 年杂交水稻种子有望实现营业收入分别为 19.49/24.78/29.74 亿元，预计公司实现营业收入 29.74/35.38/41.39 亿元。由于陶氏业务的整合存在不确定性，暂不将其考虑在内。公司主业叠加农业服务，预计 2017-2019 年公司净利润分别为 7.8/9.8/12.3 亿元，EPS 分别为 0.62/0.78/0.98 元（维持原盈利预测），对应 17-18 年 PE 分别为 38/30X。

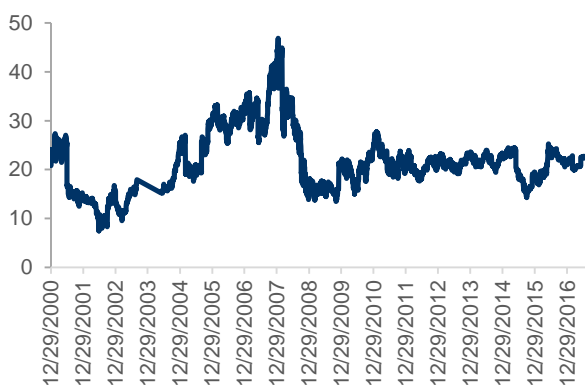
结合 A 股种业公司估值及国际种业巨头历史平均估值水平，给予 2018 年 35 倍 PE，目标价 27.3 元，维持增持评级。

表 9：A 股种业公司估值水平

证券简称	市值 (亿元)	最新股价	EPS (16A)	EPS (17E)	EPS (18E)	PE (TTM)	PE (17E)	PE (18E)
登海种业	117	13.28	0.5	0.33	0.40	35	41	33
农发种业	44	4.02	0.04	0.05	0.08	125	80	50
荃银高科	42	10.03	0.1	0.09	0.12	134	111	84
行业均值	68		0.21	0.16	0.20	98	78	56

资料来源：Wind，申万宏源研究

图 26：孟山都历史 PE 水平



资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

图 27：杜邦历史 PE 水平



资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

### 3. 核心假设的风险

新品种推广不达预期的风险、制种自然灾害的风险、整合不达预期的风险等

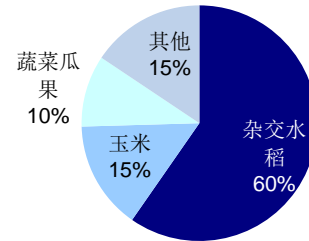
## 财务摘要

### 合并损益表

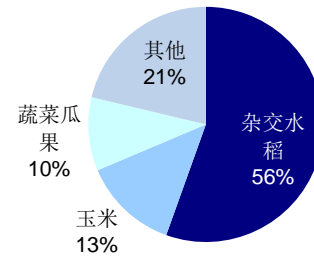
百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,026	2,299	3,022	3,638	4,460
杂交水稻	1,089	1,372	1,870	2,266	2,755
玉米	418	342	291	296	326
蔬菜瓜果	127	226	328	403	504
其他	391	359	534	672	874
营业总成本	1,694	1,877	2,308	2,777	3,395
营业成本	1,226	1,349	1,750	2,103	2,564
杂交水稻	605	748	1,008	1,226	1,475
玉米	214	177	174	169	179
蔬菜瓜果	66	136	193	238	297
其他	341	287	373	471	612
营业税金及附加	1	5	6	7	9
销售费用	164	217	272	313	363
管理费用	176	218	287	345	423
财务费用	109	47	0	8	35
资产减值损失	17	41	-6	0	2
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	99	66	10	40	60
营业利润	431	488	724	901	1,124
营业外收支	43	18	65	90	120
利润总额	473	506	789	991	1,244
所得税	6	4	8	10	12
净利润	467	502	781	982	1,232
少数股东损益	-24	1	1	1	2
归属于母公司所有者的净利润	491	501	780	980	1,230

资料来源: Wind, 申万宏源研究

收入结构



成本结构

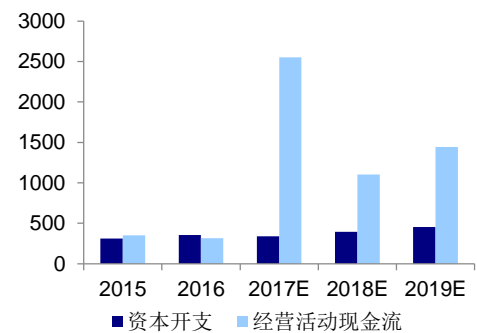


### 合并资产负债表

百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2,594	4,962	5,232	5,836	7,592
现金及等价物	632	1,168	2,890	3,305	4,851
应收款项	649	622	354	368	386
存货净额	1,298	1,521	1,687	1,863	2,055
其他流动资产	15	1,651	300	300	300
长期投资	373	480	490	500	510
固定资产	917	990	1,230	1,483	1,751
无形资产及其他资产	1,140	1,511	1,511	1,511	1,511
资产总计	5,024	7,943	8,462	9,330	11,363
流动负债	2,055	1,646	1,864	1,500	2,111
短期借款	1,018	625	615	50	400
应付款项	683	789	1,017	1,218	1,479
其它流动负债	0	0	0	0	0
非流动负债	515	521	85	335	525
负债合计	2,570	2,168	1,949	1,835	2,636
股本	996	1,256	1,256	1,256	1,256
资本公积	38	2,814	2,814	2,814	2,814
盈余公积	100	136	193	263	352
未分配利润	1,224	1,438	2,177	3,086	4,228
少数股东权益	100	133	134	135	137
股东权益	2,454	5,775	6,513	7,495	8,727
负债和股东权益合计	5,024	7,943	8,462	9,330	11,363

资料来源: Wind, 申万宏源研究

资本开支与经营活动现金流



**合并现金流量表**

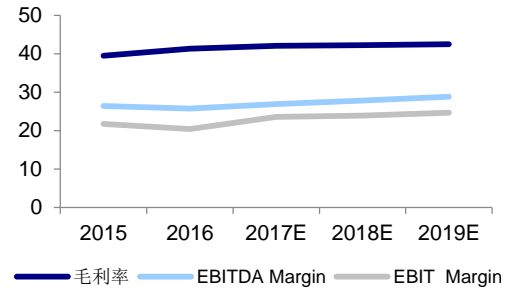
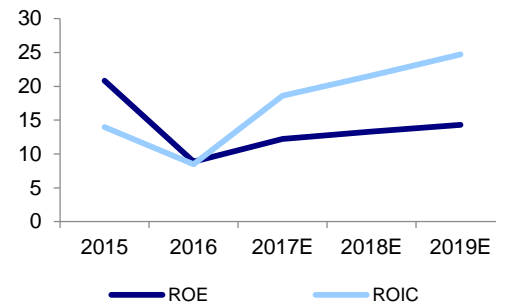
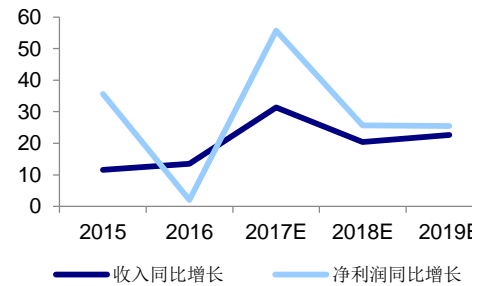
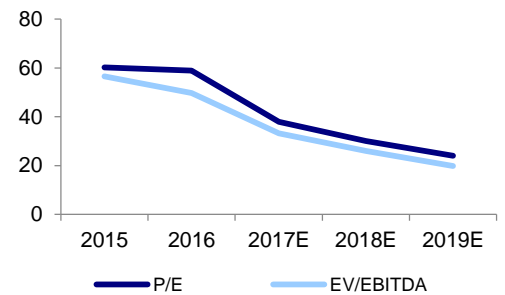
百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	467	502	781	982	1,232
加：折旧摊销减值	111	162	94	143	187
财务费用	110	59	0	8	35
非经营损失	-99	-66	-10	-40	-60
营运资本变动	-240	-338	335	11	50
其它	0	0	1,351	0	0
经营活动现金流	350	314	2,552	1,104	1,444
资本开支	309	355	340	396	453
其它投资现金流	46	-25	-1	31	50
投资活动现金流	-452	-2,267	-341	-365	-403
吸收投资	11	3,099	0	0	0
负债净变化	338	-282	-489	-515	390
支付股利、利息	178	359	0	8	35
其它融资现金流	-13	12	0	200	150
融资活动现金流	158	2,470	-489	-323	505
净现金流	56	518	1,721	415	1,546

资料来源：Wind, 申万宏源研究

**重要财务指标**

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标(元)					
每股收益	0.39	0.41	0.62	0.78	0.98
每股经营现金流	0.28	0.25	2.03	0.88	1.15
每股红利	-	-	-	-	-
每股净资产	1.87	4.49	5.08	5.86	6.84
关键运营指标(%)					
ROIC	14.0	8.5	18.6	21.6	24.7
ROE	20.9	8.9	12.2	13.3	14.3
毛利率	39.5	41.3	42.1	42.2	42.5
EBITDA Margin	26.4	25.7	26.9	27.8	28.8
EBIT Margin	21.8	20.4	23.6	23.9	24.7
收入同比增长	11.6	13.5	31.4	20.4	22.6
净利润同比增长	35.7	2.1	55.7	25.7	25.5
资产负债率	51.2	27.3	23.0	19.7	23.2
净资产周转率	0.86	0.41	0.47	0.49	0.52
总资产周转率	0.40	0.29	0.36	0.39	0.39
有效税率	1.6	0.9	1.0	1.0	1.0
股息率	-	-	-	-	-
估值指标(倍)					
P/E	60.2	58.0	37	30	24
P/B	12.6	5.2	4.6	4.0	3.4
EV/Sale	15.0	12.8	8.9	7.2	5.7
EV/EBITDA	56.6	49.7	33.2	26.0	19.8

资料来源：Wind, 申万宏源研究

**经营利润率(%)**

**投资回报率趋势(%)**

**收入与利润增长趋势(%)**

**相对估值(倍)**


## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	<a href="mailto:chentao@swsresearch.com">chentao@swsresearch.com</a>
北京	李丹	010-66500610	18930809610	<a href="mailto:lidan@swsresearch.com">lidan@swsresearch.com</a>
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	<a href="mailto:hujy@swsresearch.com">hujy@swsresearch.com</a>
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	<a href="mailto:zhufang@swsresearch.com">zhufang@swsresearch.com</a>

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数

### 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。