



2018 年 08 月 10 日

增持(首次评级)

当前价: 18.9 元

目标价: 25 元

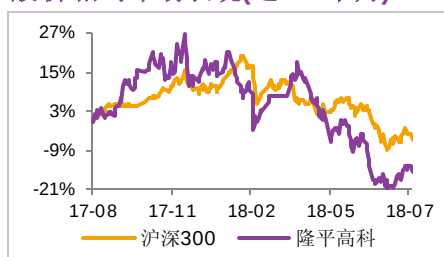
分析师: 石山虎

执业编号: S0300517060001

电话: 021-51782231

邮箱: shishanhu@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	3,190	4,082	4,876	5,937
(+/-)	38.73%	27.97%	19.45%	21.76%
净利润	772	934	1,188	1,498
(+/-)	54.00%	20.96%	27.21%	26.11%
EPS(元)	0.61	0.74	0.95	1.19
P/E	29.2	24.1	18.9	15.0

资料来源: 联讯证券研究院

隆平高科(000998.SZ)

【联讯农业公司深度】隆平高科：对标全球种业巨头，估值优势已经出现

投资要点

◆ 并购整合全国第一

政府大力支持种业兼并整合以来，市场集中度略有上升，但与全球种业相比仍很低。2015 年中国种业前 10 强企业的市场份额为 18%，前 50 强企业的市场份额占 35%，比 2011 年分别提高了 3%和 5%。而 2015 年全球前七大种业集团合计市场份额占比 71%。中信集团入驻以来，公司的外延并购逐渐加强，2017 年的并购事件数量呈现井喷，达到 9 起，历史合计为 26 起，居全国第一。外延并购不仅侧重于玉米种子业务的布局，也在实行着公司“3+X”的经营品类战略。2017 年 11 月，公司收购三瑞农科、河北巡天，开始进军食葵、小米种子业务。

◆ 研发投入业内领先

2017 年，公司研发投入为 31.9 亿元，同比增长 38.73%，占营业收入的比重为 10.14%；2011-2016 年，累计投入研发经费 7.61 亿元。2017 年，公司将水稻、玉米两大业务单元的科研管理上移至集团总部，成立三亚海外种业研发有限公司，统一管理海外研发。目前，公司已在海外建立起菲律宾、印度、巴基斯坦 3 个育种站，并在印尼、越南、孟加拉、缅甸等建立了测试站。

◆ 杂交水稻龙头地位

杂交水稻未来的推广面积大概率会维持在 50%左右，市场已进入了高产与优质的博弈。公司是国内杂交水稻制种龙头，市占率达到 30%，到 2020 年有望达到 50%。得益于独家母本“隆科 638S”，隆、晶两优系列已进入快速放量阶段，有望成为这一轮水稻更新换代中的代表性品种。后续的梦两优系列也已陆续通过审定，其作为隆、晶两系的补充，将会丰富产品线，覆盖新的区域。另外，公司是在东南亚地区开启本土化育种布局的国内第一人，东南亚地区杂交水稻市场空间巨大，未来有望为公司贡献更多业绩。

◆ 玉米种子弯道超车

目前我国玉米种子市场分散，种植效益不断恶化，我国虽然已经初步培育出一批密植宜机收的新杂交组合，但在品种本身及选育效率方面，仍与美国存在较大差距。公司从三个方面对标国际先进水平，有望实现弯道超车。

1、种质资源储备。2017 年 10 月，公司通过收购陶氏巴西公司，获得了 17000 份种质资源；2018 年 3 月，公司拟收购联创种业 90%股权，即将吸收其适合全程机械化的引领性优良育种资源为 3000 多份；

2、商业化育种体系的搭建。公司按照“标准化、程序化、信息化、规模化”要求，建立首席育种家领导下的“工厂化、分段式”育种流程，建立企业为主体、市场为导向、产学研紧密结合的商业化育种体系，覆盖国内、国际两



个市场，涵盖生物技术、传统育种、品种测试等三大平台；

3、生物技术的应用。公司与大北农、浙江农大合作转基因玉米的研究，已有几个品种通过生产试验，2019 年能通过审定。国家政策放开后，立即能投入市场，实行生产力。

✧ 盈利预测与投资建议

我们预测公司 2018~2020 年营业收入分别为 40.82 亿元、48.76 亿元和 59.37 亿元，同比增长 27.97%、19.45%和 21.76%；净利润分别为 9.34 亿元、11.88 亿元和 14.98 亿元，同比增长 20.96%、27.21%和 26.11%；2018~2020 年 EPS 分别为 0.74 元、0.95 元和 1.19 元。对应的 PE 分别为 24.1 倍、18.9 倍和 15 倍。给予公司 2019 年 25 倍 PE，目标价格 25 元。首次覆盖给予“买入”评级。

✧ 风险提示

推广面积不及预期；外延并购无法按时完成及自然灾害等。



投资案件

投资评级与估值

我们预测公司 2018~2020 年营业收入分别为 40.82 亿元、48.76 亿元和 59.37 亿元,同比增长 27.97%、19.45%和 21.76%;净利润分别为 9.34 亿元、11.88 亿元和 14.98 亿元,同比增长 20.96%、27.21%和 26.11%;2018~2020 年 EPS 分别为 0.74 元、0.95 元和 1.19 元。对应的 PE 分别为 24.1 倍、18.9 倍和 15 倍。给予公司 2019 年 25 倍 PE,目标价格 25 元。首次覆盖给予“买入”评级。

关键假设点

- (1) 联创种业公司未来三年玉米种子销量复合业绩承诺;
- (2) 公司水稻市场占有率进一步提升,未来三年从 30%提高到 40%以上;
- (3) 公司农业服务每年有 2 亿元左右的收入。

有别于大众的认识

- (1) 公司要进入全球前五,全球性并购整合有望持续;
- (2) 公司从本土企业向跨国企业过渡,先进的管理理念和管理水平需要提升;
- (3) 玉米种子 2018 年销量有望实现弯道超车,水稻和玉米种子销量巩固国内龙头地位,制种水平向国际迈进。

股价表现催化剂

- (1) 当发生自然灾害时,有利于公司产品销量进一步增长;
- (2) CPI 上涨,带动上游农产品价格的上涨,农民收入大幅提升,农民种植积极性提升,水稻、玉米、小米等口粮作物种植面积上升;
- (3) 国家粮食储备收购量同比大幅下降,粮食价格上涨预期强烈等。

核心风险提示

推广面积不及预期;外延并购无法按时完成等。



目 录

一、对标国际种业巨头，外延并购有序推进.....	7
（一）全球种业大规模并购整合，市场集中度不断提升	7
（二）不会被遗忘的孟山都	9
（三）国内种业兼并速度加快.....	11
（四）国内国际外延并购有序推进.....	14
二、核心竞争力促进内生增长.....	17
（一）公司研发优势明显.....	17
（二）本土商业化育种体系已见成效	19
（三）营销渠道精耕细作.....	21
（四）委托代制与自制同步进行	22
（五）外延发展倒逼管理水平提升.....	23
三、水稻种子业务促进内生增长	23
（一）水稻种子市场将是高产与优质的博弈.....	23
（二）杂交水稻业务持续增长.....	26
（三）水稻业务开启国际本土化育种	32
四、玉米种子业务将成为公司第二大板块	34
（一）玉米种子市场品种分散.....	34
（二）种植效益决定品种需求.....	35
（三）公司玉米业务开始发力.....	37
（四）外延并购加强种质资源储备.....	38
（五）转基因玉米蓄势待发	40
五、盈利预测与投资建议.....	44
六、风险提示	44

图表目录

图表 1： 全球种业发展史.....	7
图表 2： 全球三次种业并购浪潮	7
图表 3： 2017 年全球种企排名	8
图表 4： 2015 年全球种业市场份额.....	8
图表 5： 种业收入为孟山都的收入主要来源.....	9
图表 6： 玉米种子收入占种业收入的比例超过 50%.....	9
图表 7： 孟山都并购史	10
图表 8： 农作物种业市场规模逐年上升.....	11
图表 9： 2016 年种子市场分布	11
图表 10： 上市公司市场集中度.....	11
图表 11： 国内种业发展史.....	12
图表 12： 政府大力支持种业兼并整合	12
图表 13： 国内种企数量逐渐下降	13



图表 14: 育繁推一体化种企逐年上升	13
图表 15: 水稻品种国审数量逐渐上升	13
图表 16: 绿色通道审定玉米品种	13
图表 17: 主板上市种业公司并购事件数量	14
图表 18: 实际控制人股权结构图	15
图表 19: 隆平高科并购事件数量	15
图表 20: 隆平高科近 12 个月内重要并购事件.....	16
图表 21: 研发投入（万元）	17
图表 22: 研发人员	18
图表 23: 研发投入占收入比重.....	18
图表 24: 隆平高科研发体系	18
图表 25: 隆平高科海外研发中心	19
图表 26: 隆平高科育种体系	20
图表 27: 隆平高科育种站分布.....	20
图表 28: 隆平高科试验点分布.....	21
图表 29: 隆平高科预收款项	22
图表 30: 籼稻与粳稻对比.....	23
图表 31: 水稻种植区划.....	24
图表 32: 杂交水稻推广面积约占水稻种植面积的 50%.....	24
图表 33: 2016 年杂交水稻种子市场集中度.....	25
图表 34: 杂交水稻种子 CR5	25
图表 35: 2017 年营业收入分拆.....	26
图表 36: 公司杂交水稻种子收入	26
图表 37: 公司杂交水稻毛利率.....	27
图表 38: 2017 年公司杂交水稻国审品种	28
图表 39: 公司水稻品种国审数量	29
图表 40: Y 两优 1 号推广面积（万亩）	30
图表 41: 隆两优品种介绍.....	30
图表 42: 隆两优华占推广面积（万亩）	31
图表 43: 晶两优品种介绍.....	31
图表 44: 梦两优品种介绍.....	31
图表 45: 全球水稻种植业分布.....	32
图表 46: 东南亚国家 2016 年水稻种植面积（万公顷）	32
图表 47: 水稻种植国家单产（吨/公顷）	33
图表 48: 历代玉米大品种推广面积（万亩）	34
图表 49: 玉米国审数量快速增加	35
图表 50: 国内玉米现货价（元/吨）	35
图表 51: 玉米种植每亩成本（元）	36



图表 52: 玉米种植每亩净利润 (元)	36
图表 53: 玉米收入稳步增长	37
图表 54: 玉米毛利率维持在高位	37
图表 55: 公司杂交玉米国审品种数量处行业内领先	37
图表 56: 2017 年公司杂交玉米国审品种	38
图表 57: 联创种业玉米品种介绍	38
图表 58: 联创种业玉米新品种推广进度	39
图表 59: 联创种业玉米新品种盈利预测	39
图表 60: 联创种业玉米主要品种生命周期预测	40
图表 61: 全球转基因作物种植面积 (百万公顷)	41
图表 62: 2017 年全球转基因作物种植情况	41
图表 63: 2016 年美国转基因作物种植情况	42
图表 64: 美国转基因玉米占全部玉米种植比例	42
图表 65: 中国转基因作物种植面积占全球比重仍很小	43
图表 66: 2017~2019 年公司主营业务收入预测	44
图表 67: 隆平高科 PE-Band	44
图表 68: 隆平高科 PB-Band	44
附录: 公司财务预测表 (百万元)	45

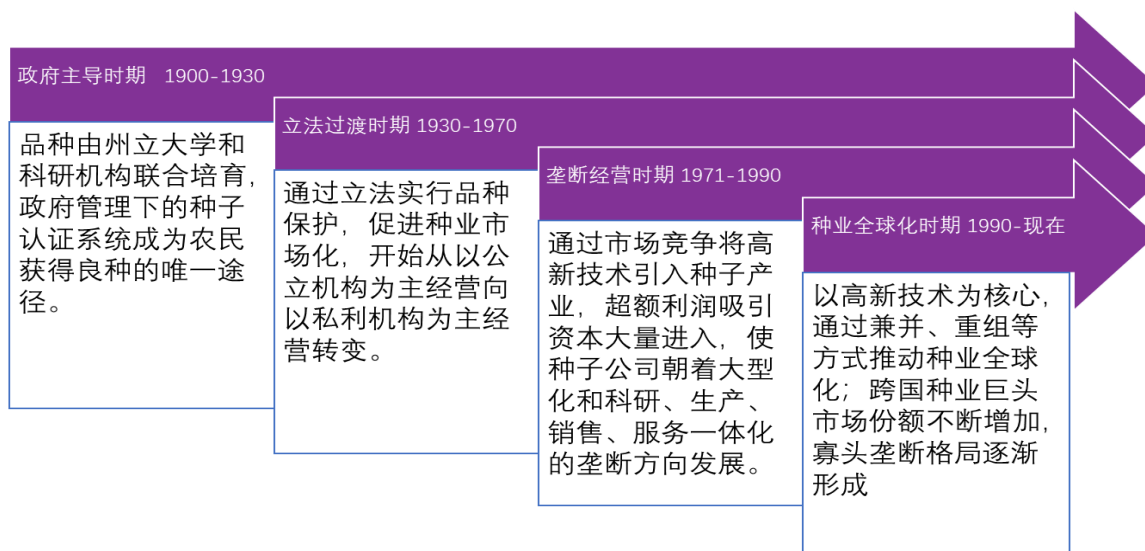


一、对标国际种业巨头，外延并购有序推进

（一）全球种业大规模并购整合，市场集中度不断提升

全球种业已进入兼并整合格局。1990 年以来，全球种业已进入全球化发展时期，高新技术、资本流入已成为行业发展的核心因素，兼并重组不断加快，市场集中度不断提升，寡头垄断的格局已然呈现。1997 年，孟山都率先发难，进行的大规模并购活动激发了全球种业的并购浪潮。2018 年 6 月，拜耳以 630 亿美元的价格收购完成孟山都，从此全球种业形成了以拜耳+孟山都、陶氏+杜邦、中国化工+先正达为核心的“三国鼎立”局面。

图表1： 全球种业发展史



资料来源：公开资料整理，联讯证券

图表2： 全球三次种业并购浪潮

	第一次种业并购浪潮	第二次种业并购浪潮	第三次种业并购浪潮
时间	1997 年~2000 年	2004 年~2008 年	2016 年~现在
特点	生物技术入侵种业	农化集团觉醒并开始全面并购种业公司	农业集团的超级并购
典型事件	(1) 孟山都先后并购了迪卡、嘉吉的北美部分、霍登 (Holdens)、Asgrow、Hartz 等主要玉米和大豆公司；(2) 杜邦公司从 1998 年开始与先锋公司谈判并购事宜；(3) 先正达也在 1999 年开始陆续进行了一些小规模并购。	(1) 孟山都收购了世界棉花种子的领导公司岱字棉公司，蔬菜种子的领导公司圣尼斯；(2) 杜邦做了小规模并购，先正达完成了其另外一半的并购；(3) 拜耳、巴斯夫和陶氏分别做了一些生物技术和种子公司的并购。	(1) 杜邦和陶氏合并；(2) 中国化工收购先正达；(3) 拜耳收购孟山都，全球种业呈现“三国鼎立”局面。

资料来源：公开资料整理，联讯证券



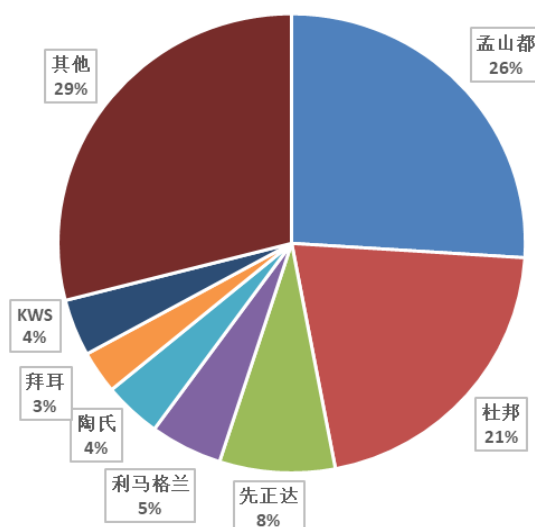
隆平高科首次进入全球前十强。2017 年，隆平高科以 5.03 亿美元的种业收入首次进入全球种业前十强，从国内走向国际。随着拜耳收购完成孟山都，全球种业的集中度将会进一步提升，种业三巨头拜耳+孟山都、陶氏+杜邦、中国化工+先正达将占据全球市场份额的 60%以上。根据公司制定的两个五年规划，2020 年要进入世界种业的前八强，2025 年进入世界种业的前五强。以此为目标，公司要保持年均复合增长率 16.5% 以上的水平，还有较大增长空间。

图表3： 2017 年全球种企排名

排名	公司	种子业务销售收入（亿美元）	排名	公司	种子业务销售收入（亿美元）
1	孟山都	109.13	13	Barenbrug	3.07
2	陶氏杜邦	90.5	14	Saaten Union	2.89
3	先正达	28.26	15	RAGT	2.49
4	拜耳	18.09	16	Advanta	2.48
5	利马格兰	17.02	17	垦丰种业	2.25
6	科沃施	12.94	18	Invivo	1.92
7	丹农	5.71	19	Enza zaden	1.80
8	坂田种苗	5.65	20	MAS seed	1.65
9	瑞克斯旺	5.21	21	荃银高科	1.50
10	隆平高科	5.03	22	Nuziveedu	1.40
11	浣井种苗	4.69	23	登海种业	1.27
12	Desprez	3.13			

资料来源：新锐恒丰研究院，联讯证券

图表4： 2015 年全球种业市场份额



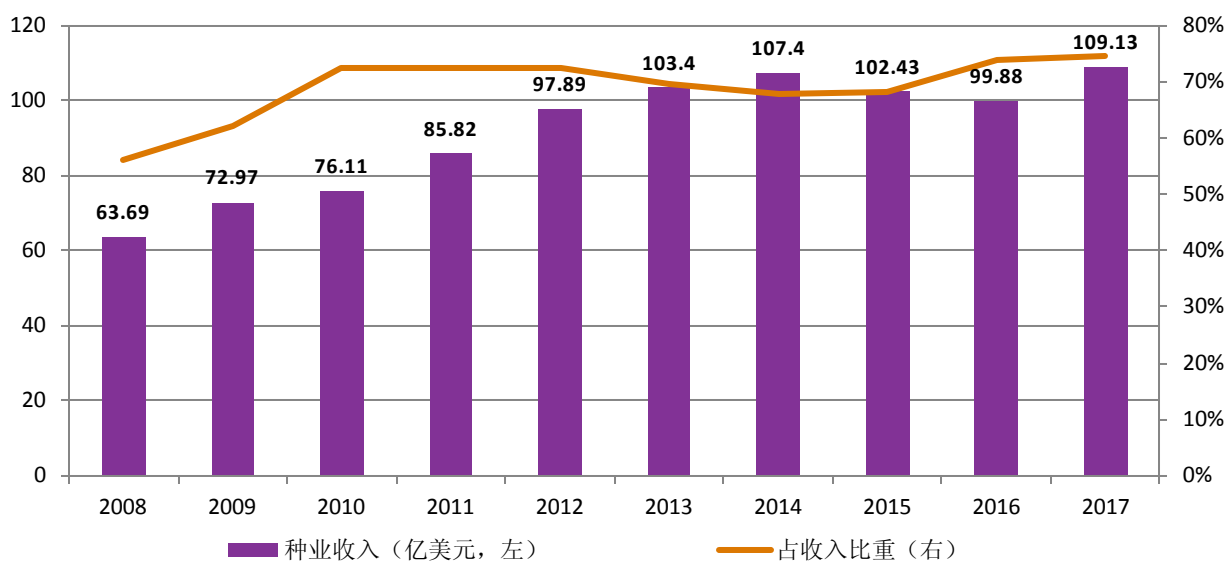
资料来源：官研天下，联讯证券



（二）不会被遗忘的孟山都

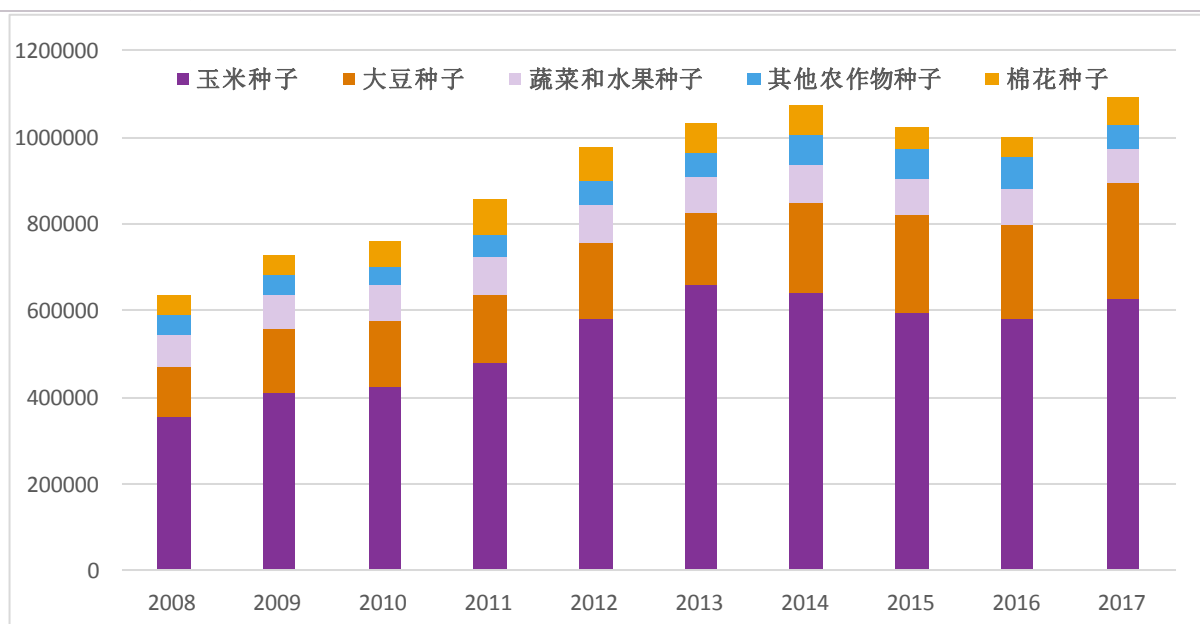
2017 年孟山都种业收入为全球第一。孟山都是居美国第五位的大型化学公司，也是全球第一的种业公司，公司业务涉及玉米、棉花、油料作物、水果和蔬菜等作物种子，在玉米、大豆、棉花等多种重要作物的转基因种子市场上牢牢掌握话语权。2017 年，公司营业收入为 146.4 亿美元，同比增长 8.43%，其中种业收入占比 74.5%；净利润为 16.28 亿美元，同比增长 16.54%。种子业务中，玉米种子和大豆种子是主要的收入来源，二者收入合计占比 81.9%。

图表5： 种业收入为孟山都的收入主要来源



资料来源: Wind, 联讯证券

图表6： 玉米种子收入占种业收入的比例超过 50%



资料来源: Wind, 联讯证券



孟山都通过并购实现快速扩张，迅速成为全球种业第一。孟山都最初起家时生产和销售的产品是糖精，随后实现了两次战略转型。

(1) 1980 年，孟山都开始加大对生物技术的投入；

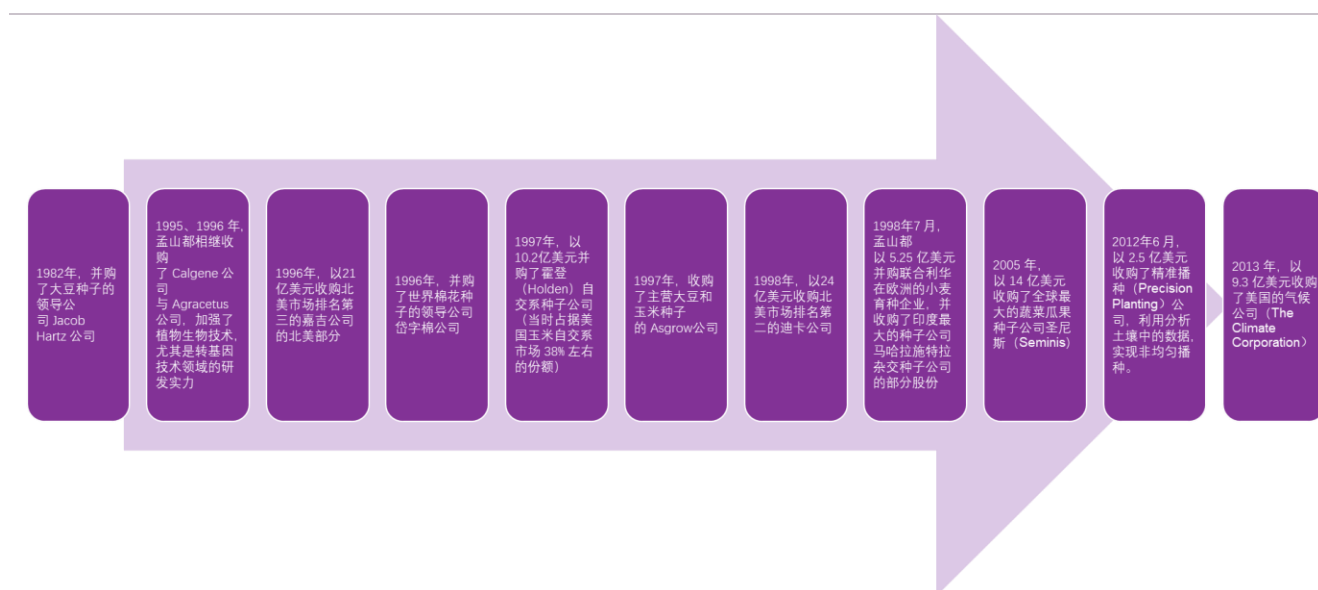
(2) 1996 年，孟山都制定了通过并购，强行植入转基因生物技术的方式实现大规模的快速扩张的战略；

(3) 1998 年开启了大规模种业并购的战端。孟山都先是以 10.2 亿美元并购了霍登 (Holden) 基础种子公司，然后并购了北美市场排名第二的迪卡公司 (24 亿美元)、排名第三的嘉吉公司的北美部分 (21 亿美元)，大豆种子的领导公司 Jacob Hartz 公司和 Asgrow 公司，随后又先后并购了世界棉花种子的领导公司岱字棉公司，蔬菜种子的领导公司圣尼斯等，自此一举成为世界种业的领导者和重塑者，使得杜邦、先正达之后的觉醒为时晚矣；

(4) 2012 年 6 月，孟山都以 2.5 亿美元收购了精准播种 (Precision Planting) 公司，利用分析土壤中的数据，实现非均匀播种；

(5) 2013 年，孟山都以 9.3 亿美元收购了美国的气候公司 (The Climate Corporation)，标志着孟山都在数字农业的全面发力。

图表7： 孟山都并购史



资料来源：公开资料整理，联讯证券

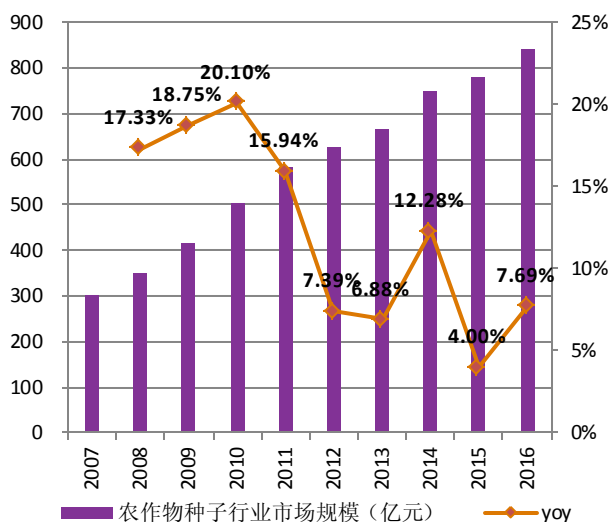
2018 年 6 月 7 日，拜耳以 630 亿美元的价格收购完成孟山都，这一在世界农业历史可以载入史册的惊天并购案终于尘埃落定了。孟山都从一个默默无闻的无名小卒，通过一系列大规模跨界并购，一举成为全球种业的领跑者，另外孟山都对于数字农业的超前思维和全方位布局也是全球领先。此后世间虽再无孟山都之名，但其无所畏惧的创新精神将会被永远铭记，成为世界种业的一座里程碑。



(三) 国内种业兼并速度加快

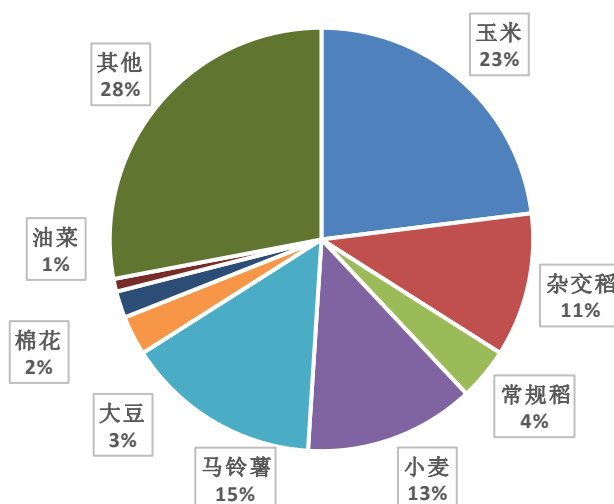
我国种业市场规模逐年上升，市场集中度仍很低。2007-2016 年我国种业市场规模由 300 亿元增长至 840 亿元，仅次于美国，是全球第二大种子市场。2015 年中国种业前 10 强企业的市场份额占 18%，前 50 强企业的市场份额占 35%，比 2011 年分别提高了 3%和 5%。尽管我国种业近些年集中度不断提高，但和发达国家相比仍然很低。2015 年，孟山都的市场份额占全球种业的 26%，全球前七大种业集团合计市场份额占比 71%。

图表8： 农作物种业市场规模逐年上升



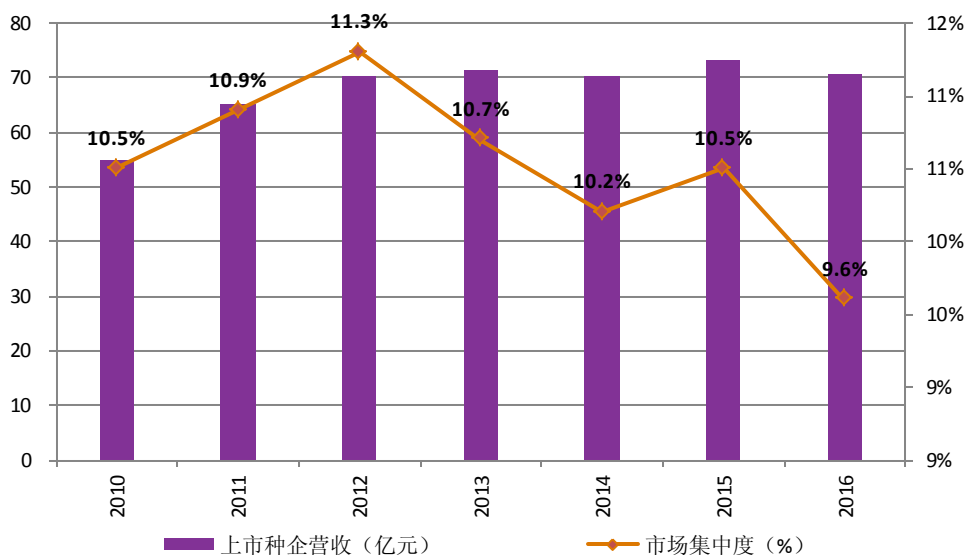
资料来源：全国农技推广中心，联讯证券

图表9： 2016 年种子市场分布



资料来源：全国农技推广中心，联讯证券

图表10： 上市公司市场集中度



资料来源：《中国种业》，联讯证券



2011 年前后，我国种子市场经过近 10 年的高速发展，已经出现企业“多、小、散、弱”，品种“多、乱、杂”等问题，亟待整顿提高。2011 年 5 月，国务院下发《关于加快推进现代农作物种业发展的意见》，提倡鼓励种子企业间的兼并重组，培育具有核心竞争力和较强国际竞争力的“育繁推一体化”种子企业，构建以企业为主体的现代化种业体系。此后，政府又下发品种审定绿色通道等政策，缩短主要农作物品种的审定周期，利好大型种业企业。

图表11： 国内种业发展史



资料来源：联讯证券

图表12： 政府大力支持种业兼并整合

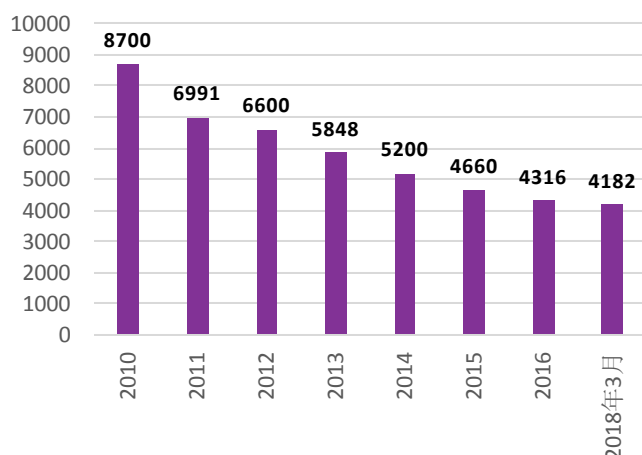
时间	政策	主要内容
2011 年 4 月	《关于加快推进现代农作物种业发展的意见》	构建以产业为主导、企业为主体、基地为依托、产学研相结合、“育繁推一体化”的现代农作物种业体系。
2011 年 12 月	《农作物种子生产经营许可管理办法》	实行选育、生产、经营相结合，注册资本达到 1 亿元以上的公司，申请种子经营许可证的，应具有固定资产不少于 5000 万元等条件。
2012 年 12 月	《全国现代农作物种业发展规划（2012-2020 年）》	建立以企业为主体的商业化育种新机制；重点支持主要粮食作物种业发展；重点支持具有育种能力、市场占有率较高、经营规模较大的“育繁推一体化”种子企业。
2013 年 12 月	《关于深化种业体制改革提高创新能力的意见》	深化种业体制改革，充分发挥市场在种业资源配置中的决定性作用，突出以种子企业为主体，充分调动科研人员积极性，提高企业自主创新能力，构建商业化育种体系，加快推进现代种业发展。
2014 年 5 月	《国家级水稻玉米品种审定绿色通道试验指南（试行）》	申请国家级杂交水稻、杂交玉米品种审定，注册资本达到 1 亿元的育繁推一体化种企可以自行开展自有品种区域试验、生产试验。

资料来源：公开资料整理，联讯证券

国家政策开始大力倡导国内种企兼并重组以来，全国种子企业由 2011 年的 8700 多家，下降到目前 4300 多家，前 10 强企业市场集中度由 15%提高到 18%，前 50 强市场集中度由 30%提高到 35%。50 多家企业挂牌上市，总市值超千亿，企业“多小散弱”状况明显改善。

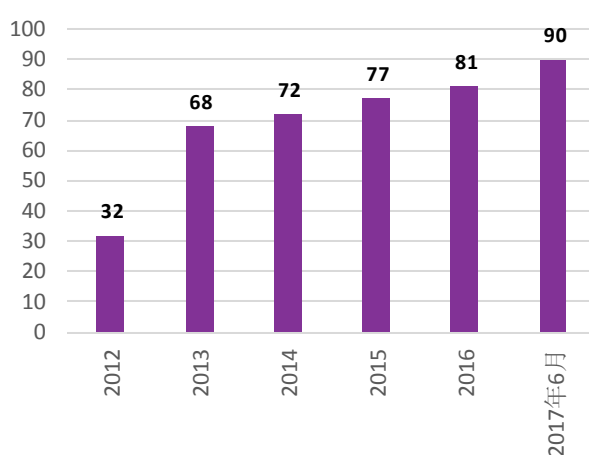


图表13: 国内种企数量逐渐下降



资料来源: 农业部, 联讯证券

图表14: 育繁推一体化种企逐年上升

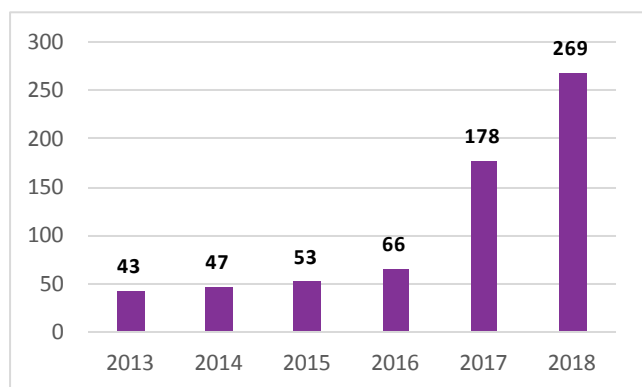


资料来源: 农业部, 联讯证券

2014年6月国家农作物品种审定委员会公布了《国家级水稻玉米品种审定绿色通道试验指南》: 实行选育生产经营相结合、注册资本1亿元、达到《农作物种子生产经营许可管理办法》第十六条规定条件的种子企业, 可以自行开展自有品种区域试验、生产试验; 已通过省级审定的品种, 具备相邻省、自治区、直辖市同一生态类型区10个以上生产试验点连续两年试验数据的, 申请国家级审定时可以免于进行区域试验和生产试验。

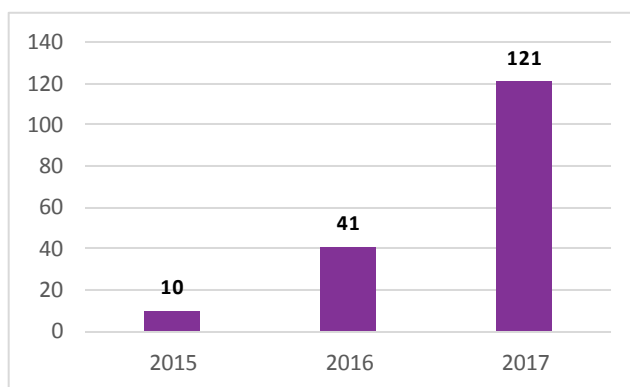
一般而言, 从收集种质资源、创制新材料, 到选育出新品种需8-10年, 如果利用分子育种技术可缩短3-4年; 若公司已有成熟亲本, 新品种选育则需3-5年。在品种审定绿色通道模式下, 育种周期会进一步缩短。随着新《种子法》的实施和《主要农作物品种审定办法》的发布, 缩短了主要农作物品种选育的周期, 由原先7-8年缩短到4-5年, 大大加快了品种审定速度, 加速了新品种的产业化进程。

图表15: 水稻品种国审数量逐渐上升



资料来源: 农业部种子管理局, 联讯证券

图表16: 绿色通道审定玉米品种



资料来源: 公开资料整理, 联讯证券



种业兼并重组持续活跃。据现代种业发展基金统计，2010至2016年7年间，全国公开披露的种业并购事件86起，交易总金额73亿元，事件和金额年均增长量分别达到62.84%和191.64%。隆平高科、农发种业是资本市场上最为活跃的企业，近些年围绕具有一定研发优势及营销能力的企业开展并购事件31起，丰富了业务品类，拓宽了销售渠道。登海种业、荃银高科及万向德农与资本市场的紧密度较为松散，近些年主要是围绕市场终端销售型种子企业开展了并购事件23起，延伸了销售渠道。

图表17： 主板上市种业公司并购事件数量

	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2008以前	合计
隆平高科	3	2	4	3	1		3			1	17
农发种业		1	5	2	1	2			1	2	14
登海种业	5	2	1	2							10
荃银高科		2		2		2	2				8
万向德农		1	2							2	5
丰乐种业	1	1		1	1		1			1	6
敦煌种业		1		1						2	4
神农基因		2		1		1					4

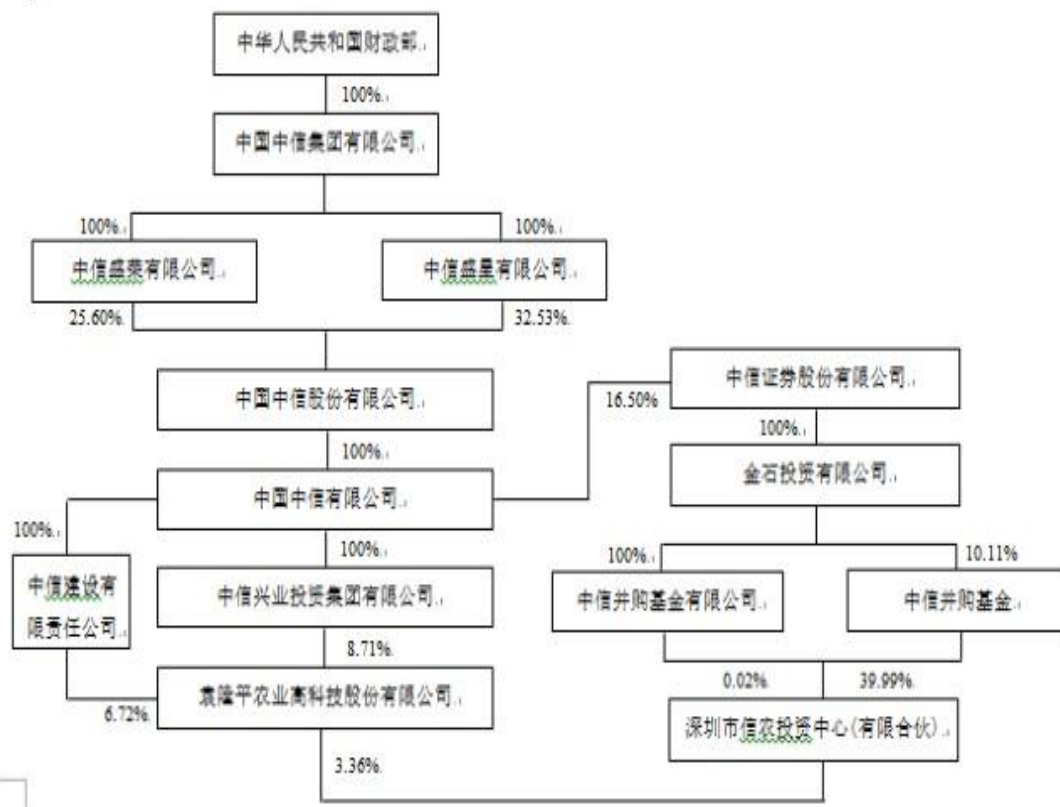
资料来源：新锐恒丰研究院、联讯证券

（四）国内国际外延并购有序推进

2016年1月，公司完成定增，中信集团通过一致行动人中信兴业投资、中信建设和信农投资间接合计持有公司股权18.79%，成为公司第一大股东，公司实际控制人变更为中信集团，最终实际控制人变更为财政部。中信集团的入驻，有望在战略、管理理念、企业文化、全球化布局等方面，给予公司多个维度的支持，其中最重要的则是在外延并购方面给予公司的支持。中信集团入驻前，公司更多注重内生，并购较少。而在2017年，并购事件数量呈现井喷，达到9起。

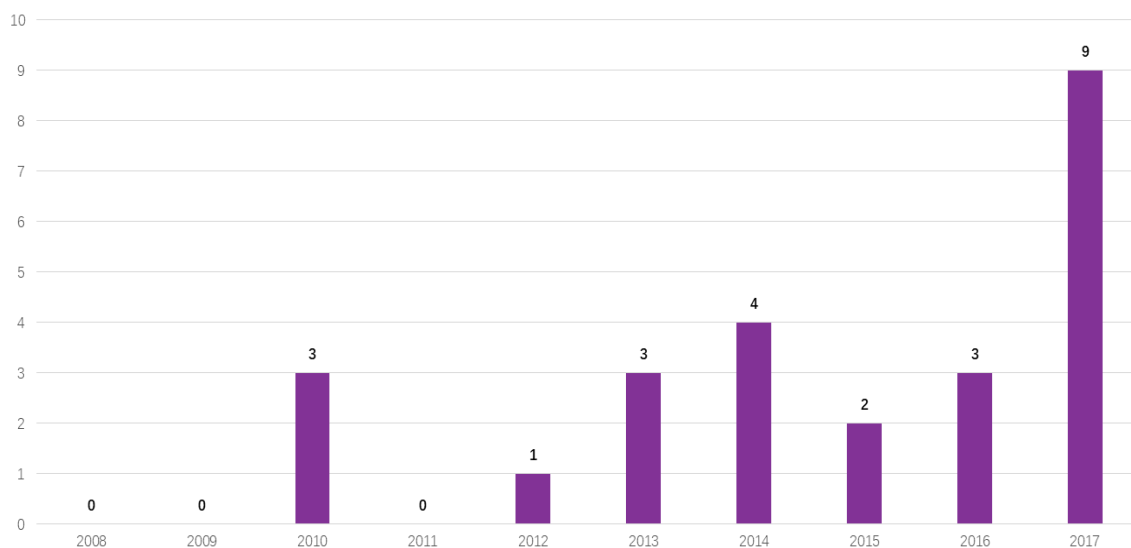


图表18: 实际控制人股权结构图



资料来源: 公司公告、联讯证券

图表19: 隆平高科并购事件数量



资料来源: 公司公告、联讯证券



隆平高科的组建初期是由农科院各个研究所组合起来的，因此公司文化中有并购的基因。公司早期收购了四川隆平、安徽隆平、亚华种业，完成了种业的初步布局。

(1) 2015 年 6 月，公司收购了育、繁、推一体化的蔬菜种业公司德瑞特 80% 股权，开启了蔬菜种子业务的布局；

(2) 2016 年至 2017 年，公司先后收购了广西恒茂、湖南金稻和惠民科技几家优秀的种业公司，增加杂交水稻品种的协同效应，同时吸收其在湖南、江西、湖北、广西等地的渠道优势，进一步扩大市场；

(3) 2017 年 10 月，公司通过中信农业基金首次参与海外并购，获得 17000 份陶氏益农在巴西玉米种质资源库的非排他使用权，这不仅助力公司玉米板块的增长，也是公司“走出去”战略中非常重要的一步；

(4) 2017 年 11 月，公司收购三瑞农科、河北巡天，加速推进公司“3+X”经营品类战略，开始进军食葵、小米种子业务；

(5) 2018 年 3 月，公司公告收购国内第二大玉米种业公司联创种业，全面地夯实了公司的玉米业务布局。

图20： 隆平高科近 12 个月内重要并购事件

时间	收购标的	标的公司简介	交易价值	最新进度	收购后持股比例	承诺净利润
2017年6月13日	湖南金稻80%股权	湖南金稻是湖南省优质杂交水稻销量最大的种子企业之一，中国种业 AAA 级信用企业，主推三系感温型优质杂交水稻品种。湖南金稻管理团队有多年运作杂交水稻种子的经历，拥有一定的自主及协同研发能力，在湖南、江西晚稻种子市场具有较强的市场影响力，在西南、华南以及长江中下游地区的市场地位也在不断提升。	1.24 亿元	签署转让协议	80.00%	2017年：1033.12万元 2018年：1187.76万元 2019年：1366.32万元
2017年8月21日	惠民科技47.51%股权	湖北惠民农业科技有限公司是农业部批准的首批全国经营的育繁推一体化种业公司，是一家专业从事农作物新品种研发与培育、生产与加工、销售与推广的产业化一条龙的现代农业高新技术企业，主营优质转基因杂交棉、杂交玉米、杂交水稻和杂交油菜种子。	9345.02万元	签署转让协议	80.00%	
2017年10月30日	陶氏益农在巴西的特定玉米种子业务	投资标的包括经资产剥离调整后的Dow AgroSciences Sementes & Biotecnologia Brasil Ltda.，以及巴西玉米种质资源库的非排他使用权、Morgan种子品牌，以及Dow Sementes品牌在特定时间内的使用权。	11亿美元	已完成交割	100.00%	
2017年11月10日	三瑞农科49.45%股权	三瑞农科是一家主要从事向日葵杂交种子的研发、生产、销售及技术服务的股份有限公司，在同行业中具备很强的竞争能力。	5.15 亿元	已完成交割	50.39%	2018年：3527.3万元 2019年：4056.4万元 2020年：4664.85万元
2017年11月10日	河北巡天51%股权	河北巡天是一家主要从事谷子、马铃薯、杂粮杂豆等作物的种子的有限责任公司，在杂交谷子的商业化研发和推广领域长期处于领先地位。	3.78 亿元	已完成工商变更登记手续	51.00%	2017年：2907万元 2018年：3343.05万元 2019年：3844.38万元 2020年：4421.19万元
2018年3月12日	联创种业90%股权	联创种业主要从事杂交玉米种子的研发、生产和销售，是国内第二大育种企业，拥有丰富的玉米种质资源，位于国内玉米种质创新领先地位。	13.87 亿元	证监会受理	90.00%	2018年：1.242亿元 2019年：1.386亿元 2020年：1.476亿元

资料来源：公司公告、联讯证券



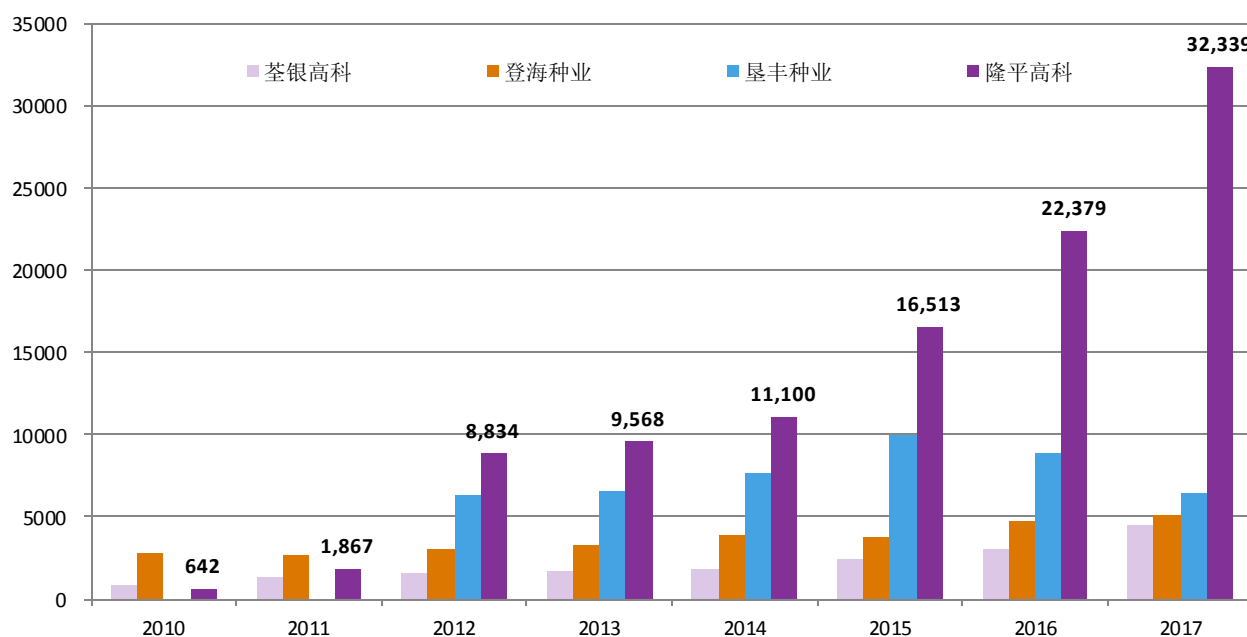
二、核心竞争力促进内生增长

（一）公司研发优势明显

创新是企业发展的引擎，未来种业的竞争实质上是研发实力的竞争。自 2006 年起，隆平高科确定构建自主研发体系，之后，研发投入逐年增加。2017 年，公司将水稻、玉米两大业务单元的科研管理上移至集团总部；成立隆平高科（三亚）海外种业研发有限公司，统一管理海外研发；设立科技委员会，负责公司科技战略和发展规划等工作，初步形成统一高效的现代研发体系。2011-2016 年，累计投入研发经费 7.61 亿元；2017 年，公司研发投入为 31.9 亿元，同比增长 38.73%，占营业收入的比重为 10.14%。公司研发管理办法规定：今后每年提取销售额的 10% 作为研发基金。持续不断的高额投入，造就了今天隆平高科完善的研发体系，齐全的研发设施和较大的研发规模，确保了新品种的持续产出。

经过 19 年努力，隆平高科种业科学院水稻研发团队有 108 人，平均年龄 35 岁，有博士 4 人，硕士 32 人，中高级职称 36 人，是国内规模最大、最年轻的水稻育种团队。

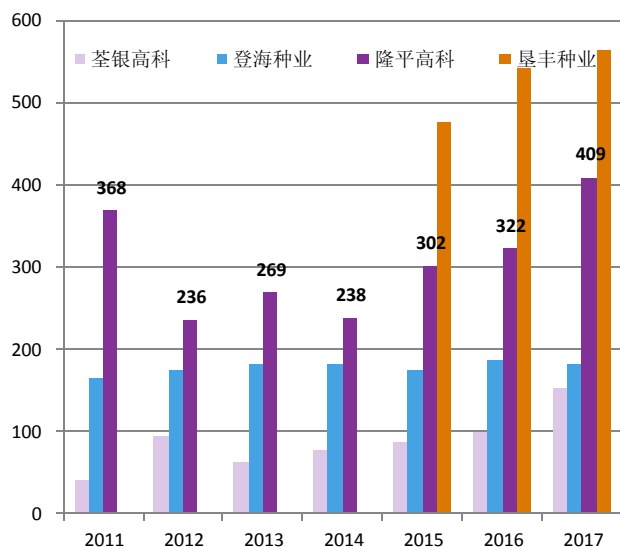
图表21： 研发投入（万元）



资料来源：Wind，联讯证券

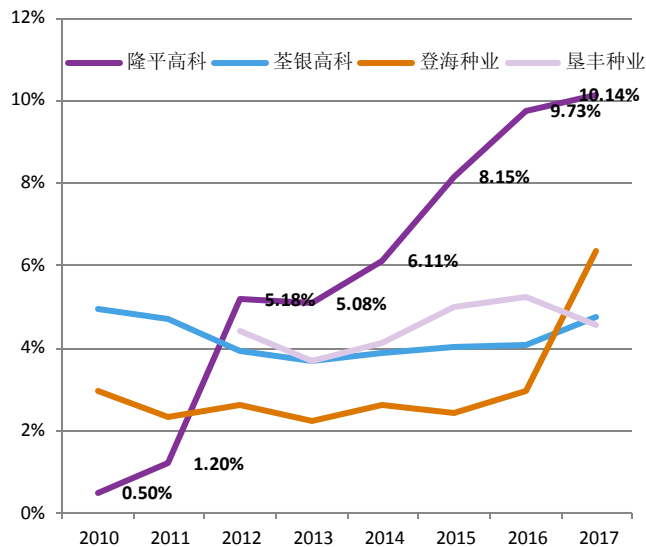


图表22: 研发人员



资料来源: Wind, 联讯证券

图表23: 研发投入占收入比重



资料来源: Wind, 联讯证券

2007 年开始, 隆平高科开始布局海外研发。目前, 已在海外建立起菲律宾、印度、巴基斯坦 3 个育种站, 并在印尼、越南、孟加拉、缅甸等建立了测试站。公司将自有资源与当地的资源结合, 计划选择一批适合当地的品种, 在当地商业化。菲律宾有科技含量高、商业价值大、竞争优势强的品种, 公司已经组建商业化公司, 开始商业化运作。2017 年, “隆平高科海外杂交水稻研发中心”在海南正式成立, 拟打造以海南为核心、以印度、菲律宾为重点, 辐射整个南亚、东南亚地区的海外水稻研发与测试体系。

图表24: 隆平高科研发体系



资料来源: 农财宝典, 联讯证券



图表25: 隆平高科海外研发中心



资料来源: 农财宝典, 联讯证券

(二) 本土商业化育种体系已见成效

隆平高科按照“标准化、程序化、信息化、规模化”要求, 建立首席育种家领导下的“工厂化、分段式”育种流程, 建立企业为主体、市场为导向、产学研紧密结合的商业化育种体系, 覆盖国内、国际两个市场, 涵盖生物技术、传统育种、品种测试等三大平台。从资金利用、资源组合、人力投入上, 种业科学院做到了环环相扣, 井然有序, 让育种大规模协作成为可能。目前国内外水稻、玉米主要生态区域已建有 10 个水稻育种站, 8 个玉米育种站, 7 个蔬菜育种站, 试验基地总面积超过 7000 亩。

20 年间, 20 多个不育系通过审定或鉴定, 选育出 383 个水稻品种通过审定, 其中中国审品种 114 个。仅在 2017 年, 就有 61 个品种通过国审, 占当年国审总量的 34.26%。获植物新品种权 127 件; 获专利授权 13 件; 编制技术标准 8 项。

水稻研发团队的杨远柱将选育优质、高配合力、带早稻遗传背景的理想株型中粳两用核不育系作为主攻方向, 利用优质、矮秆、抗倒不育系湘陵 628S 为骨干亲本, 与主推不育系培矮 64S、C815S、Y58S 等杂交, 历经 7 年培育出突破性中粳不育系“隆科 638S”和“晶 4155S”。2015-2017 年团队育成 46 个 (59 次) 隆两优、晶两优系列中稻品种通过国审。不仅审定品种的数量多, 而且绿色优质品种比例极高。46 个国审中粳中米质达部优 3 级以上 41 个, 占 89.1%, 部优 2 级以上 26 个, 占 56.5%, 部优 1 级 5 个, 占 10.9%。区试穗瘟最高损失率≤5 级的占 72.9%, 其中最高损失率≤3 级的抗病品种占 27.1%。

为避免俗称“大公司病”的顽疾, 种业科学院引入“商业化育种激励机制”, 团队之间的资源共享按照一定比例分享成果开发提成, 团队内根据各环节研发人员所作贡献大小进行成果提成的分配。建立商业化育种激励机制, 是提高创新效率的保障, 制定富有竞争力的薪酬体系是稳定研发队伍的基础。激励机制主要包括薪酬 (基本工资+福利)、品种开发提成、股权激励等。较高的工资福利使研发人员过得体面, 品种提成使研发人员致富, 股权激励使研发队伍长期稳定。

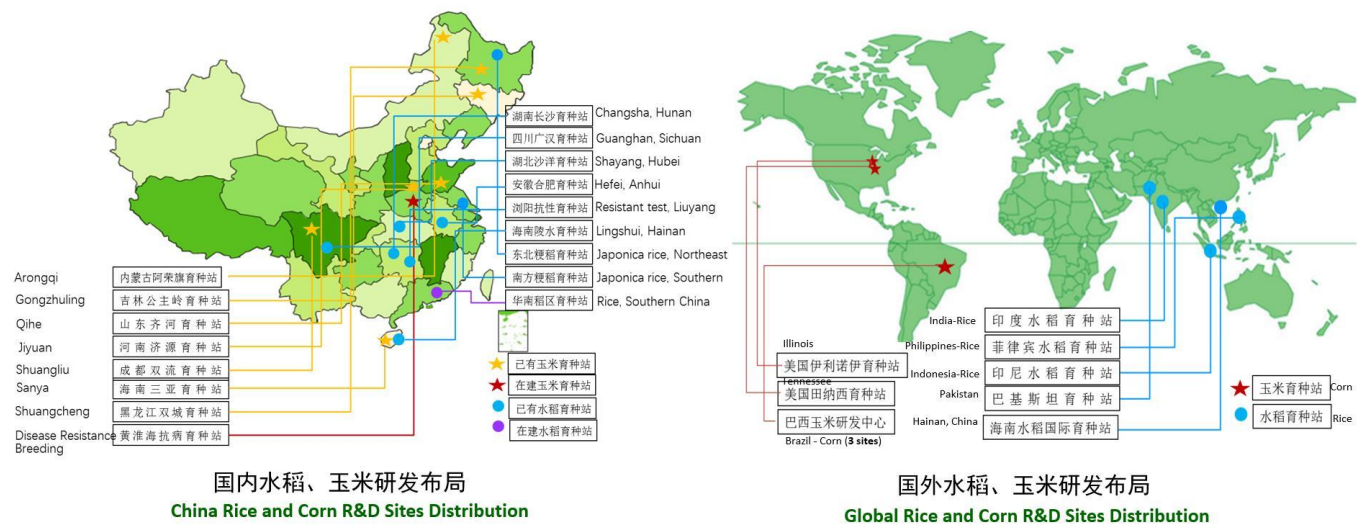


图表26: 隆平高科育种体系



资料来源: 农财宝典, 联讯证券

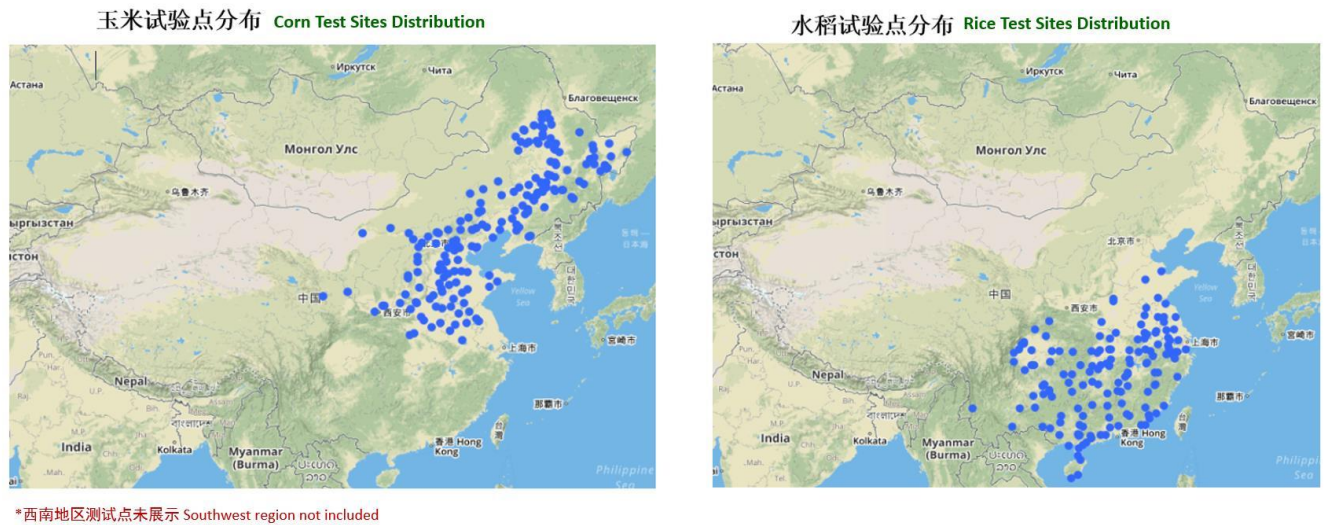
图表27: 隆平高科育种站分布



资料来源: 公司官网, 联讯证券



图表28： 隆平高科试验点分布



资料来源：公司官网，联讯证券

（三）营销渠道精耕细作

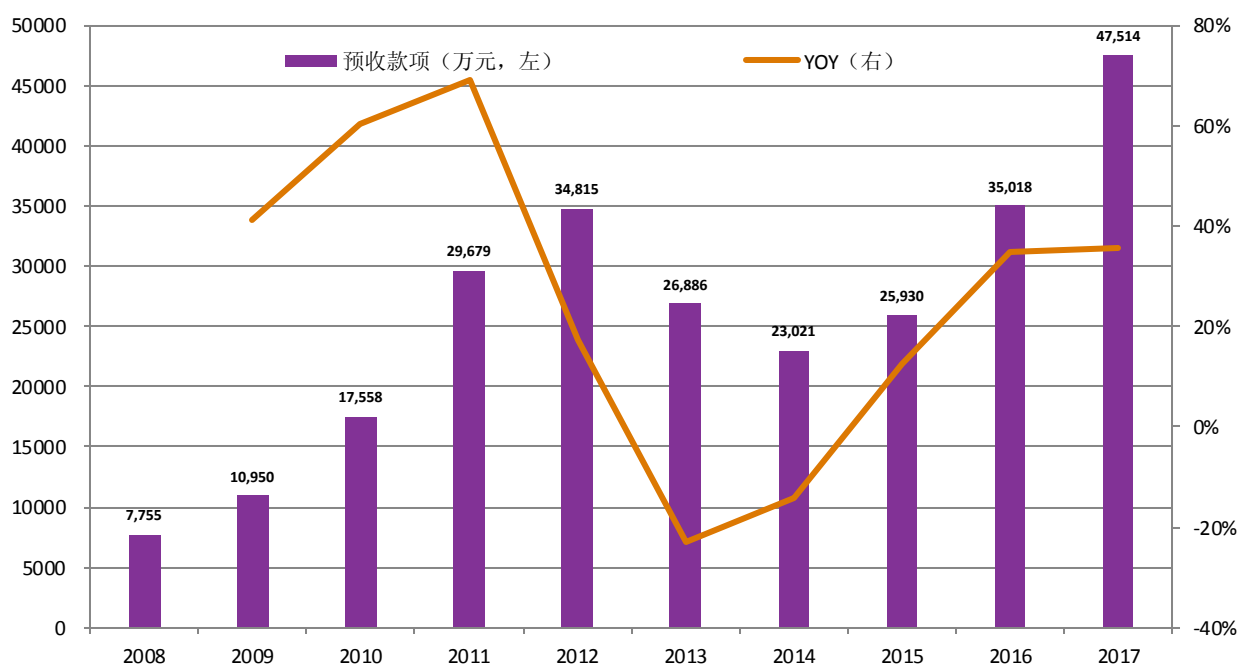
除少数区域或品种实行直销或省级代理外，公司的销售主要采用“县级经销商—乡镇零售商—农户”的三级分销模式，即公司与经销商签订协议，规定某个经销商可以在某一区域（乡镇、县、市）内，代理销售公司的某些品种，该协议一般每个业务年度签署一次。

公司主要采取预收款的形式实现“先款后货”销售政策。对于少数合作时间长、信用等级高的经销商，适度给予一定的授信赊销。所有销售均签订销售协议，并按照约定向经销商发货。公司主要通过物流公司发货，在产品发出并取得物流公司货运单时，产品风险已转移至经销商。对于部分品种或区域，公司按照约定的退货量标准接收退回的种子，并及时进行拆包等处理，确保种子质量不受影响，超过协议约定退货比例的，经销商须承担一定的退货费用。国外销售方面，公司根据协议约定将产品报关、离港，取得提单后，产品风险已转移至经销商，不存在退货的情形。

公司注重营销渠道的精耕细作和服务体系的建设与完善，目前已在全国村级人口集散地建立起密集的营销网点，营销手段丰富，营销创新能力强，凭借集团的优势实现多品牌、多主体、宽渠道运行，在业内开创的订单销售模式通过隆商通兑系统实现了信息化运作，平衡了生产与库存，打通了公司与终端客户信息沟通渠道，建立和完善公司客户的大数据系统，为需求导向的精益生产和精准营销奠定了基础。



图表29： 隆平高科预收款项



资料来源: Wind, 联讯证券

(四) 委托代制与自制同步进行

公司的种子生产和采购一般采取“公司+代制商(大户)”的委托代制模式和“公司+基地+农户”的自制模式以及公司流转/租赁土地自办基地模式，其中委托代制模式和自制模式为公司目前主要的生产采购模式。

委托代制模式，即公司委托诚信度高、制种技术和组织能力强、经济实力比较雄厚的代制商（大户）进行制种。公司与代制商（大户）签署种子委托生产合同，代制商负责组织进行种子生产，公司提供亲本材料，提供生产技术方案参考意见，并安排生产技术人员对田间质量关键环节进行监督和检查。待种子收获后，代理商将种子送交至公司，经公司检验合格后按合同约定的价格将种子款支付给代制商。在委托代制模式下，如出现自然灾害、技术方案不当等情况影响制种产量，主要风险由代理商承担，公司会根据实际情况给予一定的生产成本补偿。

自制模式，即公司与当地村/镇基层组织和农户签订三方生产合同，基层组织负责当年生产面积落实、田间生产、除杂、种子收购等关键技术与环节的协调与组织，农户负责田间操作，公司委派技术人员驻基地进行全过程技术指导与管理。种子收获后，农户将种子送交公司。经检验合格后按合同约定的价格将种子款支付给农户，并支付基层组织管理费用。如出现灾害性天气造成的损失，风险主要由农户承担，公司会酌情进行补偿。如因技术方案偏差造成的减产，风险由公司承担。



（五）外延发展倒逼管理水平提升

公司目前最大的短板是管理。2017 年，公司外延并购加速，巴西玉米种子公司的融入使得公司在管理方面承压。在人才竞争战略方面，公司制定了面向未来的高层管理团队、核心业务团队和国际化团队建设规划。公司将加强未来各层次关键岗位人才的培养，对核心人才的聘任实行以内部选拔为主、外部引进为辅，逐步实施管理层的年轻化、梯队化，促进公司管理水平快速提升。另外，对于巴西公司的管理，公司还设计了其独有的三层管理架构：1、隆平高科承担着对巴西公司的管理任务，在决策委员会有清晰的分工，决委会的重大事项可讨论提供集体支持；2、在巴西设立董事会中间设立防火墙，不把中国意志简单地运用到国际公司，因此聘请了先锋企业管理部经理，在巴西担任副董事长，评判所有需要董事会讨论的事项，为董事长张秀宽提供决策建议；3、优化调整巴西公司的管理。

三、水稻种子业务促进内生增长

（一）水稻种子市场将是高产与优质的博弈

水稻是中国第一大口粮作物，主要分为籼稻和粳稻两大亚种。籼稻主要分布在南方地区，优势在于杂交优势明显，传统意义上的杂交水稻基本都是籼稻，其杂交比例为 75% 左右，产量高，但米质一般；粳稻主要分布在北方地区以及南方部分高海拔地区，优势在于米质好、口感佳，但杂交优势不明显，比例仅占 5%。

近年来我国籼稻种植面积占比约为 70%，粳稻种植面积占比约 30%。我国杂交粳稻研究始于 1965 年，但从生产应用方面看，实际推广面积不大，推广品种不多，主要因为与杂交籼稻相比杂交粳稻感光性较强，同一品种能够适应的区域范围较窄；与常规粳稻比，杂交粳稻育种的投入相对薄弱，产量和品质上的竞争优势不够强。2016 年杂交籼稻种植面积约 2 亿亩，杂交率 67%，其中杂交早稻 0.3 亿亩，杂交率 37.5%，杂交中晚稻 1.7 亿亩，杂交率 77.3%。

图表30： 籼稻与粳稻对比

种类	区域	特性	优势
籼稻	比较适宜生长在高温、强光和多湿的热带及亚热带地区，在我国主要分布于华南热带和淮河以南的亚热带低地	籽粒强度小，耐压性能差，加工时容易产生碎米，出米率较低，米粒淀粉粘性较弱，胀性较大，谷粒狭长，颖毛短稀，叶绿、色较淡，叶面多茸毛，耐肥性较弱，叶片弯长，株型较松散，并有耐湿、耐热、耐强光、易落粒和对稻瘟病抵抗性较强等特征特性	杂交优势明显，增产潜力大，杂交化率75%左右
粳稻	比较适宜生长在气候暖和的温带 热带高地，在我国主要分布于南部热带、亚热带的高地、华东太湖流域以及华北、西北、东北等温度较低的地区	籽粒强度大，耐压性能好，加工时不易产生碎米，出米率较高，米粒淀粉粘性较强，胀性较小，谷粒短圆，颖毛长密，叶绿、色较浓，叶面较光滑，耐肥性较强，叶片短直，株型紧凑，并有耐寒、耐弱光、不易落粒和对稻瘟病抵抗性较弱等特征特性	米质好，口感佳，杂交化率5%

资料来源：公开资料整理，联讯证券



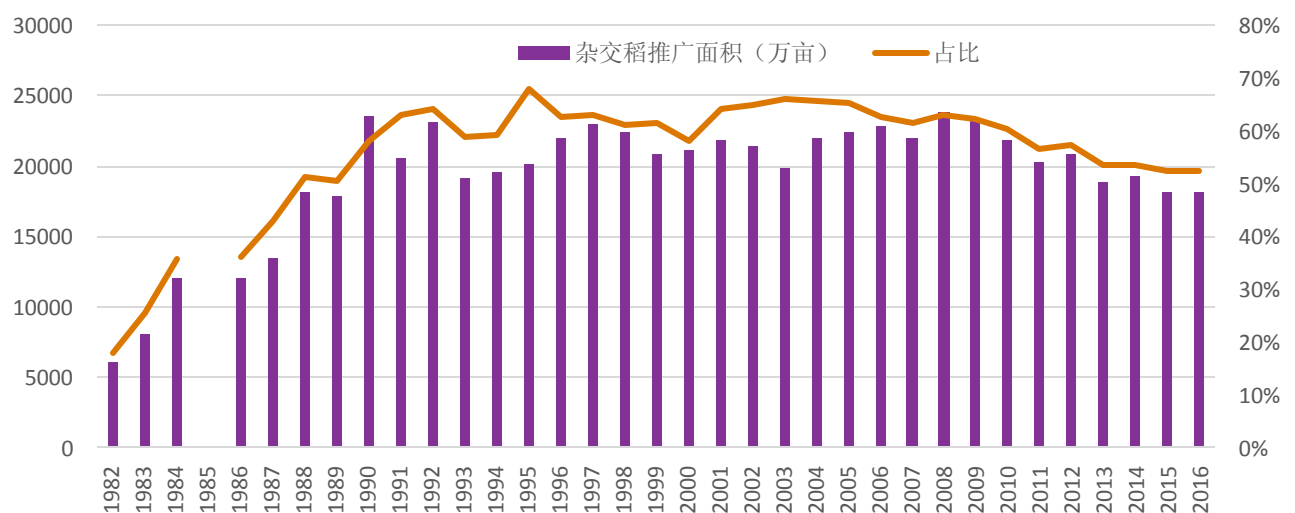
图表31: 水稻种植区划



资料来源：公开资料整理，联讯证券

自 1975 年杂交水稻推广以来，其高产优势解决了多年来粮食短缺的问题，并于 90 年代达到推广面积的顶峰。近年来因常规稻口感较好，杂交稻种植面积受到常规稻的挤压。未来由于籼稻与粳稻种植范围相对固定，而粳稻杂交优势并不明显，但米质更优，因此杂交水稻种植面积并不会明显增大，市场增长的主要驱动力将会是高价高质的两系水稻对两系水稻三系水稻的替代，以及杂交种价格的提高。

图表32: 杂交水稻推广面积约占水稻种植面积的 50%

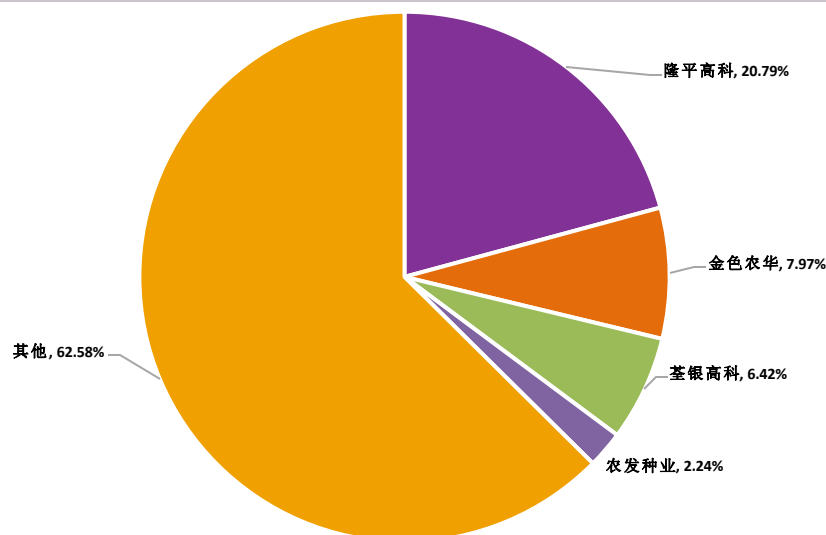


资料来源：农业部种子管理局，联讯证券



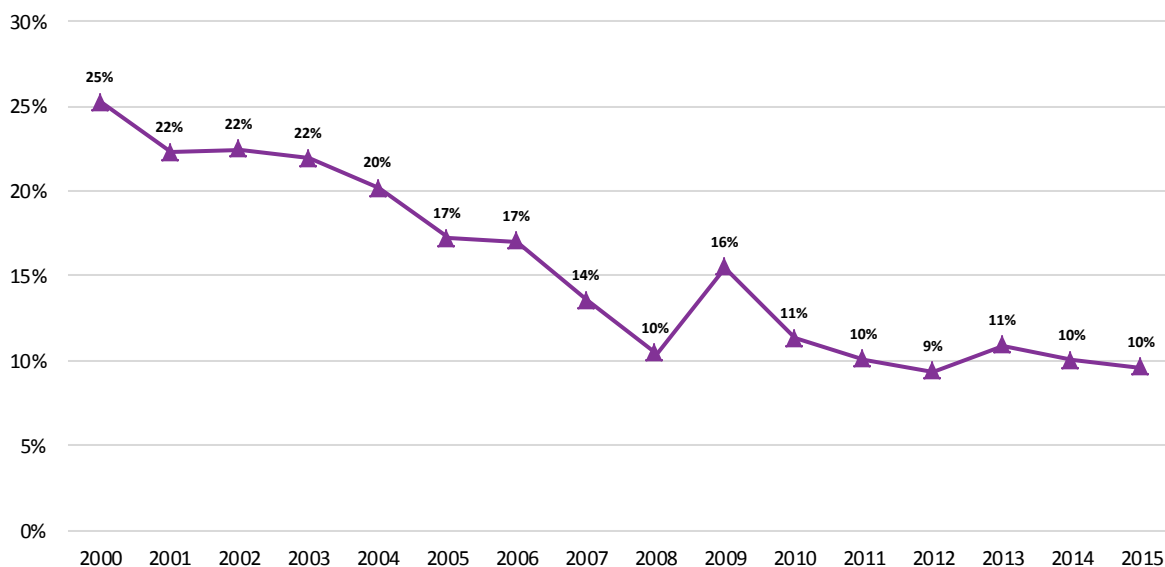
杂交水稻种子市场的集中度较高，品种集中度较低。2016 年，前四大企业杂交水稻的市场份额达到 37.42%，寡头竞争格局已现。2017 年，隆平高科杂交水稻的市场占有率预计达 30%，2020 年有望达到 50%。未来随着市场空间的相对稳定，公司市场份额的扩大更有利于确立龙头地位。同时，2000 年以来杂交水稻 CR5 总体呈下降趋势，到 2010 年仅为 2001 年的一半左右，2010 年以后稳定在 10%左右的低位震荡。

图表33： 2016 年杂交水稻种子市场集中度



资料来源：全国农技推广中心，联讯证券

图表34： 杂交水稻种子 CR5



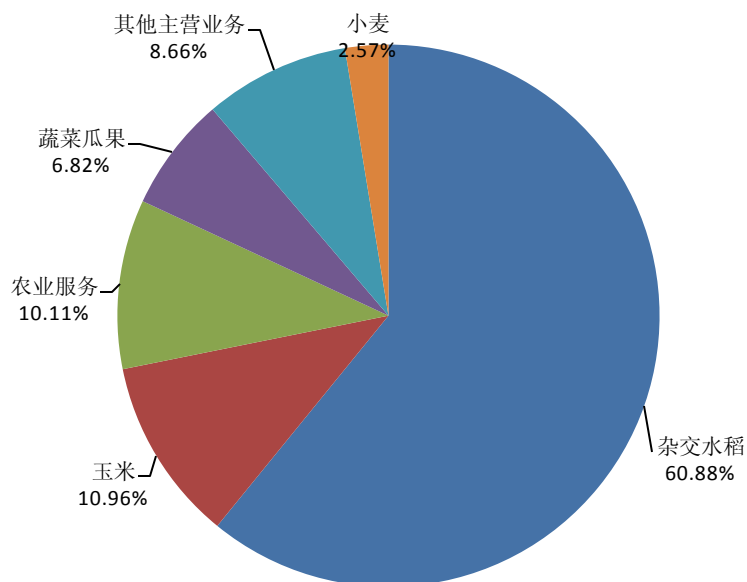
资料来源：全国农技推广中心，联讯证券



（二）杂交水稻业务持续增长

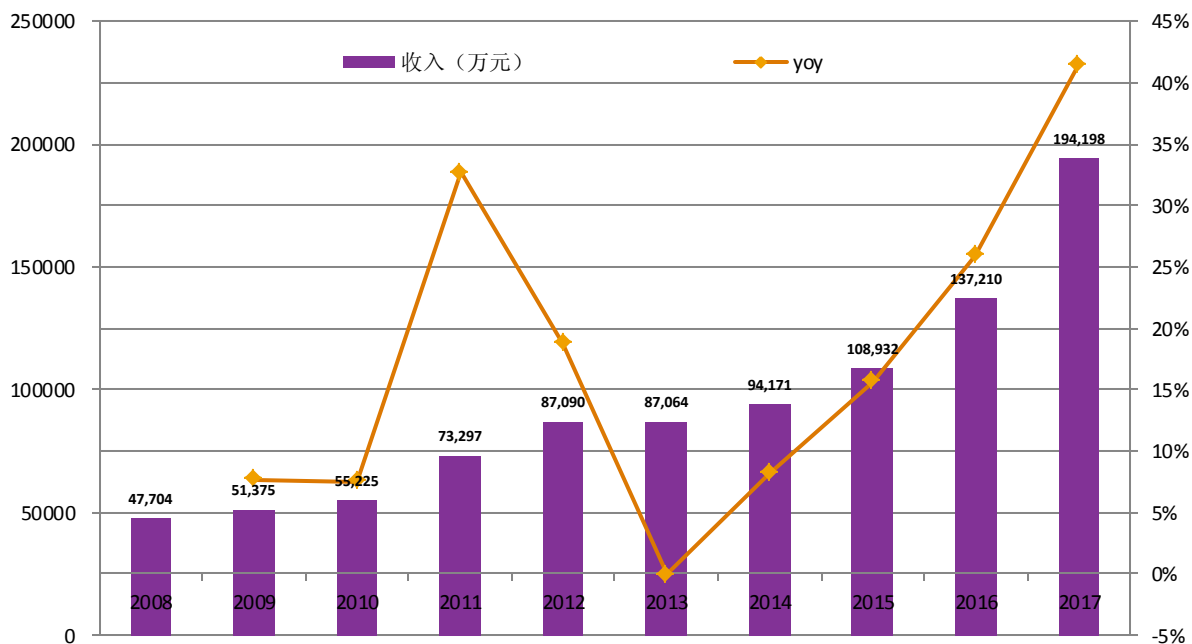
杂交水稻种子业务仍为公司第一大板块。2017 年，公司杂交水稻种子业务收入为 19.42 亿元，同比增长 41.53%，占营业收入的 60.88%；毛利率为 45.37%，同比减少 0.13 个百分点。2018 年第一季度杂交水稻种子的收入为 5.5~5.6 亿元。

图表35： 2017 年营业收入分拆



资料来源：Wind，联讯证券

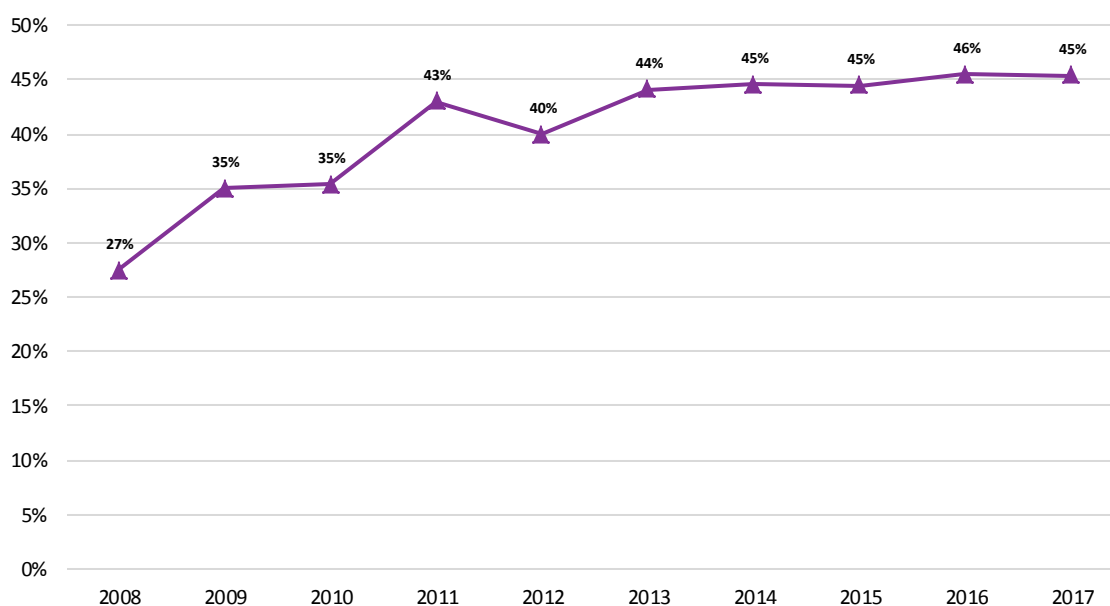
图表36： 公司杂交水稻种子收入



资料来源：Wind，联讯证券



图表37： 公司杂交水稻毛利率



资料来源：Wind，联讯证券

2017 年，公司共计有 61 个水稻新品种通过国家审定，占当期通过国家审定水稻新品种总数的 34.3%，同比增长 238.9%；有 43 个水稻新品种通过省级审定。



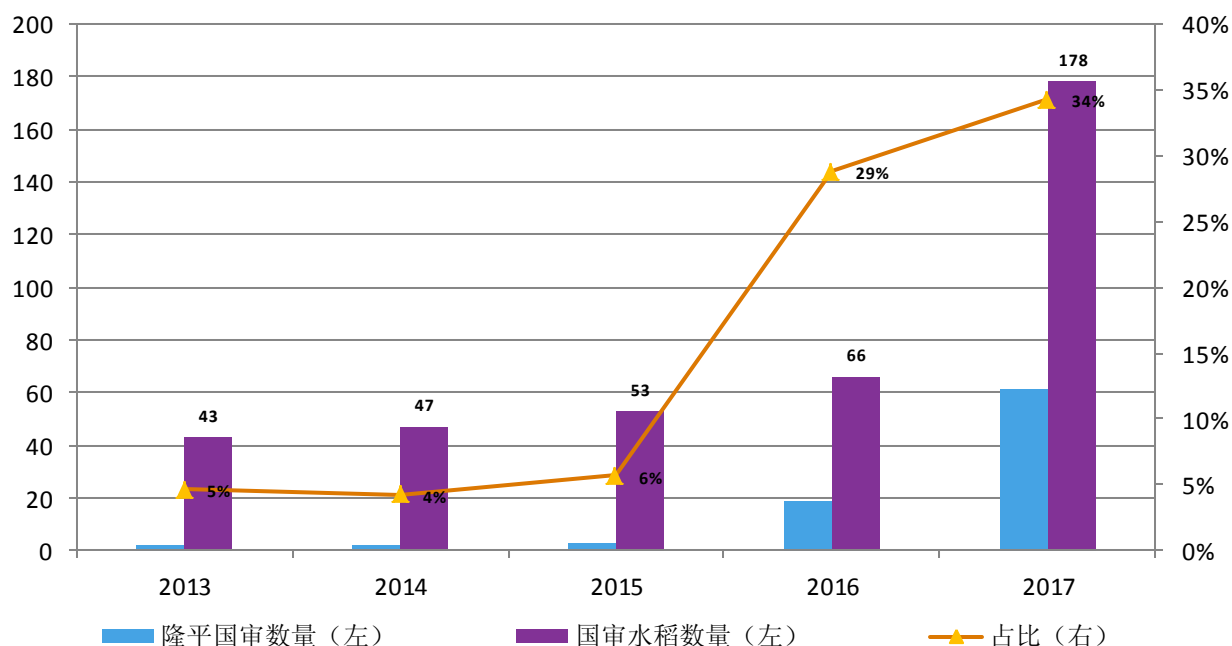
图表38： 2017 年公司杂交水稻国审品种

品种名称	申请者	审定编号	特性	品种名称	申请者	审定编号	特性
隆两优534	隆平高科	国审稻20170001		隆两优301	隆平高科	国审稻20176060	
隆两优华占	隆平高科、中国水稻研究所	国审稻20170008		E两优186	隆平高科	国审稻20176061	
和两优713	广西恒茂农业科技有限公司	国审稻20170009	适宜在广东（粤北稻作区除外）、广西桂南、海南省、福建南部的双季稻区作晚稻种植	荃优金10	隆平高科	国审稻20176062	
品两优1125	隆平高科、云南省文山州农业科学院	国审稻20170011		隆两优3248	隆平高科	国审稻20176063	
中佳早18	江西科源种业有限公司、中国水稻研究所	国审稻20170016		隆两优837	隆平高科	国审稻20176064	
隆两优7713	隆平高科	国审稻20170017		隆两优1308	隆平高科	国审稻20176065	
隆两优179	中国水稻研究所、湖南亚华种业科学研究院	国审稻20170018		深两优3206	隆平高科	国审稻20176066	
微两优1813	江西博大种业有限公司	国审稻20170020		隆两优1307	隆平高科	国审稻20176067	
隆两优1212	隆平高科	国审稻20170022		隆两优248	隆平高科	国审稻20176068	
创两优70122	隆平高科	国审稻20170024		梦两优华占	隆平高科	国审稻20176069	
创两优3206	隆平高科	国审稻20170031		梦两优黄莉占	隆平高科	国审稻20176070	适宜在江西、湖南（武陵山区除外）、湖北（武陵山区除外）、安徽、浙江、江苏的长江流域稻区以及福建北部、河南南部的稻瘟病轻发区作一季中稻种植
和两优713	广西恒茂农业科技有限公司	国审稻20170036	适宜在湖北（武陵山区除外）、湖南（武陵山区除外）、江西、安徽、江苏的长江流域稻区以及浙江中稻区、福建北部稻区、河南南部稻区作一季中稻种植	品两优华占	隆平高科	国审稻20176071	
品两优1468	湖南百分农业科技有限公司	国审稻20170041		隆两优1353	隆平高科	国审稻20176072	
隆两优836	安徽隆平高科种业有限公司	国审稻20170044		隆两优2010	隆平高科	国审稻20176073	
隆两优3206	湖南隆平种业有限公司	国审稻20170057		常两优18	隆平高科	国审稻20176074	
炳优270	安徽隆平高科种业有限公司	国审稻20170058		简两优黄莉占	隆平高科	国审稻20176075	
锦两优华占	隆平高科、中国水稻研究所	国审稻20170061		锦两优1212	隆平高科	国审稻20176086	
隆两优黄莉占	隆平高科	国审稻20176002		隆两优丝占	广西恒茂农业科技、湖南隆平种业	国审稻20176087	
简两优534	隆平高科	国审稻20176003		隆两优534	隆平高科	国审稻20176092	
品两优534	隆平高科	国审稻20176004		隆两优1212	隆平高科	国审稻20176093	
H两优1号	隆平高科	国审稻20176005		隆两优3189	隆平高科	国审稻20176097	
隆两优1377	隆平高科	国审稻20176006		天优812	湖南亚华种业科学院	国审稻2016003	
隆两优1377	隆平高科	国审稻20176007		品两优华占	隆平高科和中国水稻研究所	国审稻2016022	适宜在云南和贵州（武陵山区除外）的中低海拔籼稻区、重庆（武陵山区除外）海拔800米以下稻区、四川平坝丘陵稻区、陕西南部稻区作一季中稻种植
隆8优华占	隆平高科	国审稻20176008		隆平高科	隆平高科	国审稻2016602	适宜在海南、广东中南部及西南平原稻作区，广西桂南稻作区和福建南部作双季晚稻种植
隆两优1206	隆平高科	国审稻20176009		隆两优1141	隆平高科	国审稻2016037	
隆两优1988	隆平高科	国审稻20176010		深两优1号	湖南民生种业科技	国审稻2016038	
隆两优1125	隆平高科	国审稻20176021		隆两优华占	隆平高科、中国水稻研究所	国审稻2016045	适宜在贵州、湖南、湖北、重庆四省（市）所辖的武陵山区海拔800米以下稻区作一季中稻种植
隆两优149	隆平高科	国审稻20176022		品两优1212	隆平高科	国审稻2016601	
隆两优1199	隆平高科	国审稻20176023		隆两优534	隆平高科	国审稻2016603	
隆两优1813	隆平高科	国审稻20176024		隆两优黄莉占	隆平高科	国审稻2016604	
隆两优3188	隆平高科	国审稻20176025		品两优534	隆平高科	国审稻2016605	
梦两优黄莉占	隆平高科	国审稻20176026	适宜云南、贵州（武陵山区除外）的中低海拔籼稻区、重庆（武陵山区除外）800米以下籼稻区、四川平坝丘陵稻区、陕西南部稻区作中稻种植	隆两优1206	隆平高科	国审稻2016606	
和两优627	广西恒茂农业科技、广东和丰种业科技	国审稻20176036		隆两优1146	隆平高科	国审稻2016607	
荃优123	广西恒茂农业科技、安徽荃银高科	国审稻20176037		品两优1377	隆平高科	国审稻2016608	
隆两优晶占	隆平高科	国审稻20176054		隆两优1988	隆平高科	国审稻2016609	
品两优3189	隆平高科	国审稻20176055		隆两优3463	隆平高科	国审稻2016610	
深两优841	隆平高科	国审稻20176056		隆两优149	隆平高科	国审稻2016611	
隆两优608	隆平高科	国审稻20176057		隆两优1319	隆平高科	国审稻2016612	
隆两优1074	隆平高科	国审稻20176058		隆两优4945	隆平高科	国审稻2016613	
隆两优987	隆平高科	国审稻20176059		隆两优华占	公司与中国水稻研究所	国审稻 2015026	适宜在江西、湖南（武陵山区除外）、湖北（武陵山区除外）、安徽、浙江、江苏的长江流域稻区以及福建北部、河南南部作一季中稻种植
				广西优 1128	公司与湖南杂交水稻研究中心	国审稻 2015019	

资料来源：公司公告，联讯证券



图表39： 公司水稻品种国审数量



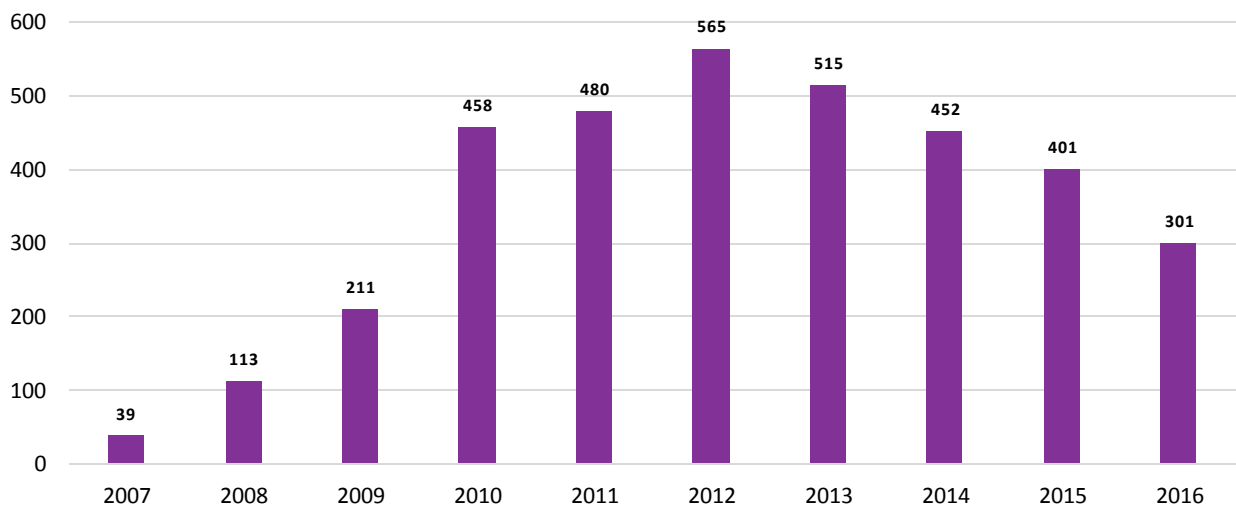
资料来源：公开资料整理，联讯证券

2002 年至今，是两系水稻的优势时期。这一时期可分为三代：第一代以两优培九为代表性品种，其不育系为培矮 64S；第二代以丰两优 1 号、扬两优 6 号和新两优 6 号为代表性品种，其不育系为广占 63S 及其衍生系；第三代以 Y 两优 1 号和深两优 5814 为代表性品种，其不育系为 Y58S。品种的更新换代主要体现在双亲的创新，只有引入了新的血缘才新的突破。在这轮水稻品种更新换代中，主要是以“隆科 638S”、“荃 9311A”为母本组配的品种，以及以“华占”、“黄莉占”、“五山丝苗”为父本组配的品种。

隆平高科曾经的大品种 Y 两优 1 号于 2010 年起快速放量，为公司收入实现了高增长。如今得益于独家母本“隆科 638S”，隆两优系列共有 25 个品种通过国家审定。其中，隆两优 534 和隆两优黄莉占米质级别达到 1 级；隆两优华占的推广面积由 2016 年的 24 万亩迅速提升到 2017 年的 109 万亩，为后续提高市占率奠定了基础。



图表40: Y 两优 1 号推广面积 (万亩)



资料来源: 农业部种子管理局, 联讯证券

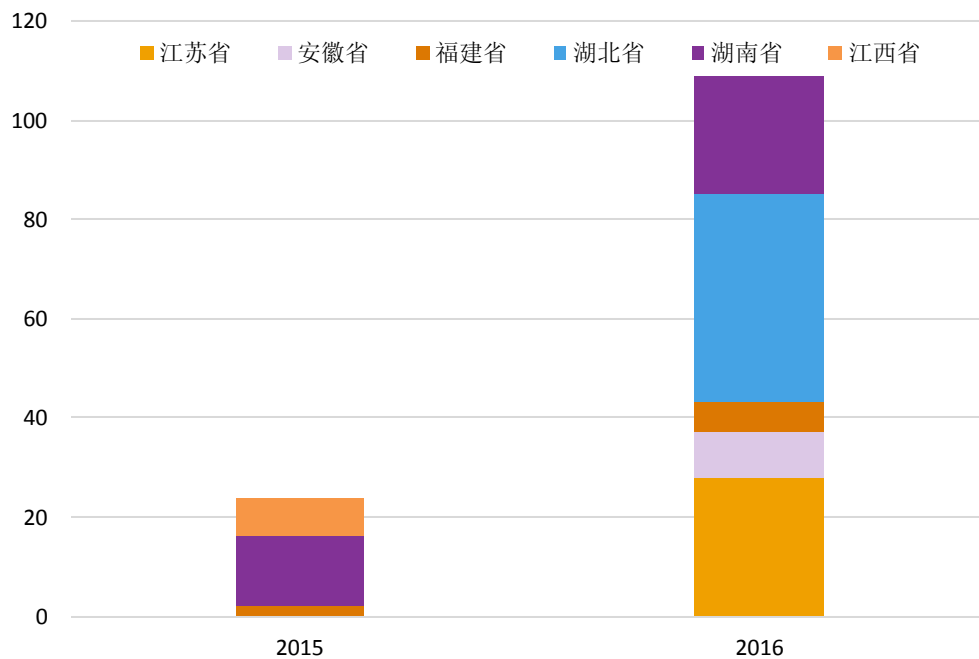
图表41: 隆两优品种介绍

品种名称	品种来源	种植区域	全生育期 (天)	结实率	平均亩产 (千克)		稻瘟病综合指数	稻瘟病损失率最高级	米质级别
					两年区域试验平均	生产试验			
隆两优华占	隆科638S×华占	在华南作双季晚稻种植	115.0	83.8%	510.8	501.0	3.7、3.7	3级	
		在长江上游作一季中稻种植	157.9	81.6%	625.7	594.6	2.8、2.8	3级	2级
隆两优534	隆科638S×R534	在长江上游作一季中稻种植	158.5	80.7%	617.1	598.2	3.7、4.0	5级	1级
		在长江中下游作一季中稻种植	142.5	83.0%	653.0	603.6	3.5、2.7	5级	3级
隆两优1074	隆科638S×华恢1074	在长江中下游作一季中稻种植	137.0	83.5%	627.4	618.2	2.3、3.0	3级	
隆两优1125	隆科638S×R1125	在长江上游作中稻种植	156.2	85.1%	631.1	599.9	5.2、4.7	7级	3级
隆两优1206	隆科638S×R1206	在长江中下游作一季中稻种植	141.1	82.9%	660.1	644.5	2.4、3.3	5级	
		在华南作晚稻种植	117.5	81.3%	490.6	471.3	5.4、2.1	7级	
隆两优1212	隆科638S×R1212	在长江中下游作一季中稻种植	140.4	83.3%	660.8	654.1	2.9、3.1	5级	3级
		在武陵山区作中稻种植	149.1	87.1%	655.4	585.9	1.8、1.8	1级	3级
隆两优1307	隆科638S×华恢1307	在长江中下游作一季中稻种植	131.7	86.8%	638.0	623.6	3.7、3.1	7级	
隆两优1308	隆科638S×华恢1308	在长江中下游作一季中稻种植	137.2	84.7%	653.6	597.2	3.0、1.7	3级	
隆两优1353	隆科638S×R1353	在长江中下游作一季中稻种植	139.7	87.2%	673.5	582.5	2.8、3.1	5级	3级
隆两优1377	隆科638S×R1377	在长江上游作中稻种植	155.1	82.2%	655.2	626.9	3.8、1.6	5级	2级
		在长江中下游作一季中稻种植	142.1	77.4%	657.1	589.9	2.8、2.7	5级	3级
		在华南作晚稻种植	119.5	78.9%	491.3	472.1	3.4、2.3	3级	
隆两优149	隆科638S×R149	在长江上游作中稻种植	157.8	85.3%	607.7	611.3	3.5、4.1	5级	2级
隆两优1813	隆科638S×R1813	在长江上游作中稻种植	155.7	81.3%	638.5	616.2	4.5、3.5	5级	3级
		在长江中下游作一季中稻种植	143.2	80.4%	654.3	660.6	4.4、4.7	5级	
隆两优1988	隆科638S×R1988	在华南作晚稻种植	118.0	82.5%	508.9	494.5	5.4、2.3	7级	
		在长江上游作中稻种植	154.6	85.2%	650.6	616.8	5.0、3.0	7级	3级
隆两优2010	隆科638S×R2010	在长江中下游作一季中稻种植	137.4	86.8%	713.5	581.3	5.9、5.3	9级	
隆两优248	隆科638S×R248	在长江中下游作一季中稻种植	135.8	86.7%	631.8	642.7	3.5、3.0	3级	
隆两优301	隆科638S×华恢301	在长江中下游作一季中稻种植	138.1	85.3%	629.5	599.1	2.5、3.1	5级	
隆两优3188	隆科638S×R3188	在长江上游作中稻种植	152.2	83.5%	633.9	617.6	4.5、2.9	5级	3级
隆两优3189	隆科638S×R3189	在长江中下游作中稻种植	137.9	84.3%	633.2	666.2	4.0、3.2	5级	
隆两优3248	隆科638S×R3248	在长江中下游作一季中稻种植	137.0	83.8%	632.9	636.5	5.4、5.6	9级	
隆两优608	隆科638S×R608	在长江中下游作一季中稻种植	136.1	83.3%	626.2	606.8	5.2、5.7	9级	
隆两优836	隆科638S×R336	在长江中下游作一季中稻种植	142.7	81.7%	648.9	592.7	3.2、2.9	5级	2级
隆两优837	隆科638S×华恢1337	在长江中下游作一季中稻种植	137.2	81.5%	647.3	598.5	3.5、3.2	3级	
隆两优987	隆科638S×R987	在长江中下游作一季中稻种植	137.7	84.3%	645.7	632.1	5.0、4.9	9级	
隆两优黄莉占	隆科638S×黄莉占	在长江上游作一季中稻种植	155.3	83.0%	650.4	616.0	2.5、2.1	3级	1级
		在长江中下游作一季中稻种植	139.2	82.4%	644.3	608.2	2.1、3.6	5级	3级
隆两优晶占	隆科638S×玉晶占	在长江中下游作一季中稻种植	138.5	84.3%	630.3	590.0	4.9、4.7	9级	3级

资料来源: 国家水稻数据中心, 联讯证券



图表42: 隆两优华占推广面积（万亩）



资料来源：农业部种子管理局，联讯证券

图表43: 晶两优品种介绍

品种名称	品种来源	种植区域	全生育期（天）	结实率	平均亩产（千克）		稻瘟病综合指数	稻瘟损失率最高级	米质级别
					两年区域试验平均	生产试验			
晶两优534	晶4155S×R534	在华南作双季早稻种植	126.8	85.0%	542.3	514.7	2.5、3.0	3级	3级
晶两优华占	晶4155S×华占	在长江中下游作一季中稻种植	138.5	85.5%	713.1	603.0	2.1、2.7	3级	
		在武陵山区作中稻种植	150.0	84.0%	619.2	578.4	1.8、1.6	1级	3级
晶两优1125	晶4155S×R1125	在长江上游作一季中稻种植	154.2	81.1%	652.2	592.3	3.8、3.2	5级	2级
		在长江中下游作一季中稻种植	140.8	83.1%	655.8	638.8	3.2、4.0	7级	3级
晶两优1468	晶4155S×R1468	在长江中下游作一季中稻种植	137.4	82.6%	642.7	598.3	5.0、5.3	9级	2级
晶两优3189	晶4155S×R3189	在长江中下游作一季中稻种植	135.8	85.3%	620.4	585.0	2.4、3.9	5级	3级

资料来源：国家水稻数据中心，联讯证券

另外，公司提倡“研发一袋，储备一袋，开发一袋”，产品在有序地推渠，后续的梦两优系列也已陆续通过审定。梦两优系列是隆、晶两系的补充，不是升级版，主要是丰富产品线，覆盖新的区域。隆、晶两优的生命周期还会持续一段时间。

图表44: 梦两优品种介绍

品种名称	品种来源	种植区域	全生育期（天）	结实率	平均亩产（千克）		稻瘟病综合指数	稻瘟损失率最高级	米质级别
					两年区域试验平均	生产试验			
梦两优华占	梦S（M4001S）×华占	在长江中下游作一季中稻种植	133.3	88.6%	706.2	601.2	4.2、4.5	7级	
梦两优黄莉占	梦S（M4001S）×黄莉占	在长江上游作中稻种植	152.6	86.2%	651.6	627.6	3.5、2.7	5级	3级
		在长江中下游作一季中稻种植	134.4	88.8%	690.6	598.4	3.7、4.7	7级	

资料来源：国家水稻数据中心，联讯证券



（三）水稻业务开启国际本土化育种

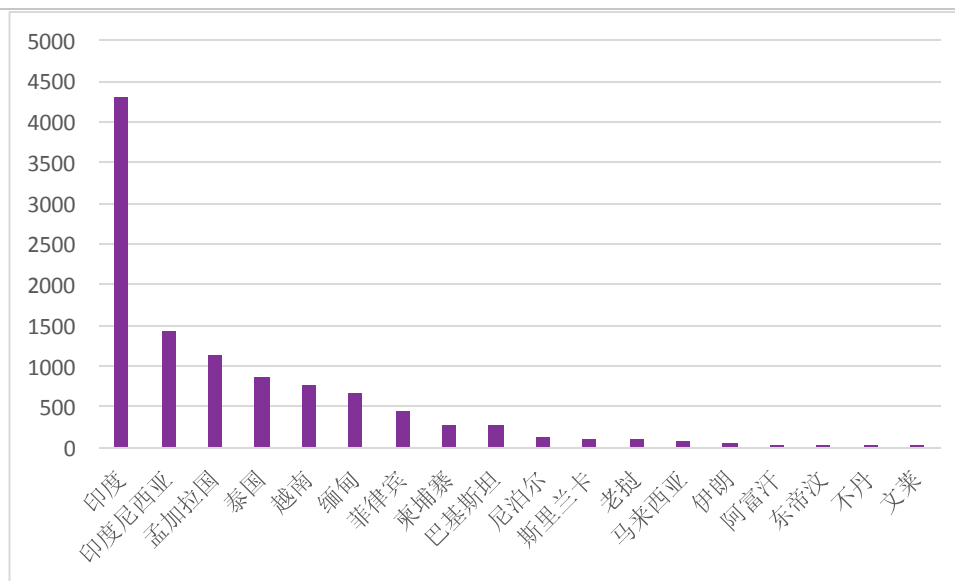
东南亚地区杂交水稻种子市场空间巨大。目前全球水稻种植面积共有 23.97 亿亩，其中中国水稻种植面积 4.53 亿亩，海外水稻种植面积约 19.44 亿亩。海外水稻中超过 90%以上分布在东南亚、南亚和非洲的国家和地区，这些国家和地区是“一带一路”倡议涉及合作的主体。印度是水稻种植面积最大的国家，水稻种植面积近 4300 万公顷。中国目前的水稻种植面积约 4.5 亿亩，其中杂交水稻 2 亿亩，另外有粳稻 1 亿亩和长江中下游早稻。东南亚地区既没有粳稻，也没有我国长江中下游早稻的类型，除去这两块的占比，理论上杂交水稻应有超过 80%的推广率。

图表45： 全球水稻种植业分布



资料来源：公开资料整理，联讯证券

图表46： 东南亚国家 2016 年水稻种植面积（万公顷）



资料来源：FAO，联讯证券



杂交水稻在东南亚的推广水平较低。东南亚的大部分国家水稻单产水平都较低，杂交水稻的推广率也不足 10%，印度的杂交水稻播种面积仅占比 5.8%。杂交水稻在东南亚推广的障碍主要有：

1、贸易壁垒。目前印度完全禁止杂交水稻种子的进口，另外一些水稻种植大国制定了有关政策限制国外企业直接向其出口杂交水稻种子，如孟加拉国要求相同品种第一次进入后，只可出口 2 年，过后必须在其境内制种生产才可销售。印度尼西亚要求国外企业必须与本国成立合资公司，且占股份不得超过 49%，以此保护本土种业利益。另外，各国的植物检验检疫条例也形成了杂交水稻输出的绿色壁垒；

2、品种适应性差。杂交水稻有其特有的适应性，这就导致每个品种在不同的区域表现差异很大。如在我国南方稻区主栽的品种，到温光条件都较强的东南亚国家就表现不出其高产优势。并且我国杂交水稻米质整体较差，抗性单一，与各国对品种的需求尚有差异；

3、东南亚地区技术水平的制约。东南亚地区对杂交水稻种植技术的投入不足，缺乏专业技术型人才，推广体系不完善，农业基础条件差，制约着杂交水稻的推广力度；

4、国内生产成本与进口国可承受的价格倒挂。我国由于劳动力成本上涨，导致杂交水稻种子的生产成本增加，而东南亚国家的消费者对于价格的接受能力有限，使得生产成本与价格倒挂，影响了出口；

5、我国对亲本资源出口的限制。我国为了保护亲本种子免受流失风险，规定禁止杂交水稻亲本种子出口、不允许三系杂交水稻保持系和两系杂交水稻亲本出境等。这些规定限制了杂交水稻由“商品”输出升级成为“科技”输出。

图表47： 水稻种植国家单产（吨/公顷）



资料来源：Wind，联讯证券

本土化育种是解决海外推广障碍的关键。在贸易壁垒的种种制约下，打入国际市场不能只是简单地通过商品输出等方式，而要真正实现本土化育种，并且只有充分利用当地的生产资源，培育适宜当地的品种，才能真正在国外站稳市场。目前隆平高科从国内推广出去的品种逐渐减少，而在当地直接研发并生产的品种越来越多。2017 年，隆平高科成立了三亚海外研发中心总部，利用在菲律宾、印度、巴基斯坦建立的研发站，以进



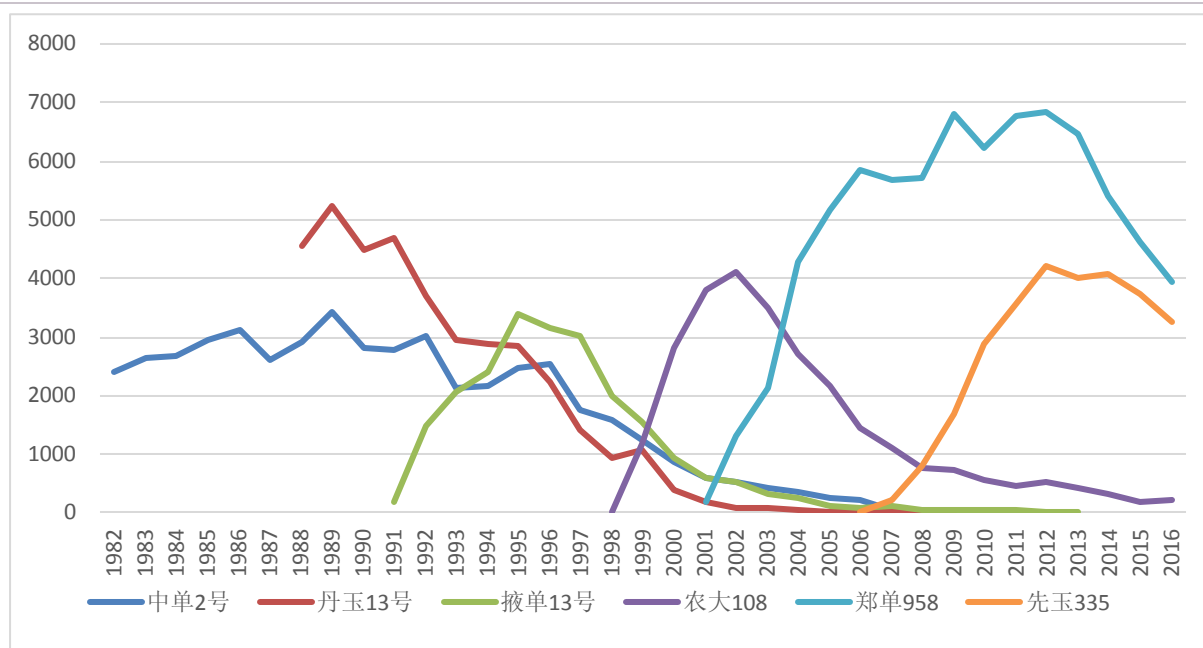
一步解决当地粮食安全问题。未来，杂交水稻或将实现 100%研发本地化。同时，公司在海外已经有 23 个杂交水稻品种通过审定，在菲律宾有 1 个水稻品种通过国家审定，在印度有 1 个水稻品种完成商业化生产准备，今后会有更多优良品种更大面积的推广。

四、玉米种子业务将成为公司第二大板块

（一）玉米种子市场品种分散

玉米种子第七次品种换代尚未到来。自 20 世纪 80 年代开始的单交种时期中，我国玉米种子已经经历了 6 次品种换代：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。在历次换代中，杂优模式及核心种质群也随之发生变化，形成了当前以改良瑞德、热带亚热带种质、塘四平头为主的格局。目前新育成的品种多以模仿、改良郑单 958 和先玉 335 为主，第七次品种换代尚未到来。

图表48： 历代玉米大品种推广面积（万亩）

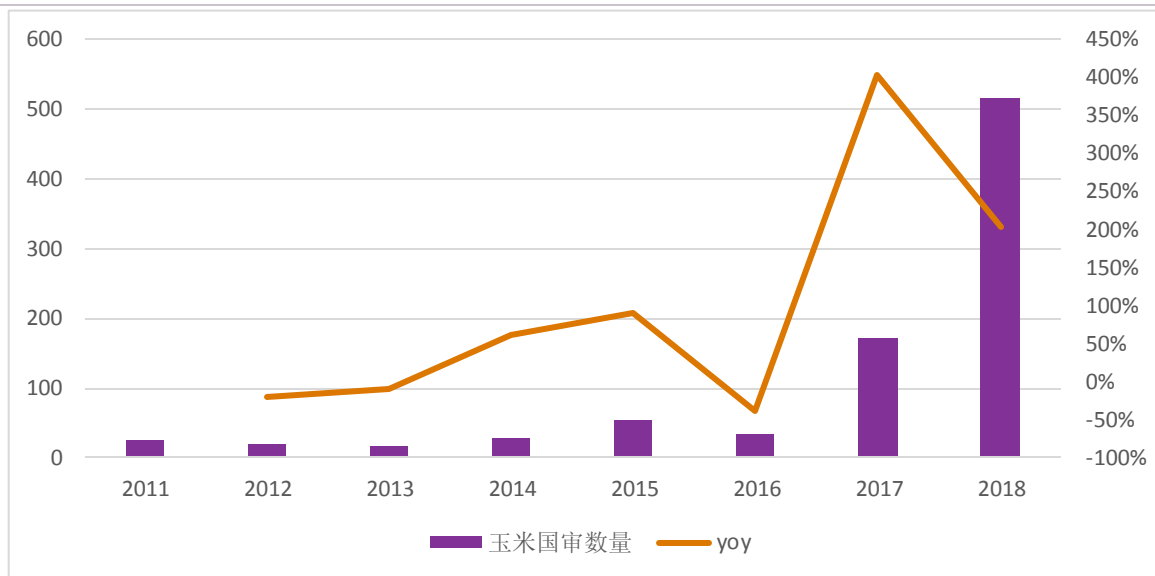


资料来源：农业部种子管理局，联讯证券

而与此同时，“绿色通道”政策的推行使得国审数量逐年增加，呈现品种井喷态势。2018 年，玉米国审数量为 517 个，同比增长 202.34%；种植面积超过 10 万亩的主栽品种数量由 2004 年的 295 个上升至 2015 年的 980 个，品种集中度 CR5 却由 2010 年的 36.2% 迅速下滑至 2015 年的 24.2%。



图表49：玉米国审数量快速增加

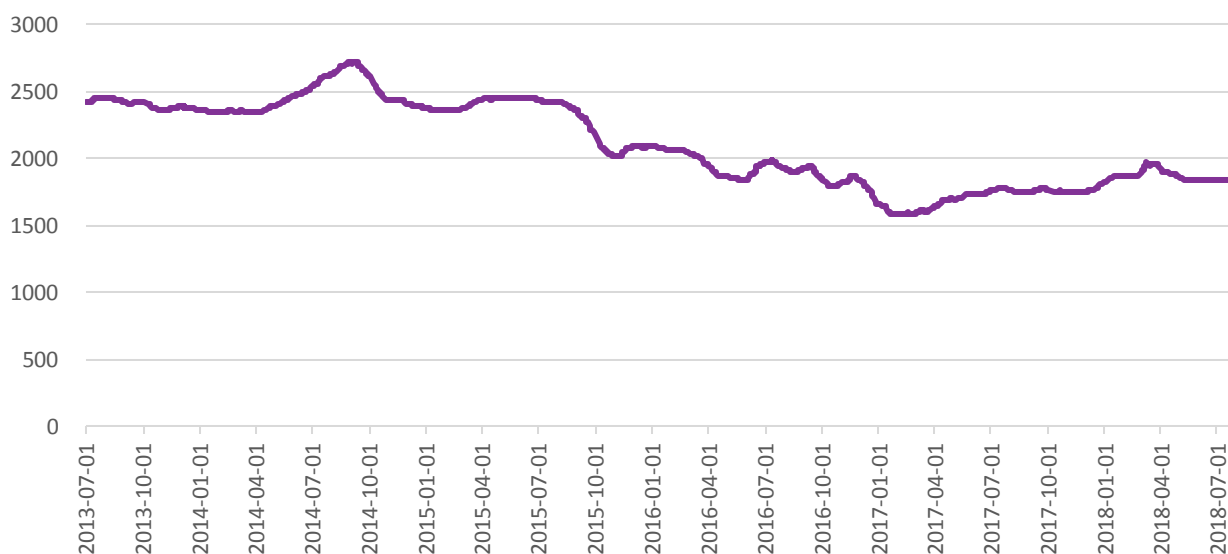


资料来源：公开资料整理，联讯证券

（二）种植效益决定品种需求

2016年4月，国家取消玉米临储政策，正式进入玉米的市场化改革，此后价格持续低迷。而与此同时，农村的劳动力成本在不断上升，不仅成为总成本上升的主导因素，也使得玉米种植效益不断恶化。2016年，种植玉米的每亩总成本达到1066元，相较于2004年的376元上涨了183.63%；其中，人工成本从140元上涨至458元，增长幅度为226.07%，占总成本的43%。而每亩净利润却从2015年起呈现负数，2016年的每亩净利润为-299.7元。

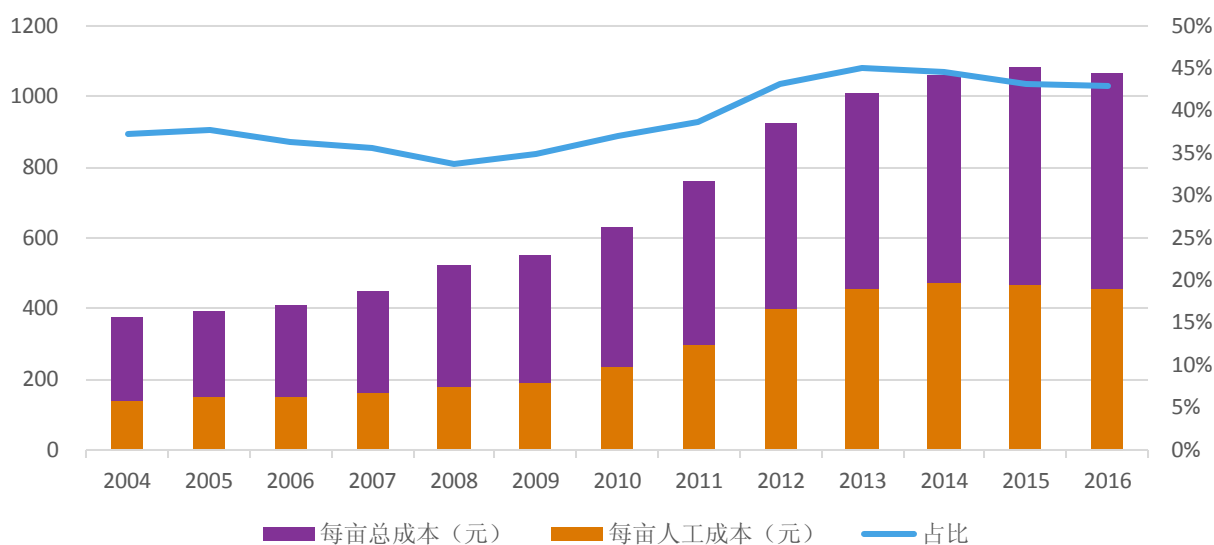
图表50：国内玉米现货价（元/吨）



资料来源：Wind，联讯证券

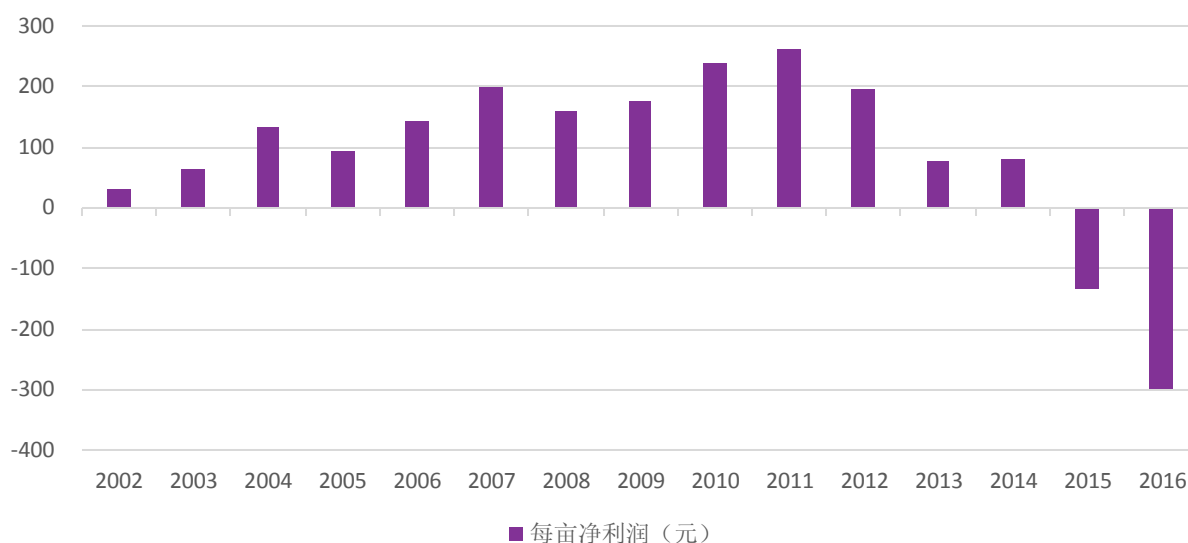


图表51: 玉米种植每亩成本（元）



资料来源: Wind, 联讯证券

图表52: 玉米种植每亩净利润（元）



资料来源: Wind, 联讯证券

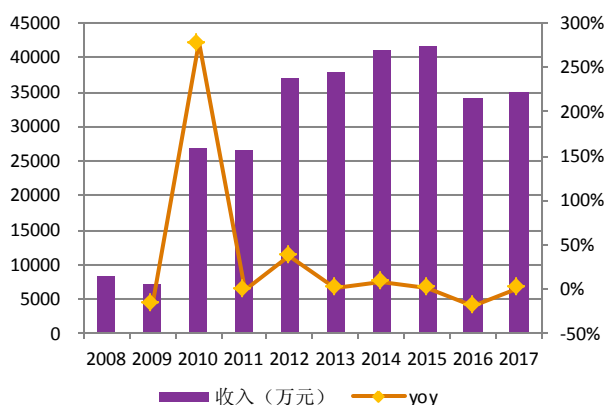
农民作为市场价格的接受者,价格的周期性波动是影响其种植决策的因素之一,更重要的影响因素则是种植的经济效益,而提高经济效益则要从增产和降成本两方面同时入手,密植高产机械化生产则是实现上述目标的最优路径。玉米的耐密品种需要具有矮秆、早熟和抗病虫害等综合抗逆性较强的特征;适合籽粒直收的品种要求耐密、抗倒伏、籽粒脱水、苞叶松散、结穗高度一致等。当前,我国适宜耐密植和籽粒直收的品种,尤其是同时满足以上两项要求的品种相对较少。21世纪初,国家玉米产业体系就提出了高密度育种的发展方向大力推广,并在近几年进一步提出了“一机两改一保障”的基本方向和战略核心。经过十余年的努力,我国已经初步培育出一批密植宜机收的新杂交组合,但在品种本身及选育效率方面,仍与美国存在较大差距。



(三) 公司玉米业务开始发力

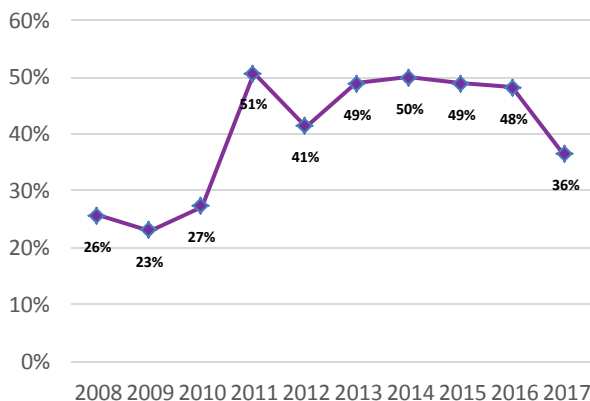
中信集团入驻以来，公司的玉米业务从无到有，已逐渐成为公司第二大业务板块。2017年，公司杂交玉米种子业务收入为3.5亿元，同比增长2.23%，占营业收入的10.96%；毛利率为36.4%，同比减少11.73个百分点。2018年第一季度玉米收入为1.3亿，同比增幅超过30%。

图表53：玉米收入稳步增长



资料来源：Wind，联讯证券

图表54：玉米毛利率维持在高位



资料来源：Wind，联讯证券

安徽隆平经过多年的持续高投入，已迎来了收获期。2017年，公司有11个玉米新品种通过国家审定，占当期通过国家审定玉米新品种总数的6.38%，同比增长450%。2010年公司已开始调整育种方向，让育种符合市场的需要。目前公司推广的品种穗位低、株高低，适合机收，脱水快。现有的品种隆平275、隆平239、隆平240都有以上特性。隆平259，隆平392既适合东黄海地区，又适合东华北地区，跨两大生态区，有2亿亩的适应范围，未来一定是公司玉米产业的大品种。

图表55：公司杂交玉米国审品种数量处行业内领先

公司	2015年	2016年	2017年	2018年
中种国际	0	0	3	19
登海种业	1	0	20	19
隆平高科	1	1	11	16
金色农华	3	1	12	12
铁岭先锋	0	0	0	11
中农发	1	0	3	7
奥瑞金	0	0	3	5
金博士种业	2	0	5	5
益农种业	0	0	0	4
敦煌种业	0	0	4	4
联创种业	2	0	8	4
垦丰种业	1	1	6	4
荃银高科	0	0	0	1
丰乐种业	0	0	3	1

资料来源：智种网，联讯证券



图表56： 2017 年公司杂交玉米国审品种

作物类型	品种名称	申请者	审定编号	适宜种植区域	特性
杂交玉米	隆平943	安徽隆平高科种业有限公司	国审玉20176003	内蒙古≥10℃活动积温在2550℃以上的早熟春玉米区	穗大穗粗、结实性好、高产稳产、综合抗性强
	隆平701	安徽隆平高科种业有限公司	国审玉20176004	黑龙江≥10℃活动积温在2550℃以上的早熟春玉米区	耐密抗倒、结实性好、增产潜力大、适应性广
	隆平259	安徽隆平高科种业有限公司	国审玉20176022	辽宁中晚熟区	穗大穗匀、脱水快品质优、抗病抗倒、适应性广
	隆平218	安徽隆平高科种业有限公司	国审玉20176057	北京夏播区	穗大穗匀、结实性好、出籽率高、耐旱抗病
	隆平240	安徽隆平高科种业有限公司	国审玉20176058	北京夏播区	矮秆、早熟、抗倒性好、适合机械收获
	隆平269	安徽隆平高科种业有限公司	国审玉20176059	北京夏播区	白轴大穗、出籽率高、抗病抗倒、高产稳产
	华皖617	安徽隆平高科种业有限公司	国审玉20176060	北京夏播区	熟期适中、脱水快易机收、耐密抗倒、综合抗性强
	隆平275	安徽隆平高科种业有限公司	国审玉20176061	安徽淮北夏播区	穗匀结实好、综合抗性强、密度弹性大、高产广适
	华皖267	安徽隆平高科种业有限公司	国审玉20176109、(晋)引种【2017】第1号文件	山西省夏播区	熟期适中、脱水快、综合抗性强、高产稳产
	华皖611	安徽隆平高科种业有限公司	国审玉20176110	河南省夏播区	穗大穗粗、结实性好、抗倒耐旱、高产稳产
	隆平208	安徽隆平高科种业有限公司	国审玉2016601、(晋)引种【2017】第4号文件	山西省运城市临汾市、晋城市部分平川地区	穗大穗匀、综合抗性强、增产潜力大、高产稳产
	隆平702	安徽隆平高科种业有限公司	蒙审玉2014032号	内蒙古≥10℃活动积温2100以上地区	早熟、穗位低、综合抗性强、高产稳产
	隆平206	安徽隆平高科种业有限公司	(晋)引种【2017】第4号文件	山西省运城市临汾市、晋城市部分平川地区	综合抗性强、结实性好、轴细粒深、出籽率高、高产稳产
	隆平207	安徽隆平高科种业有限公司	晋审玉2012008	山西春播中晚熟区	穗匀结实好、出籽率高、抗病能力强、粮饲兼用、高产高效
	华皖261	安徽隆平高科种业有限公司	皖审玉2017007	安徽省全省	白轴大穗、结实性好、抗病抗倒、高产稳产
	华皖616	安徽隆平高科种业有限公司	辽审玉2013023	辽宁≥10℃活动积温在2800℃以上的玉米区	穗大穗长、抗病抗倒、密度弹性大、高产稳产
	华皖602	安徽隆平高科种业有限公司	(晋)引种【2017】第4号文件	山西省运城市临汾市、晋城市部分平川地区	果穗匀、脱水快、籽粒深、抗性强、适应性广

资料来源：公司公告，联讯证券

(四) 外延并购加强种质资源储备

2018 年 3 月，公司公告收购国内第二大育种企业联创种业 90%的股权，以交易对方的业绩承诺为基础确认标的公司股权作价 13.87 亿元。2017 年，联创种业的营业收入为 4.12 亿元，净利润为 1.23 亿元；同时根据业绩承诺，2018~2020 年将实现归母净利润分别不低于 1.38 亿元、1.54 亿元和 1.64 亿元。

联创种业收集了国内外主要优异玉米种质资源 1000 多份，其中核心优异种质资源为 300 多份；创制优良育种资源 10000 多份，其中适合全程机械化的引领性优良育种资源为 3000 多份。主推品种中科玉 505、裕丰 303、联创 808、联创 825 经国家审定并投入市场后表现优异，取得良好的市场反响。

图表57： 联创种业玉米品种介绍

序号	品种名称	抗性	适合种植区域
1	中科11号	抗多种病虫害、抗倒性中上	适宜在北京、天津地区春播种植； 适宜在辽宁、内蒙古等积温在 3000℃以上的晚熟玉米区种植； 适宜在河北、河南、山东、陕西、安徽北部、江苏北部、山西夏玉米区种植
2	中科4号	抗旱耐涝、抗病性强	适合在河南、山东、安徽、陕西、山西南部夏玉米区种植
3	联创1号	抗多种病虫害	适宜河南省各地夏播种植； 适宜北京、天津、山西、陕西省春播种植； 适宜辽宁、内蒙古地区等有效积温在 2800℃以上的中晚熟玉米区种植
4	联创3号	抗多种病虫害	适宜在河南、山东、山西南部复播玉米区、陕西关中夏玉米区及同类生态区种植； 适宜在内蒙古积温 3000℃以上地区种植
5	联创808	抗多种病虫害，茎秆坚韧、抗倒性好	适宜北京、天津、河北保定及以南地区、山西南部、河南、山东、江苏淮北、安徽淮北、陕西、甘肃、宁夏等地夏播种植； 适宜北京、天津、山西、河北吉林、辽宁、内蒙古春播区； 适宜四川、重庆、云南、贵州、广西、湖南、湖北、陕西汉中地区的平坝丘陵和低山区等地种植，注意防治叶斑病、纹枯病、丝黑穗病、穗腐病
6	联创825	抗多种病虫害，茎秆坚韧、抗倒性好	适宜在北京、天津、河北保定及以南地区、山西南部、河南、山东、江苏淮北、安徽淮北、陕西关中灌区等黄淮海夏玉米区种植
7	裕丰303	抗多种病虫害，茎秆坚韧、抗倒性好	适宜北京、天津、河北、内蒙古、山西、辽宁、吉林中晚熟区春播种植； 还适宜北京、天津、河北保定及以南地区、山西南部、河南、山东、江苏淮北、安徽、陕西夏播种植
8	中科玉505	抗多种病虫害，茎秆坚韧、抗倒性好	适宜在北京、天津、河北、内蒙古、山西、辽宁、吉林、黑龙江等地春播种植； 适宜在北京、天津、河北、山西南部、河南、山东、江苏淮北、安徽淮北、陕西关中灌区等地夏播种植
9	联创7号	抗旱耐涝、抗病性强	适宜在安徽省江淮丘陵区和淮北区种植
10	中科982	抗旱耐涝、抗病性强	适宜在安徽省江淮丘陵区和淮北区种植

资料来源：公司公告，联讯证券



联创种业拥有国家或省级以上审定的玉米新品种 31 个，储备的处于区域试验、生产试验及品种审定阶段的玉米新品种为 21 个，计划于 2019 年以后每年投放市场的国家审定品种超过 10 个，基本实现对 4 大玉米主产区主要熟期品种的覆盖。拟投放市场的新一代玉米品种具备抗倒伏、耐密植、脱水快、高产、抗病、抗高温热害、适应性广的特点，适合全程机械化种植，适合市场未来发展的需要。

图表58： 联创种业玉米新品种推广进度

序号	名称	2018年试验/审定/推广种植进度
1	嘉禧100	已完成黄淮海夏玉米区域试验和生产试验，目前已推荐报审，待完成抗病鉴定后审定，并于审定后推广种植
2	祺华703	已完成黄淮海夏玉米区域试验和生产试验，目前已推荐报审，待完成抗病鉴定后审定，并于审定后推广种植
3	祺华710	黄淮海夏玉米生产试验、东北中晚熟春玉米区域试验第二年和生产试验
4	端华711	黄淮海夏玉米区域试验第二年和生产试验、东北中熟春玉米区域试验第二年和生产试验、东北中晚熟春玉米区域试验第二年
5	皓禧113	黄淮海夏玉米区域试验第二年和生产试验、东北中晚熟春玉米区域试验第二年
6	联试76509	黄淮海夏玉米区域试验第二年和生产试验、东北中晚熟春玉米区域试验第二年
7	联试75503	黄淮海夏玉米区域试验第一年、东北中晚熟春玉米区域试验第二年
8	联试73501	黄淮海夏玉米区域试验第一年、东北中熟春玉米区域试验第二年
9	联创825	西北春玉米区域试验第二年和生产试验；2018年6月已通过东北中晚熟春玉米区国家审定并公示；已于2017年通过黄淮海夏玉米区国审并推广种植
10	联创832	已于2017年通过东北中晚熟春玉米区审定，正在进行黄淮海夏玉米区生产试验，预计2019年开始推广
11	联创839	已于2017年通过东北中晚熟春玉米区审定，正在进行黄淮海夏玉米区域试验第一年
12	隆禧109	黄淮海夏玉米区域试验第一年，2018年6月已通过东北中晚熟春玉米区国家审定并公示，于审定后推广种植
13	泰棒311	东北中晚熟春玉米区生产试验
14	裕丰309	西北春玉米区域试验第二年和生产试验，2018年6月已通过东北中晚熟春玉米区国家审定并公示，于审定后推广种植
15	中科玉501	已通过黄淮海夏玉米区审定；正在进行西北春玉米区生产试验、东北中熟春玉米区生产试验
16	联创866	东北中熟春玉米区生产试验
17	协玉306	2018年6月公示通过东北中早熟春玉米区国家审定，预计2019年开始推广
18	联试75501	东北中熟春玉米区域试验第二年
19	协玉901	西南春玉米区域试验第二年和生产试验
20	联创902	西南春玉米区域试验第二年和生产试验
21	联创903	西南春玉米区域试验第二年和生产试验

资料来源：公司公告，联讯证券

图表59： 联创种业玉米新品种盈利预测

项目	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
嘉禧100	535.50	1071.00	1785.00	2856.00	4284.00
祺华703	535.50	1071.00	1785.00	2856.00	4284.00
协玉306	-	535.50	1071.00	1785.00	2856.00
新品种收入合计	1071.00	2677.50	4641.00	7497.00	11424.00
营业收入合计	49513.47	54008.90	57347.30	59057.40	60238.85
新品种收入占比	2.16%	4.96%	8.09%	12.69%	18.96%
新品种毛利润	526.20	1315.50	2280.20	3683.40	5612.80
毛利润合计	25875.12	28311.10	30049.00	30915.80	31451.95
新品种毛利润占比	2.03%	4.65%	7.59%	11.91%	17.85%

资料来源：公司公告，联讯证券



联创种业会在核心品种进入衰退期前用新品种进行替代，新品种的逐步推出可以保证市场占有率，一部分新品种是根据市场需求进行的研发和改良，一部分新品种是针对公司市场占有率较低的东华北、西北区域的市场研发。所以未来新品种运营既能满足目前主推市场的需求，又能巩固和扩大公司市场占有率。根据品种的优势、用户认可程度、市场表现及反映，并结合行业发展状况和企业自身的经营发展规划等因素，预计核心品种和新品种的经济寿命年限为 10 年。

图表60： 联创种业玉米主要品种生命周期预测

品种	所处生命周期	主推区域	主推适种区域市场容量（万亩）	预计成熟期市场占有率	预计成熟期市场销量（万公斤）
联创 808	成熟期	黄淮海	14000	3%-3.5%	860
裕丰 303	成长期	黄淮海	14000	3%-4%	900
中科玉 505	成长期	黄淮海	14000	3%-4%	900
联创 825	推广期	黄淮海、东华北、西北	20000	2%-3%	900
嘉禧 100	2018年进入推广期	东华北、黄淮海	30000	1.5%-2%	700
祺华 703	2018年进入推广期	东华北、黄淮海	30000	1.5%-2%	700
协玉 306	2019年进入推广期	东北	12000	2%-3 %	500
其他老品种	衰退期	-	-	-	-

资料来源：公司公告，联讯证券

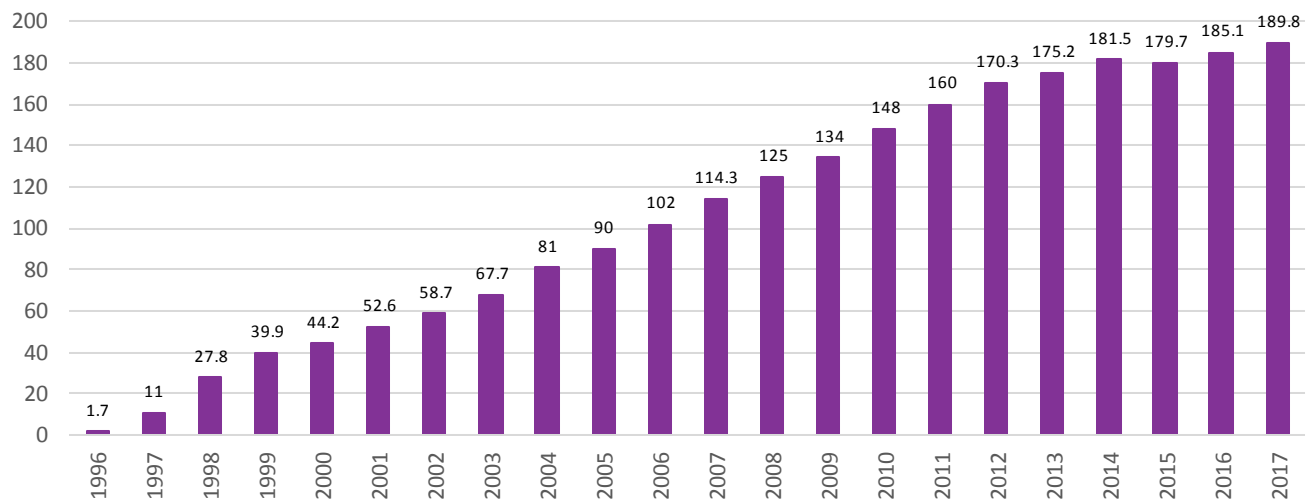
2017 年 11 月，公司出资 4 亿美元与中信农业产业基金合计出资 11 亿美元，收购陶氏益农在巴西的特定玉米种子业务，包括巴西玉米种质资源库的非排他使用权等。收购的陶氏巴西公司有 17000 份种质资源，约 70%的种子资源可以在亚热带和热带使用，主要是中国南方的玉米区域和东南亚、巴西等区域；40%~50%的种子资源可以在温带区域使用，主要是中国的黄淮海区域和北方气温较高的区域以及美国北部的玉米带。这块资源对未来改变整个中国玉米的竞争格局，提升公司在行业内领先的地位，包括开拓美国和南美市场的意义都非常重大。另外，巴西项目也在对公司的产业进行协同，目前有 10 几个品种到了国内，由公司进行品种开发，未来将对公司的玉米业务贡献一定的业绩。

（五）转基因玉米蓄势待发

从 1996 年到 2017 年，转基因作物商业化经过了 22 年，在这期间全球转基因作物累计种植面积达到 23 亿公顷，相当于中国国土面积的 2 倍多，共有 67 个国家/地区应用了转基因作物。2017 年，全球 24 个国家种植了 1.898 亿公顷转基因作物，比 2016 年的 1.851 亿公顷增加了 470 万公顷，比 1996 年的 170 万公顷增长了 112 倍。



图表61: 全球转基因作物种植面积(百万公顷)



资料来源: ISAAA, 联讯证券

图表62: 2017 年全球转基因作物种植情况

排名	国家	种植面积 (亿亩)	转基因作物
1	美国	11.25	玉米、大豆、棉花、油菜、甜菜、苜蓿、木瓜、南瓜、马铃薯、苹果
2	巴西	7.53	大豆、玉米、棉花
3	阿根廷	3.54	大豆、玉米、棉花
4	加拿大	1.965	油菜、玉米、大豆、甜菜、苜蓿、马铃薯
5	印度	1.71	棉花
6	巴拉圭	0.45	大豆、玉米、棉花
7	巴基斯坦	0.45	棉花
8	中国	0.42	棉花、木瓜
9	南非	0.405	玉米、大豆、棉花
10	玻利维亚	0.195	大豆
11	乌拉圭	0.165	大豆、玉米
12	澳大利亚	0.135	油菜、棉花
13	菲律宾	0.09	玉米
14	缅甸	0.045	棉花
15	苏丹	0.03	棉花
16	西班牙	0.015	玉米
17	墨西哥	0.015	棉花
18	哥伦比亚	0.015	玉米、棉花
19	越南	<0.015	玉米
20	洪都拉斯	<0.015	玉米
21	智利	<0.015	玉米、油菜、大豆
22	葡萄牙	<0.015	玉米
23	孟加拉国	<0.015	茄子
24	哥斯达黎加	<0.015	棉花、菠萝
	合计	28.47	

资料来源: ISAAA, 中国生物工程杂志, 联讯证券



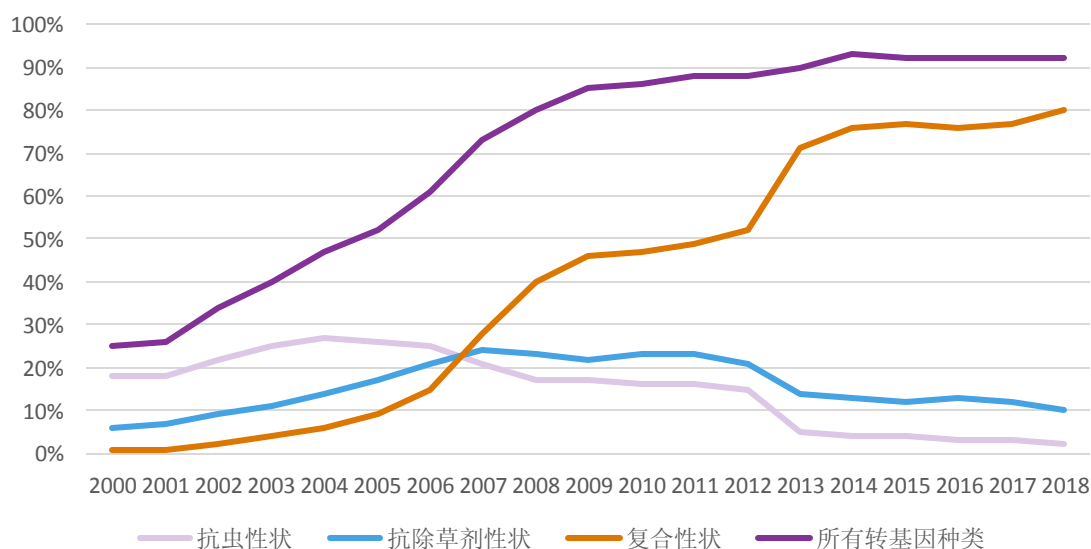
目前全球第一大转基因作物种植国仍是美国，其种植面积达到 7504 万公顷，占全球种植面积的 39.5%，转基因玉米的种植比例超过 90%。转基因玉米中，目前应用最广泛的是含抗虫、抗除草剂复合性状的转基因玉米，携带抗虫基因的玉米可减轻虫害造成的损失，携带抗除草剂基因的玉米能够方便地除去杂草而不产生药害，这都减少了由于虫害和杂草造成的产量损失，从而间接使得玉米达到增产的效果。同时，转基因玉米可以减少农药、农机以及劳动力的投入，因此虽然转基因种子价格比传统种子高 25%左右，农民种植的效益也会改善。

图表63： 2016 年美国转基因作物种植情况

农作物	种植面积（百万公顷）	转基因种植面积（百万公顷）	占比
大豆	33.87	31.84	94%
玉米	38.1	35.05	92%
棉花	3.98	3.7	93%
油菜	0.69	0.62	90%
甜菜	0.47	0.47	100%
苜蓿	8.46	1.23	14%
番木瓜	<0.01	<0.01	<0.01
西葫芦	<0.01	<0.01	<0.01
土豆	<0.01	<0.01	<0.01
合计	85.6	72.92	86%

资料来源：ISAAA，联讯证券

图表64： 美国转基因玉米占全部玉米种植比例

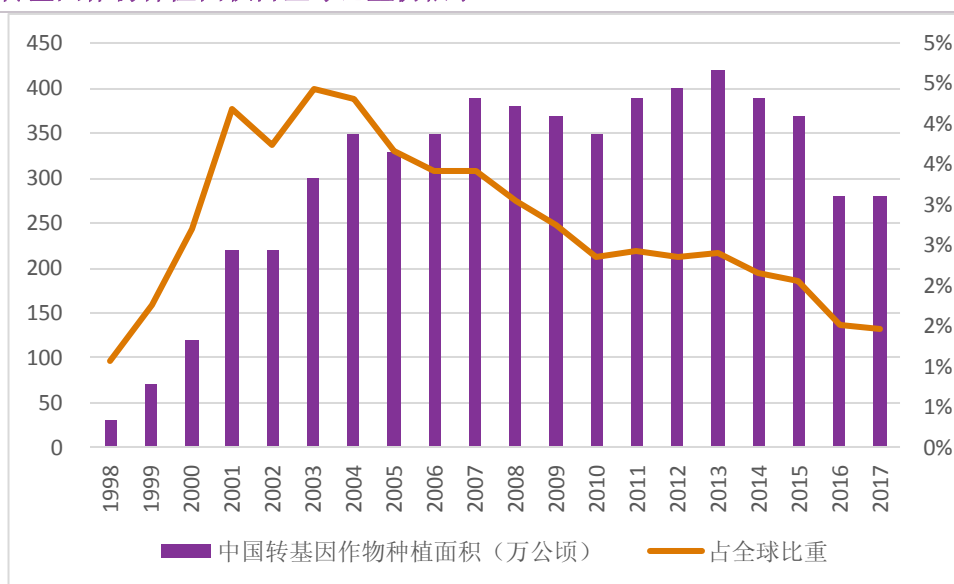


资料来源：USDA，联讯证券



2008 年我国启动了转基因生物新品种培育科技重大专项，现已建立了比较完备的转基因育种技术体系，在“十二五”期间我国获得具有重大育种价值的关键基因 137 个，挖掘出包含抗虫、耐除草剂、耐盐抗旱等体现多种功能性的玉米基因。转基因重大专项曾经就 2020 年推广商业化提出一个种植面积目标，不过由于种种原因，这个种植面积目标也多次变动。如果国家在 2018 年开始产业化，按照一年繁殖两季、一亩的种子可以种 200 亩来估算，2018~2020 年三年时间里可以推广上亿亩转基因玉米。多位转基因行业人士表示，若 2018 年国家不发放转基因作物种植安全证书，2020 年达成《“十三五”国家科技创新规划》目标将“比较困难”。

图表65： 中国转基因作物种植面积占全球比重仍很小



资料来源：ISAAA，联讯证券

公司的转基因玉米正处于研究阶段。公司与大北农、浙江农大合作，已有几个品种通过生产试验，2019 年能通过审定。国家政策放开后，立即能投入市场，实行生产力。



五、盈利预测与投资建议

我们预测公司 2018~2020 年营业收入分别为 40.82 亿元、48.76 亿元和 59.37 亿元，同比增长 27.97%、19.45%和 21.76%；净利润分别为 9.34 亿元、11.88 亿元和 14.98 亿元，同比增长 20.96%、27.21%和 26.11%；2018~2020 年 EPS 分别为 0.74 元、0.95 元和 1.19 元。对应的 PE 分别为 24.1 倍、18.9 倍和 15 倍。给予公司 2019 年 25 倍 PE，目标价格 25 元。首次覆盖给予“买入”评级。

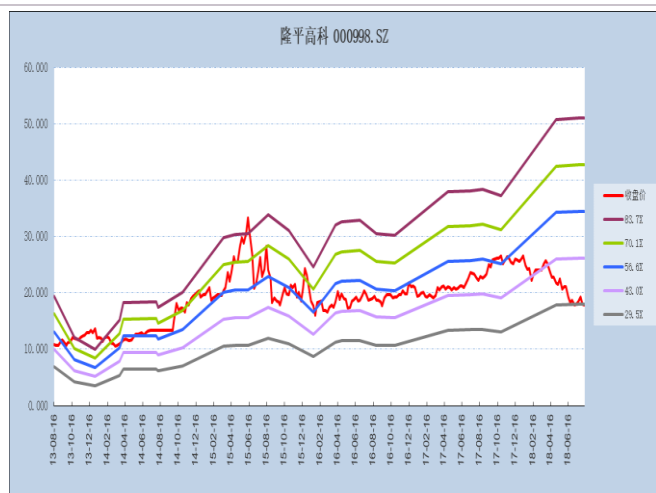
图表66： 2017~2019 年公司主营业务收入预测

一、杂交水稻	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入(万元)	73,297.46	87,089.57	87,063.64	94,170.89	108,931.68	137,210.38	194,198.01	246,631.47	318,154.60	416,782.53
YOY		18.82%	-0.03%	8.16%	15.67%	25.96%	41.53%	27.00%	29.00%	31.00%
成本(万元)	41,787.74	52,291.79	48,676.18	52,212.95	60,445.62	74,774.14	106,084.98	134,907.42	173,712.41	227,146.48
YOY		25.14%	-6.91%	7.27%	15.77%	23.70%	41.87%	27.17%	28.76%	30.76%
毛利(万元)	31,509.72	34,797.78	38,387.46	41,957.94	48,486.06	62,436.24	88,113.03	111,724.06	144,442.19	189,636.05
毛利率(%)	42.99%	39.96%	44.09%	44.56%	44.51%	45.50%	45.37%	45.30%	45.40%	45.50%
二、玉米	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入(万元)	26,710.61	36,925.45	37,775.91	41,206.12	41,813.49	34,187.13	34,951.06	81,086.46	85,951.65	90,249.23
YOY		38.24%	2.30%	9.08%	1.47%	-18.24%	2.23%	132.00%	6.00%	5.00%
成本(万元)	13,181.34	21,665.67	19,328.64	20,659.33	21,400.68	17,733.27	22,228.01	52,706.20	55,438.81	57,759.51
YOY		64.37%	-10.79%	6.88%	3.59%	-17.14%	25.35%	137.12%	5.18%	4.19%
毛利(万元)	13,529.27	15,259.78	18,447.27	20,546.79	20,412.81	16,453.86	12,723.05	28,380.26	30,512.83	32,489.72
毛利率(%)	50.65%	41.33%	48.83%	49.86%	48.82%	48.13%	36.40%	35.00%	35.50%	36.00%

资料来源: Wind, 联讯证券

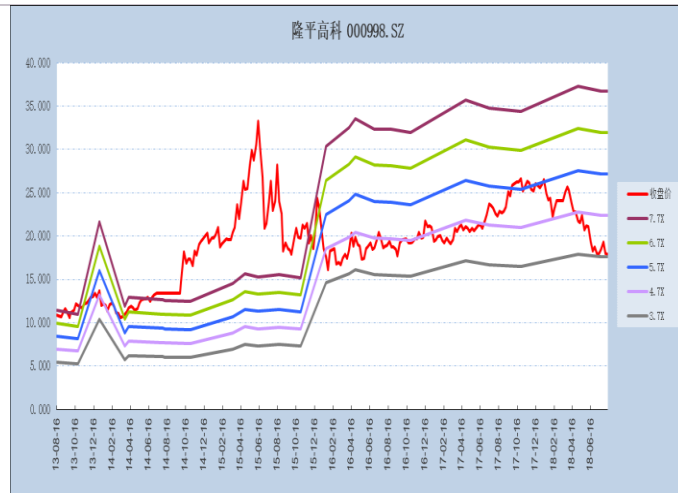
隆平高科(000998) PE/PB-Band

图表67： 隆平高科 PE-Band



资料来源: Wind, 联讯证券

图表68： 隆平高科 PB-Band



资料来源: Wind, 联讯证券

六、风险提示

推广面积不及预期；外延并购无法按时完成及自然灾害等。



附录：公司财务预测表（百万元）

利润表	2017A	2018E	2019E	2020E	资产负债表	2017A	2018E	2019E	2020E
营业总收入	3190	4082	4876	5937	货币资金	882	1,200	1,500	2,000
减：营业成本	1,732	2,330	2,772	3,357	应收票据	0	0	0	0
营业税金及附加	11	12	15	18	应收账款	541	694	829	1,009
销售费用	294	314	336	386	预付账款	142	182	217	264
管理费用	265	306	327	368	其他应收款	337	431	515	627
财务费用	6	4	5	6	存货	2,196	2,959	3,520	4,264
资产减值损失	49	49	50	51	其他流动资产	1,597	1,620	1,640	1,660
加：投资收益	56	66	76	86	流动资产合计	5754	7085	8221	9824
营业利润	961	1133	1448	1837	长期股权投资	2,905	3,305	3,905	4,705
加：营业外收支净额	(13)	10	15	20	固定资产	1,199	1,367	1,494	1,582
利润总额	948	1143	1463	1857	在建工程	194	274	355	437
减：所得税费用	55	57	66	74	无形资产	882	794	706	617
净利润	892	1085	1397	1783	其他非流动资产	215	315	415	515
归属于母公司的利润	772	934	1,188	1,498	非流动资产合计	7223	6055	6874	7855
基本每股收益（元）	0.61	0.74	0.95	1.19	资产总计	12977	13140	15095	17680
主要财务比率	2017A	2018E	2019E	2020E	短期借款	1,978	403	91	(177)
EV/EBITDA	30.93	20.48	16.45	13.31	应付票据	0	0	0	0
成长能力					应付账款	463	623	741	898
营业收入同比	38.73%	27.97%	19.45%	21.76%	预收账款	475	639	760	921
营业利润同比	96.8%	17.9%	27.8%	26.9%	其他应付款	659	670	700	750
净利润同比	77.86%	21.63%	28.71%	27.6%	应交税费	87	80	81	83
营运能力					其他流动负债	0	0	0	0
应收账款周转率	7.30	6.61	6.40	6.46	流动负债合计	3842	2415	2373	2475
存货周转率	1.72	1.58	1.51	1.53	长期借款	2,631	3,131	3,731	4,431
总资产周转率	0.30	0.31	0.35	0.36	其他非流动负债	0	0	0	0
盈利能力与收益质量					非流动负债合计	2699	3131	3731	4431
毛利率	45.7%	42.9%	43.2%	43.5%	负债合计	6541	5547	6105	6906
净利率	24.2%	22.9%	24.4%	25.2%	股本	1,256	1,256	1,256	1,256
总资产净利率 ROA	8.5%	8.3%	9.9%	10.9%	资本公积	2,587	2,587	2,587	2,587
净资产收益率 ROE	14.6%	15.5%	16.8%	18.0%	留存收益	2,157	3,091	4,278	5,776
资本结构与偿债能力					少数股东权益	508	660	869	1,154
流动比率	1.50	2.93	3.46	3.97	所有者权益合计	6435	7593	8991	10774
资产负债率	50.4%	42.2%	40.4%	39.1%	负债和股东权益合计	12977	13140	15095	17680
长期借款/总负债	40.2%	56.5%	61.1%	64.2%	现金流量表	2017A	2018E	2019E	2020E
每股指标					经营活动现金流量	520	567	1,082	1,321
每股收益	0.61	0.74	0.95	1.19	投资活动现金流量	(3,593)	(834)	(1,015)	(1,196)
每股经营现金流量	0.41	0.45	0.86	1.05	筹资活动现金流量	2,827	(615)	(272)	694
每股净资产	5.12	6.04	7.16	8.58	现金及等价物净增加	(246)	(882)	(205)	819

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

石山虎：华东理工大学硕士。2017 年 5 月加入联讯证券研究院，现任农林牧渔行业首席分析师。证书编号：S0300517060001。

研究院销售团队

北京	周之音	010-66235704	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	zhaoyujie@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

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

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

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com