

2020年04月19日

证券研究报告·公司研究报告

荃银高科 (300087) 农林牧渔

买入 (首次)

当前价: 12.52 元

目标价: 17.39 元 (6 个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

种植需求转变，公司未来可期

投资要点

- **水稻行业有望迎来景气度上涨。**近年来，我国水稻最低收购价呈下滑趋势，加之全球农产品价格低于国内农产品，国内水稻市场一直较为低迷。但今年国家有关部门发布通知 2020 年稻谷收购政策，早籼稻、中晚籼稻和粳稻最低收购价分别为每 50 公斤 121 元、127 元、130 元。除粳稻保持价格平稳外，早、中晚籼稻均比去年价格上涨 0.01 元/斤，为 2014 年以来首次上涨。且新冠疫情影响下，越南、埃及等国相继宣布禁止部分农产品出口，造成全球农产品价格上涨明显。另外，此次非洲蝗灾影响了印度、巴基斯坦等水稻出口国，而目前蝗虫处于繁殖阶段，下一波预计在 5-6 月份开始迁徙，二次爆发或进一步催化全球农产品价格。由此我们判断国内最低水稻收购价格和国内农产品齐涨价态势对国内农产品涨价能够形成支撑。
- **种植需求偏向米质，公司产品受益。**我国大米进口比例仅为 3-4%，但全部为优质粳稻米。印度、巴基斯坦等国家受到非洲蝗虫灾情影响，5-6 月或迎来第二波侵袭，优质米供给或进一步缩减。国内整体粮食安全无忧，但优质米或有可能出现结构性短缺。此外，越南、埃及、哈萨克斯坦等国家相继宣布禁止部分农产品出口，其中越南占我国大米进口额第二位。我们认为国内优质水稻已到了拐点向上位置，将直接拉动优质米质的水稻种子需求量上涨。根据我国国审评定数据，荃银品种米质表现优异（主力在 1-2 级，一般在 3 级），而其他指标也领先行业，符合未来居民消费习惯升级趋势，市占率有望从 10% 提升至 20%。
- **玉米供给缺口或进一步增加。**供给端看，国内玉米或受草地贪夜蛾影响减产，预计 2020 年我国玉米减产幅度有望控制在 5% 左右。从需求端来看国内生猪养殖将继续保持恢复态势，同时禽类养殖在猪价高位的带动下，将继续保持较高景气度，养殖量有望进一步增长。我们预计 2020 年国内玉米供给缺口将进一步增长，有望带动玉米价格抬升。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.22 元、0.47 元、0.69 元，对应 PE 分别为 56 倍、26 倍和 18 倍。同行业 2020 年平均 PE 为 31 倍，但考虑公司目前水稻种子米质优势明显，给予公司 2020 年 37 倍 PE，目标价 17.39 元，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**农产品涨价或不及预期、疫情影响农民耕种热情或不及预期、天气情况或不及预期。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	910.32	1149.98	1498.95	1905.81
增长率	-3.92%	26.33%	30.35%	27.14%
归属母公司净利润 (百万元)	68.32	95.73	204.37	298.50
增长率	9.38%	40.12%	113.48%	46.06%
每股收益 EPS (元)	0.16	0.22	0.47	0.69
净资产收益率 ROE	8.78%	7.86%	15.77%	20.76%
PE	79	56	26	18
PB	5.11	4.92	4.40	3.93

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

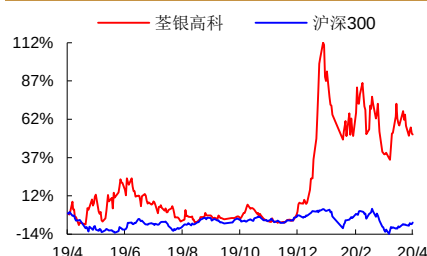
分析师: 徐卿

执业证号: S1250518120001

电话: 021-68415832

邮箱: xuq@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	4.30
流通 A 股(亿股)	3.94
52 周内股价区间(元)	7.65-17.49
总市值(亿元)	53.88
总资产(亿元)	17.62
每股净资产(元)	1.63

相关研究

目 录

1 公司概况：国内现代农业高科技企业.....	1
2 行业分析：国内农产品具备价格上涨环境.....	2
2.1 国内水稻价格有望迎来上涨.....	2
2.2 农民需求转变，产量需求转变为质量需求.....	5
2.3 玉米迎来拐点向上，景气度有望提升.....	8
3 安徽省农业产业化龙头企业，种子综合实力强.....	12
4 盈利预测与估值.....	13
5 风险提示.....	14

图 目 录

图 1: 公司 2019 半年度主营业务收入结构情况	1
图 2: 公司 2019 半年度主营业务毛利情况	1
图 3: 公司 2008 年以来营业收入及增速	1
图 4: 公司 2008 年以来净利润及增速	1
图 5: 2014 年来稻谷最低收购价走势	2
图 6: 稻谷生产价格指数 (上年=100)	2
图 7: 国内与国际市场大米的价格对比	2
图 8: 国内市场玉米批发价格	3
图 9: 国际市场玉米现货价格	3
图 10: 国内市场大豆平均价格	3
图 11: 国际市场大豆现货价格	3
图 12: 蝗灾迁徙路径	4
图 13: 印度的作物种植区分布和菜籽种植比例	4
图 14: 国际市场大米的价格	5
图 15: 不同等级的粳稻需求	6
图 16: 中国进口大米量	6
图 17: 国内大米产量	6
图 18: 2019 年中国水稻进口额前五国家	7
图 19: 玉米播种面积及增速 (千公顷)	9
图 20: 玉米总体消费结构	9
图 21: 饲用玉米消费结构	9
图 22: 我国非洲猪瘟月爆发次数	10
图 23: 生猪养殖规模变化图 (头)	10
图 24: 温氏股份、牧原股份及正邦科技的生猪销售数据	10
图 25: 白羽鸡 2018 年至今祖代鸡引种量单月同比	11
图 26: 白羽鸡和鸡苗价走势	11
图 27: 全球转基因玉米种植面积 (万公顷)	11
图 28: 公司销售网络图	12
图 29: 公司育种流程图	13

表 目 录

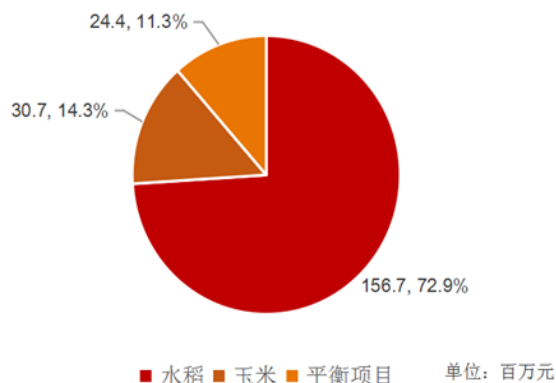
表 1: 2019 年国审水稻种中荃银高科部分品种性能	7
表 2: 近年来关于玉米种植调整政策变化	8
表 3: 分业务收入及毛利率	14
表 4: 可比公司盈利预测相对估值	14
附表: 财务预测与估值	15

1 公司概况：国内现代农业高科技企业

安徽荃银高科种业股份有限公司是一家以现代种业技术产业化为发展方向，从事杂交水稻等各类农作物种子育繁推一体化的高科技现代农业上市公司。公司坚持走“以科研为源头、以市场为导向、产学研相结合、育繁推一体化”的种业技术创新之路，系“国家高新技术企业、中国种业信用明星企业、农业产业化国家重点龙头企业、安徽省创新型企业”。截至 2019 年 6 月底，公司总资产 15 亿元，拥有 15 家控股子公司、6 家参股公司。主要产品为杂交水稻、杂交玉米、小麦、棉花、油菜、瓜菜等农作物种子。

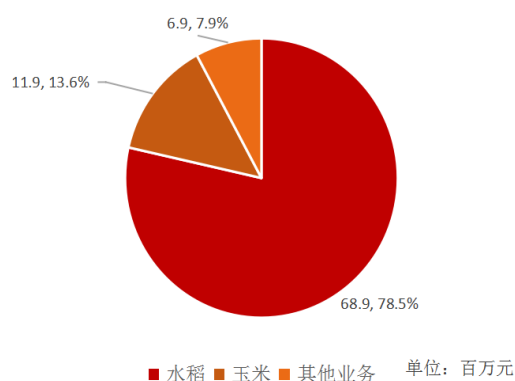
公司主营业务结构：截止 2019 年 6 月底，公司营业收入 2.1 亿元，其中水稻贡献营收 1.6 亿元，占比 72.9%；玉米营收 0.3 亿元，占比 14.3%；平衡项目营收 0.2 亿元，占比 11.3%。水稻和玉米的毛利率较往年也基本持平，分别为 44%和 38.9%。

图 1：公司 2019 半年度主营业务收入结构情况



数据来源：wind，西南证券整理

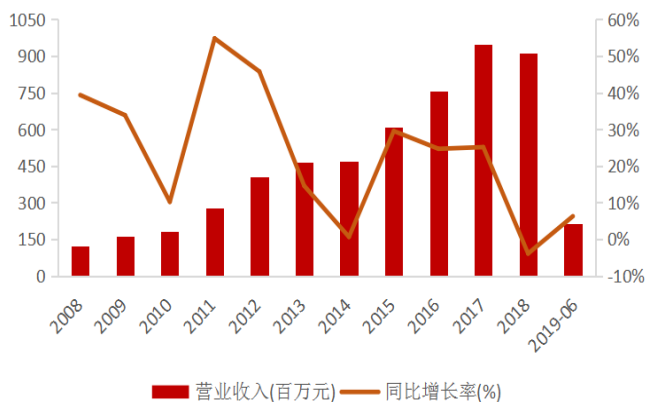
图 2：公司 2019 半年度主营业务毛利情况



数据来源：wind，西南证券整理

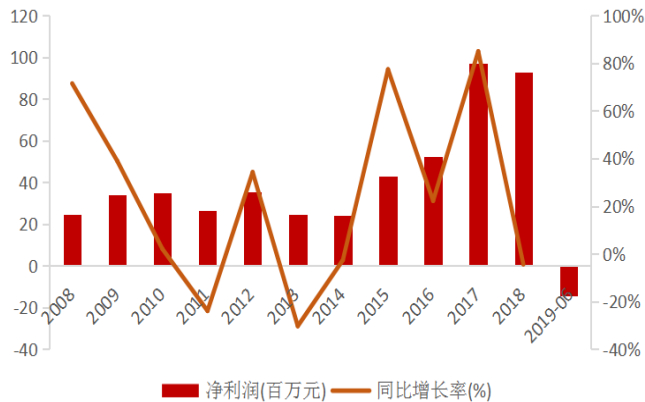
公司业绩状况：根据 2019 年度业绩快报，公司实现营业总收入 11.5 亿元，比上年同期增长 26.8%；营业利润 0.9 亿元，比上年同期下降 6.2%；归属于上市公司股东的净利润 1 亿元，比上年同期增长 40.1%。主要原因系公司加大市场营销力度，主推杂交水稻品种市场表现良好；同时收购荃银科技、皖农种业两家子公司少数股东权益所致。

图 3：公司 2008 年以来营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：公司 2008 年以来净利润及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

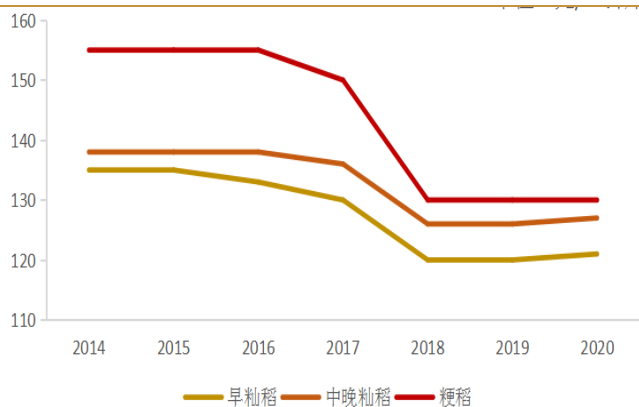
2 行业分析：国内农产品具备价格上涨环境

2.1 国内水稻价格有望迎来上涨

过去几年国内水稻价格呈现下跌趋势，主要有两方面压制因素：

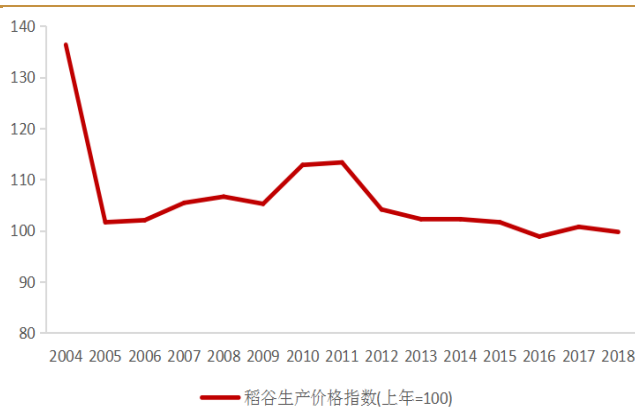
国内水稻价格受最低收购价政策导向明显。为稳定粮食生产、引导市场粮价及增加农民收入，我国在 2004 年首次出台了水稻最低收购价格政策，随后一直实行，是国家对粮食市场进行宏观调控的重要手段，有效地规避了粮食生产巨幅波动并保障了我国的粮食安全。而 2014 年来，水稻最低收购价多呈下降走势，2017-2018 年有明显的下滑，水稻的价格也受此影响较为低迷。

图 5：2014 年来稻谷最低收购价走势



数据来源：wind，西南证券整理

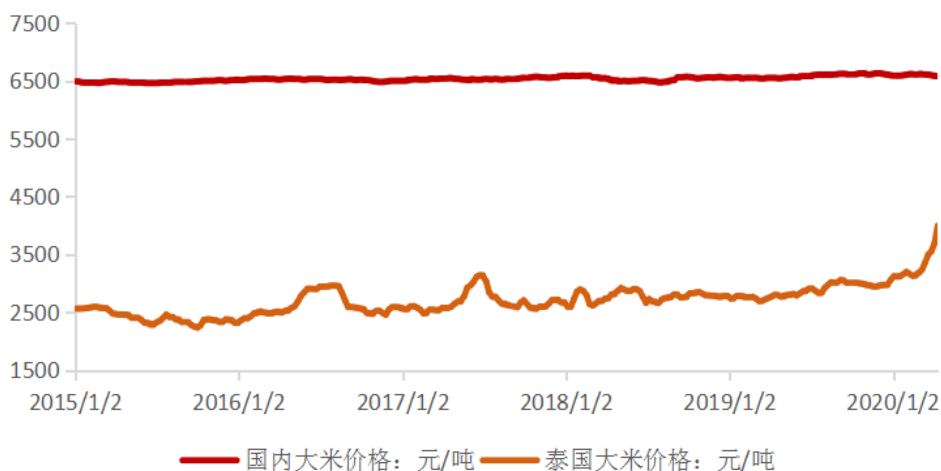
图 6：稻谷生产价格指数（上年=100）



数据来源：wind，西南证券整理

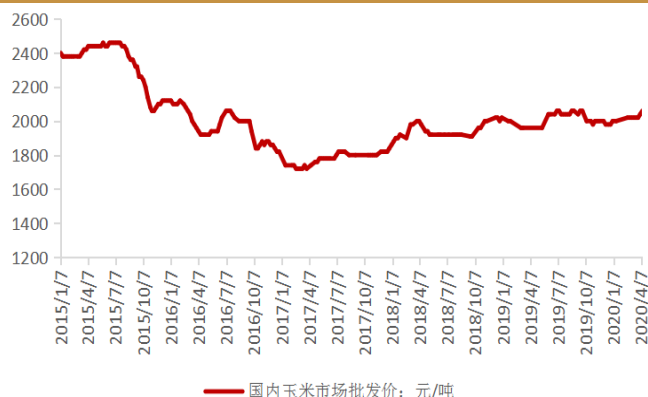
全球农产品价格受转基因和机械化种植影响，价格低于国内农产品。从大米、玉米、大豆等农产品的价格及走势可以看出，国内农产品价格普遍高于国外，主要因为国际上（如美国、巴西等国）农业种植业的机械化水平普遍更高，转基因作物种植渗透范围更广，具备低价优势。

图 7：国内与国际市场大米的价格对比



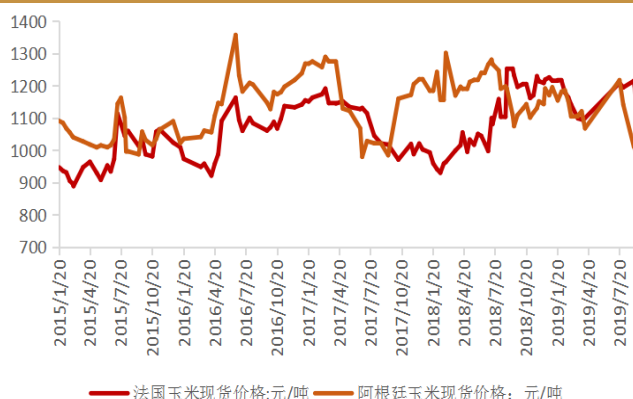
数据来源：wind，西南证券整理

图 8：国内市场玉米批发价格



数据来源：wind，西南证券整理

图 9：国际市场玉米现货价格



数据来源：wind，西南证券整理

图 10：国内市场大豆平均价格



数据来源：wind，西南证券整理

图 11：国际市场大豆现货价格



数据来源：wind，西南证券整理

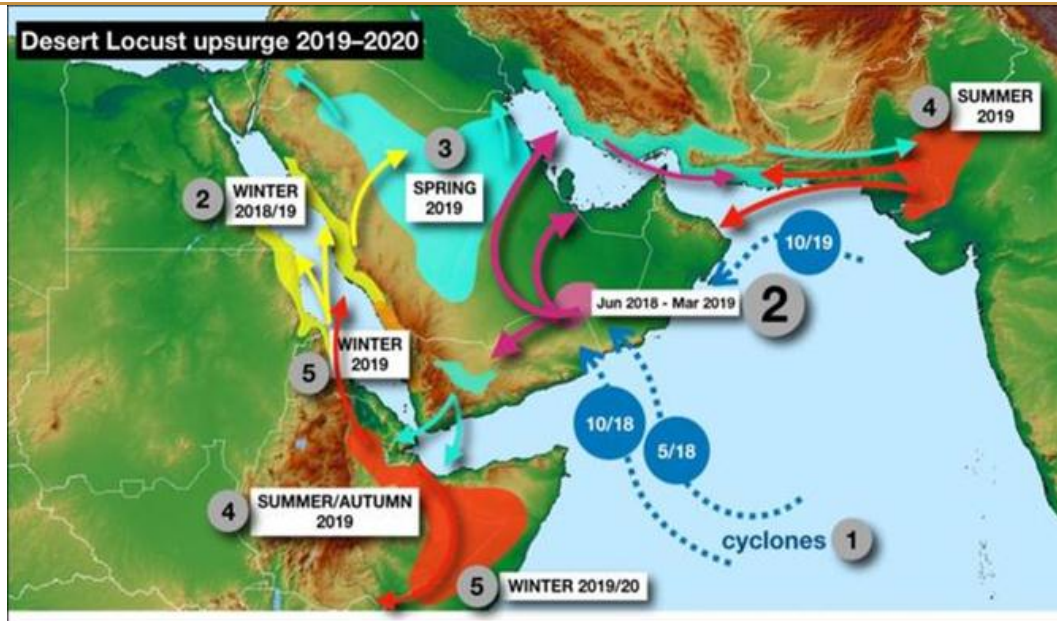
反观今年，由于受到新冠疫情影响导致居民屯粮情绪出现，另外蝗虫灾情也对全年农产品价格产生催涨影响。

此次蝗灾从去年 12 月起，蝗虫在东非地区就开始不断蔓延。当前蝗虫影响区域主要集中在环阿拉伯海沿线，除毛里塔尼亚和摩洛哥等地区有蝗虫情况报道外，西非整体影响较小，**虫灾影响主要分布在东非和中西部地区**。从蝗虫的飞行路径来看，印度-东南亚-巴基斯坦-新疆-我国南方（云南、贵州、广西）。

蝗虫飞入中国所经过这些地区是水稻、白糖、棉花、橡胶的主产区。玉米、小麦、水稻等都是蝗虫喜爱等食物。农产品的大行情往往是由供给端驱动的，受灾主要地区印度等地，从进口角度看，棉花、糖和小麦、大麦、稻米、玉米和花生占比较高，这些品种都是受影响较大的品种。综上，我们判断沙漠蝗虫灾害可能导致印度等地水稻、棉花、糖和小麦等农产品造成很大等影响。

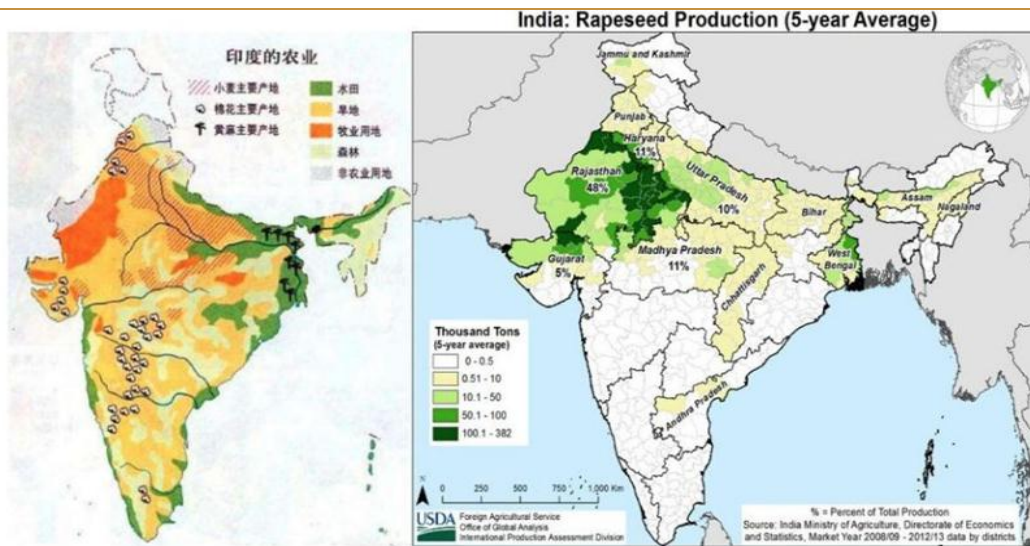
从目前来看，此次蝗灾对国内农产品影响可能性较小。由于非洲蝗虫对低温耐受程度低，而传入我国云南的途径中需要穿过低温山脉，因此进入我国的可能性较低。但对已经受到蝗虫影响的印度、巴基斯坦等国家来看，对全球农产品价格或将有催化。印度和巴基斯坦占全球水稻出口量 33% 和 9%。另外，目前蝗虫处于繁殖阶段，下一波预计在 5-6 月份开始迁徙，或有可能产生进一步灾害影响。

图 12: 蝗灾迁徙路径



数据来源: 联合国粮农组织, 西南证券整理

图 13: 印度的作物种植区分布和菜籽种植比例



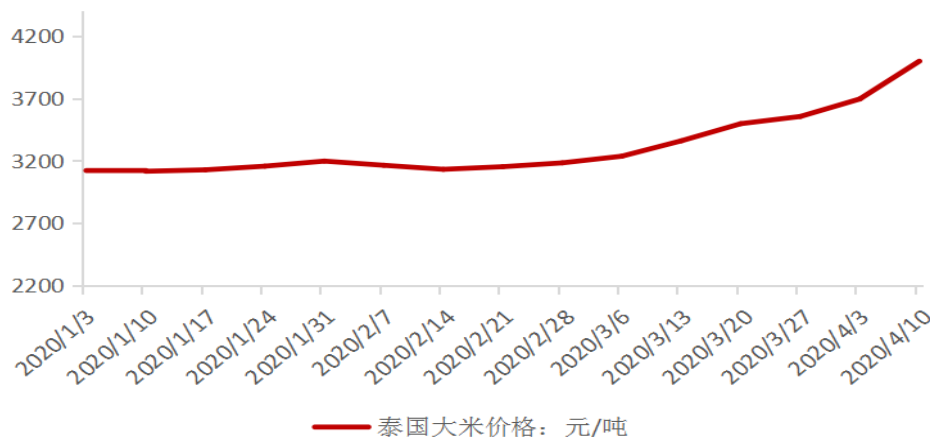
印度的作物种植区分布和菜籽种植比例

牛钱网

数据来源: 新浪财经, 西南证券整理

在新冠疫情和蝗虫灾情的影响下, 各国均推出相应一系列措施应对。2020 年 2 月 28 日, 国家有关部门发布通知 2020 年稻谷收购政策, 早籼稻、中晚籼稻和粳稻最低收购价分别为每 50 公斤 121 元、127 元、130 元。除粳稻保持价格平稳外, 早、中晚籼稻均比去年价格上涨 0.01 元/斤, 为 2014 年以来首次上涨。

图 14: 国际市场大米的价格



数据来源: wind, 西南证券整理

而全球来看, 越南、埃及、哈萨克斯坦等多国宣布禁止农产品出口, 情绪面上有屯粮恐慌情绪, 造成全球农产品价格上涨明显。且目前爆发国以发达国家为主, 都为粮食进口国, 若后期疫情蔓延导致粮食出口国受影响, 或有可能进一步催化。

基于以上观点, 我们认为过去对国内水稻价格上涨形成制约的两项因素在今年都有一定程度的催涨变化, 对今年国内农产品涨价能够形成有力支撑。

2.2 农民需求转变, 产量需求转变为质量需求

从我国过去的水稻发展历程来看, 水稻在各个时间阶段的需求方向不同, 种植户的偏好发生了持续而显著的变化, 主要可分为三个阶段:

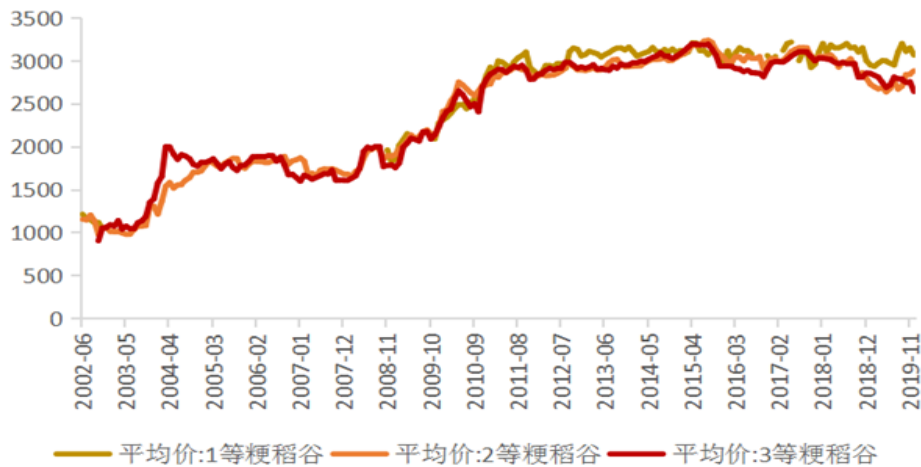
2015 年前, 产量>米质: 稻米价格整体统一, 病虫害问题不严重, 种植户主要追求的是高产, 因此产量是第一位的, 其次是保证产量的抗性, 最后才是米质。

2015-18 年, 仍然是产量>米质, 但稻米价格开始分化, 稻瘟病等是农民亟需解决的问题, 种植户主要追求的是稳产, 因此抗性是第一位的。

2019 年之后, 米质>产量: 稻谷价格将更加分化, 优质米价格一路向上, 低质米价格原地不动, 病虫害问题趋缓, 种植户主要追求的是优质, 因此米质是第一位的, 其次是保证整体量的抗性, 最后才是产量。

可以看到, 从 2017-2018 种植季开始, 我国优质米和普通米就已经产生了价格背离。自 2019 年之后背离程度愈发明显, 在整体水稻价格下跌的过程中, 优质米的价格涨幅明显, 明确标志着我国对口粮类农产品的需求已经发生转变, 未来的主要需求方向由产量、抗性转变为米质需求, 未来对优质米种子的需求将迅速扩大。

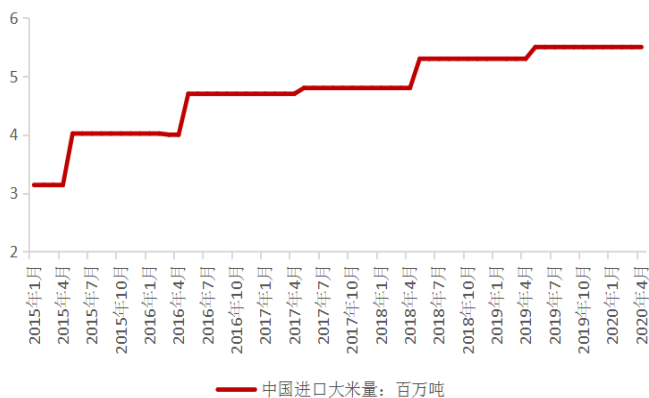
图 15: 不同等级的粳稻需求



数据来源: wind, 西南证券整理

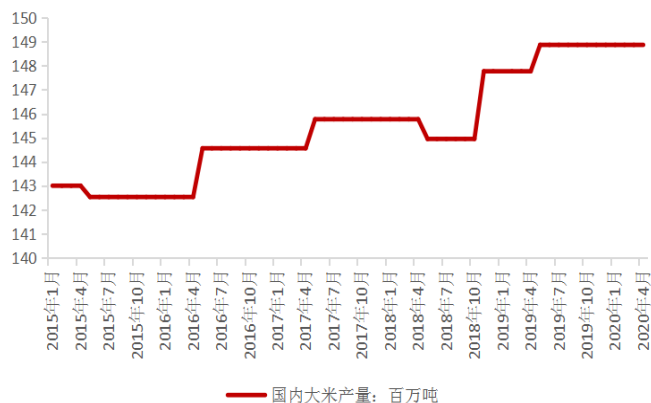
目前我国大米进口比例仅为约 3-4%，但全部为优质粳稻米。加之印度、巴基斯坦等国家受到非洲蝗虫灾情影响，5-6 月或迎来第二波侵袭，且全球新冠疫情爆发主要在农产品进口国国家，未来若在印度、泰国等农产品出口国爆发，优质米供给或进一步缩减。

图 16: 中国进口大米量



数据来源: Wind, 西南证券整理

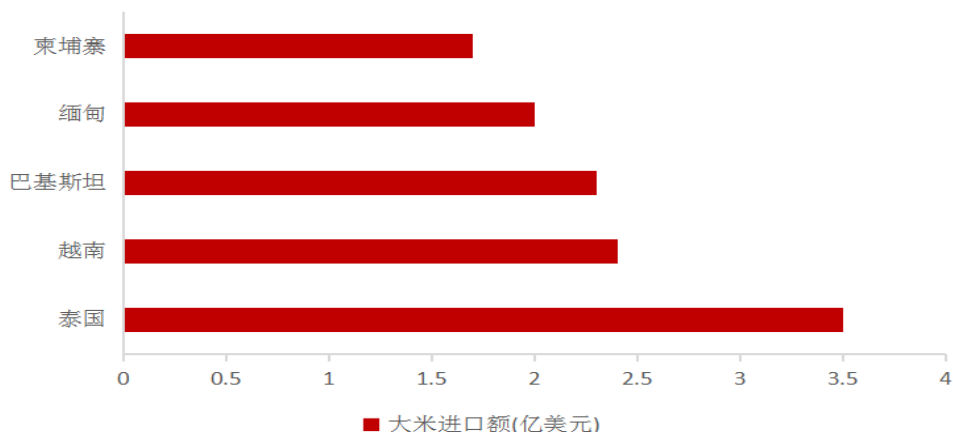
图 17: 国内大米产量



数据来源: Wind, 西南证券整理

国内整体粮食安全无忧，但优质米或有可能出现结构性短缺。农民需求转变叠加疫情灾情催化或有可能对优质米种子品种提供涨价动力。此外，目前全球新冠疫情肆虐，越南、埃及、哈萨克斯坦等国家相继宣布禁止部分农产品出口，其中越南占我国大米进口额第二位。2019 年我国大米进口金额排名前五的是泰国、越南、巴基斯坦、缅甸和柬埔寨，2019 年进口额分别为 3.5 亿、2.4 亿、2.3 亿、2.0 亿和 1.7 亿美元。综上所述，我们认为国内水稻，尤其是优质水稻已到了拐点向上位置，将直接拉动优质米质的水稻种子需求量上涨。

图 18: 2019 年中国水稻进口额前五国家



数据来源: 华经产业研究院, 西南证券整理

由于我国国审评定数据为经过两年区试验的大田数据, 我们认为具有非常良好的参考性。根据我国国审评定数据可以看出, 2015 年前的杂交稻主力品种, 普遍存在米质较低、抗稻瘟病能力差、亩产较低问题, 这一时期杂交稻整体市场劣质品种区分不明显, 品种广适性较差, 行业集中度较低。

2015 年之后行业开启品种换代, 是以行业龙头隆平为代表的, 荃银和大北农跟随其后。2016-18 年国审品种中, 隆平的抗稻瘟病能力突出, 解决了困扰杂交稻的问题, 产量有大幅提升、米质有小幅提升, 各家主力品种企业市占率快速提升。

2019 年, 荃银品种米质表现优异 (主力在 1-2 级, 一般在 3 级), 而其他指标也领先行业。就抗性而言与其他主力品种相比略有劣势, 但差距非常微小。整体而言, 荃银产品米质优势明显, 而抗性略有不足, 其优势符合未来居民消费习惯升级趋势。

基于以上, 我们认为在优质米需求上升的市场环境下, 荃银的产品更受到市场认可, 市占率有望快速提升。

表 1: 2019 年国审水稻种中荃银高科部分品种性能

品种名称	品种来源	生育期	亩产	米质	稻瘟	白叶枯	褐飞虱
银两优 851	2148S×YR851	117.9	578.97	1.0	3.6	5.0	9.0
Q 两优 851	全 151S×YR851	133.0	634.39	3.0	3.1	7.0	9.0
Q 两优丝苗	全 151S×五山丝苗	132.0	634.83	3.0	2.8	7.0	9.0
荃优 220	荃 9311A×苏恢 220	133.2	628.34	3.0	3.7	9.0	9.0
荃优华占	荃 9311A×华占	128.7	541.19	3.0	2.7	9.0	7.0

数据来源: 中国水稻研究所, 西南证券整理

而从未来水稻种子的竞争格局来看, 我们认为未来有望由过去分散市场逐渐走向集中度提升的道路。

一是品种的格局: 虽然品种数量不断增多, 但由于优质优价的进一步体现, 以及换代品种打通从产量到抗性到米质的全面优势, 且广适性大幅提升, 未来优势品种将加速推广, 大品种有望重新出现, 改变过去水稻品种分散、推广难度大的格局。

二是企业竞争格局：品种井喷背景下，拖未来转基因商业化顺利放开后，优势品种的优点将被进一步放大。另外，种子管理办法逐步推进，未来修饰性种子将禁止销售，一般企业将在红海中挣扎，市场不断萎缩，中大种子企业如没有好品种，也会慢慢衰落，因此预计未来企业退出市场将加速，留下极少数企业分享市场。

三是一体化、国际化格局：随着央企集团的深度介入，将呈现加速的趋势，一方面未来种子育繁推将结合农资销售、技术服务、订单农业等多方面联合推进，另一方面国际资源的联动将大大加速，国内企业有望向种子、农资化药、技术服务综合性企业转型。

2.3 玉米迎来拐点向上，景气度有望提升

首先，受虫灾影响，玉米供给或缩减。自 2016 年开始，国家首次在中央一号文件中提出调减非优势区玉米种植面积，鼓励种植大豆、花生等农作物。之后每年的中央一号文件中，都继续提到要继续调减玉米种植面积，且加快消化玉米等库存。玉米种植面积和价格双双下行，导致玉米种植景气度低迷。从《2019 年种植业工作重点》中看，国家政策对玉米态度有所转变，从继续调减改为稳定玉米生产，巩固玉米结构调整结构。我们预计 2020 年来时，我国玉米种植面积有望保持稳定，景气度有望迎来拐点向上。

表 2：近年来关于玉米种植调整政策变化

文件	重点内容
《2016 年中央一号文件》	“7...启动实施种植业结构调整规划，稳定水稻和小麦生产，适当 调减非优势区玉米种植 ...” “22...按照市场定价、价补分离的原则，积极稳妥推进玉米收储制度改革，在使玉米价格反映市场供求关系的同时，综合考虑农民合理收益、财政承受能力、产业链协调发展等因素， 建立玉米生产者补贴制度 ...”
《2017 年中央一号文件》	“1...粮食作物要稳定水稻、小麦生产，确保口粮绝对安全，重点发展优质稻米和强筋弱筋小麦， 继续调减非优势区籽粒玉米 ，增加优质食用大豆、薯类、杂粮杂豆等...” “2...发展规模高效养殖业。稳定生猪生产，优化南方水网地区生猪养殖区域布局，引导产能向环境容量大的地区和玉米主产区转移...” “26...坚定推进玉米市场定价、价补分离改革，健全生产者补贴制度，鼓励多元市场主体入市收购，防止出现卖粮难。采取综合措施促进过腹转化、加工转化，多渠道拓展消费需求， 加快消化玉米等库存 ...”
《2018 年中央一号文件》	“（四）...通过完善拍卖机制、定向销售、包干销售等， 加快消化政策性粮食库存 ...”
《2019 年种植业工作要点》	“...将稻谷、小麦作为必保品种，稳定玉米生产，确保谷物基本自给、口粮绝对安全...” “1...完善稻谷、小麦最低收购价，玉米、大豆生产者补贴政策,更好发挥市场机制作用...” “2...力争全年大豆和油料面积增加 500 万亩以上...” “9...巩固非优势区玉米结构调整成果...”

数据来源：农业部，西南证券整理

根据数据显示，2018 年我国玉米播种面积继 2017 年之后继续下降，已经达到相对低点。经过这两年的行业调整，不少小企业亏损严重。考虑到保护农民收益，预测明年制种面积不会继续减少。

图 19: 玉米播种面积及增速 (千公顷)



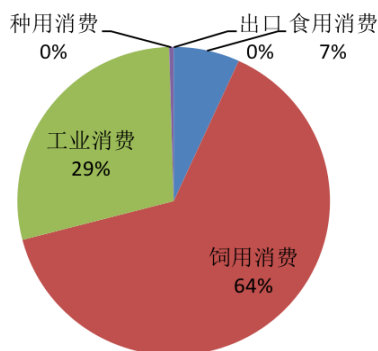
数据来源: wind, 西南证券整理

从供给端看，2020 年或将受到草地贪夜蛾的影响，导致玉米减产，预计 2020 年春季后将可能进入全面爆发危害阶段。草地贪夜蛾具有能吃、能飞、能生、难防四大特点，草地贪夜蛾一次起飞如果没有合适的地方降落，可以在空中飞行 500-1000 公里。目前，进入中国的草地贪夜蛾均为玉米型，不会对水稻造成危害。草地贪夜蛾对大多数农药均有抗性，仅氯虫苯甲酰胺等少数效果较好。

草地贪夜蛾在迁飞过渡区如不能得到很好控制，一旦大量迁入重点防范区，发生面积和危害程度将明显提升。正常情况下，参考海外经验草地贪夜蛾或可以造成 20% 的玉米减产，从目前看农业部及各地防控意识较强，因此我们预计 2020 年我国玉米减产幅度有望控制在 5% 以内。

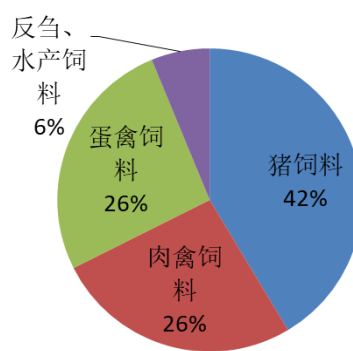
从需求端看，玉米需求或快速增长。国内玉米消费结构中，整体饲料消费占比约 64%，工业消费占 29%，其余为食用消费、出口和种用消费。而根据农产品期货网数据来看，2019 年由于我国爆发非洲猪瘟致使生猪养殖行业受损，整体饲用玉米消费结构发生变化。蛋禽、肉禽饲料消费占 52%，猪用玉米饲料消费占比为 42%。

图 20: 玉米总体消费结构



数据来源: 卓创资讯, 农产品期货网, 西南证券整理

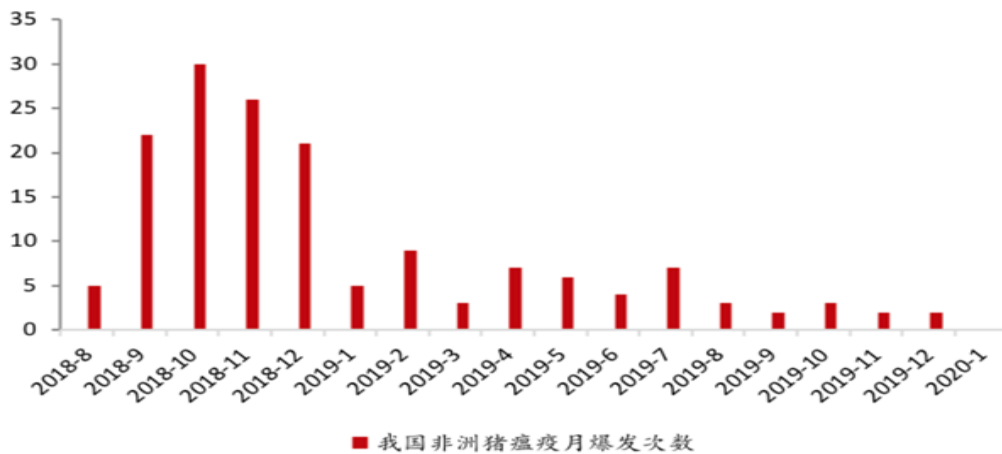
图 21: 饲用玉米消费结构



数据来源: 农产品期货网, 西南证券整理

从我国生猪养殖角度看，2020 年需求有望一定程度恢复。在经过 2019 年一年的猪瘟疫情影响后，我国养殖密度有所下降，且防范手段不断进步，非洲猪瘟疫情发生频率趋于平稳。2018 年 8 月 3 日，我国首例非洲猪瘟疫情在辽宁沈阳暴发，至今已发生 18 个月，2018 年 5 个月发生 99 起，2019 年发生 63 起，除 4 月之外，其他 11 个月的疫情发生数都保持在个位数，2020 年 1 月还出现零疫情，同时全国 162 起非洲猪瘟疫区全部解锁。根据官方公布数据统计。考虑到非洲猪瘟发生频次开始降低，预计 2020 年养殖意愿或有所恢复。

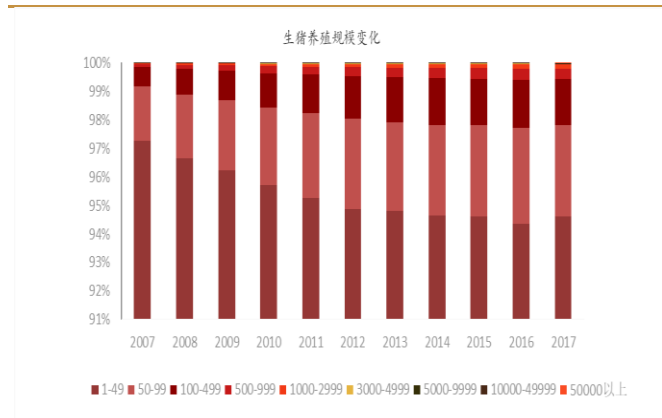
图 22：我国非洲猪瘟月爆发次数



数据来源：大畜牧，西南证券整理

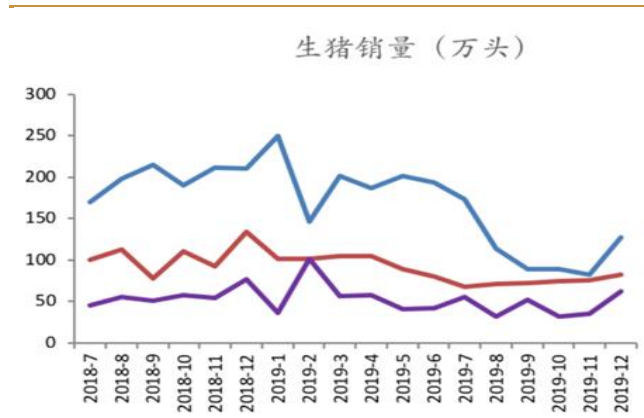
近些年来，大型养殖场凭借资金优势及政策补贴优势迅速扩张，2016 年第三次全国农业普查结果显示，规模化生猪养殖存栏占比为 62.9%，规模化家禽养殖存栏占比达到 73.9%。

图 23：生猪养殖规模变化图（头）



数据来源：wind，西南证券整理

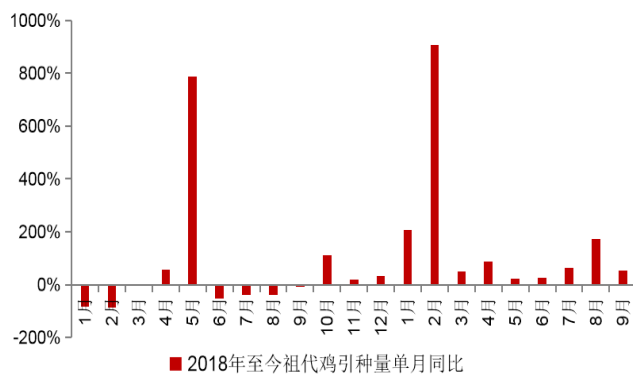
图 24：温氏股份、牧原股份及正邦科技的生猪销售数据



数据来源：公司公告，西南证券整理

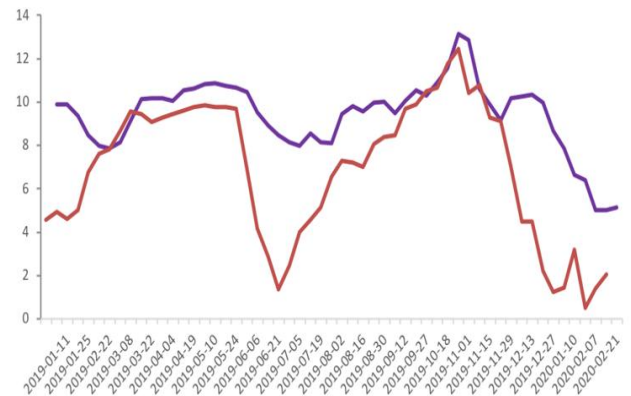
从禽类养殖来看，预计 2020 年养殖量将继续保持高增长。2018 年 10 月份祖代鸡引种量同比翻倍，后续一直保持 50% 以上的累计同比增幅。从白羽鸡、鸡苗价来看，价格有上升趋势。截止至 2020 年 2 月 28 日，白羽肉鸡主产区均价 6.6 元，环比增长 28.2%。肉鸡苗主产区均价 3.7 元，环比增长 80.5%。2019 年 12 月肉禽养殖利润同比上升 71.5% 至 1886.5 元/羽，利润上升将会带动销量上升。在引种量、价格、利润利好的趋势下，预计养殖户将会增加肉禽存栏量。2019/20 白羽鸡饲用玉米需求将有上升的可能，肉禽饲用需求将显著增长。

图 25: 白羽鸡 2018 年至今祖代鸡引种量单月同比



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 26: 白羽鸡和鸡苗价走势

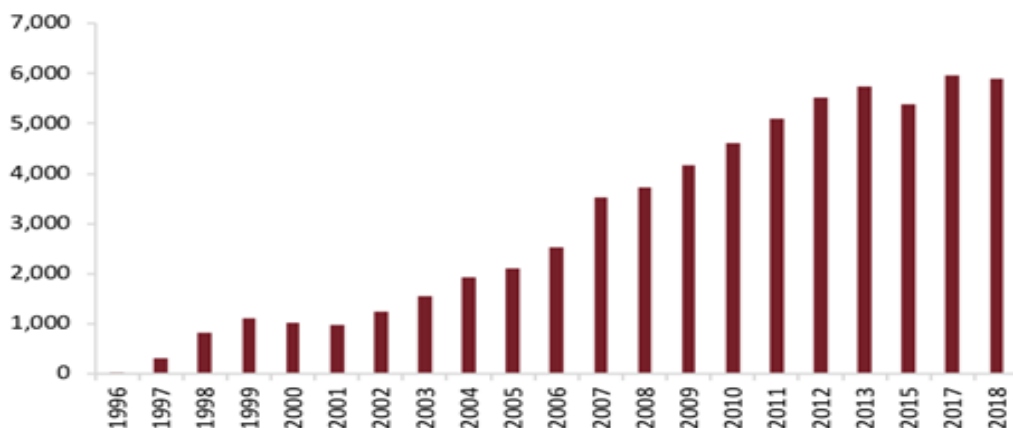


数据来源: Wind, 西南证券整理

从转基因政策背景来看,国内转基因政策取得了新突破,未来玉米种业市场规模有望提升。2019 年 12 月 30 日,农业农村部科技教育司发布了《关于慈 KJH83 等 192 个转基因植物品种命名的公示》。此次获批的 2 个玉米品种为北京大北农生物技术有限公司的 DBN9936 抗虫耐除草剂玉米,以及杭州瑞丰生物科技有限公司和浙江大学的双抗 12-5 玉米,适宜生态区域均为北方春玉米区,约对应 2-2.5 亿亩的种植面积,相当于国内玉米总种植面积的 1/2。如顺利商业化,凭借着抗虫等性状优势,转基因玉米有望在北方春玉米区快速抢占市场份额。

据种子和农药咨询公司 PhilipsMcDougall 数据,2018 年在全球 379 亿美元种子市场中,转基因种子比重达 55%,其中五大转基因种植国家的种植面积占比近 9 成,平均应用率也已接近饱和,中国占比仅 1.51%,市场空间庞大。

图 27: 全球转基因玉米种植面积 (万公顷)



数据来源: Wind, 西南证券整理

由此,转基因的商业化将改变目前国内种子市场竞争格局:种子企业将被迫转型种子、农资、化药一体的综合性企业,转基因种子需配套化药等销售模式将成为主流。以目前国内情况来看,我国转基因技术相比美国差距不大,但在配套销售的模式上仍然经验不足,而先正达的玉米转基因技术领先国内,荃银高科在与先正达的对接过程中,将形成明显的先发优势。

3 安徽省农业产业化龙头企业，种子综合实力强

公司是首批获农业部颁证的农作物种子“育繁推一体化”企业、国家高新技术企业、安徽省农业产业化龙头企业，是农业部和地方政府重点支持的种业企业之一，被中国种子协会认定为“中国种业信用明星企业”。公司农作物种子综合实力居全国第三位，其中杂交水稻种子业务居全国第二位，海外业务居国内同行业前列，是我国籼型两系超级稻种子的主要供应商之一。公司销售区域覆盖华东、华中、华北、东北、西南、西北等国内主要农作物种植区域及东南亚、南亚、非洲等境外地区。

图 28：公司销售网络图



数据来源：公司公告，西南证券整理

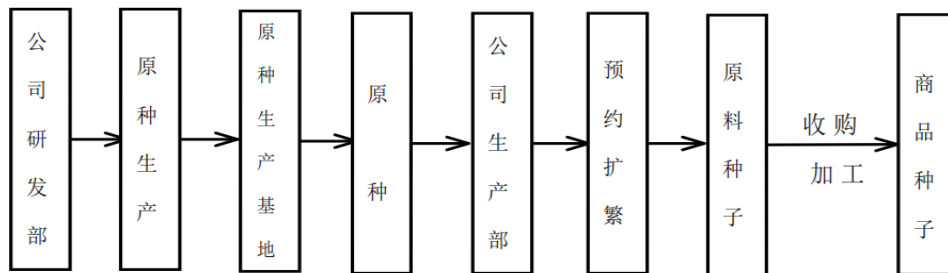
公司发展经历了 3 个阶段：2015 年之前，公司主要是研发品种、积累资源；2015-18 年，公司国审获批了大量优势品种，跟随行业品种更新换代，开始显著增长，建立一定的品牌影响力；2019 年开始，公司迎来中化集团入主，品种优势已经居于行业首位，且优势品种推广 3-5 年后建立起较强品牌力，根据公司 5 年战略规划目标，未来将争取进入全球种业前 10。

我们认为公司主要有以下几个核心竞争优势：

(1) 科研创新优势显著。品种研发是种企的核心竞争力所在，持续的科研创新能力是企业可持续发展的决定性因素。公司在成立之初即制定了“科技先行”的发展战略，经过十几年的实践与积累，已在科研人才、创新平台、校企合作、资源与成果等方面形成了独特的竞争优势，为公司长期稳定发展提供了坚实的科技支撑。截至报告期末，公司科研人员 158 人，占总人数的 22.1%，形成了一支稳定的高素质研发团队；同时，公司初步拥有了国家级、省级、市级多层次创新平台体系，为研发创新能力的提升提供了坚实基础。

并且，经过科研人员不断的搜集、筛选、鉴别与创新，公司储备了较为丰富的种质资源，先后取得 9 项发明专利、58 项植物新品种权，育成并通过专家技术鉴定的三系和两系不育系共计 14 个。截至本报告期末，公司拥有自主或合作选育的水稻品种共计 129 个（国审品种 57 个），玉米品种 41 个（国审 4 个），小麦品种 2 个，棉花品种 6 个（国审品种 2 个），油菜品种 4 个，还选育了一批优质南瓜、西瓜、甜瓜新品种。

图 29：公司育种流程图



数据来源：公司公告，西南证券整理

(2) 公司育种处于市场第一梯队。父本为行业公用的 9311，而荃银的母本荃 9311A（荃优系列）显示出了强大的配合力，和广系、湖北、江西、安徽、四川等各地地方品种均组配效果好，米质、产量均领先全行业，大部分品种抗性很强。此亲本优势从 2015 年持续至 2019 年，未来 3 年势头仍好。而隆平的母本整体表现未有突出优势，除了其中母本为晶 4155s 的晶两优系品种米质相对较好。

2019 年荃银新品系银两优、Q 两优系列亲本优势仍显著，亲本 2148s（银）采用粳型农垦、广系优质籼稻、籼型常规稻等杂交，均为 1 级米，生育期短、抗性较好，亲本 151s（Q）是从原两优亲本 1892s 回交改良，其品种产量、抗性均具优势。2019 年隆平国审品种中，虽品种较多，但只有隆晶优系列、韵两优系列有较高潜力，其他品系表现一般。银两优和隆晶优相比，前者米质更优、生育期更短、抗性略差。Q 两优和韵两优相比，前者抗性更优、其他基本相同。无论新老亲本，荃银均表现优异。

(3) 国内国外同步发展。公司一直坚持“内外并举”的发展战略，在国内主要农作物种植区域积极布局，不断扩大市场份额，同时还在农作物种子出口、海外农业技术开发与服务、海外新品种试验与推广、本地化运营推进等方面积极拓展，积累了丰富的经验，取得了显著成绩。随着央企集团的深度介入，国际资源的联动将大大加速，公司五年规划提出荃银高科做到全球前十，未来将以荃银的优势水稻走向全球。

4 盈利预测与估值

关键假设：

- 1) 考虑整体水稻种植景气度快速提升，且优质米需求快速增长。我们预计公司 2019-2021 年水稻业务销售量增速为 28%、35%、30% 的增长。
- 2) 公司其他业务中包含粮食作物、农资化肥等业务，考虑国内整体种植的景气度提升，相应使用量将呈现上升趋势，我们预计公司 2019-2021 年其他业务销量增速为 27%、20%、20%。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表：

表 3：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
水稻	收入	619.62	793.11	1,070.70	1,391.91
	增速	11.27%	28.00%	35.00%	30.00%
	毛利率	49.69%	43.00%	47.00%	48.00%
玉米	收入	102.61	118.00	141.60	169.92
	增速	37.55%	15.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	42.62%	40.00%	42.00%	43.00%
其他业务	收入	188.08	238.86	286.63	343.96
	增速	-40.48%	27.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	21.52%	17.00%	18.00%	19.00%
	毛利率	-0.79%	1.00%	1.00%	1.00%
合计	收入	910.3	1,150.0	1,498.9	1,905.8
	增速	-3.92%	26.33%	30.35%	27.14%
	毛利率	43.07%	37.29%	40.98%	42.32%

数据来源：公司公告，西南证券

表 4：可比公司盈利预测相对估值

代码	简称	股价（元） 2020/04/17	每股收益（元）			市盈率		
			19A	20E	21E	18A	19E	20E
000998	隆平高科	15.88	-	0.36	0.53	-	45.7	31.02

数据来源：wind，西南证券整理

预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.22 元、0.47 元、0.69 元，对应 PE 分别为 57 倍、26 倍和 18 倍。同行业 2020 年平均 PE 为 31 倍，但考虑公司目前水稻种子米质优势明显，给予公司 2020 年 37 倍 PE，目标价 17.39 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

5 风险提示

农产品涨价或不及预期、疫情影响农民耕种热情或不及预期、天气情况或不及预期。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	910.32	1149.98	1498.95	1905.81	净利润	92.65	86.03	192.97	284.30
营业成本	517.89	721.14	884.65	1099.27	折旧与摊销	40.71	33.58	33.58	33.58
营业税金及附加	4.80	7.13	9.40	11.60	财务费用	-3.69	0.88	5.88	12.04
销售费用	166.40	209.30	239.83	304.93	资产减值损失	10.56	0.00	0.00	0.00
管理费用	88.87	126.50	164.88	190.58	经营营运资本变动	15.36	-212.00	-72.63	-113.31
财务费用	-3.69	0.88	5.88	12.04	其他	-9.92	-1.07	-9.07	-9.84
资产减值损失	10.56	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	145.68	-92.58	150.73	206.76
投资收益	7.59	7.80	8.50	9.00	资本支出	-19.29	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-69.93	28.57	5.21	7.84
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-89.22	28.57	5.21	7.84
营业利润	98.03	92.84	202.80	296.40	短期借款	-1.00	227.17	89.15	139.03
其他非经营损益	-4.03	-4.16	-4.27	-4.42	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	94.00	88.68	198.52	291.98	股权融资	39.09	0.00	0.00	0.00
所得税	1.35	2.65	5.56	7.69	支付股利	-42.23	-46.19	-64.73	-138.17
净利润	92.65	86.03	192.97	284.30	其他	-0.18	-0.95	-5.88	-12.04
少数股东损益	24.33	-9.70	-11.40	-14.20	筹资活动现金流净额	-4.32	180.03	18.54	-11.18
归属母公司股东净利润	68.32	95.73	204.37	298.50	现金流量净额	51.96	116.02	174.48	203.43
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	财务分析指标	2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	458.97	574.99	749.47	952.90	成长能力				
应收和预付款项	115.76	141.73	184.88	234.49	销售收入增长率	-3.92%	26.33%	30.35%	27.14%
存货	661.98	925.75	1143.95	1430.43	营业利润增长率	-6.59%	-5.29%	118.44%	46.16%
其他流动资产	234.92	296.77	386.82	491.82	净利润增长率	-4.40%	-7.15%	124.30%	47.33%
长期股权投资	0.40	0.40	0.40	0.40	EBITDA 增长率	-2.77%	-5.74%	90.31%	41.18%
投资性房地产	55.23	34.46	37.74	38.90	获利能力				
固定资产和在建工程	210.37	181.10	151.84	122.57	毛利率	43.11%	37.29%	40.98%	42.32%
无形资产和开发支出	132.00	128.88	125.76	122.63	三费率	27.64%	29.28%	27.39%	26.63%
其他非流动资产	36.55	35.36	34.18	32.99	净利率	10.18%	7.48%	12.87%	14.92%
资产总计	1906.18	2319.45	2815.03	3427.14	ROE	8.78%	7.86%	15.77%	20.76%
短期借款	5.00	232.17	321.32	460.36	ROA	4.86%	3.71%	6.85%	8.30%
应付和预收款项	759.11	896.45	1160.05	1467.91	ROIC	9.43%	8.10%	14.74%	18.46%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	14.84%	11.07%	16.16%	17.95%
其他负债	86.79	95.78	110.37	129.46	营运能力				
负债合计	850.90	1224.40	1591.75	2057.73	总资产周转率	0.52	0.54	0.58	0.61
股本	430.33	430.33	430.33	430.33	固定资产周转率	4.42	5.88	9.00	13.89
资本公积	169.96	169.96	169.96	169.96	应收账款周转率	11.62	12.79	13.23	13.01
留存收益	200.35	249.89	389.53	549.85	存货周转率	0.85	0.87	0.83	0.83
归属母公司股东权益	800.71	850.18	989.82	1150.14	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	110.92%	—	—	—
少数股东权益	254.56	244.86	233.46	219.26	资本结构				
股东权益合计	1055.27	1095.04	1223.28	1369.41	资产负债率	44.64%	52.79%	56.54%	60.04%
负债和股东权益合计	1906.18	2319.45	2815.03	3427.14	带息债务/总负债	0.59%	18.96%	20.19%	22.37%
					流动比率	1.81	1.63	1.59	1.54
					速动比率	1.00	0.85	0.85	0.83
					股利支付率	61.81%	48.25%	31.67%	46.29%
					每股指标				
					每股收益	0.16	0.22	0.47	0.69
					每股净资产	2.45	2.54	2.84	3.18
					每股经营现金	0.34	-0.22	0.35	0.48
					每股股利	0.10	0.11	0.15	0.32
业绩和估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	135.05	127.30	242.26	342.01					
PE	78.86	56.28	26.36	18.05					
PB	5.11	4.92	4.40	3.93					
PS	5.92	4.69	3.59	2.83					
EV/EBITDA	35.12	38.63	19.90	13.90					
股息率	0.78%	0.86%	1.20%	2.56%					

数据来源: Wind, 西南证券

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn