



行业规范化迎突破, 龙头企业先发优势明显

投资要点

- **投资逻辑:** 1) 玉米去库存工作结束, 当前下游畜禽养殖存栏量高, 玉米作为饲料需求旺盛, 且玉米价格处于高位, 预计种植面积将迎来 3%左右的增长; 2) 种业市场规模大, 但行业集中度不高, CR5 仅为 10%左右, 向头部集中的过程中, 公司有望凭借产品优势扩大市场份额; 3) 国家高度重视粮食安全, 保护并鼓励育种企业进行研发创新, 公司长期坚持拥有技术储备。
- **从供需结构看, 玉米下游需求旺盛, 价格处于高位, 未来供应量有望提升, 种植景气度高。** 2016 年临储政策的取消以及后续玉米种植面积减少的相关政策, 顺利推进玉米去库存工作, 截至 2020 年玉米种植面积为 4126 万公顷, 较 2015 年的峰值减少 371 万公顷, 减少幅度为 8.3%; 生猪以及禽类存栏均处于高位, 截至 2021 年上半年全国生猪存栏量为 4.4 亿头同比增长 29.2%, 2020 年白羽鸡祖代引种量为 100.3 万套, 为近 5 年较高水平, 玉米作为饲料原材料的需求量将随下游养殖量而增加。玉米现货价格虽有回落, 但仍对种植热情有正面影响, 整体来看, 市场对于玉米种子的需求旺盛, 农业农村部预计 2021/22 年度, 中国玉米种植面积为 4267 万公顷, 较上年度增加 1406 千公顷, 增加 3.4%。
- **种业市场规模庞大, 但集中度有待进一步提高, 登海种业作为龙头种业公司将在发展过程中发挥产品质量优势, 扩大市场份额, 提升业绩。** 2016 以后出现库存过剩的情况后, 我国开始了农产品的供给侧改革, 市场整体维持在 1200 亿元左右, 该发展态势于 2019 年迎来拐点。国务院发布的《全国现代农作物种业发展规划(2012-2020 年)》等指导意见与规划, 提高了种业的门槛, 加强种子的市场监管, 截至 2018 年底持有有效种子生产经营许可证的企业数为 5663 家, 相较于 2010 年的 8700 家减少了近 35%。公司是国家最早实施“育繁推一体化”的试点企业, 这是种子企业具备较强市场竞争力和综合实力的重要体现, 登海 605、登海 618 自审定进入市场以来, 在抗病性、高产、抗倒伏、早熟等特征方面均表现优秀, 受到广大农民群众的欢迎, 年销售量不断增长。
- **粮食安全受到国家高度关注, 多项政策明确鼓励育种创新, 保护相关知识产权, 推动育种健康发展; 转基因工作顺利推进, 市场空间大, 公司积极进行合作与技术储备, 若未来商业化可获得先发优势。** 2021 年 7 月中央全面深化改革委员会第二十次会议审议通过的《种业振兴行动方案》是继 1962 年出台《关于加强种子工作的决定》后, 再次对种业发展作出重要部署, 会议指出种业发展仍不牢固, 保障种源自主可控比过去任何时候都紧迫; 为落实中央一号文件有关要求国家农作物品种审定委员会办公室组织修改了国家级玉米、稻品种审定标准, 从而更好地鼓励研发育种; 公司在育种方面拥有丰富地经验并长期坚持, 被纳入国家和农业部重点实验室, 先后获得国家星火一等奖、国家科技进步一等奖、山东省科技进步一等奖等 25 项国家及省部级奖励, 同时在转基因方面于高校进行合作, 假如商业化落地, 争取在行业扩容以及格局重塑的过程中获得高起点。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2021-2023 年 EPS 分别为 0.23 元、0.35 元、0.49 元, 对应动态 PE 分别为 90/61/43 倍, 当前市场估值合理, 首次覆盖, 予以“持有”评级。
- **风险提示:** 出现自然灾害影响粮食产量, 下游对玉米需求不及预期等。

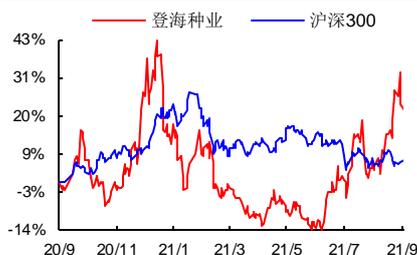
指标/年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	900.74	1073.64	1327.98	1643.92
增长率	9.42%	19.20%	23.69%	23.79%
归属母公司净利润(百万元)	101.96	205.83	306.13	430.96
增长率	145.18%	101.88%	48.73%	40.78%
每股收益 EPS(元)	0.12	0.23	0.35	0.49
净资产收益率 ROE	1.56%	4.80%	6.67%	9.23%
PE	182	90	61	43
PB	5.93	5.63	5.26	4.77

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
联系人: 刘佳宜
电话: 021-68415832
邮箱: liujy@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)	8.80
流通 A 股(亿股)	8.80
52 周内股价区间(元)	14.88-24.8
总市值(亿元)	185.77
总资产(亿元)	36.81
每股净资产(元)	3.37

相关研究

目 录

1 公司概况：玉米种业龙头企业	1
2 供给侧种植热情高，需求量旺盛	2
2.1 多因素影响下种植景气迎拐点	2
2.2 下游养殖存栏带动需求高涨	5
3 种业规范化集中度提升，龙头企业一马当先	6
3.1 政策推动种业健康发展，公司产品丰富优质	6
3.2 鼓励研发创新重知识产权，优质企业迎机遇	9
3.3 转基因逐步推进，公司提前布局	11
4 盈利预测与估值	12
4.1 盈利预测	12
4.2 相对估值	13
5 风险提示	13

图 目 录

图 1: 公司 2021 年 H1 营收结构情况.....	1
图 2: 公司 2021 年 H1 毛利润结构情况.....	1
图 3: 2016-2020H1 公司营业收入及增速.....	1
图 4: 2016-2020H1 公司归母净利润及增速.....	1
图 5: 中国玉米种植划区.....	2
图 6: 东北地区玉米临时收储数量 (单位: 万吨).....	3
图 7: 2008-2015 玉米临储价格 (单位: 元/千克).....	3
图 8: 2000-2020 中国玉米种植面积 (单位: 万公顷).....	4
图 9: 2000-2020 玉米总产量 (单位: 万吨).....	4
图 10: 中国玉米现货价格 (单位: 元/吨).....	5
图 11: 2000-2020 玉米进口情况.....	5
图 12: 2018 年起我国生猪存栏数量变化 (单位: 万头).....	6
图 13: 2010 至 2020 年我国白羽鸡祖代引种数量 (单位: 万套).....	6
图 14: 中国玉米育种大致发展阶段.....	10
图 15: 研发支出及研发费用率 (单位: 百万).....	11
图 16: 研发人员数量及占比 (单位: 人).....	11

表 目 录

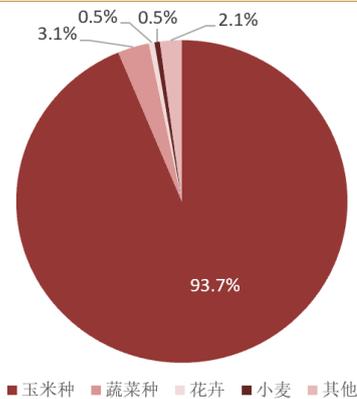
表 1: 育种相关重点政策.....	3
表 2: 临储玉米结转库存情况.....	4
表 3: 中国玉米供需平衡表 (单位: 万吨).....	5
表 4: 近年来种业战略性部署政策.....	7
表 5: 公司重点产品特征.....	8
表 6: 分业务收入及毛利率.....	12
表 7: 可比公司估值.....	13
附表: 财务预测与估值.....	14

1 公司概况：玉米种业龙头企业

2000 年登海种业成立于山东莱州，是玉米种子行业中的龙头企业，注重产品质量，推行品牌战略。公司主要从事农作物新品种选育、许可证规定经营范围内的农作物种子生产、分装、销售，长期致力于玉米育种与高产栽培研究工作，是国内最早实施育繁推一体化的试点企业，现已形成稳定发展的产业模式，符合国家产业发展支持政策的要求。公司与国内大专院校广泛合作，开展转基因、分子标记、单倍体诱导、细胞工程、辐射、航天等高新技术育种研究工作，取得了突出成果。是“国家认定企业技术中心”、“国家玉米工程技术研究中心(山东)”、“国家玉米新品种技术研究推心”和“国家首批创新型试点企业”。

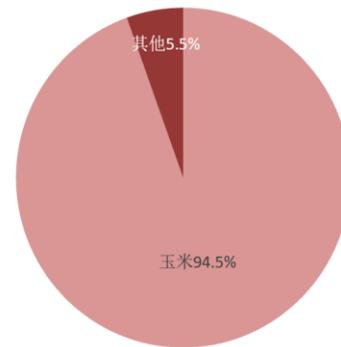
公司主营业务结构：从行业来看，公司营收主要来自于农业，2021 年上半年玉米种子实现营收 3.9 亿元，占比达 93.7%，营收位列第二为蔬菜种，1271 万元占比 3.1%，从毛利得到角度，玉米种子贡献 94.5%，实现毛利 1.6 亿元。2021 年 H1 公司整体毛利率水平为 40.1%，玉米种子毛利率为 40.3%，基本一致。

图 1：公司 2021 年 H1 营收结构情况



数据来源：Wind, 西南证券整理

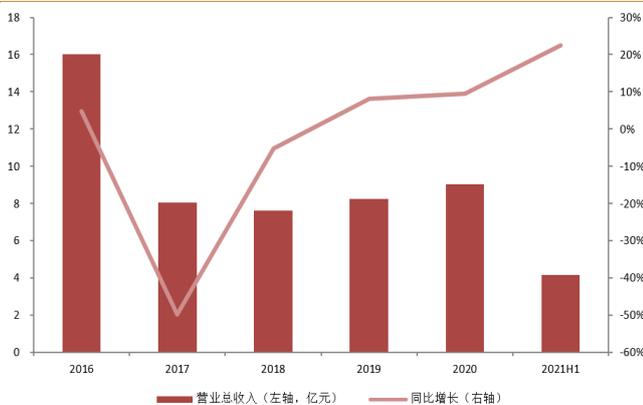
图 2：公司 2021 年 H1 毛利润结构情况



数据来源：Wind, 西南证券整理

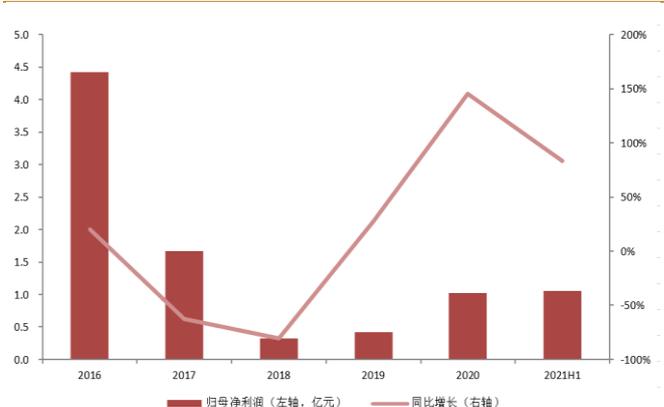
公司业绩状况：2021 年 H1，公司营业收入为 4.1 亿元，同比增长 22.4%，归母净利润为 1 亿元，同比增加 83.5%。2018-2020 年，公司营业收入整体稳中有升，CAGR 为 8.9%，归母净利润 CAGR 为 77%，公司 2017、18 年业绩主要系受玉米种植面积调减市场种植景气度不高的影响，后稳健经营，业绩逐步回升。

图 3：2016-2020H1 公司营业收入及增速



数据来源：公司公告, 西南证券整理

图 4：2016-2020H1 公司归母净利润及增速



数据来源：公司公告, 西南证券整理

2 供给侧种植热情高，需求量旺盛

2.1 多因素影响下种植景气迎拐点

玉米是我国主要农作物之一。根据国民经济和社会发展统计公报的数据显示，2020 年我国粮食作物总产量 6.7 亿吨，其中玉米 2.6 亿吨，占比约为 39%，位列第一，水稻与小麦的产量分别为 2.1 亿吨、1.3 亿吨，占比分别为 31.6%、20%。玉米主要的种植面积纵贯东北至西南，东北、华北北部由于纬度及海拔的原因，基本以一年一熟春玉米为主；黄淮海流域主要种植夏玉米，多为小麦-玉米一年两熟制；秋玉米主要分布在南方沿海各省及内陆地区的丘陵山地，多为一年三熟；冬玉米主要分布在北纬 24° 以南地区，主要是缓解南方地区饲用压力以及提供鲜食。一般来说北方地区玉米种植面积占全国的 36%，黄淮海地区占 33%，西南地区占 22%，为我国三大主要种植地区。

图 5：中国玉米种植区划



数据来源：百度百科，西南证券整理

2016 年临储政策的取消以及玉米种植面积的调减，去库存进展顺利，未来玉米种植面积有望迎来提升。玉米作为关系国计民生的重要战略物资，在解决温饱问题、保障粮食安全、饲料安全、发展国民经济及缓解能源等多方起着至关重要的作用，政府为保证玉米相关产业顺利发展，不断推出相关政策，主要包括：良种补贴、价格保护、保险补贴、玉米临时收储、农业税收、生产经营许可等方面的政策。

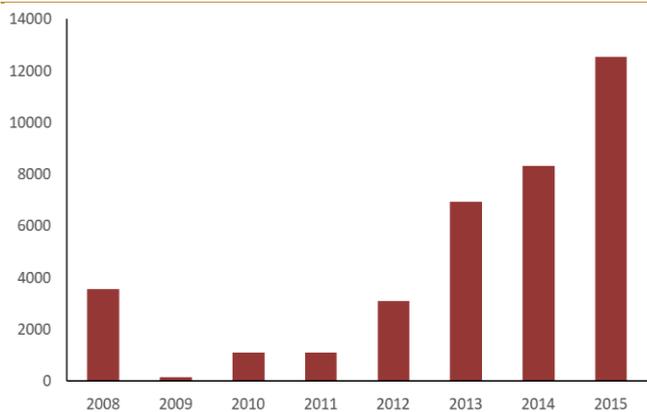
表 1: 育种相关重点政策

政策类别	主要内容
良种补贴	2004 年, 玉米正式列入良种补贴的范围内; 2009 年开始全国 31 个省 (直辖市、自治区) 均列入玉米“凡种即补”的范围; 2016 年大部分地区将良种补贴、农资综合补贴和农民直接补贴政策合并为农业支持保护补贴。
价格保护	通过国家政策来规定玉米的指导价格, 1990-1999 为大范围价格保护、2000-2001 为重点区域保护、2008 年后为不再保护和临时保护, 是国家调整玉米产业结构、稳定玉米价格, 避免“粮农两伤”的一项重要措施。
保险补贴	玉米作为首批列入保险补贴的作物品种, 相关的政策于 2007 年正式实施, 中央财政对部分农作物的试点省区提供 25% 的保费补贴率, 地方财政再配套补贴 25% 以上; 2008 年国家扩大了试点省份的范围, 并提高了种植业保险保费的补贴比例。
农业税收	21 世纪初, 国务院出台一系列政策, 实行“三减免、三补贴”即减免农业税、取消除烟叶以外的农业特产税、全部免征牧业税, 对种粮农民实行直接补贴、对部分地区农民实行良种补贴和农机具购置补贴, 开放购销市场, 提高收购价格, 减轻农民负担, 增加农民种田的自主权。

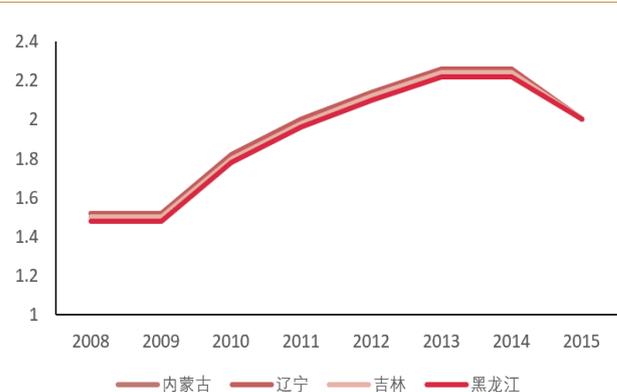
数据来源: 农业农村部, 西南证券整理

自 2008 年正式实施玉米临储政策起至 2016 年取消, 国家玉米库存与种植面积皆上升。

所谓玉米临储即指国家每年按照一定的价格收购农民种植的玉米以维持价格的稳定, 主要涉及东北以及内蒙古东四盟地区, 最初是为应对全球金融危机对未纳入最低收购价制度的玉米产生的冲击而出台, 2008 年至 2014 年玉米收储价格不断提升, 起到了维护市场稳定的作用, 以辽宁省为例, 2008 年国标三等质量标准玉米收购价为 1.5 元/公斤, 2014 年则上涨至 2.3 元/公斤, 平均每公斤上涨 0.8 元, 上涨幅度达 48.7%, 虽然 2015 年有小幅回调, 但整体仍涨幅明显。在政策支持下玉米种植景气度高, 同时也出现了市场困局, 由于政策性玉米的销售不畅致使政府需要承担陈化风险; 下游玉米深加工行业出现亏损与大面积停产的现象; 国际玉米以及非配额管理的替代品进口量激增。在 2016 年国家出台政策取消临储, 由市场运作形成玉米价格, 即“市场化收购”加上“补贴”的新机制。

图 6: 东北地区玉米临时收储数量 (单位: 万吨)


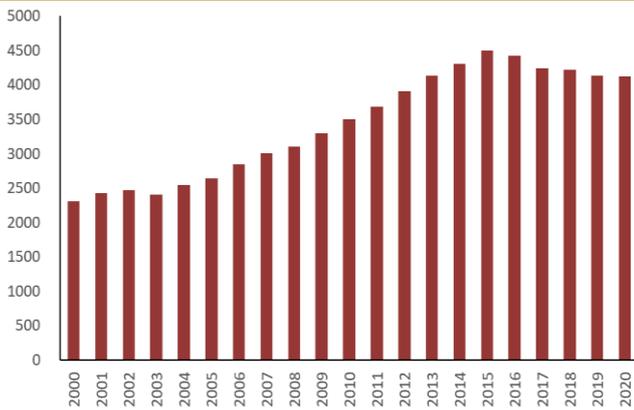
数据来源: 农业农村部, 西南证券整理

图 7: 2008-2015 玉米临储价格 (单位: 元/千克)


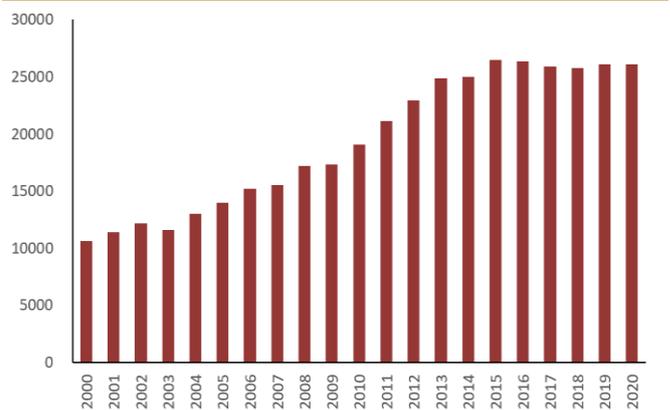
数据来源: 国家发展与改革委, 西南证券整理

近五年玉米种植面积逐年小幅下降, 预计 2021 年成为向上拐点。为推进中国农村供给侧改革, 原农业部部长韩长赋在 2016 年全国农业结构调整座谈会上提出了“一保、一减、一增、一稳”的思路, 保口粮保谷物, 减少非优势去玉米, 恢复增加优质食用大豆, 稳定棉油糖自给水平。同年 11 月农业部下发《“镰刀弯”地区玉米结构调整的指导意见》指出以 2020 年为时间节点, “镰刀弯”地区玉米种植面积调减 5000 万亩以上, 将玉米面积稳定在 5 亿亩。2018 年 2 月农业部发布《农业部关于大力实施乡村振兴战略加快推进农业转型升级的意见》

进一步明确制定和实施国家质量兴农战略规划，指出要坚持市场导向，着力优化农业结构，以控水稻、增大豆、为重点推进种植业结构调整，巩固玉米调减成果，继续推动“镰刀弯”等非优势产区玉米调减。截至 2020 年玉米种植面积为 4126 万公顷，较 2015 年的峰值减少 371 万公顷，减少幅度为 8.3%，农业农村部预计 2021/22 年度，中国玉米种植面积为 4267 万公顷，较上年度增加 1406 千公顷，增加 3.4%。

图 8：2000-2020 中国玉米种植面积（单位：万公顷）


数据来源：中国国民经济和社会发展统计公报，西南证券整理

图 9：2000-2020 玉米总产量（单位：万吨）


数据来源：中国国民经济和社会发展统计公报，西南证券整理

临储玉米去库存阶段已基本结束。自 2015 年末中央农村工作会议强调农业供给侧改革后，农作物去库存的工作正式开始，2016 年玉米结转库存达到 2.4 亿吨的峰值，在 2017 年不再有收购增量并完成拍卖成交量 5748 万吨，截至年底结转库存 1.8 亿吨，开始下降趋势。2018 年拍卖成交量高达 1 亿吨，加快了去库存的进程，在 2019 年进入尾声，2020 年已基本结束，于此同时我国玉米进口量自 2016 年起逐步提升，2020 年达到 1129 万吨，相较于 2019 年增长 135.7%。

表 2：临储玉米结转库存情况

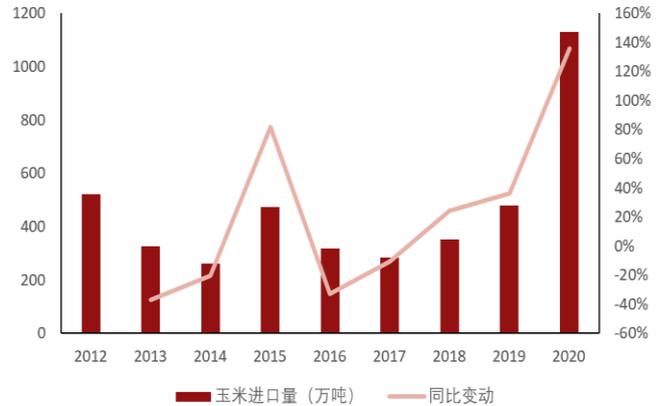
年份	收购数量	拍卖成交量	临储转换及定向拍卖	结转库存
2012/2013	3084	0	0	3084
2013/2014	6919	2595	0	7408
2014/2015	8328	355	0	15381
2015/2016	12543	2165	2050	23709
2016/2017	0	5748	0	17961
2017/2018	0	10013	0	7948

数据来源：农业农村部，西南证券整理

玉米价格持续处于高位将有效带动农户种植热情，未来玉米供给有望增加，对玉米种子需求将迎来提升。全球各地粮食价格均处于高位，受拉尼娜气候以及新冠疫情的影响，全球多地粮食产量降低，根据 USDA2021 年 5 月月度供需报告显示预计 21/22 全球期末库存量为 1.6 亿吨，比去年减少 790 万吨，整体来看供需略微偏紧。从价格端来看，截至 2021 年 8 月，我国玉米现货平均价约 2794.4 元/吨，同比增长 20.3%，从更长的时间维度分析当前玉米价格领先于历史水平，在没有库存压力的情况下，预计玉米种植景气度将会回升。

图 10：中国玉米现货价格（单位：元/吨）


数据来源：中国国民经济和社会发展统计公报，西南证券整理

图 11：2000-2020 玉米进口情况


数据来源：中国国民经济和社会发展统计公报，西南证券整理

2.2 下游养殖存栏带动需求高涨

玉米的两大主要消费渠道是作为饲料以及工业加工的原料。玉米作为世界第一大作物，对于全球粮食供求形式以及畜牧业的发展都存在影响，根据农业农村部给出的 2021/22 年度中国玉米供需平衡表，2019-2020 年度玉米共消费 2.8 亿吨，其中饲料消费为 1.7 亿吨，占比达 62.5%，工业消费占比为 29.5% 位列第二。玉米是饲料的主要原材料，籽粒和茎叶是主要的精饲料和粗饲料，青贮玉米作为一种高产量、高营养的饲料，可有效提高动物产品的质量；工业领域玉米深加工的产品则主要包括淀粉、变性淀粉、乙醇、酶制剂、调味品等八大系列，超过 3000 种产品，其中主要是淀粉和乙醇。

表 3：中国玉米供需平衡表（单位：万吨）

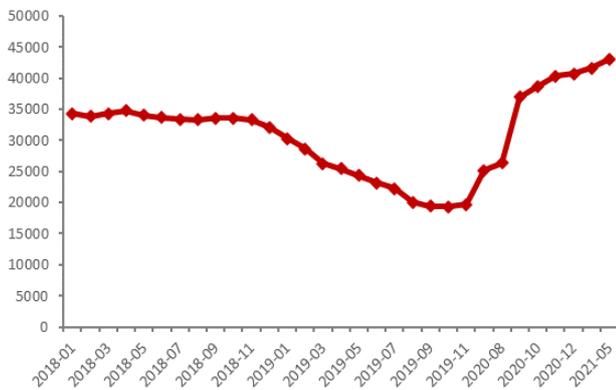
	2019/20	2020/21 (8月估计)	2021/22 (8月预测)
产量	26077	26067	27181
进口	760	2200	2000
消费	27830	28616	29370
食用消费	943	955	965
饲用消费	17400	18200	19000
工业消费	8200	8200	8200
种子用量	187	187	195
损耗及其他	1100	1074	1010
出口	1	2	2
结余变化	-994	-351	-191

数据来源：农业农村部，西南证券整理。注：玉米市场年度为当年十月至下年 9 月

饲料作为玉米消费的主要渠道，当前下游存栏量高，规模化程度不断提升，市场对玉米需求旺盛。从生猪的角度来看，根据农业农村部数据显示，自 2019 年非洲猪瘟后，生猪与能繁母猪存栏量不断下降，于同年 11、12 月停止减少实现环比增加 0.6%、2%，随后生猪养殖保持恢复态势，生猪存栏以及能繁母猪的存栏量均不断提升，2021 年上半年全国生猪存栏量 4.4 亿头，同比增长 29.2%，能繁母猪存栏 4564 万头，同比增长 25.7%，基本恢复

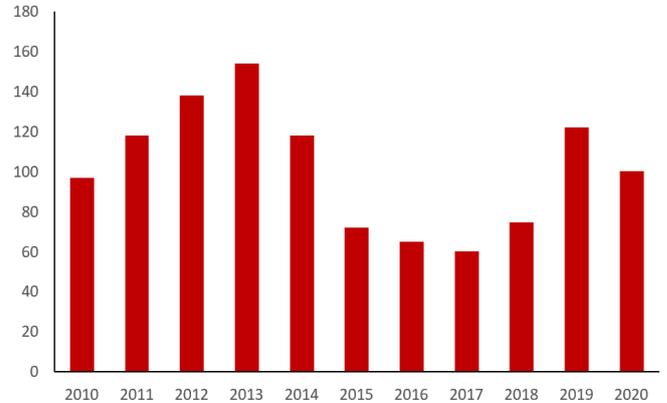
至正常水平，玉米在大部分生猪饲料中占比约在 50-60%之间，工业化饲料需求增长伴随对玉米需求的提升。

图 12：2018 年起我国生猪存栏数量变化（单位：万头）



数据来源：农业农村部，西南证券整理

图 13：2010 至 2020 年我国白羽鸡祖代引种数量（单位：万套）



数据来源：中国畜牧业协会，西南证券整理

从禽类的角度来看，2019、2020 年祖代鸡引种量处于近五年高位，存栏量多将正向促进对饲料原材料玉米的需求。2019 年全年引种量达到 122 万套，2020 年引种 100.3 万套，白羽鸡产能自祖代传递至商品代约需 1 年零两个月左右，考虑到在养殖过程中存在强制换羽以延长禽类生产周期的情况，祖代引种于存栏的变化将在 2021 以及 2022 年的商品代数量有所体现，养殖基数的增长将有效带动饲料需求量的增加，而玉米作为重要的能量饲料原材料其下游需求将更加旺盛。综合来看，生猪与禽类当前均处于存栏数量相对充足的状态，结合玉米 60%左右的消费渠道为饲料消费的实际情况来看，玉米下游需求充足，种植景气度或将因此而提升。

3 种业规范化集中度提升，龙头企业一马当先

3.1 政策推动种业健康发展，公司产品丰富优质

我国种业的发展与发达国家相比起步较晚，主要经历三个历史阶段。1949-1978 年属于“四自一辅”时期，主要是农业合作社对种子进行自繁、自选、自留、自用，并结合政府的辅助；1979-2000 年属于“四化一供”时期种子工作逐步实现品种布局区域化、种子生产专业化、种子加工机械化和种子质量标准化，并以县为单位实行种子统一供应；2001 年至今是快速发展的时代，研发渠道和种业主体呈现多元化趋势，《种子法》、《植物新品种保护条例》等法律法规的实施，维护品种权人的权益，推动新品种的培育，创新技术逐步成为种子企业的核心竞争优势。

国家高度重视种业发展，强调规范化鼓励创新。在 2020 年 12 月 16-18 日举行的中央经济工作会议上，明确 2021 年中国经济的八大重点任务，其中关于农业的部分是要解决好种子和耕地的问题，提出保障粮食安全的关键在于落实藏粮于地、藏粮于技战略，加强种质资源保护和利用，加强种子库的建设，开展种源“卡脖子”技术攻关，立志打好种业的翻身仗。《种业振兴行动方案》于 2021 年 7 月 9 日召开的中央全面深化改革委员会第二十次会议上通过，会议指出种业发展仍不牢固，保障种源自主可控比过去任何时候都紧迫，粮食安全这根弦比过去任何时候都紧绷。会议强调要保护好种质资源基础，要加强基础性、前沿性研

究，加快实施农业生物育种重大科技项目，开展种源关键核心技术攻关，扎实推进南繁硅谷等创新基地的建设。创新主体地位需保障，知识产权的保护力度应当加强，营商环境应得到优化，未来需引导资源、技术、人才、资本向重点优势企业聚集。对假冒伪劣、套牌侵权等问题重拳出击，让侵权者付出沉重代价。《行动方案》是继 1962 年出台《关于加强种子工作的决定》后，再次对种业发展作出重要部署，具有里程碑的意义。

表 4：近年来种业战略性部署政策

名称	时间	主要内容
中央全面深化改革委员会第二十次会议	2021.07	会议审议通过了《种业振兴行动方案》，明确农业现代化，种子是基础，要加强基础性前沿性研究，加快实施农业生物育种重大科技项目，开展种源关键核心技术攻关，扎实推进南繁硅谷等创新基地建设。
《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要（草案）》	2021.03	提出把生物育种与集成电路、空天科技等并列为强化国家战略力量重点发展的八大前沿领域之一，开展种源“卡脖子”技术攻关，提高良种自主可控能力；并明确提出“加强农业良种技术攻关，有序推进生物育种产业化应用，培育具有国际竞争力的种业龙头企业。”
《关于落实好党中央、国务院 2021 年农业农村重点工作部署的实施意见》	2021.02	启动重点种源关键技术攻关和生物育种重大科技项目，深入实施现代种业提升工程，支持种业龙头企业健全商业育种体系，加强种业市场监管整治，严厉查处假冒侵权行为。
《中共中央国务院关于全面推进乡村振兴加快农业农村现代化的意见》	2021.02	加强农业种质资源保护开发利用，加快第三次农作物种质资源、畜禽种质资源调查收集；加强育种领域知识产权保护，支持种业龙头企业建立健全商业化育种体系，加快建设南繁硅谷，加强制种基地和良种繁育体系建设，促进育繁推一体化发展。
《关于鼓励农业转基因生物原始创新和规范生物材料转移转让转育的通知》	2021.02	发挥生物育种创新在塑造农业科技竞争新优势中的核心作用，进一步提升并规范农业转基因生物研发相关活动。
《2020 年推进现代种业发展工作要点》	2020.02	加强种质资源保护，夯实种业发展基础；推进科企合作质量，扎实开展作物良种联合攻关，实施大豆增产增效行动；加快规范品种管理，加强知识产权保护，加快推动《植物新品种保护条例》的修订；确保市场稳定，不断优化种业发展环境。
《关于加强农业种质资源保护与利用的意见》	2020.02	以农业供给侧结构性改革为主，明确农业种质资源保护的基础性、公益性定位，坚持保护优先、高效利用、政府主导、多元参与的原则。力争到 2035 年，建成系统完整、科学高效的农业种质资源保护与利用体系。
《中共中央国务院关于坚持农业农村优先发展做好“三农”工作的若干意见》	2019.01	强化创新驱动发展战略，开展农业关键核心技术的攻关行动，推动重型农机、生物种业、智慧农业、绿色投入品等领域的自主创新。
《关于实施绿色循环优质高效特色农业促进项目的通知》	2018.06	进一步改良品种、改善品质，筛选出一批优质、抗病、适应性强、适销对路的优良品种，提升良种繁育能力。
《中共中央、国务院关于深入推进农业供给侧结构性改革加快培育农业农村发展新动能的若干意见》	2016.12	加大自主创新种业重大工程，加大农作物良种联合攻关力度，加快适宜机械化生产、优质高产、多抗广适新品种选育。
《全国农业现代化规划（2016-2020 年）》	2016.10	推进现代种业创新发展，加强杂种优势利用、分子设计育种、高效制种等关键技术的研发，培育并推广机械化生产、高产优质的突破性新品种；完善良种繁育基地设施条件，健全园艺作物良种苗木繁育体系，推进主要农作物新一轮品种更新换代；深入推进种业科研成果改革，加快培育一批具有国际竞争力的现代种业企业。

数据来源：农业农村部，西南证券整理

我国种子行业市场空间广阔，集中度有望进一步提升。2011 年我国种业进入深化改革阶段，2011-2015 年市场规模稳步增长，2016 年以后出现库存过剩的现象，开始了供给侧改革，市场维持在 1200 亿元左右，2019 年重新迎来拐点，市场空间庞大。从行业规范发展的角度，国务院发布《国务院关于加强推进现代农作物种业发展的意见》、《全国现代农作物种业发展规划（2012-2020 年）》等指导意见与规划，提高种业进入门槛，加强种子市场监管，截至 2018 年底持有有效种子生产经营许可证的企业数为 5663 家，相较于 2010 年的 8700 家减少了近 35%，种业龙头的产品成为市场主流。在现阶段市场竞争环境下，头部企业的优质产品以及研发能力成为重要优势，可以提高生产效率的种子是种业发展的核心，因此企业高度重视新品种与新技术的开发，国家也积极提供资源，为科研院所和高等院校的种质资源、科研人才等要素向种子企业流动创造条件，在此过程中资金实力较强、市场口碑好、研发经验丰富具备优质种质资源的企业将获得优势，占据主导地位。

登海种业市场龙头地位稳固，优势品种市场评价高，是国家最早实施“育繁推一体化”的试点企业，“育繁推一体化”资质代表种子企业具有选育、扩繁以及销售与推广的全流程服务能力，是种子企业具备较强市场竞争力和综合实力的重要体现。如今公司已形成稳定发展的产业模式，在新疆、甘肃、宁夏、山东建立了比较稳定的种子生产加工基地，拥有 8 条现代化的以鲜果穗烘干为特点的种子加工系统。公司在 2019 年 12 月被农业农村部认定为第六批农业产业化国家重点龙头企业；在 2020 年种子协会以单年推广面积和累计推广面积为指标所评选出的 20 个“荣誉殿堂”玉米品种中，公司自主选育的掖单 2 号、掖单 12 号、掖单 13 号、掖单 19 号、登海 605 五个玉米品种入选，是入选品种最多的单位。登海 605、登海 618 自审定进入市场以来，在抗病性、高产、抗倒伏、早熟等特征方面均表现优秀，受到广大农民群众的欢迎，年销售量不断增长。

表 5：公司重点产品特征

品种名称	部分产地生育期情况	部分地区抗性表现	部分产地产量表现	部分适宜种植地区
登海 605	该品种在黄淮海地区出苗至成熟 101 天，比郑单 958 晚 1 天，需有效积温 2550℃左右	在黄淮海区高抗茎腐病，中抗玉米螟，感大斑病、小斑病、矮花叶病和弯孢菌叶斑病，高感瘤黑粉病、褐斑病和南方锈病；在浙江省抗大斑病，中抗茎腐病、玉米螟，高感小斑病	2011 年参加山西省玉米中晚熟普密组(3500 株/亩)区域试验，平均亩产 806.2 公斤，比对照大丰 26 号增产 6.3%；2012 年生产试验，平均亩产 871.4 公斤，比当地对照增产 11.9%。2012-2013 年宁夏区域试验两年平均亩产 1105.9 公斤，较对照先玉 335 平均增产 7.2%。2014 年生产试验平均亩产 1076.5 公斤，较对照先玉 335 增产 3.9%	适宜在山东、河南、河北中南部、安徽北部、江苏省淮北地区；适宜在浙江省种植；适宜在甘肃省河西、中部、陇东及清水等地玉米丝黑穗病、大斑病和矮花叶病非流行区种植；适宜宁夏引扬黄灌区≥10℃有效积温 2800℃以上地区春播单种
登海 618	该品种在山东省夏播生育期 106 天；在其它黄淮海夏玉米国家审定区出苗至成熟 99 天左右，比郑单 958 早 3 天	在山东省高抗茎腐病，高抗矮花叶病，中抗小斑病，感大斑病、弯孢叶斑病、瘤黑粉病。2010-2012 年试验中茎腐病最重发病试点病株率 87.0%，倒伏率 1.1%、倒折率 0.7%；在其它黄淮海夏玉米国家审定区抗小斑病、穗	在其它黄淮海夏玉米国家审定区 2014 年平均亩产 718.5 公斤，比对照品种郑单 958 增产 5.8%，在参试的 19 个试点中有 16 点增 3 点减。2014 年参加山西南部复播玉米区域试验，平均亩产 679.0 千克，比对照郑单 958 增产 7.1%，增产点 100%。2015 年生产试验，平均亩产 724.9	适宜在山东省、河北保定及以南地区、河南、江苏淮北、安徽淮北等黄淮海夏玉米区适宜地区夏播种植；适宜在山西省春播早熟玉米区、山西南部复播玉米区、内蒙古自治区≥10℃活动积温 2600℃以上地区

品种名称	部分产地生育期情况	部分地区抗性表现	部分产地产量表现	部分适宜种植地区
		腐病, 中抗茎腐病, 感弯孢叶斑病、粗缩病, 高感瘤黑粉病	千克, 比对照增产 6.9%, 增产点 100%	
登海 533	该品种在黄淮海夏玉米区出苗至成熟 104 天左右, 比郑单 958 晚 1 天	在黄淮海区接种鉴定, 抗小斑病, 感弯孢叶斑病、茎腐病, 高感穗腐病、瘤黑粉病和粗缩病	2014-2015 年参加黄淮海夏玉米品种区域试验, 两年平均亩产 72.8 公斤, 比对照增产 7.8%; 2016 年生产试验, 平均亩产 717.2 公斤, 比对照郑单 958 增产 11.5%	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
登海 3622	该品种在黄淮海地区出苗至成熟 99-102 天, 比对照农大 108 早熟 2-4 天; 在福建秋播出苗至成熟 91 天左右, 比对照农大 108 短 2 天	在黄淮海区抗大斑病、小斑病, 中抗弯孢菌叶斑病、茎腐病和瘤黑粉病, 感矮花叶病和玉米螟; 在福建抗大斑病、小斑病、锈病、茎腐病、纹枯病、矮花叶病、粗缩病	在福建 2011-2012 年参试, 两年平均亩产 445.8 公斤, 比对照农大 108 增产 15.06%。2013 年生产试验, 平均亩产 413.5 公斤, 比对照农大 108 增产 0.56%。2015 年甘肃引种试验中, 平均亩产 832.49 公斤, 比对照豫玉 22 号增产 18.08%, 比先玉 335 增产 11.73%	适宜在河北、山东、陕西、安徽北部、山西运城夏玉米区种植; 适宜福建省秋播种植; 适宜在上海地区种植; 适宜在甘肃省庆阳等同类生态区种植
登海 111	该品种在黄淮海大区夏玉米机收组出苗至成熟 101 天, 比对照郑单 958 早熟 2.5 天	在黄淮海大区接种鉴定, 中抗茎腐病、粗缩病、瘤黑粉病, 感穗腐病、小斑病、弯孢叶斑病、南方锈病。抗倒性达标点占全部试验点的比例为 91%	2016-2017 年参加黄淮海夏玉米机收组区域试验, 两年平均亩产 582.5 千克, 比对照郑单 958 增产 9.0%。2017 年生产试验, 平均亩产 588.8 千克, 比对照郑单 958 增产 8.3%	适宜在河南省、山东省、河北省保定市和沧州市的南部及以南地区、陕西省关中灌区、山西省运城市 and 临汾市、晋城市部分平川地区、安徽淮河以北地区

数据来源: 公司官网, 西南证券整理

公司产品品类丰富, 注重科研在玉米领域创新, 且积极布局其他作物。公司在“中国紧凑型杂交玉米之父”的李登海研究员的带领下, 自成立以来便扎根玉米育种的研发创新和高产攻关实现五代玉米杂交种的进步性替代, 品种储备更加完善, 高产品种的在升级能力显著加强。公司及控股子公司于 2020 年度自主选育包括“登海 1765”、“登海 1766”等在内的 30 个玉米新品种, 持续完成高产创建任务, “登海 1769” 10 亩方连片亩产量为 1148.8 公斤, 该品种在新疆奇台高产攻关中亩产达到 1601 公斤, 标志着我国的杂交玉米生产能力又上了一个新的台阶, “登海 1972” 2019-2020 年参加黄淮海夏玉米组绿色通道区试验, 两年平均亩产 717.5 千克, 比对照郑单 958 增产 8.9%。2021 年小麦品种“登海 206” 10 亩高产攻关田实打验收结果表明籽粒现场称重为 7981.54 公斤, 测定含水量为 11.8%, 按 13% 的标准含水量折算平均亩产为 800.4 公斤, 是国内实收面积 10 亩以上取得的一个崭新的历史性好成绩; 花卉种子方面公司拥有“仙客来”、“红掌”、“凤梨”、蝴蝶兰等多项品种。

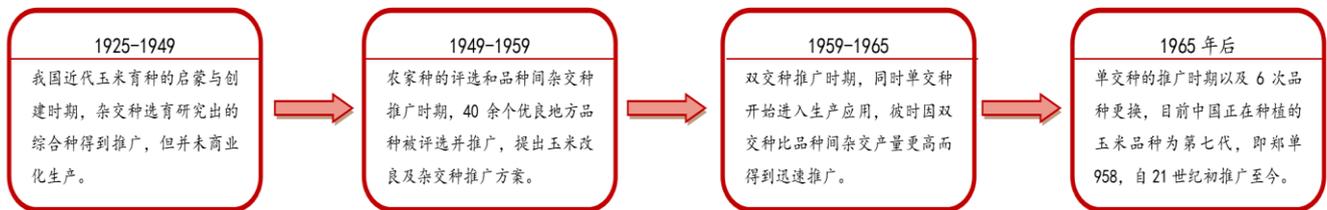
3.2 鼓励研发创新重知识产权, 优质企业迎机遇

所谓玉米育种是指通过人工选择作物遗传变异的方式改良玉米性状, 使其满足人类的生产生活需求。玉米的生产效率随科技技术的不断革新而提升, 但仍面临提高单产、增加品种多样性、提高对逆境胁迫和病虫害的抗性、国内外激烈竞争等挑战。近三十年里, 分子标记技术、双单倍体技术、转基因技术等相继进入玉米育种的研究过程, 转基因技术是指通过在

分子水平上进行基因操作，突破物种间的遗传障碍，超越不亲和性。1996 年美国第一代转基因玉米品种开始投放市场，2005 年孟山都释放了第一个抗玉米根虫的转基因玉米品种，转基因涉及的性状十分丰富，其中最主要的就是抗虫、抗除草剂，还有优质、抗逆、抗病、高产等，虽然现在市场上已经有较多的应用，但仍存在遗传转化效率、再生效率、基因型依赖性等问题需要解决。

我国玉米育种拥有近百年发展历史，在经验沉淀中不断寻求突破。1925 年-1949 年，在社会环境相对动荡的情况下，科研人员还是进行了杂交选育研究，但成果并未在生产上得到应用；后再 1980 年步入产业发展的新阶段，国家重视程度提高，育成了“丹玉 13”、“掖单 13”、“农大 108”、“郑单 958”等优良杂交品种，进入 21 世纪后国家出台一系列政策为农作物分子育种的发展指明方向，促进其分子育种工作高效、有序地开展，当前仍与世界领先水平存在差距，未来仍需不断攻坚克难。

图 14：中国玉米育种大致发展阶段

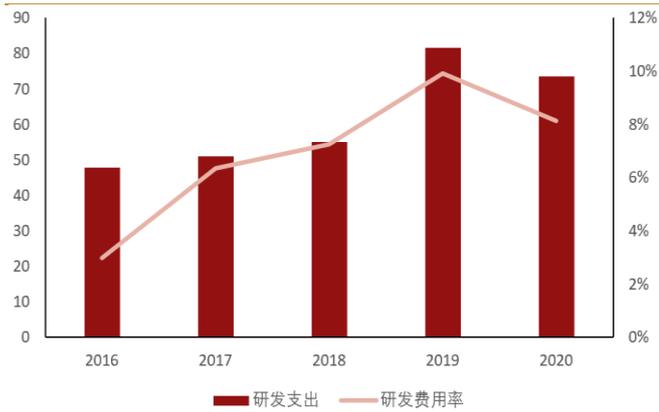


数据来源：百度百科，西南证券整理

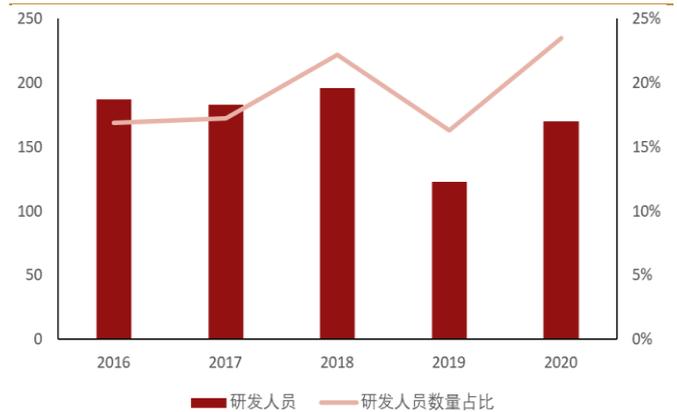
国家对于种业知识产权的保护力度进一步加大，优质育种企业获得更好的成长环境。为落实中央一号文件有关要求，国家农作物品种审定委员会办公室组织修改了国家级玉米、稻品种审定标准，将于 2021 年 10 月 1 日起实施。该版本中，针对玉米与稻皆在基本条件中增加一致性和真实性要求。玉米方面：同一品种在不同试验年份、不同试验组别、不同试验渠道中 DNA 指纹检测差异位点数 < 2 个；申请审定品种与已知品种 DNA 指纹检测差异位点数 ≥ 4 个。申请审定品种与已知品种 DNA 指纹检测差异位点数 = 3 个的，需进行田间小区种植鉴定证明有重要农艺性状差异；申请审定品种与已知品种 DNA 指纹检测差异位点数 < 3 个的，视为相同品种处理；稻方面：同一品种在不同试验年份、不同试验组别、不同试验渠道中 DNA 指纹检测差异位点数 < 2 个；申请审定品种与已知品种 DNA 指纹检测差异位点数 ≥ 3 个。申请审定品种与已知品种 DNA 指纹检测差异位点数 = 2 个的，需进行田间小区种植鉴定证明有重要农艺性状差异；申请审定品种与已知品种 DNA 指纹检测差异位点数 = 0、1 个的，视为相同品种处理。除此以外对于高产稳产的标准也有所提升。

新品种的培育需要长时间的积累，公司拥有丰富经验，长期坚持研究创新。公司育种程序大概是通过自交、回交、单倍体诱导等方式培育自交系，之后进行自交系配合力测定，按照育种目标组培杂交种，进行品种试验、区域试验、生产试验，在申请审定后逐步进行推广应用走向市场。玉米育种周期大致分为自交选育阶段和杂交组配于试验阶段。在第一阶段通常有常规育种和单倍体诱导两种方式，常规育种需要 6-8 代的选育过程，大致 3-4 年的时间，单倍体诱导一般 2 代就可以完成选育，大致需要 1-2 年；第二阶段一般需要 6-7 年的时间。公司自设立至今，始终坚持从事农作物新品种的选育、种子得到生产、分装、销售，长期致力于玉米育种与高产栽培研究工作。

公司高度重视育种研发，被纳入国家和农业部重点实验室，先后获得国家星火一等奖、国家科技进步一等奖、山东省科技进步一等奖等 25 项国家及省部级奖励，在海南省和公司驻地建有稳定的育种基地。是国家玉米工程技术研究中心（山东）、国家高新技术企业、国家创新型企业、国家玉米新品种技术研究推广中心和认定企业技术中心、山东省泰山学者岗位、山东省玉米育种与栽培技术企业重点实验室、玉米产业技术创新战略联盟等多个具有行业影响力的技术创新平台，拥有育种试验田 3000 多亩、温室两万多平，仪器设备 100 多台套，能够满足育种需求。加一段研发水平的描述。

图 15：研发支出及研发费用率（单位：百万）


数据来源：公司年报，西南证券整理

图 16：研发人员数量及占比（单位：人）


数据来源：公司年报，西南证券整理

3.3 转基因逐步推进，公司提前布局

根据我国现行种子法规定，转基因种子上市前需要经历两个阶段：1) 获取安全证书，这个阶段分为五步，包括实验研究、中间试验、环境释放、生产性试验和最终的申请安全证书，周期大约在 3-5 年；2) 通过品种审定，获得种子生产和经营许可证，然后可进行商业化生产应用。我国转基因农作物的发展思路是从非食用到间接食用最后到食用，当前批准商业化种植的作物仅为棉花和番木瓜，转基因大豆、玉米、油菜、棉花、甜菜等 5 种农产品可作为加工原料进入国内市场。据 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。

转基因相关工作顺利推进，稳步发展，当前市场普及度并不高，未来若顺利推广则空间可观。2019 年 12 月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》，其中包含 189 个棉花品种、1 个玉米品种和 1 个大豆品种（2020 年又有一个）讲一下全球的，2021 年 6 月农业农村部网站发布《关于邯 613 等 71 个转基因植物品种命名的公示》其中包含 69 个棉花品种、1 个玉米品种、1 个大豆品种。2020 年 1 月农业农村部科教司发布《2019 年农业转基因生物安全证书(生产应用) 批准清单》，其中包括 2 个玉米品种和 1 个大豆品种，这是 2009 年的水稻和玉米之后，首次主要农作物获得转基因生物安全证书；20 年 7 月 15 日，农业农村部科教司发布《2020 年农业转基因生物安全证书(生产应用) 批准清单》，包含玉米、大豆各一种；2021 年 1 月，发布的《2020 年农业转基因生物安全证书批准清单（二）》以及 4 月 7 日发布的《2021 年农业转基因生物安全证书批准清

单》在转基因玉米品种方面，扩大了适用地范围自北方扩大至黄淮海、西北、西南、南方等地区。

公司针对转基因相关业务进行积极布局，如果未来转基因种子商业化落地，将会迎来行业扩容格局重塑，公司拥有技术储备的情况下将获得先发优势。在政府的补助下，开展了由财政部出资支持的优质功能型转基因玉米品种培育、与中国农业大学合作的抗病虫抗除草剂转基因玉米新品种培育、与中国农业科学院生物技术研究所转基因作物多点鉴定综合评价等项目。

4 盈利预测与估值

4.1 盈利预测

假设 1：根据当前玉米市场供求关系，预计 2021-2023 年公司玉米种子销量增速为 20%/25%/25%，对应毛利率分别为 38%/43%/45%。

假设 2：公司积极布局其他作物种子，预计 2021-2023 年蔬菜种销量增速为 5%/5%/5%，对应毛利率分别为 52%/52%/52%；小麦种销量增速为 20%/20%/20%，对应毛利率分别为 17%/18%/18%。

基于以上假设，我们预测公司 2021-2023 年分业务收入成本如下表：

表 6：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2020A	2021E	2022E	2023E
玉米种	收入	784.86	941.83	1177.29	1471.61
	增速	8.82%	20.00%	25.00%	25.00%
	毛利率	29.54%	38.00%	43.00%	45.00%
蔬菜种	收入	15.19	15.95	16.75	17.58
	增速	-0.52%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	51.35%	52.00%	52.00%	52.00%
花卉种	收入	2.47	2.84	3.55	3.91
	增速	11.26%	15.00%	25.00%	10.00%
	毛利率	72.06%	72.00%	72.00%	72.00%
小麦种	收入	57.83	69.40	83.28	99.93
	增速	22.49%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	17.24%	17.00%	18.00%	18.00%
其他	收入	40.39	43.62	47.11	50.88
	增速	7.99%	8.00%	8.00%	8.00%
	毛利率	20.08%	20.00%	20.00%	20.00%
合计	收入	900.74	1,073.64	1,327.97	1,643.91
	增速	9.40%	19.20%	23.69%	23.79%
	毛利率	26.22%	39.46%	40.81%	42.72%

数据来源：Wind，西南证券

4.2 相对估值

我们选取种业中的两家主流公司：隆平高科、荃银高科，两者 2020 年平均 PE 为 162 倍，2021 年平均 PE 为 80 倍。考虑到登海种业龙头地位稳固，当前市场估值合理，首次覆盖，予以“持有”评级。

表 7：可比公司估值

证券代码	可比公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
000998	隆平高科	20.67	0.09	0.23	0.39	0.55	225.10	90.91	52.86	37.55
300087	荃银高科	27.87	0.31	0.40	0.53	0.69	98.77	69.51	52.48	40.35
平均值							161.94	80.21	52.67	38.95
002041	登海种业	21.11	0.12	0.23	0.35	0.49	182	90	61	43

数据来源：Wind，西南证券整理

5 风险提示

出现自然灾害影响粮食产量，下游对玉米需求不及预期等。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	现金流量表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入	900.74	1073.64	1327.98	1643.92	净利润	48.89	158.33	235.49	359.14
营业成本	641.27	649.99	786.07	941.57	折旧与摊销	74.08	131.64	134.59	136.54
营业税金及附加	5.82	7.41	8.97	11.18	财务费用	-14.08	-14.66	-17.11	-25.98
销售费用	71.10	118.10	132.80	131.51	资产减值损失	-27.95	0.00	0.00	0.00
管理费用	86.41	118.10	139.44	143.02	经营营运资本变动	325.33	-345.34	-62.94	-68.57
财务费用	-14.08	-14.66	-17.11	-25.98	其他	-36.81	-18.94	-36.93	-41.71
资产减值损失	-27.95	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	369.44	-88.97	253.10	359.42
投资收益	41.09	20.00	40.00	40.00	资本支出	40.92	-10.00	-10.00	-10.00
公允价值变动损益	8.45	0.00	0.00	0.00	其他	-292.64	-15.01	41.58	26.14
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-251.73	-25.01	31.58	16.14
营业利润	73.34	214.71	317.82	482.61	短期借款	-0.01	-5.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-4.30	-3.60	-3.84	-3.76	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	69.03	211.11	313.98	478.85	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	20.14	52.78	78.50	119.71	支付股利	-52.80	0.00	0.00	0.00
净利润	48.89	158.33	235.49	359.14	其他	-5.90	18.85	17.11	25.98
少数股东损益	-53.06	-47.50	-70.65	-71.83	筹资活动现金流净额	-58.71	13.85	17.11	25.98
归属母公司股东净利润	101.96	205.83	306.13	430.96	现金流量净额	59.01	-100.13	301.79	401.53
资产负债表 (百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	财务分析指标	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	652.10	551.97	853.76	1255.29	成长能力				
应收和预付款项	42.60	61.96	72.79	87.66	销售收入增长率	9.42%	19.20%	23.69%	23.79%
存货	407.75	525.97	609.22	770.46	营业利润增长率	164.90%	192.77%	48.02%	51.85%
其他流动资产	1916.93	1948.49	1942.82	1950.27	净利润增长率	21.53%	223.84%	48.73%	52.51%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	182.37%	148.77%	31.24%	36.27%
投资性房地产	9.73	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	619.63	513.28	403.99	292.74	毛利率	28.81%	39.46%	40.81%	42.72%
无形资产和开发支出	88.17	74.33	60.49	46.65	三费率	15.92%	20.63%	19.21%	15.12%
其他非流动资产	23.60	32.15	40.69	49.24	净利率	5.43%	14.75%	17.73%	21.85%
资产总计	3760.51	3708.14	3983.76	4452.30	ROE	1.56%	4.80%	6.67%	9.23%
短期借款	5.00	0.00	0.00	0.00	ROA	1.30%	4.27%	5.91%	8.07%
应付和预收款项	42.74	154.44	144.11	195.18	ROIC	5.40%	20.54%	27.45%	44.08%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	14.80%	30.89%	32.78%	36.08%
其他负债	577.72	256.14	306.60	364.94	营运能力				
负债合计	625.46	410.58	450.71	560.11	总资产周转率	0.24	0.29	0.35	0.39
股本	880.00	880.00	880.00	880.00	固定资产周转率	1.55	2.09	3.11	5.01
资本公积	29.32	29.32	29.32	29.32	应收账款周转率	41.58	40.64	42.03	42.09
留存收益	1983.94	2189.76	2495.90	2926.86	存货周转率	1.03	1.14	1.17	1.18
归属母公司股东权益	2889.07	3099.08	3405.22	3836.18	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	108.15%	—	—	—
少数股东权益	245.98	198.48	127.84	56.01	资本结构				
股东权益合计	3135.05	3297.57	3533.05	3892.19	资产负债率	16.63%	11.07%	11.31%	12.58%
负债和股东权益合计	3760.51	3708.14	3983.76	4452.30	带息债务/总负债	0.80%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	4.95	7.82	8.00	7.47
					速动比率	4.28	6.49	6.60	6.05
					股利支付率	51.79%	0.00%	0.00%	0.00%
业绩和估值指标	2020A	2021E	2022E	2023E	每股指标				
EBITDA	133.33	331.68	435.30	593.17	每股收益	0.12	0.23	0.35	0.49
PE	182.20	90.25	60.68	43.11	每股净资产	3.56	3.75	4.01	4.42
PB	5.93	5.63	5.26	4.77	每股经营现金	0.42	-0.10	0.29	0.41
PS	20.62	17.30	13.99	11.30	每股股利	0.06	0.00	0.00	0.00
EV/EBITDA	119.94	48.45	36.23	25.89					
股息率	0.28%	0.00%	0.00%	0.00%					

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
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 -20% 以下
	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
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfy@swsc.com.cn
	朱晓玲	高级销售经理	18516182077	18516182077	zxl@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
北京	李杨	地区销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	地区销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	陈含月	销售经理	13021201616	13021201616	chhy@swsc.com.cn
	王兴	销售经理	13167383522	13167383522	wxing@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
广深	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	郑龔	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn