

种业行业深度报告

——国有资本全面布局，行业迎来整合加速

推荐|维持

报告要点:

● 行业短期看点在于集中度提升，长期看点在于全产业链拓展

参考欧美种业巨头的发展路径以及我国种业当前所处的发展阶段，我们认为，我国种业短期看点在于行业集中度提升，其中技术突破和资本助力是行业集中度提升的核心驱动因素，而龙头企业凭借品种+资本双重优势，有望实现稳步增长。行业中长期看点在于全产业链。随着下游规模化水平的逐步提高以及农业的技术壁垒逐步上升，客户需求有望发生较大变化，产品的一站式采购和产业链的全程服务将成为一种趋势，届时种业的经营策略也将逐步由过去的卖产品向综合服务商转变，而在这个过程中，技术和规模将逐步拉开企业之间的差距，行业集中度有望稳步提升。

● 行业估值吸引力逐步增加，龙头企业估值创历史新低。

随着资本市场持续疲软，行业（农业）估值已处于历史相对低点，同时种业龙头企业的估值也位于历史相对低点。另一方面，伴随着种业整合效应的逐步显现，龙头企业经营呈现企稳态势，基本面改善预期加强，未来估值进一步下降空间相对有限，估值吸引力逐步增加，长期投资价值逐步显现。

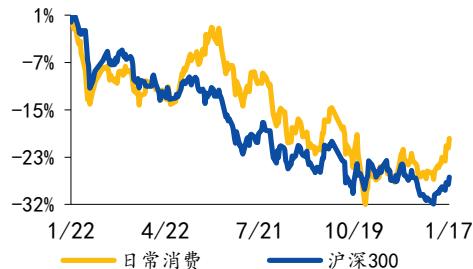
● 投资建议

政策利空效应逐步递减，国有资本介入有望加速行业整合。随着行业市场化改革持续推进，政策利空的边际效应逐步减弱。同时，农业市场化改革加快了行业的优胜劣汰，加速了中小型企业的退出进程，而龙头企业凭借研发、资本和品牌等方面的优势有望实现逆势增长。其次，在行业面临增长瓶颈的背景下，整合有望成为我国种业未来发展的必然选择，而国有资本的介入将极大地提升行业的整合能力。我们预计，未来在以国有资本为主导的种业界，产业并购的高度将显著提升，全产业链并购和海外并购也有望成为常态。因此，我国种业有望迎来一波由国有资本为主导的产业并购浪潮，行业龙头有望因产业整合开启新一轮增长。基于上述分析，我们看好种业，给予行业“推荐”投资评级。建议重点关注的标的为隆平高科（000998）和登海种业（002041）

● 风险提示

自然灾害风险、政策变动风险、投资项目经营风险

过去一年市场行情



资料来源: Wind

相关研究报告

《国元证券农业行业 2018 年中期策略报告-行业结构调整带来发展新机遇》2018.07.16

《国元证券行业研究-中美贸易和解条款对农业行业的影响-立足核心技术，以市场换取做强产业时机》2018.05.23

报告作者

分析师 周家杏
执业证书编号 S0020511030015
电话 021-51097188-1920
邮箱 zhoujiaxing@gyzq.com.cn

附表：重点公司盈利预测

公司代码	公司名称	投资评级	收盘(元)	总市值(亿元)	EPS			PE		
					2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E
000998	隆平高科	买入	15.70	206.78	0.60	0.72	0.86	26.17	21.81	18.26
002041	登海种业	增持	6.26	55.09	0.19	0.04	0.14	32.95	156.50	44.71

资料来源: Wind, 国元证券研究中心、股票价格取 2019 年 3 月 1 日收盘价

目 录

1 行业面临的困境.....	4
1.1 种业景气度持续下滑.....	4
1.1.1 量价齐跌，行业收入稳中有降，盈利水平持续走低.....	4
1.1.2 收入增速保持平稳，盈利能力持续下降.....	6
1.1.3 市场走势持续下跌，估值不具比较优势.....	7
1.2 行业市场化改革稳步推进.....	8
1.2.1 政策改革以市场化为主线.....	8
1.2.2 粮价市场化改革全面展开.....	9
2 行业三大看点：集中度提升、全产业链和估值低.....	9
2.1 集中度提升有望加速.....	9
2.1.1 下游规模化加速提升.....	10
2.1.2 强势品种逐渐向龙头企业集中.....	11
2.1.3 国有资本全面开启民族种业整合步伐.....	14
2.2 全产业链是大势所趋.....	16
2.2.1 增长瓶颈突破和生产效率提升促使行业向全产业链转型.....	17
2.2.2 上下游集中度持续提升，需求倒逼产业链一体化发展.....	17
2.3 行业估值吸引力逐步提升，龙头企业估值位居历史相对低点.....	18
3 投资策略.....	20
3.1 投资建议.....	20
3.2 重点公司分析.....	20
3.2.1 隆平高科.....	20
3.2.2 登海种业.....	22
4 风险提示.....	23

图表目录

图 1：行业收入呈现稳中有降趋势.....	4
图 2：行业利润持续下滑.....	4
图 3：我国农产品结构持续优化.....	5
图 4：品种结构调整带来行业规模扩大.....	5
图 5：行业盈利持续下滑.....	6
图 6：行业费用率呈现稳中有降.....	6
图 7：种业上市公司增速企稳，净利增速持续下滑.....	7
图 8：种业上市公司整体盈利持续下滑.....	7
图 9：农业行业相对抗跌.....	7
图 10：行业内各子行业悉数下跌.....	7
图 11：行业 PE 不具有比较优势.....	8
图 12：行业 PB 不具有比较优势.....	8

图 13: 我国水稻最低收购价格稳中有降.....	9
图 14: 我国小麦最低收购价格稳中有降.....	9
图 15: 我国种业集中度 (CR50) 具有较大的提升空间.....	10
图 16: 全球种业 CR5 在 55%左右.....	10
图 17: 产权制度改革加速土地流转.....	10
图 18: 新型经营主体快速增长显著提升我国农业规模化水平.....	11
图 19: 2017 年我国玉米国审品种数量大幅增加.....	12
图 20: 2017 年我国水稻国审品种数量大幅增加.....	12
图 21: 2017 年隆平高科水稻国审品种数量为行业第一.....	12
图 22: 2017 年登海种业玉米国审品种数量为行业第一.....	12
图 23: 国内龙头企业研发支出高于行业平均, 与国际巨头差距逐步缩小.....	15
图 24: 行业并购次数呈现稳中有升态势.....	15
图 25: 行业并购金额不断增加.....	15
图 26: 国有资本为种业投资的主力军 (2010-2016 年).....	16
图 27: 种业市场规模呈现稳中有降趋势.....	17
图 28: 我国农业产业链涵盖巨大的市场空间.....	17
图 29: 我国农业行业估值已处于历史相对低点.....	18
图 30: 隆平高科市盈率处于历史相对新低.....	19
图 31: 隆平高科市净率处于历史相对低点.....	19
图 32: 登海种业市盈率略高于历史平均水平.....	19
图 33: 登海种业市净率处于历史相对低点.....	19
图 34: 隆平高科经营状况 (近三年一期).....	21
图 35: 隆平高科 2017 年主营业务构成.....	21
图 36: 登海种业经营状况 (近三年一期).....	23
图 37: 登海种业 2017 年主营业务构成.....	23
表 1: 政策导向聚焦行业市场化改革和提质增效两个领域.....	8
表 2: 登海种业选育品种在产量和品质优势显著.....	13
表 3: 隆平高科核心品种在产量和品质上整体优化行业平均水平.....	14
表 4: 品牌化已成大势所趋.....	14
表 5: 国有资本加快行业布局.....	16
表 6: 农业产业链一体化盈利模式探讨.....	18
表 7: 隆平高科盈利预测表.....	22
表 8: 登海种业盈利预测表.....	23

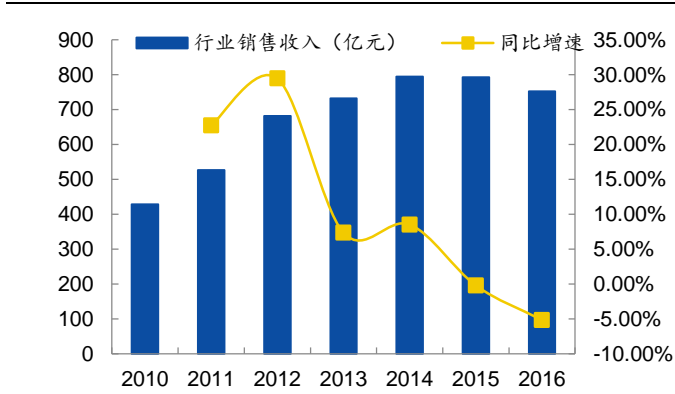
1、行业面临的困境

1.1 种业景气度持续下滑

1.1.1 量价齐跌， 行业收入稳中有降， 盈利能力持续下降

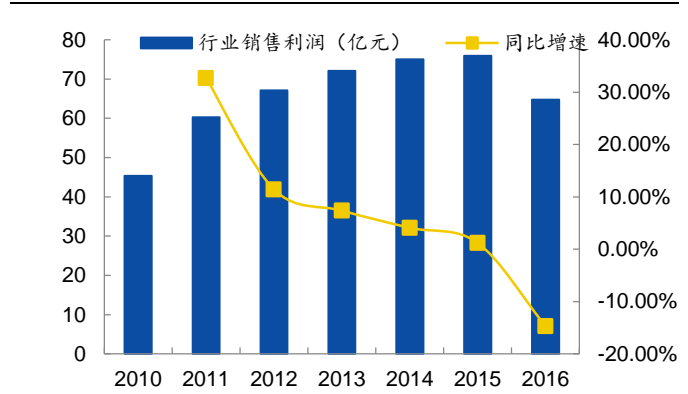
行业收入下降的主要原因：1) 种植结构调整带来种植面积主动下调。为了化解行业高库存、提升行业经营效益，国家施行了农业供给侧改革，主动下调农作物播种面积，其中玉米和水稻是国家主要调整品种。2) 行业市场化改革制约种业产品提价。一方面，2016年，我国实行品种审批制度改革，简化了品种审批流程，缩短了品种选育周期，品种呈现井喷态势，品种供给的大幅增加带来行业竞争加剧，通过产品提价来提升行业盈利能力难度加大，同时竞争加剧带来费用投入逐步增加；另一方面，随着我国农业市场化改革的不断推进，粮价和粮食收储市场化改革造成下游种植业盈利下滑，上游农资企业盈利受到挤压。

图 1：行业收入呈现稳中有降趋势



资料来源：《2017 中国种业发展报告》，国元证券研究中心

图 2：行业利润持续下滑



资料来源：《2017 中国种业发展报告》，国元证券研究中心

我们认为，行业未来收入会企稳，原因有：1) 调减效应逐步减弱。我国自 2016 年开启农业供给侧改革，经过两年的调整，玉米和水稻调减面积逐步减小，尤其是玉米这两年去库存力度较大，上游种植面积进一步调减的空间不大。因此，未来种植结构调整对行业的冲击将逐步减弱；2) 补短板带来增量。虽然玉米和水稻种植面积下调带来行业规模下降，但国家积极扶持大豆、马铃薯等品种扩大生产，其中国家于 2015 年实施了马铃薯主食化战略，根据《关于推进马铃薯产业开发的指导意见》，我国计划到 2020 年将马铃薯种植面积扩大到一亿亩以上，而马铃薯的每亩种子投入费用是玉米和水稻的数倍。对于大豆来说，因大豆为国家紧缺品种，中美贸易战凸显了大豆对我国粮食安全的重要性，未来几年我国大豆面积必将保持快速增长，从而带来大豆种业市场的扩容。除此之外，2019 年农业一号文件提出要积极扶持油菜和棉花产业，预计未来油菜和棉花的种植面积也将有一定的增长。

图 3：我国农业品种结构持续优化（亩）

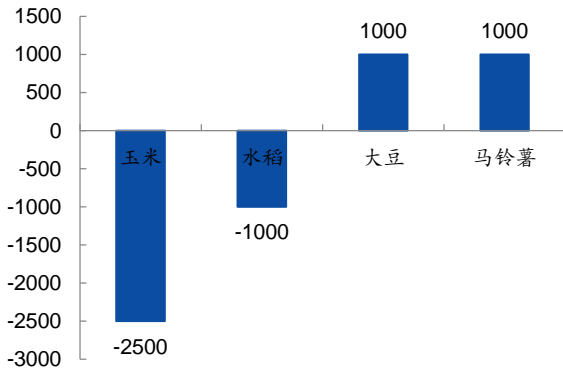
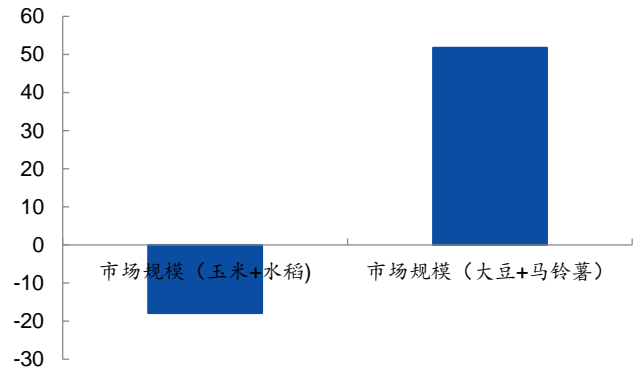


图 4：品种结构调整带来行业规模扩大（亿元）



资料来源：互联网资讯，国元证券研究中心整理

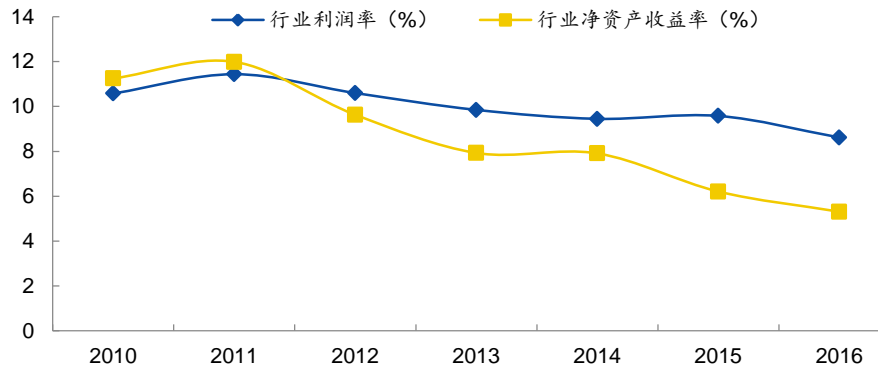
注：负数代表面积下调，正数代表面积增加，其中玉米和马铃薯数据取两年平均值。

资料来源：《2017 中国种业发展报告》，国元证券研究中心

注：负数代表玉米和水稻面积调减带来行业市场规模减小，正数代表大豆、马铃薯种植面积增加带来行业市场规模增加。

行业盈利能力下降的主要原因：**1) 供给加大带来低价倾销。**如前面所述，品种审批制度改革带来品种供给大幅增加，行业更新换代加快，企业去库存意愿增强，低价倾销带来盈利下滑。**2) 竞争加剧带来费用投入大幅增加。**2016 年以来，我国种业迎来了品种井喷时代，在品种大量涌现初期，企业为了抢占市场，除了降价以外，加大费用投入也是必然选择，因此进一步造成了行业盈利下滑。

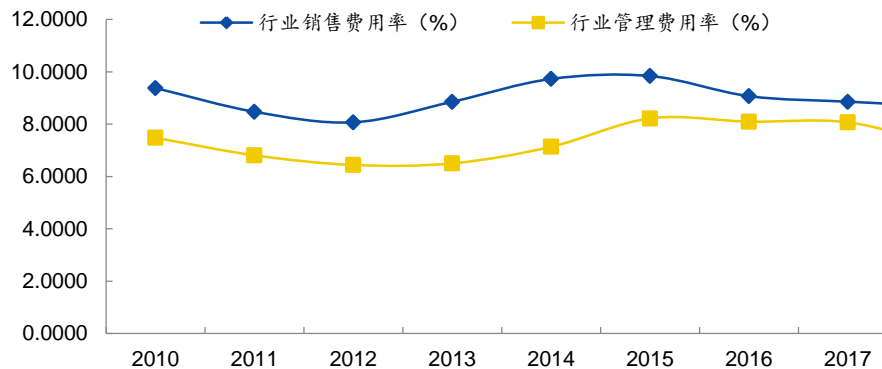
图 5：行业盈利持续下滑



资料来源：《2017 中国种业发展报告》，国元证券研究中心

我们认为，未来行业盈利有望企稳，原因有：**1) 集中度提升带来规模优势逐步显现。**随着行业集中度的不断提升以及产业链不断拉长，行业的经营效率和规模效应将得以提升，行业费用投入占比有望逐步降低。**2) 品种优势逐步得到市场认可，品牌效应带来费用投入下降。**我们认为，经过 1-2 年的生产应用，品种的优势特性将在市场中得到充分体现，被市场验证的好品种才是真正的好品种，才会被农户真正接受并有望通过口碑相传快速推广，届时品种的品牌效应有望成为品种销售的主要驱动因素，费用投入有望迎来下降。

图 6：行业费用率呈现稳中有降



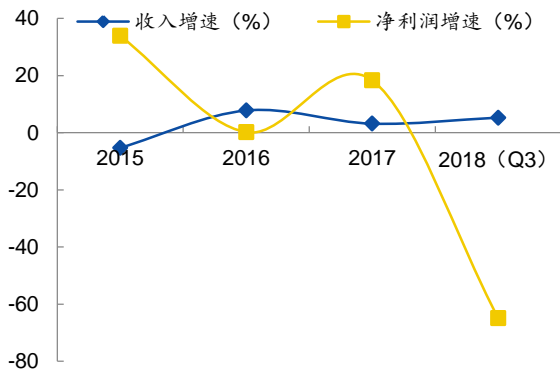
资料来源：wind, 国元证券研究中心

1.1.2 收入增速保持平稳，盈利能力持续下降

种业上市公司整体收入增速保持平稳。种业上市公司整体的收入增速保持相对平稳，这主要得益于产业并购带来行业龙头收入增长，而盈利下降原因如上所述。从 A 股种业上市公司的收入和净利的增速来看，种业上市公司近 4 年整体收入保持平稳、龙头稳步增长的态势，但龙头企业收入的增长不是来源于自身业务的自然增长，而是来源于产业并购，折射出行业发展已遇到自然增长瓶颈。从净利润增速来看，其下滑趋势更加显著。在农业去库存和品种井喷的共同作用下，市场供给加大，产品倾销盛行，行业竞争加剧，企业的费用投入持续增长。另一方面，受行业市场化改革（主要为粮价和粮食收储市场化改革）的影响，下游种植业的盈利受到挤压，上游农资企业通过提高产品价格来保持盈利增长的经营策略将面临较大的市场压力。

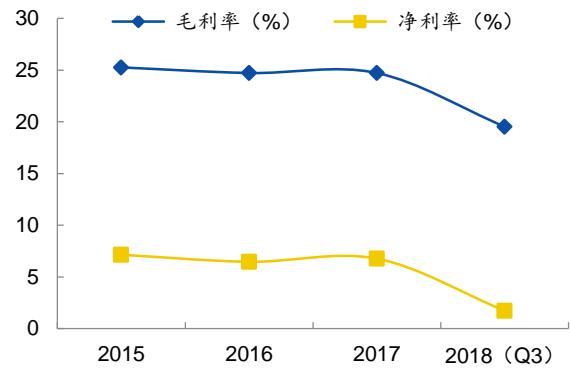
种业上市公司整体盈利能力持续下降，内部分化加剧。从种业上市公司整体销售毛利率和净利率来看，近年来，我国种业上市公司整体毛利率和净利率整体呈现下降趋势，但内部分化加剧，龙头企业的利润率呈现稳中有升态势。导致种业上市公司整体盈利能力下降的主要原因为农业种植结构调整和市场化改革带来行业竞争加剧，行业费用投入的增加和产品价格下调拖累了行业利润率的下降。另一方面，农业的市场化改革要求企业的产品研发要以市场需求为导向，而凭借强大的研发实力和种子资源储备，龙头企业能够迅速研发出迎合市场需求的产品组合，实现产品结构持续优化，从而支撑了公司盈利能力稳中有升。

图 7：种业上市公司整体收入增速企稳、净利增速下滑



资料来源：wind、国元证券研究中心整理

图 8：种业上市公司整体盈利持续下滑

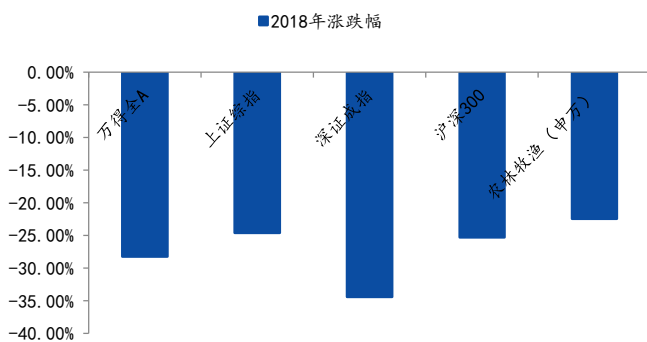


资料来源：wind、国元证券研究中心

1.1.3 市场走势持续走低，估值不具比较优势

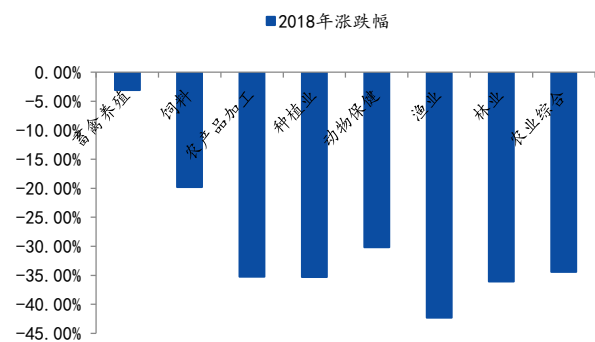
市场整体疲软，板块持续下跌。2018 年，受累于 A 股持续下行，农业板块也无法独善其身，整体跌幅为 22.44%。此外，行业自身面临的成长瓶颈和盈利下滑是造成行业下跌的另一个原因。统计显示，年初以来，农林牧渔行业（申万一级）的下跌幅度小于全部 A 股、上证综指、深证成指和沪深 300 指数，显示出弱势格局下行业的抗跌属性。从细分子行业的走势来看，除了畜禽养殖子行业小幅下跌以外，其它各子行业均出现大幅下跌，其中农产品加工、种植业、动物保健、渔业、林业和农业综合等细分子行业跌幅均超 30%。

图 9：农业行业相对抗跌



资料来源：Wind，国元证券研究中心，截止 2018 年年底

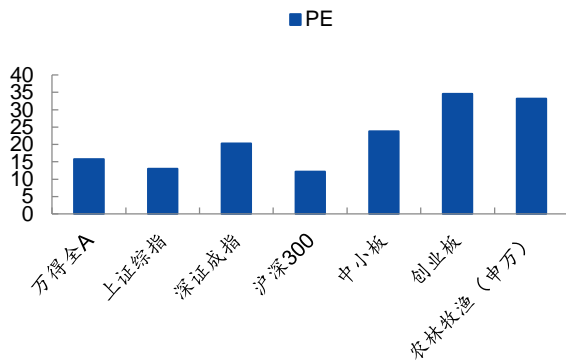
图 10：行业内子行业悉数下跌



资料来源：Wind，国元证券研究中心，截止 2018 年年底

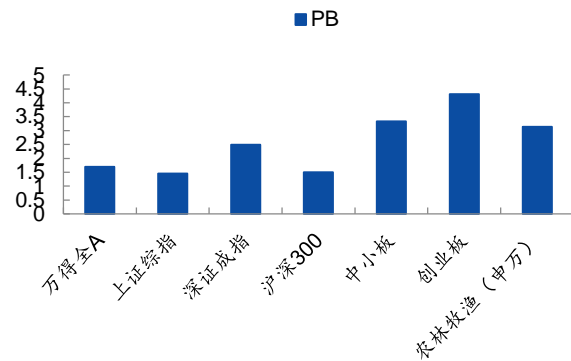
行业估值不具比较优势。从行业估值水平来看，截止 2019 年 2 月 26 日，农林牧渔行业（申万）的整体估值在 33 倍左右，而全 A 股、上证综指、深证成指、沪深 300、中小板和创业板的估值分别为 15 倍、13 倍、20 倍、12 倍、24 倍和 35 倍左右，农林牧渔行业（申万一级）估值不具比较优势，其中行业供给侧改革带来整体盈利下滑是造成板块高估值的主要原因。

图 11：行业 PE 不具有比较优势



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

图 12：行业 PB 不具有比较优势



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

1.2 行业市场化改革稳步推进

1.2.1 政策改革以市场化为主线

2014 年以来，我国开始实行农业供给侧改革，先后出台了新版《主要农作物品种审定办法》、《国家级水稻玉米品种审定绿色通道试验指南（试行）》、《全国种植业结构调整规划（2016—2020 年）》等相关政策文件，同时，国家也逐步取消玉米、大豆和棉花临时收储政策并逐步降低小麦、稻谷最低收购价格，政策导向市场化趋势不断增强，特别是 2019 年农业一号文件，再次强调要持续推行农业供给侧改革，通过市场化的方式完成行业供给侧改革和实现行业的高质量发展。

表 1：政策导向聚焦行业市场化改革和提质增效两个领域

时间	事件	影响
2018 年 1 月	《中共中央国务院关于实施乡村振兴战略的意见》颁布，	属于纲领性文件，为我国农业发展指明了方向，具有指导意义
2018 年 1 月	《2018 年种植业种植重点》发布	结构调整、提质增效是 2018 年工作重点
2018 年 2 月	2018 年稻谷最低收购价格公布	主粮市场改革持续推进，价补分离有望让粮价逐步走向市场化
2018 年 4 月	习近平考察国家南繁科研育种基地	明确了种业的重要战略地位，行业提质增效的抓手为品种
2018 年 5 月	《乡村振兴战略规划（2018—2022 年）》和《关于打赢脱贫攻坚战三年行动的指导意见》审议通过	农业发展阶段性目标方向划定，显示出国家对农业产业发展的高度重视
2018 年 7 月	财政部、农业农村部、银保监会日前联合下发《关于将三大粮食作物制种纳入中央财政农业保险保险费补贴目录有关事项的通知》	将水稻、玉米、小麦三大粮食作物制种纳入中央财政农业保险保险费补贴目录。从风险保障层面扶持制种产业
2018 年 11 月	国家公布 2019 年小麦最低收购价	粮食市场化改革持续推进，“价补分离”有望让粮价逐步走向市场化
2019 年 2 月	2019 年农业一号文件	农业、农村优先发展，提高行业经营质量

数据来源：wind、国元证券研究中心

1.2.2 粮价市场化改革全面展开

从粮食价格下调的时间和品类来看，我国水稻于 2016 年开始实行部分品类价格下调，2017 年实行全品类价格下调。小麦于 2018 年开始下调收购价格，2019 年进一步下调价格。未来，在行业高库存和国家持续推行供给侧改革的背景下，粮食的“价补分离”政策将持续推行，我国粮食最低收购价格面临进一步下调的压力，下游种植业盈利提升难度加大，而上游通过提高产品价格来保持盈利增长同样面临较大的市场压力，行业寻求突破迫在眉睫。

图 13：我国水稻最低收购价格呈现稳中有降趋势

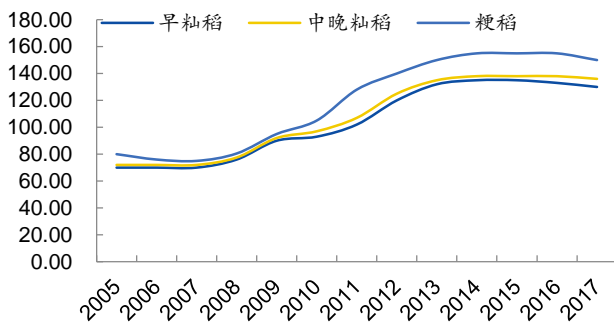
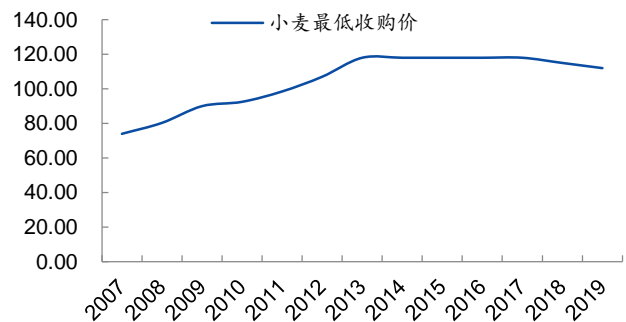


图 14：我国小麦最低收购价格稳中有降



资料来源：国家发改委，国元证券研究中心

资料来源：国家发改委，国元证券研究中心

2. 行业三大看点：集中度提升、全产业链和估值低

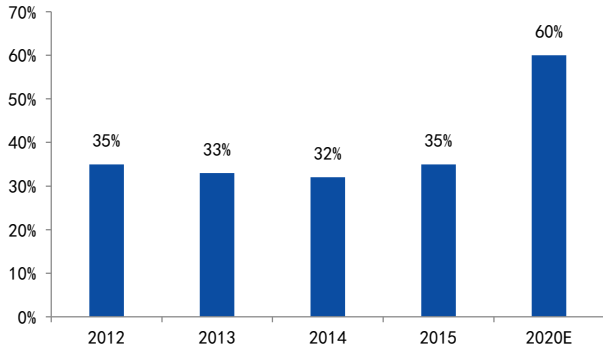
借鉴欧美种业巨头的发展历程以及我国种业所处经营环境，我们认为，我国种业的看点可以分为：(1) 经营层面，短期看点在于行业集中度提升，其中技术突破和资本助力是行业集中度提升的驱动因素，而龙头企业凭借品种+资本双重优势，有望实现稳步增长。中长期看点在于全产业链。随着下游规模化水平的逐步提高以及农业的技术壁垒逐步上升，客户需求有望发生较大变化，产品的一站式采购和产业链的全程服务将成为一种趋势，届时种业的经营策略也将逐步由过去的卖产品向综合服务商转变，而在这个过程中，技术和规模将逐步拉开企业之间的差距，这将进一步促进行业集中度的提升。(2) 估值层面，伴随着资本市场的持续下跌，行业估值已步入相对合理区间，其中龙头企业的估值已回调到历史相对低点，长期投资价值逐步显现。

2.1 集中度提升有望加速

行业面临增长瓶颈，集中度提升是行业发展必然选择。从海外种业巨头发展历程来看，下游先天的规模优势、种业的技术突破(转基因技术捆绑农药的组合营销模式)以及产业并购是推动行业集中度提升的主要驱动因素。而对于我国种业来说，首先，我国种子行业处于供过于求状态，在城镇化和工业化快速发展的背景下，下游种植面积面临下滑压力，同时随着制种技术不断改进带来单位用种量的下降，种业面临销量增长瓶颈。另一方面，随着行业市场化改革持续推进，下游盈利提升受阻，种业产品价格提升面临较大的市场压力。基于在销量增长和价格提升层面均面临较大

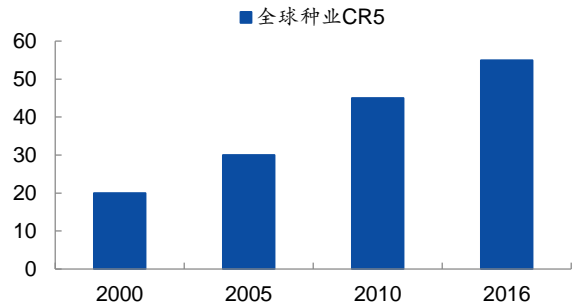
的市场压力，我国种业已面临自然增长瓶颈。因此，从行业自身发展诉求和国家产业政策导向来看，整合将成为我国种业发展必经之路，未来由整合带来的行业集中度提升有望成为我国种业突破当前行业瓶颈和提升行业经营效益的主要手段。

图 15：我国种业集中度(CR50)具有较大的提升空间



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

图 16：全球种业 CR5 在 55%左右



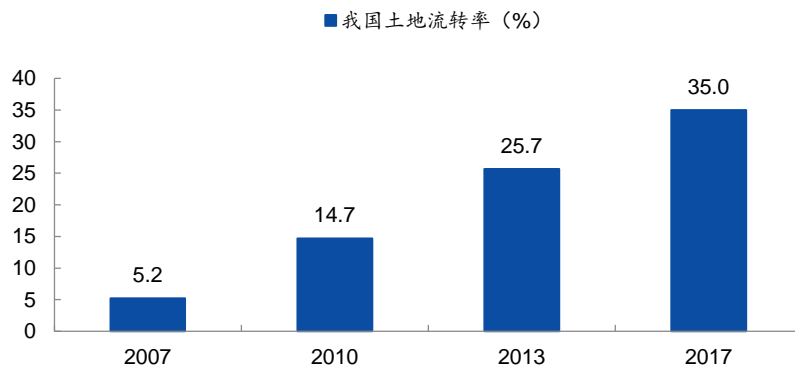
资料来源：《Corporate Concentration and Technological Change in the Global Seed Industry》、国元证券研究中心

2.1.1 下游规模化加速提升

我国农业规模化提升的根本原因为农村产权制度改革，其中农户承包地三权分置改革开启了农村土地流转的浪潮，为农业规模化奠定了基础。我国农业规模化提升主要体现：

1) 土地流转率稳步上升。农村产权制度改革为土地流转提供了可能，同时，随着农民开支的大幅上升、散户经营效益的持续下滑以及城乡收入差距的不断扩大，散户的种植意愿逐步下降，土地流转呈现稳步提升态势。根据土流网数据显示，2007-2017年，我国土地流转比例从5.2%上升到35%，年均增长近3个百分点。未来，随着农业市场化改革的全面推进，传统小农经营更加困难，届时土地流转率有望稳步提升。

图 17：产权制度改革加速土地流转

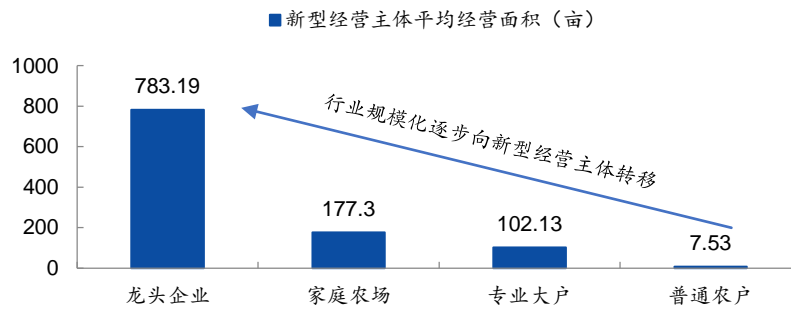


资料来源：Wind, 国元证券研究中心

2) 产权制度改革带来新型经营主体大量涌现。伴随着土地流转规模的不断扩大，我国涌现了大量的农业新型经营主体，行业的规模化水平也随之提升。据统计，2011-2016年间，全国种植面积在50亩以上的农户数量由276万户增至376.2万

户,年均增幅达7%左右。农民合作社由50.9万个增至179.4万个,年均增幅达50%左右。同时,根据《新型农业经营主体土地流转调查报告》测算,当前我国新型经营主体(不含专业合作社)经营我国约28%的耕地面积,行业规模化已初步形成。

图 18: 新型经营主体快速增长显著提升我国农业规模化水平



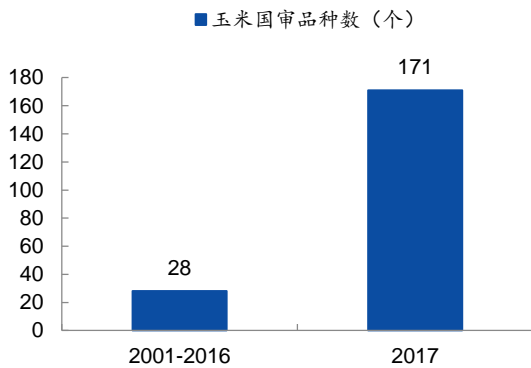
资料来源: Wind, 国元证券研究中心

综合上述,随着下游规模化的逐步提升,从风险控制和经营效益角度来说,对上游的产品和服务要求将更加重视,产品的完备性、产品的优质性以及全产业链的服务能力将成为上游企业未来赢得市场的核心竞争力,而龙头企业在品牌影响力、产品品质上以及产业链的服务能力上均具有优势,市场集中度有望稳步提升。

2.1.2 强势品种逐渐向龙头企业集中

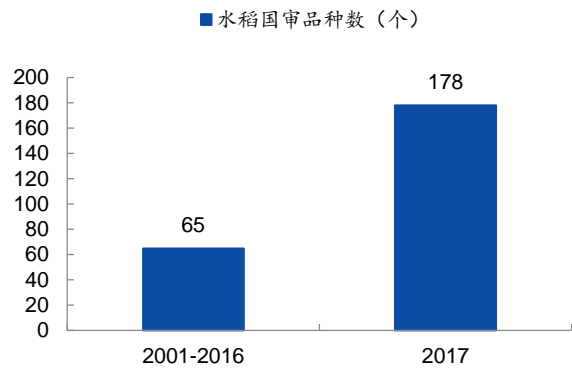
政策红利加速新品井喷。政策层面,2014年5月《国家级水稻玉米品种审定绿色通道试验指南》施行,大大缩短了品种选育时间。2016年,新的《中华人民共和国种子法》、《主要农作物品种审定办法》相继颁布实施,新的规章制度减少了审定品种种类,拓宽了试验渠道、简化了试验程序和引种程序,推进了品种跨区域登记备案制度,这在一定程度缩短了品种选育的过程,加速了品种的市场推广速度。另一方面,国家鼓励种业科研单位(包括各地农科院和各种大学院所)研究成果市场化推广,鼓励种业科研单位在人才、技术以及资源储备等向企业转移,使产业基础研究与研究成果市场化推广形成有机结合,这极大丰富了种子企业的种质资源乃至品种的储备,为企业后续新品大量推出奠定了基础。

图 19: 2017 年我国玉米国审品种数量大幅增加



资料来源: Wind, 国元证券研究中心

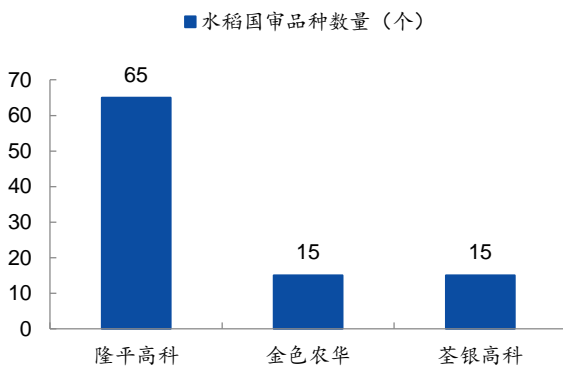
图 20: 2017 年我国水稻国审品种数量大幅增加



资料来源: Wind, 国元证券研究中心

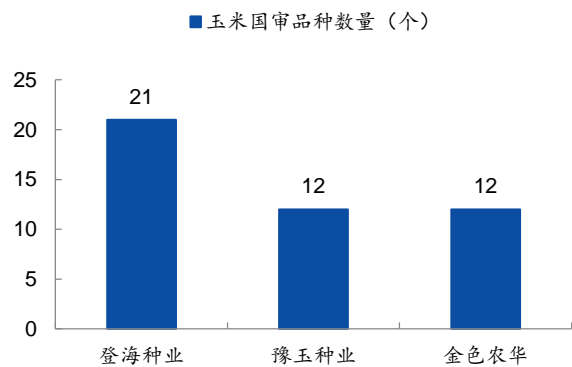
优势品种逐步向龙头集中。落实到上市公司层面, 2017 年, 隆平高科国审水稻品种数为 65 个, 位居全国第一, 占全国比例为 36.5%; 2017 年, 登海种业国审玉米品种数为 21 个, 位居全国第一, 占全国的 11.80%。

图 21: 2017 年隆平高科水稻国审品种数量为行业第一



资料来源: Wind, 国元证券研究中心

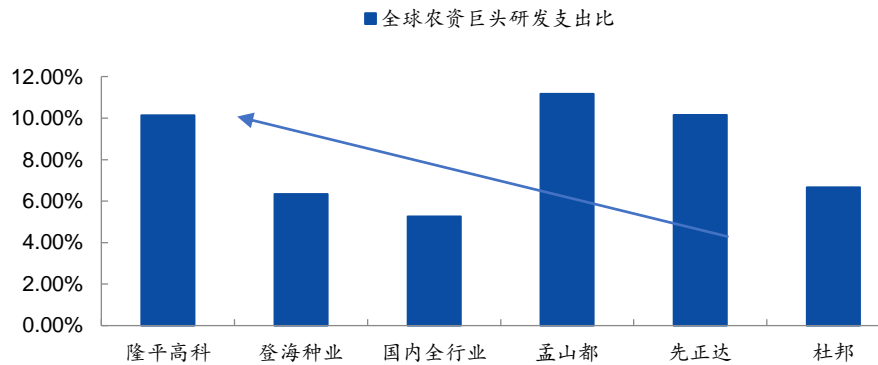
图 22: 2017 年登海种业玉米国审品种数量为行业第一



资料来源: Wind, 国元证券研究中心

研发优势在品种层面逐步体现。对于种业来说, 技术和资本是推动行业发展的驱动因素, 而品种永远是核心。2016 年新种子法的颁布实施, 随着品种审定制度和品种登记制度改革持续推进, 我国种业品种呈现井喷态势, 品种的稀缺性逐步降低。而在这个过程中, 龙头企业凭借多年的研究投入和种质资源储备, 在国家优势品种中的占比逐步提高且性状表现较好, 品种优势进一步提升。另一方面, 随着品种数量的大幅增加和后续品种与之前行业优势“大单品”的差距的不断缩小, 未来行业有望步入多元化发展时代, 而结合我国种植生态的多样性, 满足区域环境的品种有望得到市场认可, 这就要求企业必须具有符合我国种植生态多样性完整的品种储备。

图 23：国内龙头企业研发支出高于行业平均，与国际巨头差距逐步缩小



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

表 2：登海种业选育品种在产量和品质优势显著

	容重 (g/L)	千粒重 (克)	粗淀粉含量 (%)	粗蛋白含量 (%)	粗脂肪含量 (%)	赖氨酸含量 (%)
登海 512	739	347.5	74.15	11.37	3.93	0.3
登海 179	760	404.5	74.49	10.92	4.39	0.32
登海 378	762	387	75.06	10.33	3.74	0.3
登海 122	777	369	74.76	9.88	3.26	0.28
登海 173	746	386	73.74	10.26	3.49	0.29
登海 539	781	364.5	72.52	10.52	3.87	0.29
登海 3315	737	393.5	74.33	9.7	3.84	0.26
BS1718	745	391	72.98	11.12	3.87	0.3
BS1809	761	369	74.4	10.61	3.53	0.29
DHT1597	774	385	73.05	11	4.07	0.31
DHJ338	774	379	75.47	9.96	3.52	0.27
宇玉 502	732	379.5	76.9	8.85	4.59	0.26
登海 695	781	354.5	74.36	11.02	3.57	0.28
登海 857	800	317.5	72.63	12.57	3.31	0.31
登海 858	791	332	73.58	10.8	3.71	0.28
登海 6188	740	344.4	73.76	9.59	4.22	0.3
良玉 DF31	732	381	73.8	10.2	3.36	0.28
登海品种平均值 (2018 年)	760.71	369.70	74.12	10.51	3.78	0.29
行业最高值 (1992-2017)	764.5	365.8	73.8	10.45	4.96	0.34
行业最低值 (1992-2017)	731.3	280	64.82	8.83	3.65	0.27

资料来源：公司定期报告、《历年国审玉米品种产品和品质性状变化趋势分析》、国元证券研究中心

表 3：隆平高科核心品种在产量上处于行业平均水平，在品质上具有明显的优势

	隆两优华占	晶两优华占	18 国审水平品种平均值
结实率 (%)	83.8	85.5	82.8
产量 (kg/亩)	594.6	603	609.09
整精米率 (%)	68.4	66.4	60.7
胶稠度 (mm)	75	81	72.1
垩白度 (%)	0.9	3	4.6
垩白率 (%)	7	13	21.6

资料来源：国家水稻数据中心，国元证券研究中心

品牌化是大势所趋，龙头企业积极布局。伴随着龙头企业新品种的大量涌现，企业的育种方向也从过去的追求产量向产量、品质兼顾转变，特别是在品质提升层面，对育种企业的研发技术和种质资源储备提出了更高的要求。与此同时，为满足居民消费升级需求并提升行业的盈利能力，行业的品牌化将是大势所趋，而龙头企业凭借在研发上的优势，有望在行业品牌化打造过程中抢占先机。

表 4：品牌化已成大势所趋

十佳优质稻米品种		十佳优质大米品牌	
	参选单位		参选单位
晶两优 1377	袁隆平农业高科技股份有限公司	天极大米	内蒙古天极农业开发有限公司
晶两优 534	袁隆平农业高科技股份有限公司	圣上壹品	黑龙江省五常金禾米业有限责任公司
宜香优 2115	四川绿丹至诚种业有限公司	虾稻人家	湖北惠民农业科技有限公司
早优 73	上海天谷生物科技股份有限公司	昌旺/稻花香	五常市昌旺米业有限公司
南粳 46	江苏省农业科学院	天业香禾	新疆天业(集团)有限公司
野香优丝苗	广西绿海种业有限公司	聚龙牌澳丝米	罗定市稻香园农业发展有限公司
晶两优 1212	袁隆平农业高科技股份有限公司	八宝贡米	云南八宝贡米业有限公司
黄华占	广东省农业科学院水稻研究所	水丁/长粒香、珍珠米	黑龙江省延寿县江珠粮油贸易有限公司
泰优 871	江西现代种业股份有限公司	源泰稻米	广东源泰农业科技有限公司
百香优 125	广西百香高科种业有限公司	吉内得天然富硒米(并列)	江西安源粮仓农林科技发展有限公司

资料来源：互联网、国元证券研究中心整理

注：第二届中国(三亚)国际水稻论坛-“寻找中国好大米”评选活动，活动通过公众投票和专家评审形成最终结果。

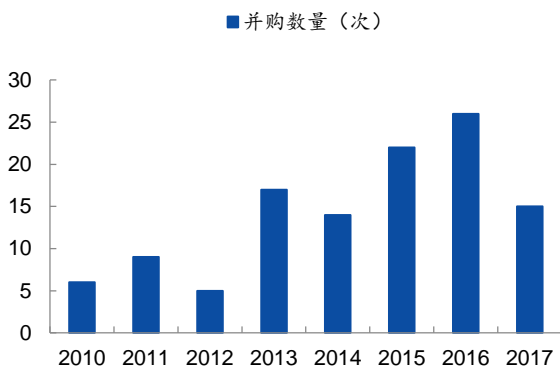
2.1.3 国有资本全面开启民族种业整合步伐

资本有望成为推动行业集中提升的核心要素。受制于行业供需矛盾和政策倒逼，我国种业步入整合阶段。从我国种业的市场格局来看，行业内企业众多但规模较小，资本运营能力和资金实力是业内企业开展行业整合最大的短板，这就决定了之前行业的并购主要局限在较低的高度和较小的规模层面，不能真正改变行业格局，对民族种业振兴的推动作用相对有限。另一方面，对于行业内非上市企业来说，行业的

经营环境发生了较大的改变。前几年，整个行业处于景气上升通道，行业内各种类型的企业都有自己的生存空间，但在当前行业面临增长瓶颈和盈利下滑的背景下，如何存活下去是每个中小型企业面临的核心问题。对于中小型企业来说，要想真正融入资本市场，让资本助力其发展的路径要么是自己上市，要么是被上市企业收购，而前者在IPO监管趋严和农业类公司自身存在的运作不规范短板等背景下变的愈加困难，因此被上市公司收购有望成为众多中小型企业最佳的选择。结合行业的竞争格局，我们认为，行业已从过去的品种和渠道的竞争逐步转变成资本+品种+渠道的竞争，其中资本层面的竞争是重中之重。

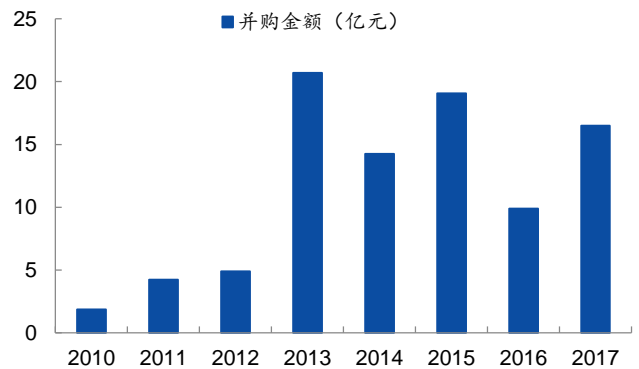
行业并购数量和并购金额持续上升。落实到并购层面，据统计，2011年之前，我国种业兼并零星发生，之后行业兼并重组持续活跃，2010-2016年，我国公开披露的行业并购事件86起，年均增幅达62.8%，交易总金额73亿元，年均增幅达191.6%。

图 24：行业并购次数呈现稳中有升态势



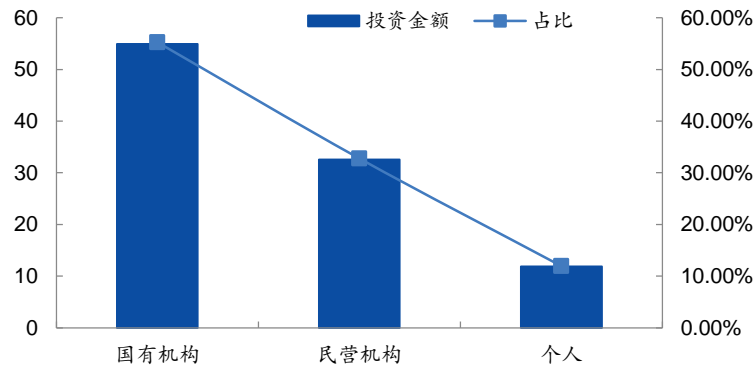
资料来源：《2017年我国种业资本市场回顾》 国元证券研究中心

图 25：行业并购金额不断增加



资料来源：《2017年我国种业资本市场回顾》，国元证券研究中心

国有资本为行业投资主力军。种业是关系到国家粮食安全的核心环节，国家对种业高度重视，提出要打造民族种业航母的战略目标，而我国种业过往的竞争格局是以民营企业为主导，但民营种企存在规模较小、业务单一和品牌影响力相对薄弱等缺点，参考国际种业巨头的发展路径，我国以民营企业作为主导打造种业航母的战略路线存在一定的短板。另一方面，种业的政策关联性较强且需要持续大额的研发投入，而国有资本的介入能够弥补民营种企的不足，在品牌背书、政策把握、产业链构建、渠道和资金扶持等方面提供强有力的支持，因此以国有资本为主导，打造民族种业航母的战略路线更加符合中国国情

图 26：国有资本为种业投资的主力军（2010-2016 年）


资料来源：《农作物种业投资并购基本情况与特点分析》，国元证券研究中心

国有资本加速布局民族种业。落实到企业并购层面，我国种业已步入产业整合加速期。2015 年，中信集团入主隆平高科是国有资本布局民族种业的一个成功案例，随后农业农村部入主隆平高科、中化入主荃银高科以及首农集团拟与大北农展开战略合作等开启了国有资本对民族种业的全面布局，显示出国家做大做强民族种业的决心以及产业资本对行业未来发展的看好。而国有资本的全面介入有望加速行业整合步伐，行业的集中度有望持续提升。另一方面，2018 年中美贸易战的爆发凸显了产业受制于人的被动，而我国大豆产业现状折射出我国粮食安全存在结构性供需矛盾隐患，而振兴民族种业是解决我国粮食安全隐患的主要抓手，因此贸易战的爆发有望成为国家加速振兴民族种业的催化剂。

表 5：国有资本加快行业布局

时间	标的公司	国有资本	交易简介
2015	隆平高科	财政部	中信旗下相关公司参与公司非公开增发，发行价格为 11.88 元，交易完成后中信兴业投资、中信建设和信农投资合计持有公司的股权比例为 18.72%，公司的实际控制人将变更为中信集团，最终控制人为中华人民共和国财政部。
2017	先正达	中国化工集团	中国化工集团以 430 亿美元完成了瑞士先正达的收购，这也是中国企业最大的海外收购。先正达为全球第一大农药、第三大种子企业，年销售额在 900 亿元，净利润在 84 亿元，农药和种子占全球市场份额的 20%和 8%。
2018	荃银高科	中国中化集团	中化现代农业受让公司股东合计 9252 万股份，本次权益变动完成后，中化现代农业在荃银高科中的持股比例为 21.50%。此次股权转让价格位 8.85 元。
2018	隆平高科	农业农村部	新大新股份拟向中垦投资转让 6585 万股公司股份，占公司总股本 5.24%，每股转让价 12.6 元，总价款 8.3 亿元。股份转让完成后，中垦投资持有公司 5.24%股份，中垦投资的实控人为黑龙江北大荒农垦集团总公司，后者为农业农村部旗下全资子公司。此次受让后新大新股份持股比例降至 2.34%。
2018	大北农	首农集团	2018 年 11 月 23 日，大北农披露北京市某国有企业拟受让公司控股权。12 月 2 日公司发布公告称，公司实际控制人、董事长邵根伙已与首农食品集团签署合作框架协议，或涉及公司控制权变更。仅为框架协议，没有涉及到转让价格，但公司近 3 个月的股价维持在 3-4 元区间。

资料来源：公司定期报告、wind、国元证券研究中心

综上所述，国有资本对民族种业的全面布局，显示出国家振兴民族种业的决心和路径，未来以国有资本为主导的产业链并购将为我国种业发展打开新的增长空间，种业的景气度和盈利能力有望步入上升通道。

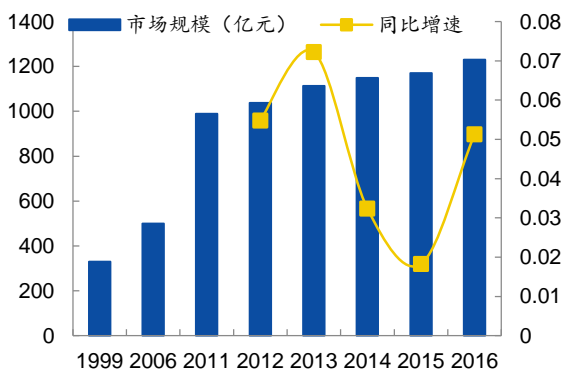
2.2 全产业链是大势所趋

生产效率提升和客户结构变化将推动我国种业向农业全产业链拓展。首先，从生产效率提升角度来看，行业政策强调要加快构建农业产业体系、生产体系和经营体系建设，通过提高产业链各要素资源的优化配置来提高农业生产效率，提升行业经营效益，最终实现行业的提质增效和高质量发展。我们认为，农业高质量发展不能仅依靠产业链某个环节的提升，而是要依靠全产业链的提升，未来具体以哪个环节为主导来构建产业链，还处于探索阶段，但长期来看，农业的全产业链将是大势所趋。其次，从客户结构变化角度来看，随着下游客户种植规模的不断扩大以及客户年轻化趋势的到来，受制于资金短期和生产经验不足，客户的需求已从过去的产品需求向综合服务需求转变，其中产品需求也从以前的零散式采购向一站式采购转变，这就要求上游农资企业必须有与之相适应的产品组合和全程服务能力，农资企业的全产业链覆盖将成为企业未来赢得市场的核心竞争力。

2.2.1 增长瓶颈突破和生产效率提升促使行业向全产业链转型

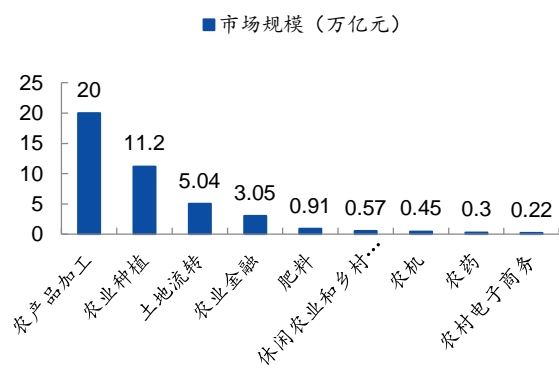
行业增速下滑，集中度提升瓶颈终将来，寻求更大市场空间成为必然。首先，伴随着行业增速的逐步降低，行业的规模瓶颈越来越远，同时行业集中度提升的瓶颈终将来，而且结合我国人多地少的土地特点，未来行业规模化提升也难以达到欧美发达国家水平，这就决定了未来种业集中度提升也难以达到欧美市场的高度，寻求更大的市场空间将成为行业长期发展的大方向。另一方面，我国农业产业链涵盖了庞大的市场空间，而种业向农业全产业链拓展不仅能够提升了行业的生产效率、经营效益，而且有望成为种业突破市场瓶颈和赢得客户的有效途径。

图 27：种业市场规模呈现稳中有降趋势



资料来源：《2017年中国种业发展报告》 国元证券研究中心

图 28：我国农业产业链涵盖巨大的市场空间



资料来源：互联网资讯，国元证券研究中心整理

2.2.2 上下游集中度持续提升，需求倒逼产业链一体化发展

客户需求倒逼上游向全产业链转型。随着下游由分散经营向规模经营转变，客户结构发生了重大变化，规模种植户比例不断增加，追求种植效益的稳定性和服务的全程性是大户选择农资企业最看中之处，此时客户更加看中农资企业的品牌影响力、产品竞争力以及产品线完整性，这为种子企业未来的发展提出了新的要求，也有望

成为推动种业向全产业链拓展。另一方面，随着具有农资产业背景的国资对种业的介入，我国以种业为主导来构建农业产业链预期加强。借鉴国际种业巨头的发展历程、全产业链巨大的市场规模，我们认为，我国种业乃至整个农资行业的经营策略都将从现在卖产品向综合服务提供商转变，通过多产品组合、全产业链覆盖，最终为农户提供产前、产中和产后全方位的综合服务。

表 6：农业产业链一体化盈利模式探讨

产业链分散经营				产业链一体化发展	
物质投入	投入（元）	单节点利润率（%）	单节点利润（元/亩）	前期模式	最终模式
种子	60	10%	6	产业链整合后，经营主体合并，假设盈利降低为 15 元/亩，但比之前分散状况单节点赚的都多，单个企业的盈利能力是提升的。	最终产品可能都不计价，企业为客户提供综合性服务，收取服务费 50 元。前提是：全产业链能够显著提升农户生产效率和经营效益。
化肥	128	6%	8		
农药	30	10%	3		
农机	142	3%	4		
合计	360	-	21		
人工	441				
合计	801				

资料来源：wind、国元证券研究中心

2.3 行业估值吸引力逐步提升，龙头企业估值创历史相对新低

行业经营困境叠加资本市场疲软致使估值持续下行，估值吸引力逐步提升。首先，经过多年的发展，我国农业行业早已呈现供大于求状况，供需矛盾逐步凸显，行业盈利持续下滑。受累于行业成长受阻以及盈利下滑，行业估值水平不断下移。另一方面，农业行业的市场化改革进一步加剧了行业的竞争，导致行业估值再次走低。此外，2018 年年初以来，整个 A 股市场疲软一定程度上拖累了行业的估值水平。综合上述，受增速下滑、市场化改革以及 A 股市场疲软等多重影响，我国农业行业估值已经回调到 2000 年以来的相对水平。2019 年年初以来，A 股市场有所回暖，农业行业（申万一级）迎来一波上涨，但当前整体估值仍处于历史相对低点。

图 29：我国农业行业估值已处于历史相对低点



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

龙头估值创历史相对新低。从上市公司估值水平来看，随着行业估值不断下移，龙

头企业的估值也逐步回落到历史相对低点。截止 2018 年年底，隆平高科的市盈率回落到 25 倍（历史平均水平为 75 倍），为上市以来的新低，而公司市净率回落到 3.0 倍（历史平均水平为 5.3 倍，最低为 1.1 倍），为上市以来的相对低点。登海种业的市盈率为 88 倍（历史平均为 81 倍，最低为 19 倍），处于历史平均水平以上，而公司市净率回落到 1.7 倍，为上市以来新低（历史平均为 6.3 倍）。

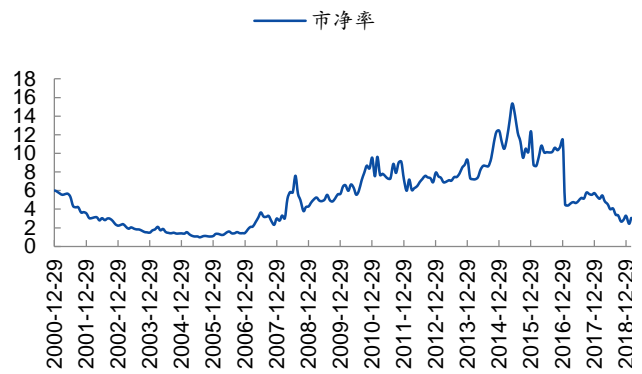
估值有小幅提升。2019 年年初以来，资本市场回暖带来公司估值小幅提升，其中隆平动态 pe 回升到 30 倍左右，pb 回升到 3.1 倍左右，估值处于历史相对低点。登海种业 pe 回升到 94 倍左右，pb 回升到 2.0 倍左右，但仍处于历史相对低点。同时行业的去库存已持续多年，对市场的冲击效应逐步递减。与此同时，行业的市场化改革一定程度上加速了行业洗牌，加速了行业集中度提升，龙头企业受益显著。伴随着龙头企业经营逐步企稳且估值逐步回落到历史低点或相对低点，公司的长期投资价值逐步显现。另一方面，2018 年底，国有资本大举介入种业一定程度反应出产业资本对行业当前估值的认可，同时对行业长期发展前景的看好。

图 30：隆平高科市盈率处于历史相对新低



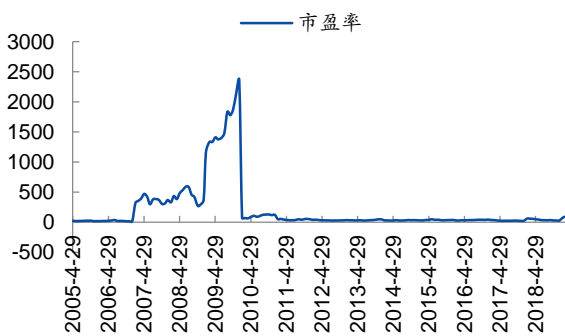
资料来源：Wind, 国元证券研究中心

图 31：隆平高科市净率处于历史相对低点



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

图 32：登海种业市盈率处于历史平均水平之上



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

图 33：登海种业市净率处于历史相对低点



资料来源：Wind, 国元证券研究中心

种业上市公司收入企稳，盈利持续下滑。从行业经营状况来看，2015-2018（Q3）年，种业上市公司整体营业收入增速分别为-5.34%、7.77%、3.16%和 5.27%，收入

增速维持低位增长，行业成长性面临较大的市场压力。拆分收入来源，行业收入的增长主要来源于龙头企业的并购，虽然行业整体成长性不佳，但龙头企业依靠并购依然取得了稳定的增长。在当前行业低估值背景下，龙头企业并购将带来收购估值的市场化回升和管理效率的改善。盈利能力方面，2015-2018（Q3）年，种业上市公司整体销售毛利率分别为 25.40%、25.36%、24.75%和 23.08%，呈现下降趋势，其中龙头企业通过优化产品结构保持了毛利率的稳中有升，如果剔除龙头企业对板块整体毛利率的贡献，整个行业毛利率下滑将更加严重，特别是板块内中小型企业。

综合上述，伴随着资本市场持续疲软，行业（农业）估值已处于历史相对低点，同时种业龙头企业的估值也处于历史相对低点。另一方面，伴随着种业整合效应的逐步显现，龙头企业经营呈现企稳态势，未来估值进一步下降的空间相对有限，估值吸引力逐步提升，长期投资价值逐步显现。

3. 投资策略

3.1 投资建议

政策利空效应逐步递减，国有资本介入有望加速行业整合。随着行业利空政策的陆续出台，未来政策面的利空影响有望逐步递减。同时，我国农业市场化改革一定程度上加快了行业的优胜劣汰，加速了中小型企业的退出进程，而具有核心竞争力的企业凭借研发、渠道和品牌等方面的优势有望实现稳步增长。其次，在没有增量市场的背景下，整合有望成为我国种业未来发展的大趋势，而国有资本的介入将极大地提升企业的整合能力，我们预计，未来在以国家队为主导的种业界，产业并购的高度和宽度将进一步提升，全产业链并购和海外并购也有望成为常态。因此，我国种业有望迎来一波由国有资本为主导的产业并购浪潮，龙头企业有望因产业整合实现新一轮增长。

贸易战进一步提升种业重要性。中美贸易战的爆发暴露出我国农业存在结构性供需矛盾的短板，随着全球经济的不景气，大国之间的贸易战存在进一步扩大的可能，因此从源头上根治我国农业存在的结构性矛盾迫在眉睫，而种业是保障我国粮食安全和解决我国粮食结构性矛盾的主要抓手，因此贸易战的爆发后国家有望进一步加大对种业的扶持力度。

基于上述分析，我们看好种业，给予行业“推荐”投资评级。建议重点关注的标的为**隆平高科（000998）和登海种业（002041）**

3.2 重点公司分析

3.2.1 隆平高科（000998）

1、研发优势凸显。当前，我国大宗农产品呈现供大于求格局，随着农业市场化改革持续推进，大宗农副产品的市场营销和盈利能力均受到压制。另一方面，随着中产阶级消费升级的崛起，市场对高品质农产品需求旺盛，市场需求和供给存在着结构性矛盾，这就要求企业的研发要以市场需求为导向，快速培育出符合当前消费升

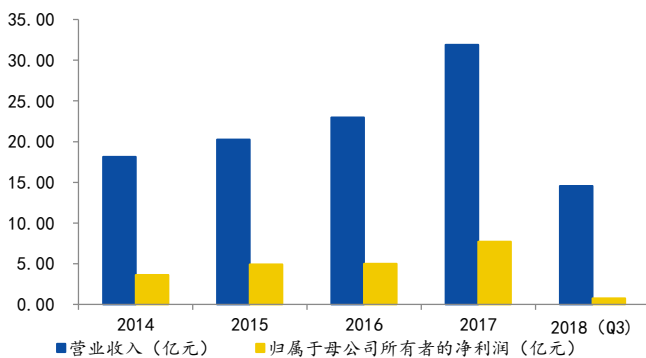
级的品种。从育种路径来看，从产量提升到品质提升对企业的研发能力要求更高，这主要取决于公司的育种水平和种质资源的储备，只有公司育种水平过硬，种质资源储备充足，才能快速研发出符合市场需求的产品。隆平高科在水稻育种领域是我国乃至全球的领先者，多年研发的积累和近年来的大量产业并购显著提升了公司种质资源储备。另一方面，近年来，国家鼓励种业企事业单位的资源储备和研究成果的市场化转化，隆平高科所具有的市场化的薪酬机制和股权激励以及“国家队”的品牌背书极大地吸引了种业企事业单位的合作，进一步提升了公司种质资源储备能力。

2、市场化的激励机制。在国内种业内，隆平高科虽然是财政部控制，但公司的经营策略和人员薪酬都是市场化的，特别是高管都有大额股权在手，这在人员薪酬相对较低，工作环境比较艰苦的农业领域是吸引并留住人才最大优势，也是公司长期发展的核心竞争因素。

3、国有资本加速公司外延式并购。我国种业与国际巨头存在较大的差距，基于国家粮食安全考虑，国家意在扶持并培养具有国际竞争力的大型种业巨头，这为国内种子行业的发展提供了良好的政策环境。同时，种业与政策的关联性较强，股东背景对种业公司的发展至关重要。2015年，中信入主隆平高科，成为其实际控制人，股权变更后隆平高科的最终控制人为国家财政部，这为隆平高科未来的外延式拓展乃至全球化竞争奠定了基础，也为国家构建民族种业巨头奠定了基础。2018年，农业农村部也介入了公司，公司的股东背景实力进一步增强，这为公司未来的发展提供了强大的支撑。

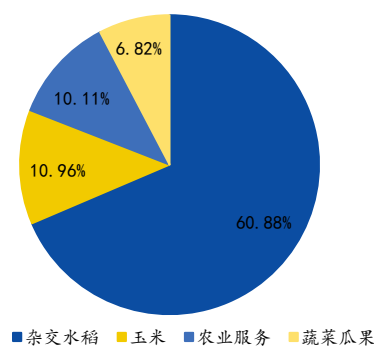
4、估值处于近年来相对低点。行业的不景气和资本市场的持续下跌让整个行业估值持续下移，当前隆平高科的PE估值已经回落到2010年以来的相对低点，而国家队介入带来的整合效应已逐步在经营业绩上体现，公司长期投资价值逐步显现。

图 34：隆平高科经营状况（近三年一期）



资料来源：wind, 国元证券研究中心

图 35：隆平高科 2017 年主营业务构成



资料来源：wind, 国元证券研究中心

表 7：隆平高科盈利预测表

	2016	2017	2018E	2019E
营业收入（百万）	2299.41	2912.07	3846.27	4837.51
同比（%）	13.50	38.73	32.08	25.77
归属母公司净利润（百万）	501.16	759.21	1017.79	1288.06
同比（%）	2.05	54.00	34.06	26.55
ROE（%）	8.88	13.02	14.60	16.30
每股收益（元）	0.40	0.60	0.72	0.86
P/E	33.70	26.17	21.81	18.26

资料来源：wind、国元证券研究中心

注：表中盈利预测采用 wind 一致预期，股票价格取自 2019 年 3 月 1 日收盘价

3.2.2 登海种业（002041）

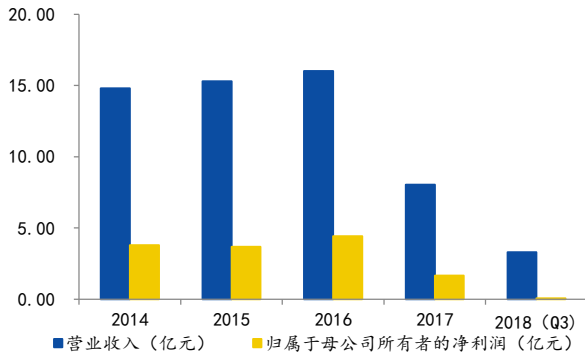
1、行业龙头地位巩固。一直以来，公司为我国玉米行业龙头，近年来我国玉米行业推行供给侧改革，种植面积调减，造成了玉米行业市场规模和盈利能力出现双降，受制于行业不景气，公司收入规模大幅下降，虽 2017 年公司的收入规模已降到 8 亿元，但其收入规模仍处于行业前列，公司仍然为我国玉米行业龙头。

2、玉米种植面积降幅有限，未来将维持在相对高位。虽然我国玉米在进行供给侧改革，带来短期种植面积的小幅下降，但考虑到玉米为我国饲料的主要原料，是保障我国居民动物蛋白的基础。随着我国城镇化的稳步推进、消费升级稳步提升，未来我国居民的肉、蛋、奶等需求仍将保持稳步增长，因此我国玉米未来的种植面积仍将保持在相对高位，这将成为支撑行业发展的基础。

3、研发优势凸显。当前，我国大宗农产品供大于求，随着农业市场化改革持续推进，大宗农副产品的市场营销和盈利能力均受到压制。另一方面，随着中产阶级消费升级的崛起，市场对高品质农产品需求旺盛，市场需求和供给存在着结构性矛盾，这就要求企业的研发要以市场需求为导向，快速培育出符合当前消费升级的品种。从育种路径来看，从产量提升到品质提升对企业的研发能力要求更高，这主要取决于公司的育种水平和种质资源的储备，只有公司育种水平过硬，种质资源储备充足，才能快速研发出符合市场需求的产品。自成立以来，登海种业一直致力于玉米种子的研发、生产和销售，在技术储备和市场推广经验等方面具有明显优势。2017 年，公司国审玉米品种数位居行业前列，充分显示了公司强大的研发实力和资源储备。当前，公司收入下滑主要原因为行业不景气以及先玉 335 多年推广后大幅下滑。

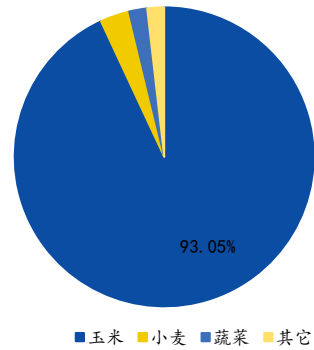
4、负面影响逐步消化，估值已处于历史相对低点。公司收入的大幅下滑以及非法种植转基因玉米等负面影响已被市场慢慢消化，而公司的估值逐步探底，当前公司 PE 虽然较高，但因行业竞争加剧带来费用的大幅增长，不能真实反映公司主业的盈利能力，参考意义不大。公司的 PB 已经降到 2.0 倍左右，这在种业界乃至公司历史估值中都为较低的估值水平，未来进一步下跌的空间有限。此外，近两年，我国玉米去库存较为充分，玉米种植调减空间相对有限。

图 36: 登海种业经营状况 (近三年一期)



资料来源: wind, 国元证券研究中心

图 37: 登海种业 2017 年主营业务构成



资料来源: wind, 国元证券研究中心

表 8: 登海种业盈利预测表

	2016A	2017A	2018E	2019E
营业总收入(百万)	1,602.63	803.82	677.26	816.51
同比 (%)	4.69	-49.84	-15.75	20.56
归属母公司净利润(百万)	442.20	166.70	88.38	150.11
同比 (%)	20.04	-62.30	-46.98	69.85
ROE (摊薄) (%)	16.45	5.94	2.99	4.80
EPS	0.50	0.19	0.04	0.14
PE	11.20	32.95	156.50	44.71

资料来源: wind、国元证券研究中心

注: 表中盈利预测采用 wind 一致预期, 股票价格取自 2019 年 3 月 1 日收盘价

4. 风险提示

- 自然灾害风险
- 政策变动风险
- 投资项目经营风险

投资评级说明

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20% 以上	推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10% 以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20% 之间	中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10% 之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5% 之间	回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10% 以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5% 以上		

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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或间接损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、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投资建议或要约邀请。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。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。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。

免责声明

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。网址：

www.gyzq.com.cn

国元证券研究中心

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188