

# 种业拐点 & 经营改善，周期与成长齐飞的高弹性种企

## 农发种业(600313)

### 主要观点：

#### ► 以种业为主的农业综合服务商，背靠央企资源雄厚

2011年以来，公司凭借实际控制人中农发集团的资金优势及央企背景，开启了以兼并收购为主的种子及农化业务扩张之路。目前公司拥有控参股企业12家，业务涵盖农作物种业、农药、肥料以及农业综合服务。公司已于2015年实现了小麦种业全国第一、水稻种业全国第六、玉米种业全国第九的阶段目标，综合实力位居中国种业第四位。从收入构成上看，化肥贸易是公司主要的收入来源，2019年，公司实现营业收入51.36亿元，其中，化肥贸易/种子/农药业务收入占比分别为73.87%/11.78%/6.33%；从毛利构成上看，种子业务是公司主要的毛利来源，2019年，公司实现毛利2.86亿元，其中，化肥贸易/种子/农药业务毛利占比分别为9.99%/47.50%/24.91%。

#### ► 种植大周期拐点已现，种业迎来景气周期

种子业务是公司主要的利润来源，我们认为，种子行业拐点已经出现，公司有望迎来利润拐点。玉米方面：从供给端来看，在库存加速去化的背景下，受大豆振兴计划影响，2019年国内玉米播种面积并未恢复反而进一步下滑，国储库存 & 播种面积双双见底；与此同时，草地贪夜蛾对玉米减产的威胁仍在，玉米供给端承压。从需求端来看，全国能繁母猪存栏于2019年10月首次环比转正，2020年6月首次实现同比正增长，随着能繁母猪产能的快速释放，饲用玉米的需求将逐步趋旺。玉米供需矛盾加剧将支撑玉米价格上行，并带动小麦、水稻等其他粮食作物库存加速去化，我国种植业将迎来景气反转的大拐点。

小麦方面：供给端来看，今年春节期间我国部分小麦主产区爆发了过去十年来最为严重的条锈病，后续又接连遭遇了倒春寒、干热风、连阴雨等极端天气，导致冬小麦出现了一定幅度的减产。今年夏粮收购中，主产区小麦累计收购量仅为4285.7万吨，同比减少928.3万吨。需求端来看，在玉米价格上行的背景下，小麦替代需求将持续趋旺，带动库存加速去化，看好后续小麦价格上行。公司作为国内小麦种子的绝对龙头将显著受益。

#### ► 化肥 & 农药：受益于粮价上行，农资需求有望复苏

我国是复合肥产销大国，2013-2018年，我国复合肥施用量稳定在2200万吨左右，同时呈现出小幅增长的态势，CAGR+1.97%。过去几年，受粮食价格低迷以及环保政策收紧影响，行业中小产

### 评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	首次覆盖
目标价格：	
最新收盘价：	5.25
股票代码：	600313
52周最高价/最低价：	5.25/2.55
总市值(亿)	56.82
自由流通市值(亿)	53.52
自由流通股数(百万)	1,019.40



#### 分析师：周莎

邮箱：zhousha@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519110005

联系电话：0755-23947349

#### 研究助理：施腾

邮箱：shiteng@hx168.com.cn

联系电话：0755-23964326

能加速出清。在玉米、小麦等主要粮食作物价格看涨的大背景下，农民的种植积极性提高将从量价两方面促进农资需求的回暖。公司控股的华垦公司，是国内拥有化肥进口经营权的四家公司之一，有望充分受益于农资需求复苏。同时，由于今年以来人民币相对于国际主要货币明显升值，公司的进口化肥业务将产生一定的汇兑收益，增厚公司利润。

### 投资建议：

我们预计，2020-2022年，公司营业收入分别为56.50/65.18/78.32亿元，归母净利润分别为5500/9700/14300万元，对应EPS分别为0.05/0.09/0.13元，当前股价对应PE分别为99/56/38X，首次覆盖，给予“买入”评级。

### 风险提示：

自然灾害风险，疫情扩散风险，种子销售不及预期风险。

### 盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,446	5,136	5,650	6,518	7,832
YoY (%)	-10.9%	49.0%	10.0%	15.4%	20.2%
归母净利润(百万元)	32	18	55	97	143
YoY (%)	111.1%	-42.6%	202.1%	76.8%	47.3%
毛利率 (%)	7.7%	5.6%	7.2%	8.0%	9.0%
每股收益 (元)	0.03	0.02	0.05	0.09	0.13
ROE	2.2%	1.3%	3.7%	6.1%	8.2%
市盈率	171.36	298.76	98.90	55.93	37.98

资料来源：Wind，华西证券研究所

## 正文目录

1. 以种业为主的农业综合服务商，背靠央企资源雄厚.....	5
1.1. 营收稳步增长，利润呈现周期性波动.....	5
1.2. 种子业务是公司主要的毛利来源.....	6
1.3. 背靠中农发集团，兼并收购打造种业平台.....	7
1.4. 毛利提升空间大，种子利润有望逐步释放.....	9
2. 种植大周期拐点已现，种业迎来景气周期.....	12
2.1. 玉米：库存见底 & 需求趋旺，玉米价格上行带动行业反转.....	14
2.2. 小麦：替代需求旺盛，看好小麦价格上行.....	17
2.3. 水稻：需求平稳，沙漠蝗虫&东南亚疫情或造成全球减产.....	21
2.4. 小结：供需矛盾或持续扩大，支撑种业拐点确立.....	23
3. 化肥 & 农药：受益于粮价上行，农资需求有望复苏.....	24
3.1. 产能过剩 & 环保收紧，中小产能快速出清.....	24
3.2. 粮价步入上行周期，农资需求有望回暖.....	25
4. 盈利预测与投资建议.....	25
5. 风险提示.....	27

## 图表目录

图 1 公司各业务情况概览.....	5
图 2 2010-2020Q1，公司营业收入及其增速情况.....	6
图 3 2010-2020Q1，公司归母净利润及其增速情况.....	6
图 4 2015-2019 年，公司营收构成情况.....	6
图 5 2015-2019 年，公司毛利构成情况.....	6
图 6 2019 年，化肥贸易是公司主要的收入来源.....	7
图 7 2019 年，种子业务是公司主要的毛利来源.....	7
图 8 2020Q1，公司股权结构图.....	8
图 9 2018-2019 年，公司研发投入情况.....	10
图 10 2018-2019 年，可比公司研发投入占比情况.....	10
图 11 2019 年，公司各种子品种收入占比情况.....	11
图 12 2019 年，公司玉米种子毛利率低于可比公司.....	11
图 13 2019 年，公司水稻种子毛利率低于可比公司.....	12
图 14 2019 年，公司小麦种子毛利率高于可比公司.....	12
图 15 种子产业链示意图.....	13
图 16 2018 年，全球种子市场份额分布.....	13
图 17 2011-2019 年，我国种子行业市场规模.....	14
图 18 2018 年，我国种子品种市场规模情况（亿元）.....	14
图 19 2018 年，我国玉米主要消费渠道.....	14
图 20 2008-2018 年，我国玉米播种面积（千公顷）.....	15
图 21 2008-2018 年，我国玉米产量（万吨）.....	15
图 22 2019 年，我国玉米结转库存已降至低位.....	16
图 23 2017-2019 年，生猪产能去化情况.....	17
图 24 2017-2020 年，能繁母猪产能去化情况.....	17
图 25 2015-2020 年，全国生猪均价走势图.....	17
图 26 2019 年，我国小麦消费结构.....	18
图 27 2008-2019 年，我国小麦播种面积走势图.....	18
图 28 2008-2019 年，小麦产量走势图.....	18
图 29 2008-2019 年，小麦单产走势图（吨/公顷）.....	19
图 30 2019 年，我国进口小麦来源国分布.....	19
图 31 2008-2019 年，小麦库存走势图（万吨）.....	20
图 32 2019-2020 年，主产区夏小麦累计收购情况（万吨）.....	20

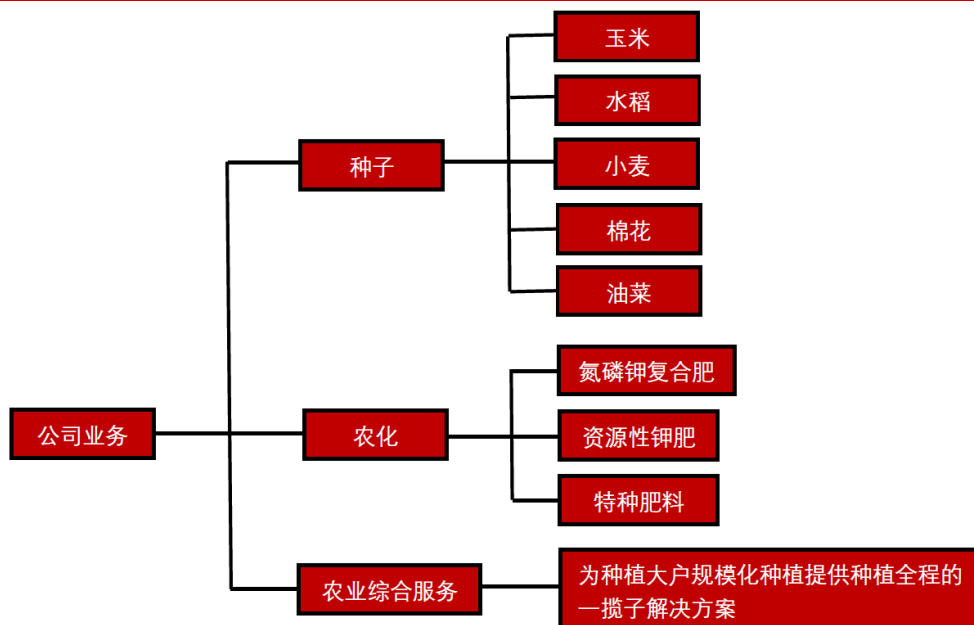
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图 33	2009-2020 年，玉米价格走势	21
图 34	2009-2020 年，小麦价格走势	21
图 35	2008-2019 年，我国稻谷产量	22
图 36	2019 年，我国稻谷消费结构	22
图 37	2008-2018 年，我国稻谷种植面积	22
图 38	2008-2019 年，我国期末稻谷库存	23
图 39	2008-2019 年，我国稻谷进口情况	23
图 40	1980-2018 年，我国复合肥施用量及其增速	25
表 1	公司并购时间表	9
表 2	公司五大科研平台	10
表 3	2020 年，临储玉米拍卖情况	16
表 4	农发种业主要业务经营预测（单位：百万元）	26
表 5	可比公司盈利预测	27

## 1. 以种业为主的农业综合服务商，背靠央企资源雄厚

公司成立于1999年，于2001年1月在上海证券交易所上市。目前，公司拥有控股参股企业12家，业务涵盖农作物种业、农药、肥料以及农业综合服务业务。公司已于2015年实现了小麦种业全国第一、水稻种业全国第六、玉米种业全国第九的阶段性目标，综合实力位居中国种业第四位。种子业务方面，公司产品覆盖玉米、水稻、小麦、棉花、油菜等多种农作物种子，其中玉米种子、小麦种子和水稻种子是核心；农化方面，公司控股的华垦国际贸易有限公司是中国四家享有化肥进口经营权资质的公司之一，主要从事用于农业种植的化肥产品进口，化肥产品分为氮磷钾复合肥、资源性钾肥、国家政策扶植的特种肥料等；农业综合服务方面，公司致力于为种植大户规模化种植提供种植全程的一揽子解决方案，重点探索优质、专用小麦规模化种植为核心的订单农业。

图1 公司各业务情况概览

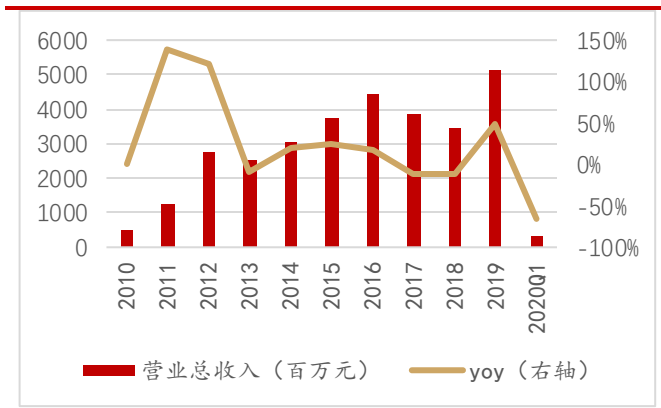


资料来源：公司官网，华西证券研究所

### 1.1. 营收稳步增长，利润呈现周期性波动

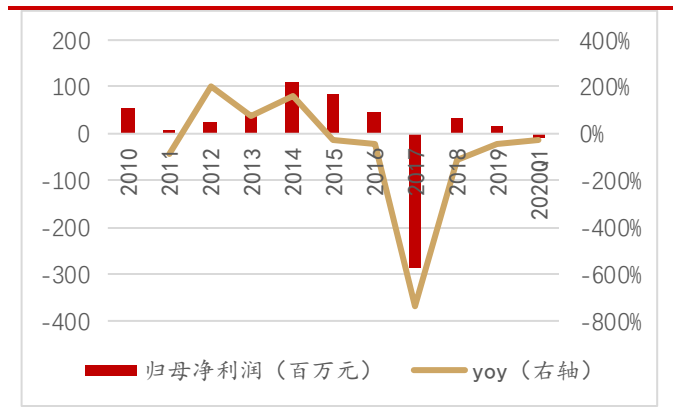
2010-2019年，公司营业收入除2013/2017/2018年外，总体呈现稳步增长趋势，从2010年的5.25亿元增长至51.36亿元。归母净利润增速呈现典型的周期性波动特征，2010-2015年，公司归母净利润从5318万元快速增长至8452万元，2016年，受玉米临储政策取消影响，玉米价格步入下行通道，公司利润呈现下滑趋势。2020Q1，公司实现营业收入3.08亿元，同比下滑65.76%；实现归母净利润-1025万元，同比下滑30.27%。

图 2 2010-2020Q1, 公司营业收入及其增速情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 3 2010-2020Q1, 公司归母净利润及其增速情况

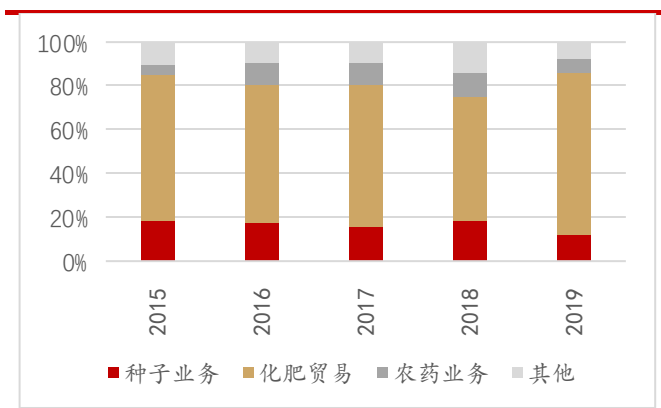


资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 1.2. 种子业务是公司主要的毛利来源

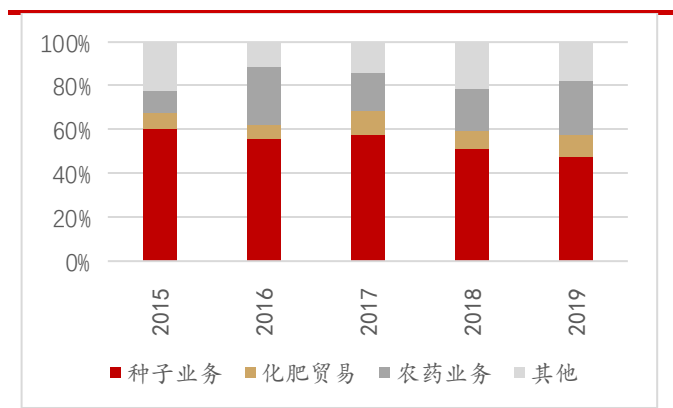
从营收构成上看，化肥贸易是公司主要的收入来源，占公司营业总收入的比重在 65%左右，其次是种子业务和农药业务，占公司营业收入的比重在 8%/15%左右。从毛利构成上看，种子是公司主要的毛利来源占公司毛利润总和的 50%左右，其次是农药和化肥贸易，分别占公司毛利总和的 20%/10%左右。2019 年，公司实现营业收入 51.36 亿元，其中，化肥贸易/种子/农药业务收入占比分别为 73.87%/11.78%/6.33%；实现毛利 2.86 亿元，其中，化肥贸易/种子/农药业务毛利占比分别为 9.99%/47.50%/24.91%。

图 4 2015-2019 年, 公司营收构成情况



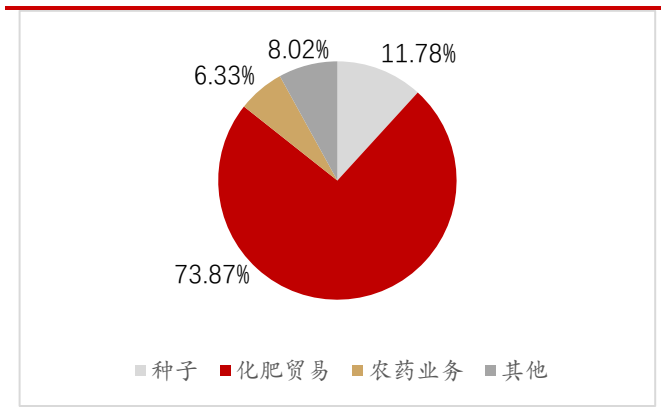
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 5 2015-2019 年, 公司毛利构成情况



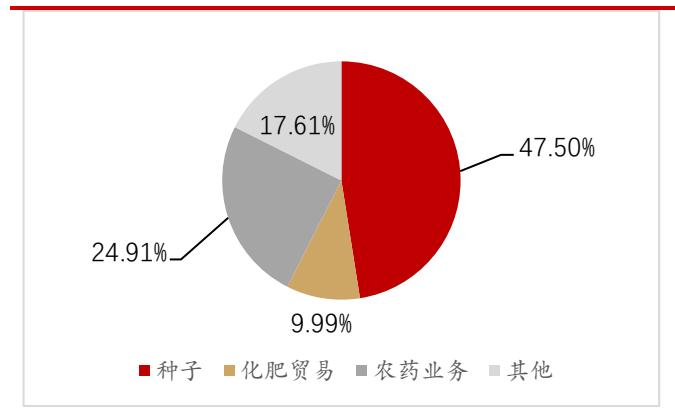
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 6 2019 年，化肥贸易是公司主要的收入来源



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 7 2019 年，种子业务是公司主要的毛利来源



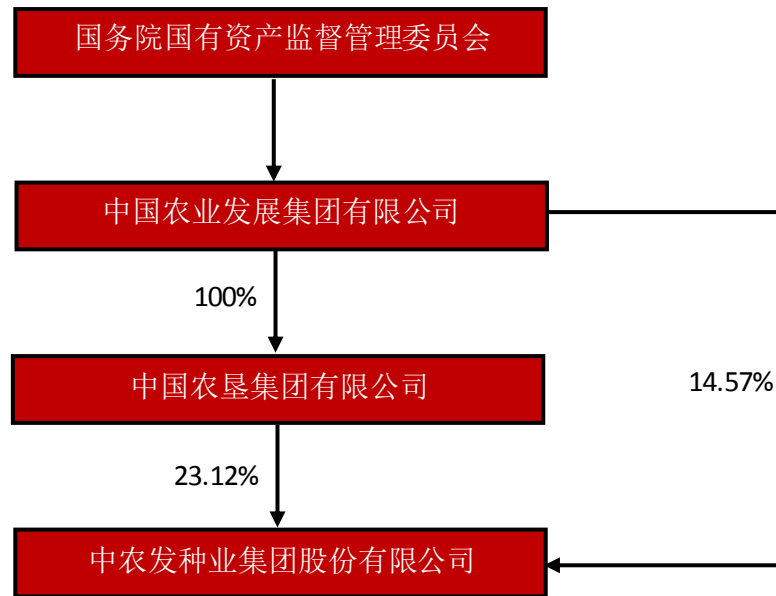
资料来源：公司公告，华西证券研究所

### 1.3. 背靠中农发集团，兼并收购打造种业平台

公司于 2001 年初上市，中国农垦集团和江苏省农垦集团分列公司第一、第二大股东。由于两大股东对公司发展战略定位的不同，公司主业发展得并不顺畅，一度由于连年亏损被暂停上市。此后，经过数次股权变更，中国农业发展集团成为公司实际控制人，直接持有公司 14.57% 的股权，通过中国农垦集团间接持有公司 23.12% 的股权。

中国农业发展集团是国务院国资委管理的唯一一家综合性中央农业企业，形成了以远洋渔业、畜牧业、种业种植业、农业机械装备及工程、资产经营及贸易为核心的五大产业布局。中农发集团在非洲、东南亚、东欧、澳洲等 40 多个国家和地区建有农业、渔业分支机构和生产基地，与全球 70 多个国家建立了经贸合作关系。集团拥有中水渔业、中牧股份以及农发种业三家 A 股上市公司，同时拥有二级企业 17 家。

图 8 2020Q1，公司股权结构图



资料来源：公司官网，华西证券研究所

2011 年以来，公司凭借中国农业发展集团的资金优势以及央企背景，开启了兼并收购的扩张之路。2011 年，公司收购河南地神种业、广西格霖种业，引入小麦、甘蔗、马铃薯种子业务；2012 年，公司收购湖北种子集团、中垦锦绣华农，引入水稻、棉花种子；2013 年收购山西潞玉，引入玉米种子；2014 年一举收购武汉庆发禾盛、金土地种业、中农天泰种业以及内蒙拓普瑞种业；2015 年，收购河南颖泰农化，引入农药原料药业务，增资湖广科技。通过一系列的并购扩张，公司得以将业务范围快速扩大至玉米、水稻、小麦、甘蔗、马铃薯等主要农产品领域，营收和归母净利润也得到快速增长，2011-2015 年，公司营业收入从 12.54 亿元增长至 37.73 亿元，增长 200.88%；归母净利润从 798 万元增长至 8452 亿元，增长 959.15%。



表 1 公司并购时间表

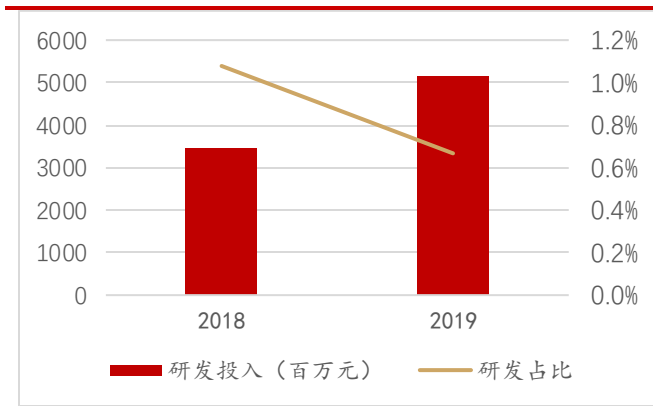
被并购公司	收购时间	主营业务
河南地神种业	2011.09	小麦
广西格霖种业	2011.11	甘蔗、马铃薯
湖北种子集团	2012.11	水稻
中垦锦绣华农	2012.12	水稻、棉花
山西潞玉	2013.12	玉米
武汉庆发禾盛	2014.06	水稻
金土地种业	2014.09	小麦
中农天泰种业	2014.09	玉米
内蒙拓普瑞种业	2014.12	马铃薯
河南颖泰农化	2015	农药原料药
湖广科技	2015	农资

资料来源：Wind，华西证券研究所

#### 1.4. 毛利提升空间大，种子利润有望逐步释放

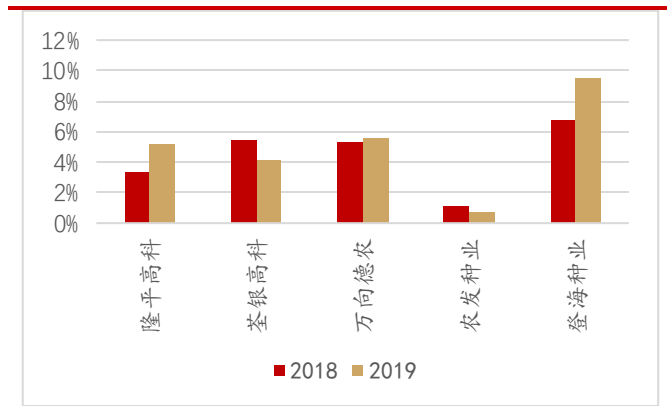
依托五大科研院所，研发实力强劲。通过行业横向对比可以发现，公司每年的研发投入在 3500 万元左右，占营业收入的比重在 1% 左右，研发费用投入和研发费用占比均低于隆平高科、荃银高科等种子企业。但值得注意的是，公司研发投入处于行业较低水平的主要原因在于，公司通过并购方式可以充分享受子公司自身的科研资源，我们统计发现，公司现有包括政府研发机构和下设研究机构在内的五大科研平台，具体包括：1) 邦泰生物研究院；2) 山西潞玉下设的潞玉玉米研究院；3) 湖北种子集团下设的禾盛生物研究院 4) 地神种业下设的地神农科院；5) 扬州市现代种业研究院等，并在海南建有育种基地。公司依托上述科研平台，已全面覆盖小麦、玉米、水稻、大豆、花生、棉花、油菜等主要的农作物种子，2019 年，公司及所属子公司共有 41 个新品种通过国家级或省级审定，而其中有相当大的一部分研发费用是依托于科研院所的科研经费，不用公司来承担，相当于为公司节省了一大笔研发支出。

图 9 2018-2019 年，公司研发投入情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 10 2018-2019 年，可比公司研发投入占比情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

表 2 公司五大科研平台

子公司	科研平台	基本情况
地神农业	地神种业农科院	地神农科院实施国家级项目 6 项，省级重大科研项目 120 项，市级科研项目 20 项。近年来先后培育出了具有自主知识产权的新品种 20 个。包括豫审小麦品种神麦 1 号、神麦 2 号、泛麦 8 号、泛麦 7030、泛麦 803。国审小麦品种：泛麦 5 号，国审大豆品种：泛豆 4 号、泛豆 11；豫审棉花品种：神棉 1 号、泛棉 3 号、泛棉杂 8 号，豫、陕审玉米品种：泛玉 5 号、泛玉 6 号、泛玉 298；豫审泛花 3 号，皖审泛花 5 号花生品种等。
山西潞玉	山西潞玉种业玉米科学研究院	建有稳定的生产基地 3 万亩，玉米杂交种行销 20 多个省市，其中潞玉 6 号成为山西、陕西玉米主推品种之一，潞玉 13 成为西南地区的主导品种，潞玉 36 再创山西玉米产量新高，有望成为东华北中晚熟密植型强势品种。
中农天泰	邦泰生物研究院	公司坚持自主科研育种，拥有创新杂交组合 12000 余份，在全国不同生态区设有品种测试站点 81 处、在黄淮海和西北品种审定绿色通道布点 100 余个。2005 年至今，公司先后独立育成“天泰”、“邦玉”等系列优良审定玉米杂交种 11 个，2010 年 11 月经山东省科技厅、山东省民政厅批准，成立独立科研机构“山东邦泰生物技术研究院”；2012 年 12 月，经山东省科技厅批准，成立“山东省饲用玉米工程技术中心”；2013 年 2 月，加入国家玉米产业化体系。目前，已与国内外多家大学、科研院所及科研机构联合开展常规育种、分子标记育种和商业育种研发。
湖北种子集团	禾盛生物研究院	研究院现有 3 个研究所、1 个农业部重点实验室和 1 个国家地方联合工程技术研究中心。分别是粮食作物种子研究所、经济作物种子研究所、种质检测与生物技术研究所；农业部籼稻新品种创制与种子技术重点实验室，优质水稻育种国家地方联合工程技术研究中心。研究院现在国内建有专属生物育种基地 6 个，在长江中下游等主要生态区建有 100 多个新品种生态测试鉴定点，在国外建有 10 个新品种展示筛选试验站。现有农业生物育种类科研专家 40 人，其中正高以上技术职称 5 人，中级以上职称或研究生以上学历 25 人，湖北省突出贡献专家 3 人。经过多年积累发展，目前，研究院西南山区玉米、黄淮海南部低山平原玉米、鲜食玉米等领域处于国内先进水平，在种子及技术“走出去”国际化发展方面处于国内领先水平。
江苏金土地	扬州市现代种业研究院	研究院以制定和实施中长期科研育种方案，开展农作物新品种的自主研发和联合选育为方向，开展对外合作与交流，对国内外农作物种质资源进行收集、保存鉴定评价与利用，并承担参加国家、省级联合体区试工作，负责公司参试品种的申报与跟踪，建立品种测试体系，创新主要农作物品种及高产栽培技术，申请相关科研项目并执行。

资料来源：公司官网，华西证券研究所

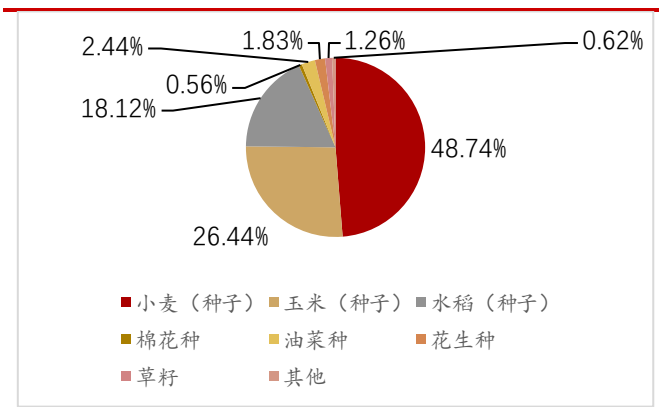
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

**周期上行，公司种子利润弹性大。**水稻方面，国家为了提高产量，保障粮食安全，再度提倡种植早稻，公司于 2012 年控股的湖北种子集团的主打产品就是早稻，早稻种植面积扩大将对公司水稻种子业务起到巨大提振作用；玉米种子方面，公司发展前景广阔，和法国龙头种企合作并享受独家授权，持续布局玉米早熟和极早熟品种。我国主流玉米育种对早熟和极早熟品种的选育能力偏弱，公司有望凭借在早熟和极早熟品种的资源优势，持续扩大在北方春玉米区早熟和极早熟玉米品种的市场份额。

与此同时，公司毛利率提升空间较大。小麦、玉米、水稻种子是公司种子收入的主要来源，2019 年，公司小麦、玉米、水稻种子收入分别为 2.95/1.60/1.10 亿元，占全部种子收入的比重分别为 48.74%/26.44%/18.12%，三者合计占全部种子业务收入的比重为 93.30%。从盈利能力上看，公司除小麦种子毛利率高于同行外，水稻、玉米种子毛利率均有较大的提升空间。2019 年，公司水稻种子毛利率 26.76%，低于隆平高科和荃银高科的 35.40%/51.09%；玉米种子毛利率 33.03%，低于隆平高科、荃银高科、万向德农、登海种业的 41.79%/36.95%/48.66%/34.00%；小麦种子毛利率为 14.83%，高于荃银高科的 13.16%。

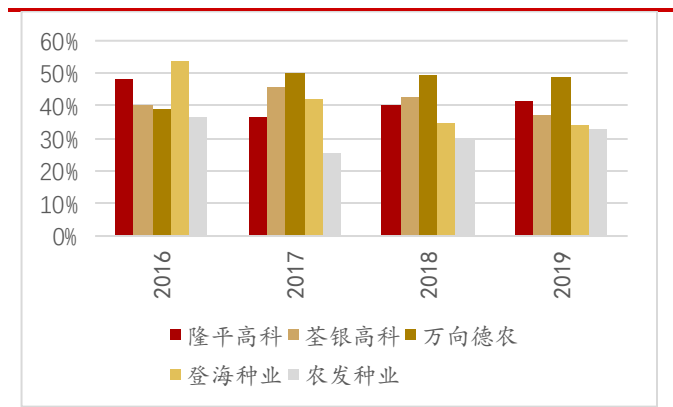
我们认为，公司依托五大科研平台，科研实力强劲，在种业景气回升的大背景下，农民种植积极性提升，愿意支付更高的价格购买质量更高的种子，公司的小麦、玉米、水稻种子的毛利率有望快速提升，将大幅增厚公司利润。

图 11 2019 年，公司各种子品种收入占比情况



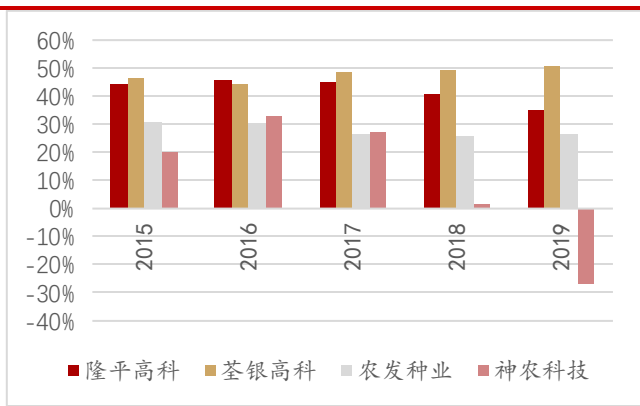
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 12 2019 年，公司玉米种子毛利率低于可比公司



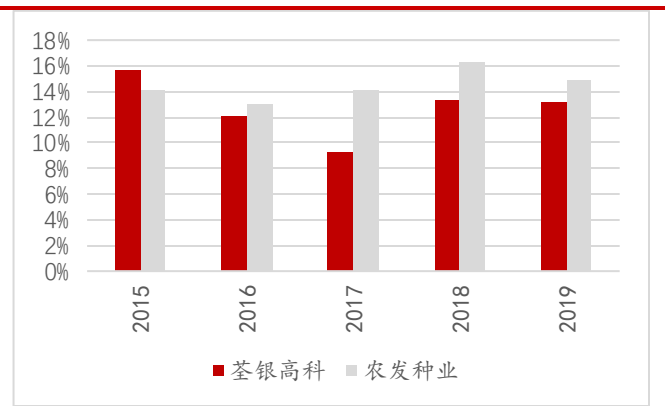
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 13 2019 年，公司水稻种子毛利率低于可比公司



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 14 2019 年，公司小麦种子毛利率高于可比公司

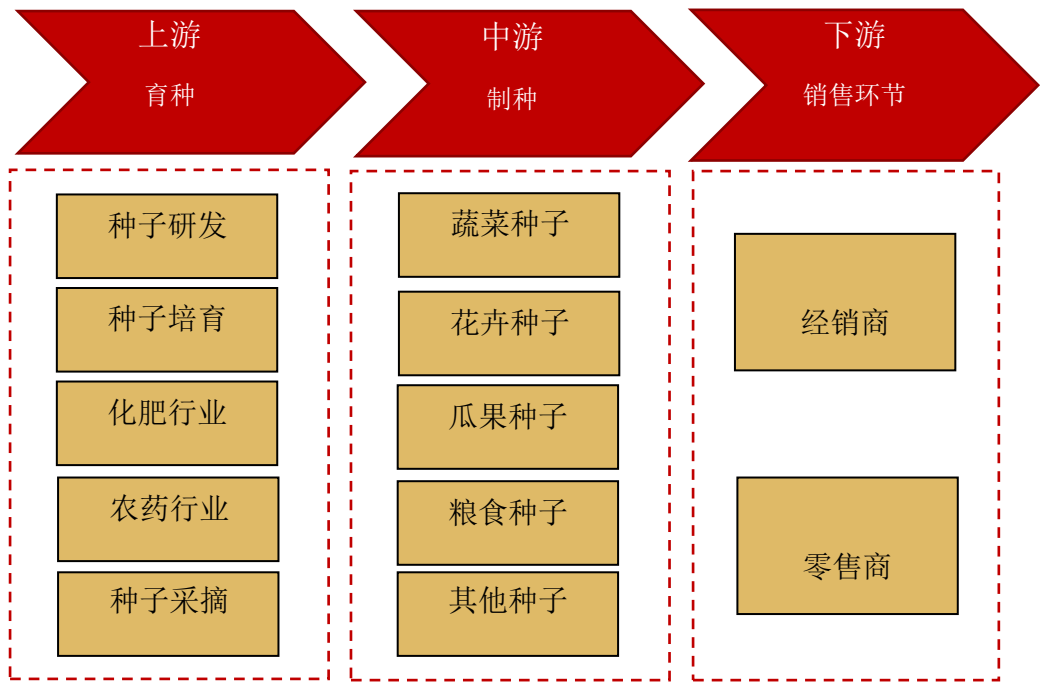


资料来源：公司公告，华西证券研究所

## 2. 种植大周期拐点已现，种业迎来景气周期

我国种子行业已经形成上游育种-中游制种-下游销售的完整产业链，其中育种环节是种子行业技术壁垒最高的环节，也是种子行业的核心环节。具体来看，上游育种主要根据病虫害、环境和特定的要求研发出相应的高性状品种，常见的育种方法包括杂交育种、基因工程育种和细胞工程育种等。中游为制种环节，种子企业一般采用委托第三方生产的方式，约定生产面积、数量、质量标准 and 价格等，收获后进行回收。下游为销售环节，种子企业一般通过经销商和零售商等将种子销售到种植户手中。

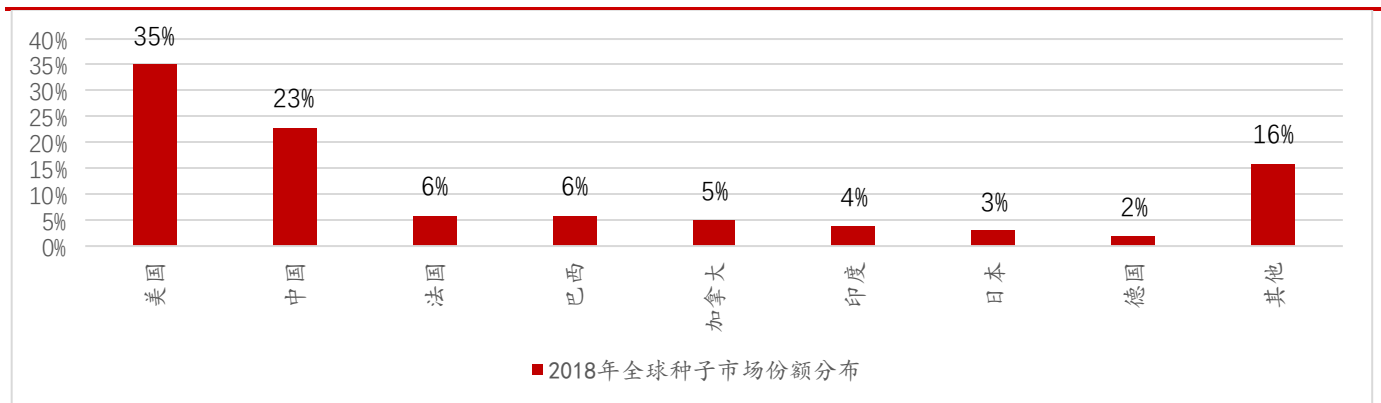
图 15 种子产业链示意图



资料来源：华西证券研究所

我国是全球第二大种子市场，仅次于美国。全球种子市场规模整体呈现出稳定增长趋势，2015 年全球种子市场规模有所下滑，其后开始回升。根据农业农村部数据，美国是全球第一大种子市场，市场规模占比 35%，其次是中国，市场规模占比 23%，CR2 为 57%，法国和巴西市场规模占比均为 6%左右。

图 16 2018 年，全球种子市场份额分布

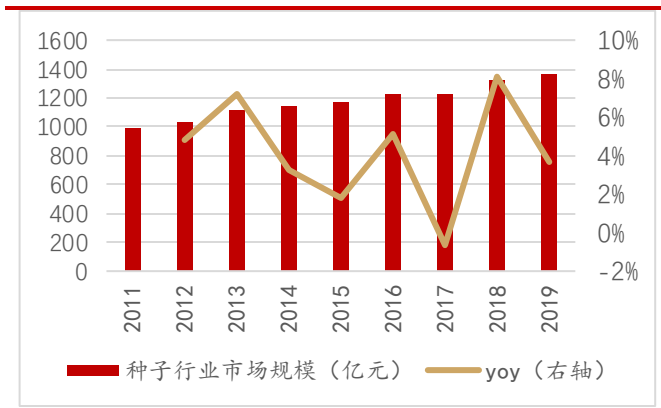


资料来源：农业农村部，华西证券研究所

我国种子行业市场规模稳步上升，玉米、水稻、小麦占比最高。根据中国产业信息数据，2011-2019 年，我国种子行业市场规模从 990 亿元上升至 1370 亿元，CAGR+4.14%。分品种来看，玉米、水稻、小麦市场规模最大，其中，玉米种子市场规模约 352 亿元，水稻种子市场规模约 202 亿元（杂交稻 155 亿、常规稻 46 亿），小麦种子市场规模约 196 亿元，马铃薯、大豆种子市场规模约 150/32 亿元。

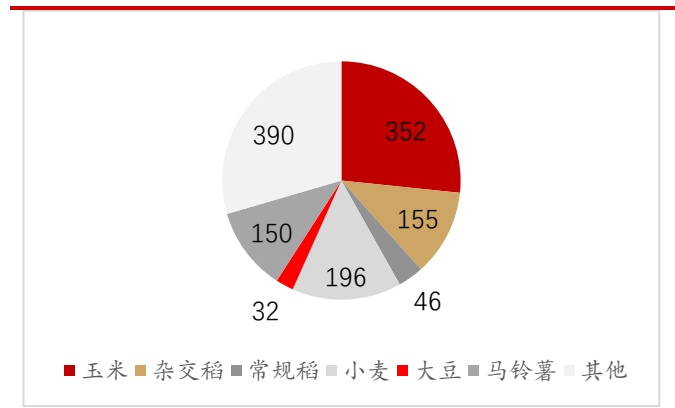
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图 17 2011-2019 年，我国种子行业市场规模



资料来源：中国产业信息，华西证券研究所

图 18 2018 年，我国种子品种市场规模情况 (亿元)

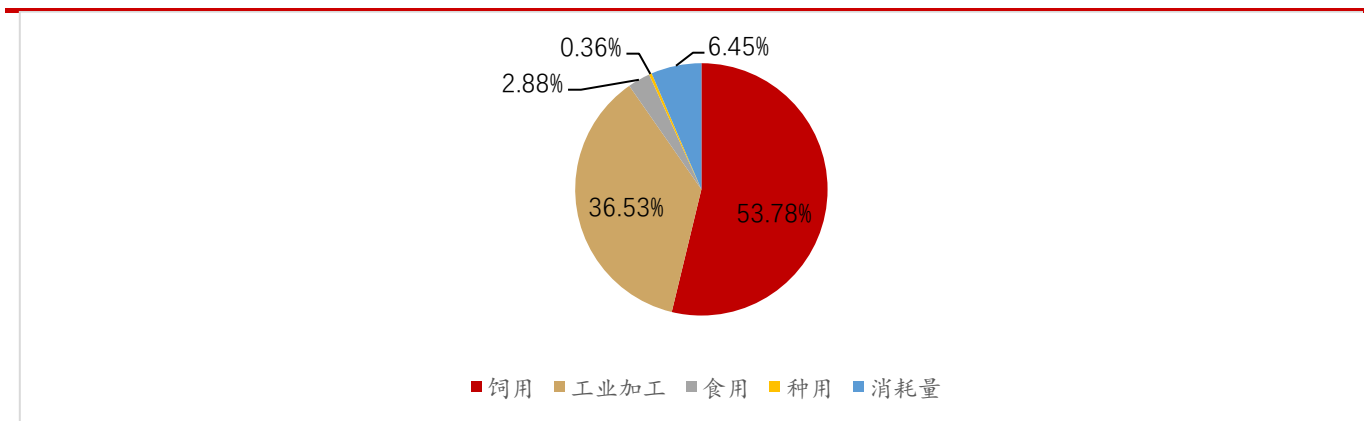


资料来源：中国产业信息，华西证券研究所

## 2.1. 玉米：库存见底 & 需求趋旺，玉米价格上行带动行业反转

玉米是我国第一大粮食品种，占粮食种植面积的 42%。根据 Wind 数据，2018 年，我国玉米产量 2.57 亿吨，消费量为 2.75 亿吨，进口量 448 万吨，出口量 2 万吨，进口占消费比为 1.63%，进口依赖度低。下游消费主要有饲用、工业加工、食用及种用四大用途，其中，饲用、工业加工、食用及种用量占比分别为 53.78%、36.53%、2.88%、0.36%，饲用及工业消费占比高达 90.31%。

图 19 2018 年，我国玉米主要消费渠道



资料来源：Wind，华西证券研究所

### 2.1.1. 供给端：国储库存 & 播种面积双见底，草地贪夜蛾对玉米减产的威胁仍在

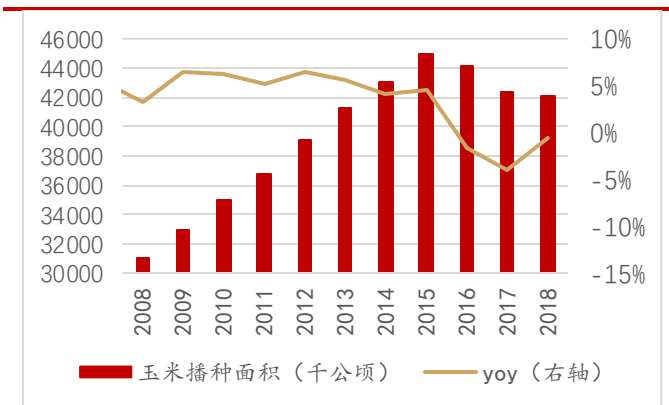
播种面积方面，受大豆振兴计划影响，玉米播种面积下滑 1000 万亩左右。种植效益是决定玉米种植面积的主要因素。2008 年金融危机之后，我国玉米价格全面下跌，卖粮难的现象突出，国家为了稳定粮食生产，于 2008 年对东北三省和内蒙古自治区实行玉米价格临时收储政策，维持粮农种植收益，保障国家粮食安全。在临储收购政策的推动下，我国玉米价格持续上行，种植户获得可观的收益，种植玉米的积极

性大大提高。此后我国玉米播种面积呈现持续攀升态势，根据国家统计局数据，2008-2015年，我国玉米播种面积从3098万公顷上升至4497万公顷，产量从1.72亿吨上升至2.65亿吨。

临储政策取消致使我国玉米播种面积连续下滑。2015年9月，在高库存、玉米价格倒挂以及财政负担加重的背景下，国家首次下调玉米临储收购价。2016年3月，我国对玉米临储收购制度进行改革，将玉米临时收储政策调整为“市场化收购”与“补贴”的新模式，玉米价格从此市场化，供需关系成为决定我国玉米价格走势的主要因素。此后，我国玉米价格开始回落，粮农积极性下降，玉米播种面积连年回调。根据国家统计局数据，2015-2018年，我国玉米播种面积从4497万公顷回落至4213万公顷，产量从2.65亿吨下滑至2.57亿吨。

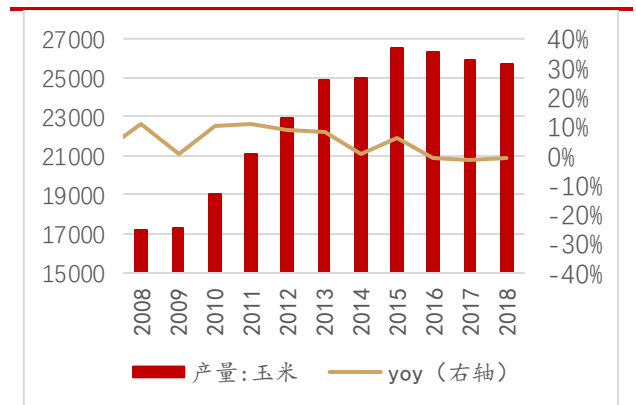
我国大豆对外依存度较高，近年来维持在90%左右的较高水平，在中美贸易摩擦加剧的大背景下，国内为了提升大豆的自主性，于2019年正式提出大豆振兴计划，计划到2020年实现大豆种植面积达到1.4亿亩，2022年达到1.5亿亩。受我国耕地面积刚性约束影响，2020年，我国玉米播种面积下滑1000万亩左右。

图 20 2008-2018 年，我国玉米播种面积（千公顷）



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 21 2008-2018 年，我国玉米产量（万吨）



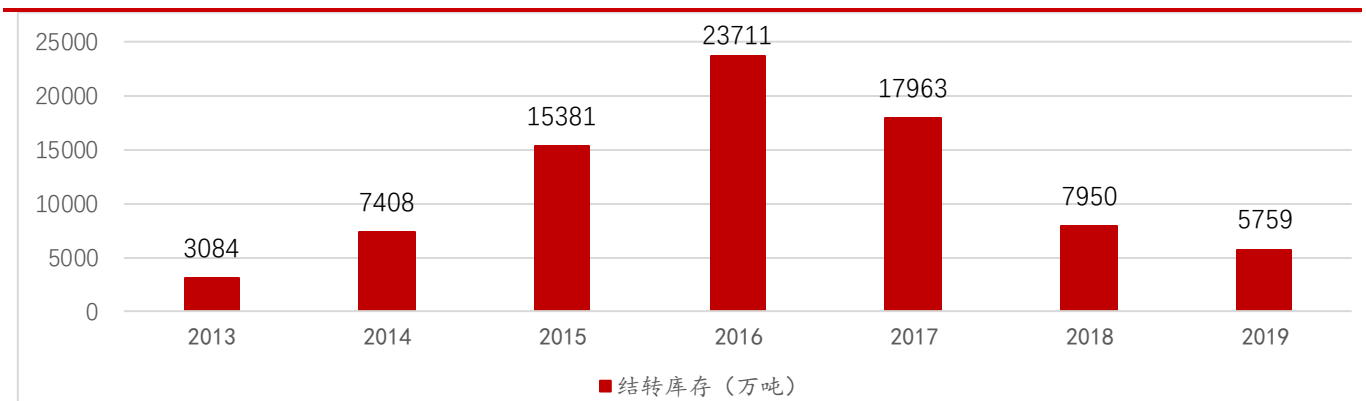
资料来源：Wind，华西证券研究所

库存方面，拍卖行情火热，库存已降至历史底部。受玉米临储收购政策影响，我国玉米库存连年上行。2008 年临储收购政策致使我国玉米产量大幅提高，消费需求却未同步增长，2013-2015 年供需矛盾突出，玉米库存快速增长，每年库存增量平均为 6480 万吨。国家库存的持续高增长造成库存压力急剧加大。2016 年玉米临储政策取消，玉米库存已下降至低位。为了推动超高玉米库存的消化，国家在 2016 年取消玉米临储政策，玉米价格市场化机制打通，大量玉米出库促进国家库存快速消化。2019 年拍卖结束后，临储玉米库存结余量总计约 5759 万吨，相较于 2016 年的高点 2.37 亿吨，当前阶段我国玉米库存已降至低位。

进入 2020 年，临储玉米拍卖行情火热，截至 2020 年 8 月 11 日，临储玉米累计成交 5200 万吨，按照当前的拍卖节奏来看，在 8 月份我国剩余玉米临储量将全部拍卖完成。



图 22 2019 年，我国玉米结转库存已降至低位



资料来源：卓创资讯，华西证券研究所

表 3 2020 年，临储玉米拍卖情况

业务	5/28	6/4	6/11	6/18	6/24	7/2	7/9	7/16	7/23	7/30	8/6
拍卖量 (吨)	3992526	3978882	3942683	3980692	3988237	4099101	3970072	4026026	3974163	4014334	3992405
成交量 (吨)	3992526	3974739	3942683	3980692	3988237	4099101	3970072	4026026	3974163	4014334	3992405
成交价格 (元/吨)	1765	1795	1818	1884	1871	1879	1899	1950	2017	2037	2005

资料来源：国家粮食交易中心，华西证券研究所

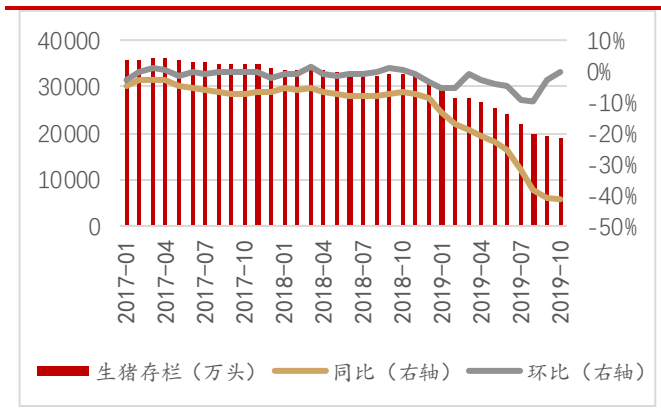
病虫害方面，草地贪夜蛾对玉米的减产威胁仍在。草地贪夜蛾自 2019 年 1 月在我国云南省发现之后，迅速在省内蔓延，并于 4 月相继侵入广西、广东、贵州、湖南、海南等地，5 月份扩散至福建、湖北、浙江、四川、江西、重庆、河南等地。截至 2019 年 10 月 8 日，草地贪夜蛾侵入我国西南、华南、江南、长江中下游、黄淮、西北、华北地区的 26 省 1518 个县，其传播速度之快、波及范围之广十分罕见。根据农业农村部数据，截至 2020 年 7 月 2 日，全国草地贪夜蛾见虫面积 786 万亩。7 月中下旬是夏玉米苗期，草地贪夜蛾对玉米产量的威胁加大。

### 2.1.2. 需求端：生猪产能快速恢复，饲用玉米需求趋旺

自 2018 年 8 月 3 日辽宁沈阳发生第一起非洲猪瘟疫情以来，非瘟病毒以极快的速度从北向南蔓延，迅速席卷全国。受此影响，我国生猪养殖产业受到重创，全国生猪产能去化幅度达到 40% 以上。根据农业农村部数据，截至 2019 年 10 月，生猪存栏同比下滑 41.40%、环比下滑 0.60%；能繁母猪存栏同比下滑 37.80%、环比首次转正，微增 0.60%，生猪产能去化幅度远超历史记录。

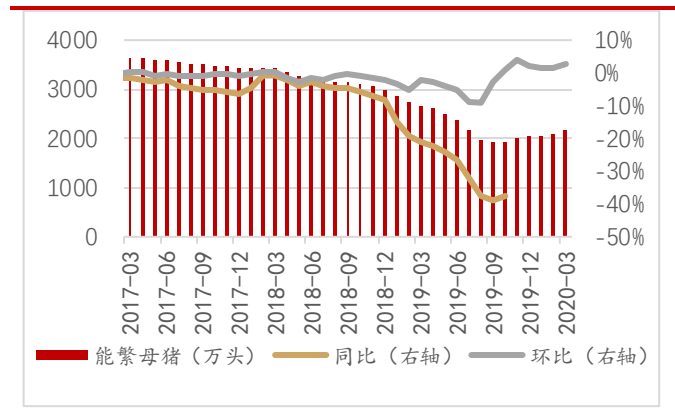


图 23 2017-2019 年，生猪产能去化情况



资料来源：农业农村部，华西证券研究所

图 24 2017-2020 年，能繁母猪产能去化情况



资料来源：农业农村部，华西证券研究所

在猪肉需求相对刚性背景下，生猪供需矛盾支撑猪价维持高位。根据猪易通数据，2019 年 10 月，全国生猪均价一度超过 40 元/公斤，其后猪价呈现震荡趋势，但仍处在历史高位，截至 20 年 8 月 12 日，全国生猪均价 37.10 元/公斤，按照完全成本 19 元/公斤、出栏均重 120kg 测算，行业头均盈利 2172 元/头。在养猪高盈利刺激下，大型养殖集团和规模养殖户补栏积极性大增，带动行业生猪产能企稳回升，全国能繁母猪存栏已于 2019 年 10 月实现首次环比转正，2020 年 6 月，全国能繁母猪存栏实现同比正增长。我们判断，随着 2019 年下半年大型养殖集团和规模养殖户扩张的产能在 2020 年下半年的集中释放，生猪存栏将维持快速回升态势。

图 25 2015-2020 年，全国生猪均价走势图



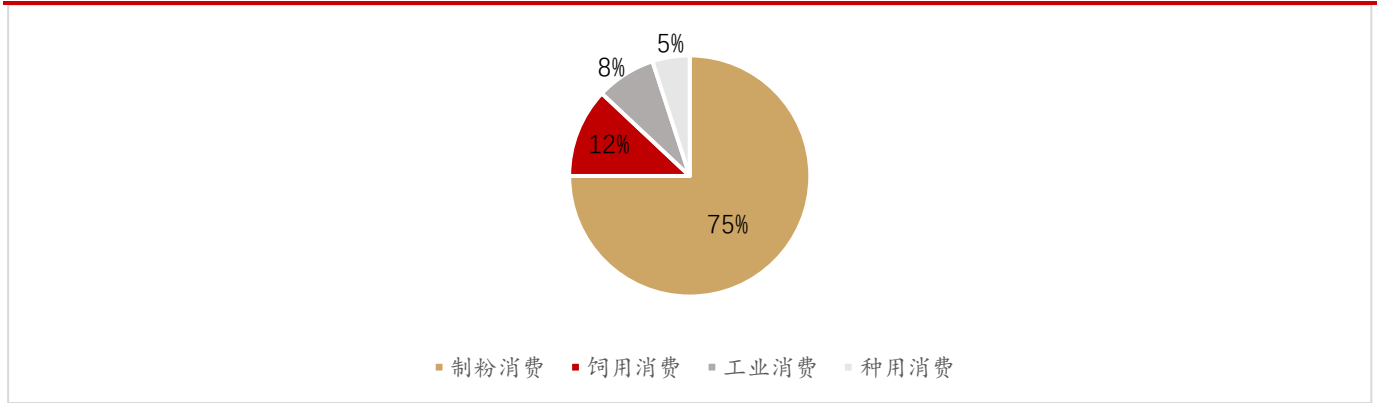
资料来源：猪易通，华西证券研究所

从供给端来看，受大豆振兴计划影响，玉米播种面积有所下滑，而库存加速去化，草地贪夜蛾对玉米减产的威胁仍在，玉米供给端承压；从需求端来看，全国能繁母猪存栏于 2019 年 10 月首次环比转正，2020 年 6 月首次实现同比正增长，随着能繁母猪产能的快速释放，饲料进而玉米的需求将逐步趋旺。我们认为，玉米供需矛盾加剧将支撑玉米价格上行，带动玉米种植行业迎来反转的关键节点。

## 2.2. 小麦：替代需求旺盛，看好小麦价格上行

小麦是全球第一大粮食作物。在我国，小麦是第三大粮食作物，也是全球第一大小麦生产国。根据中国农业信息网数据，2019 年我国小麦产量 1.33 亿吨，消费量为 1.28 亿吨，进口量 400 万吨，出口量 110 万吨。进口占消费比 3.1%，进口依赖度低。下游消费主要是制粉消费、饲用消费、工业消费、种用消费等。

图 26 2019 年，我国小麦消费结构

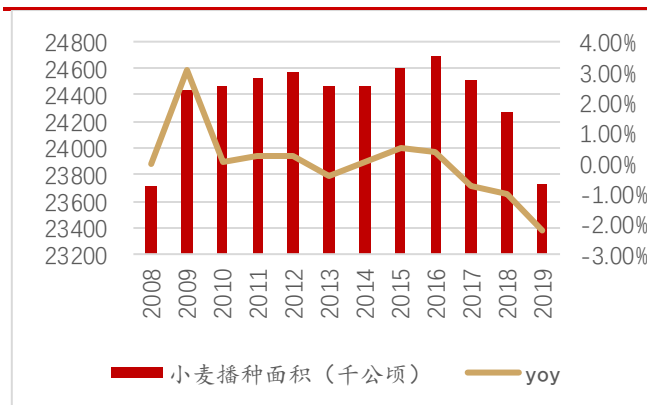


资料来源：Wind，华西证券研究所

### 2.2.1. 供给端：国内条锈病&欧洲疫情，供给端趋紧确定性较强

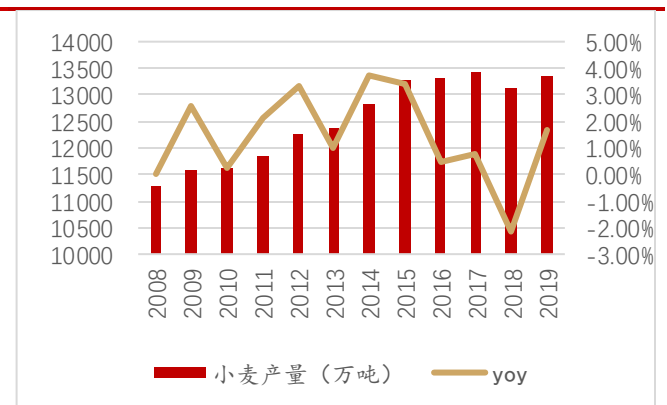
为确保我国粮食安全，2008 年中共十七届三中全会提出“永久基本农田”概念，“永久基本农田”即无论什么情况下都不能改变其用途，不得以任何形式挪作它用的基本农田，对基本农田实行永久性保护。截至 2017 年下半年，我国永久基本农田基本划定完成，全国共划定永久基本农田 15.46 亿亩。由于小麦最低收购价的下调，麦农种植积极性降低，小麦播种面积 2016 年达到 2469.60 万公顷的高点后迎来 3 年连降，随着各地调整作物种植结构、优化农业区域布局等措施推进，2019 年我国小麦播种面积 2372.70 万公顷，为过去 10 年新低。

图 27 2008-2019 年，我国小麦播种面积走势图



资料来源：Wind，华西证券研究所

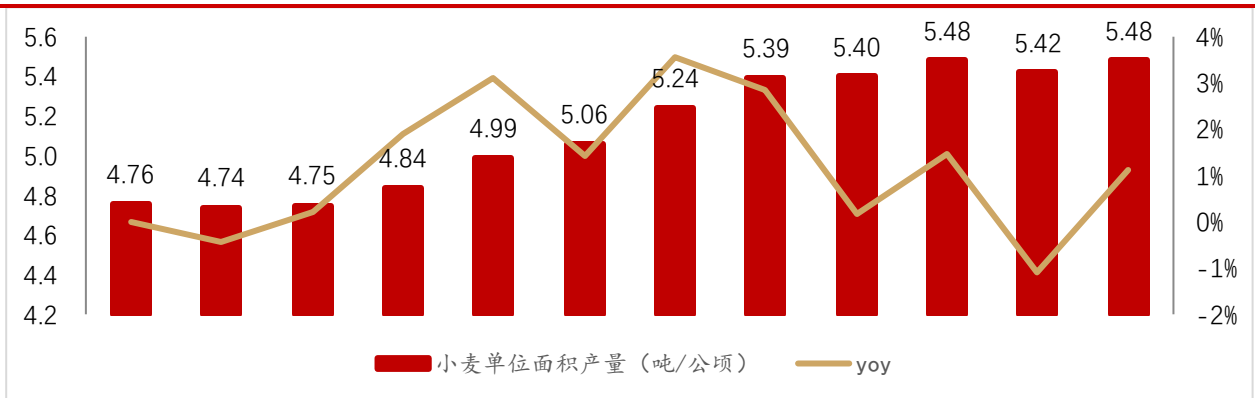
图 28 2008-2019 年，小麦产量走势图



资料来源：Wind，华西证券研究所

产量方面，由于育种、种植技术不断升级，小麦单产屡创新高，呈上升趋势。我国小麦最新单产为 5.48 吨/公顷，仅低于欧盟的 5.78 吨/公顷，大幅领先美国、加拿大、印度等小麦主产国，未来一段时间或将以稳定维持为主。在三年播种面积连降的趋势下，由于单产提高，2019 年我国小麦总产量相比于 2018 年有所增加，从 1.31 亿吨增长至 1.33 亿吨。

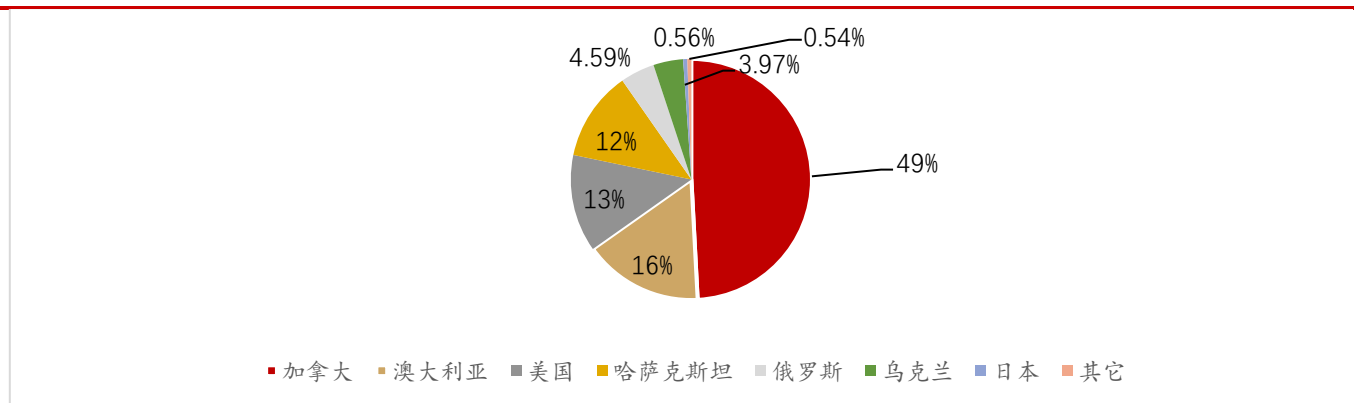
图 29 2008-2019 年，小麦单产走势图（吨/公顷）



资料来源：Wind，华西证券研究所

进口方面，根据中国农业信息网数据，2019 年我国进口小麦 320.5 万吨，同比增长 11.41%。从加拿大进口小麦 162.28 万吨，从哈萨克斯坦进口小麦 39.49 万吨。我们认为，由于新冠肺炎在全球范围快速蔓延，尤其是欧洲主产区的疫情呈高发态势，一定程度上会影响全球的小麦产量，我国小麦进口量或将维持稳中下滑趋势。

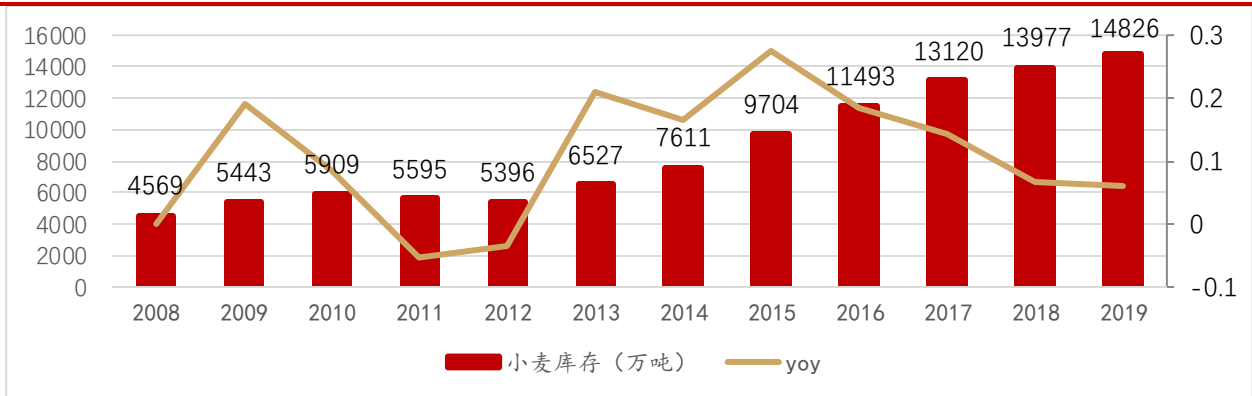
图 30 2019 年，我国进口小麦来源国分布



资料来源：中国农业信息网，华西证券研究所

库存方面，库销比逐年增长，去库存压力仍在。国内小麦年产量连续多年大于需求量，加上进口小麦的补充，2019 年我国小麦期末库存高达 1.48 亿吨，超过国内一年消费量，处于历史高位。

图 31 2008-2019 年，小麦库存走势图（万吨）

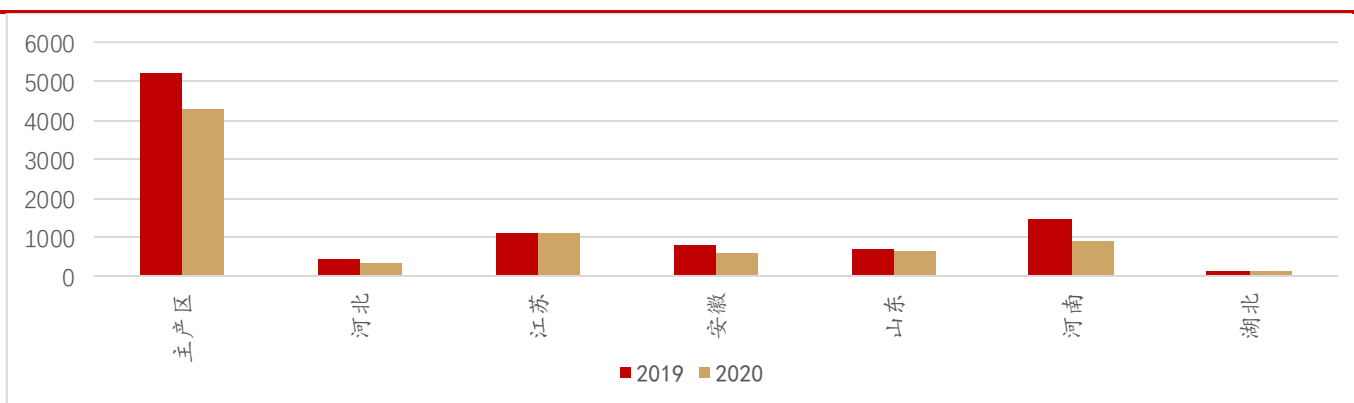


资料来源：Wind，华西证券研究所

病虫害方面，受疫情影响，无法及时进行田间管理，条锈病的防控力度相较于往年较弱，在此背景下，小麦条锈病发生面积显著强于往年。根据全国农技中心数据，截止到 3 月 23 日，在全黄淮海区的 3.25 亿亩冬小麦中，发病的面积是 1000 多万亩，比 2019 年同期增加 4.3 倍。与此同时，条锈病湖北省处于快速流行期，是该省有记录以来同期发生面积最大、程度最重的一年，发生面积达 675.6 万亩。目前，湖北主要的重灾区是在襄阳，紧挨着的河南南阳也比较严重。我们判断，国产小麦今年大概率会出现减产。

国家粮食和物资储备局数据公布的主产区夏粮收购进度也可以印证我们的判断，根据国家粮食和物资储备局数据，截至 2020 年 8 月 5 日，主产区小麦累计收购 4285.7 万吨，同比减少 928.3 万吨，其中：河北收购 355.9 万吨，同比减少 93.5 万吨；江苏收购 1083.5 万吨，同比减少 10.8 万吨；安徽收购 592.9 万吨，同比减少 222.4 万吨；山东收购 661.4 万吨，同比减少 54.4 万吨；河南收购 912.4 万吨，同比减少 538.8 万吨；湖北收购 139.0 万吨，同比增加 6.8 万吨。

图 32 2019-2020 年，主产区夏小麦累计收购情况（万吨）



资料来源：国家粮食和物资储备局，华西证券研究所

## 2.2.2. 需求端：受益于玉米价格上行，小麦替代需求旺盛

玉米供需矛盾加剧支撑玉米价格上行。随着玉米库存的快速去化叠加下游生猪产能的快速恢复，玉米供需缺口呈现持续扩大趋势，推动玉米价格上行。根据 Wind 数据，截至 2020 年 8 月 12 日，全国玉米现货均价 2369.69 元/吨，较年初上涨 23.60%。

小麦替代需求有望趋旺。根据 Wind 数据，截至 2020 年 8 月 12 日，小麦现货均价 2427.22 元/吨，较年初仅上涨 1.32%，基本维持在相对稳定的状态。小麦可以作为玉米的替代品，广泛应用于饲料、深加工等各个领域，在玉米价格上行动力强劲的背景下，小麦替代需求将持续旺盛。

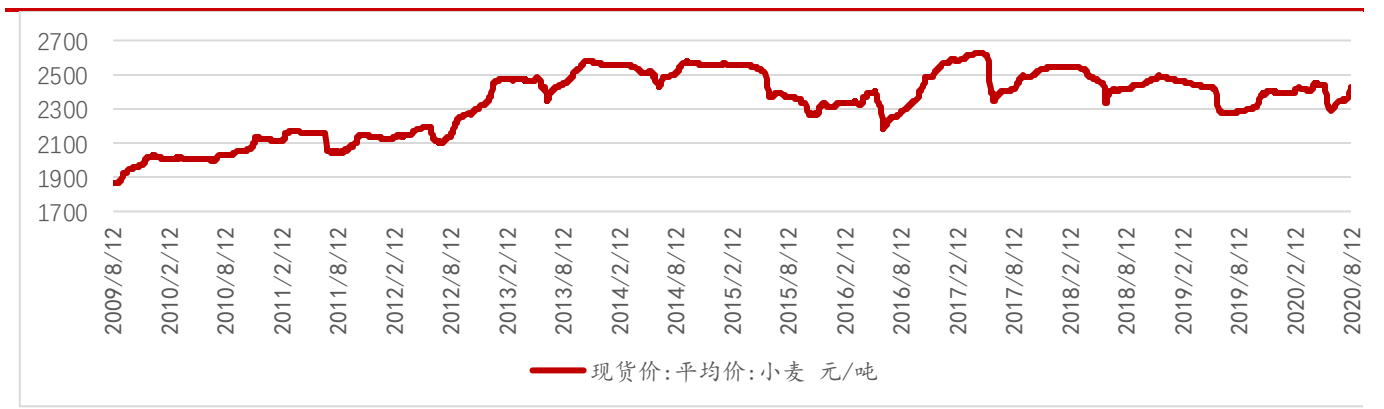
我们认为，小麦减产趋势确立，在玉米价格上行的背景下，小麦替代需求有望持续趋旺，带动小麦库存去化，看好后续小麦价格上行。

图 33 2009-2020 年，玉米价格走势



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 34 2009-2020 年，小麦价格走势



资料来源: Wind, 华西证券研究所

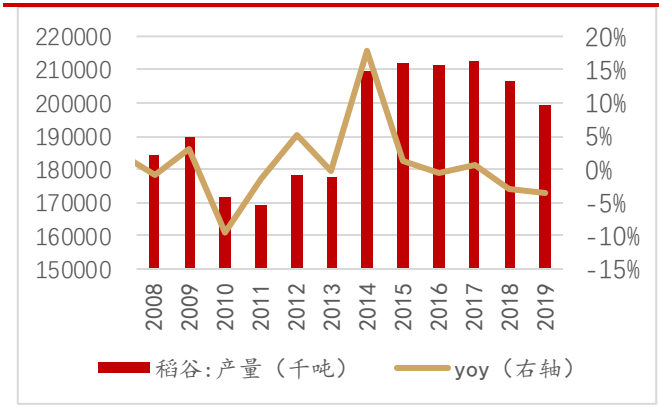
### 2.3. 水稻：需求平稳，沙漠蝗虫&东南亚疫情或造成全球减产

水稻是我国第二大粮食作物，占粮食种植面积的 35.6%。根据国家粮油信息中心数据，2018/19 市场年度（2018 年 10 月至 2019 年 9 月）我国稻谷产量 1.99 亿吨，

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

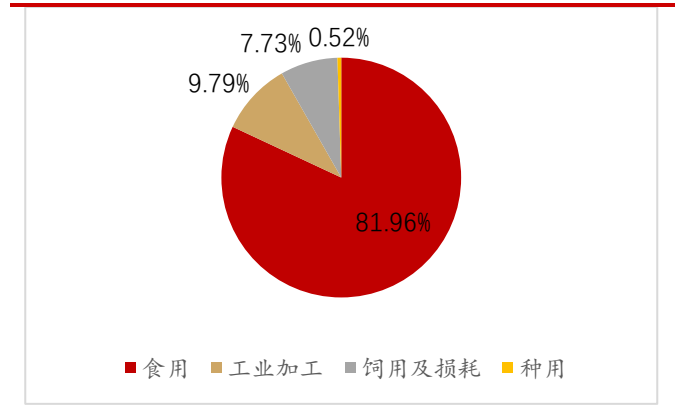
消费量为 2.03 亿吨，进口量 326 万吨，出口量 326 万吨，进口占消费比为 1.60%，出口占生产量的比重为 1.64%。下游消费主要有食用、工业加工、饲用、种用四大用途，食用、工业加工、饲用及损耗、种用量分别为 1.59、0.19、0.15、0.01 亿吨，食用消费占比达 81.96%，是我国第一大口粮品种。

图 35 2008-2019 年，我国稻谷产量



资料来源：Wind，华西证券研究所

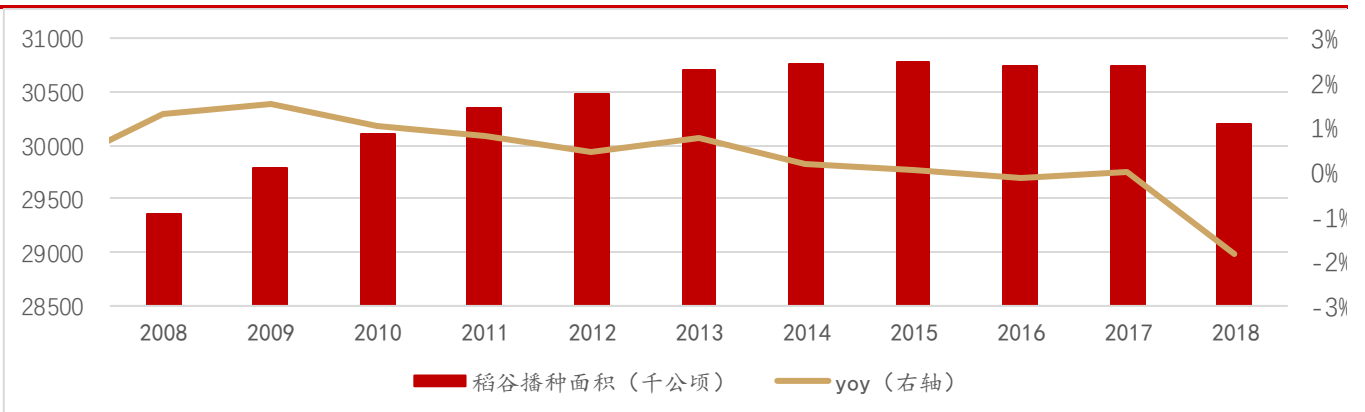
图 36 2019 年，我国稻谷消费结构



资料来源：Wind，华西证券研究所

在粮食安全政策的绝对红线下，我国稻谷生产整体呈现出相对稳定的态势。根据国家统计局数据，2008-2018 年，我国稻谷播种面积从 2935 万公顷上升至 3019 万公顷，增长 2.86%；稻谷产量从 1.84 亿吨上升至 1.99 亿吨，增长 8.15%，整体呈现出相对稳定的趋势。

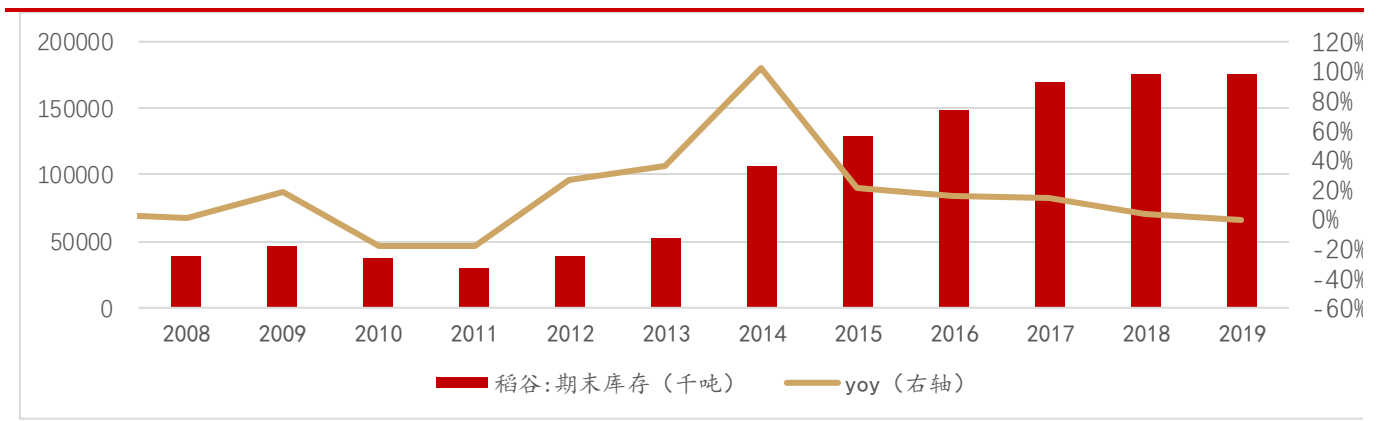
图 37 2008-2018 年，我国稻谷种植面积



资料来源：Wind，华西证券研究所

为了保证农民种植水稻的积极性，我国对稻谷实行最低收购价保护制度。从 2004 年开放粮食流通市场后，国家为了稳定国内稻谷产量，对稻谷实行了最低收购价保护制度，且呈现收购价格连年提高趋势。2017 年，受库存较大影响，最低收购价出现下调，稻谷库存也于 2018 年见顶，达到 1.76 亿吨，2019 年同比下滑 0.32% 至 1.75 亿吨。2020 年，受新冠肺炎疫情影响，国家对粮食安全的重视程度增加，稻谷的最低收购价结束了持续三年的下降，变为上涨 1 分钱/斤。同时，国务院常务会议宣布鼓励农民恢复种植双季稻，也就是连续三年快速下降的早稻再次被鼓励种植。

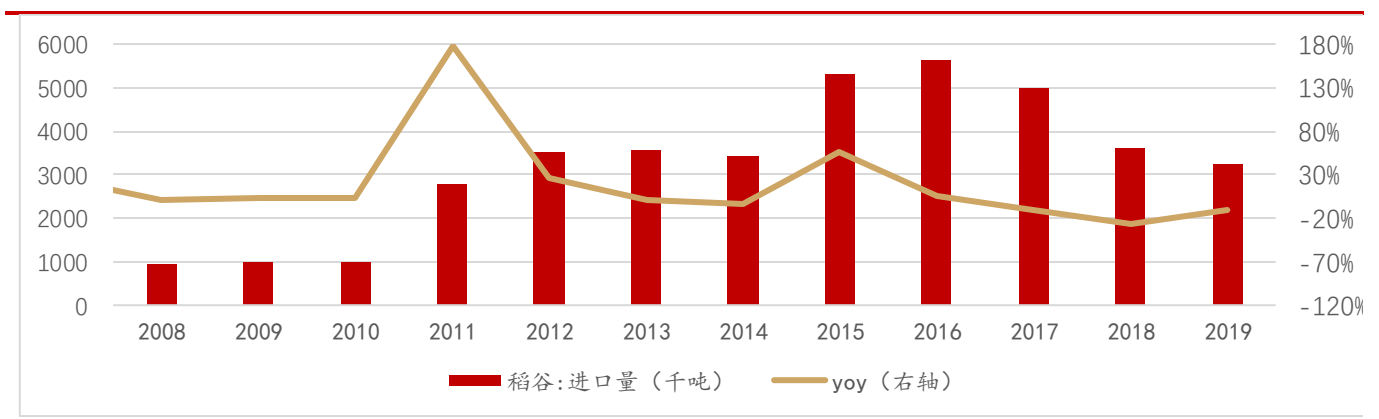
图 38 2008-2019 年，我国期末稻谷库存走势图



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

进口方面，我国每年稻谷进口量维持在 400 万吨左右，占国内稻谷消费总量的比重在 2%左右，整体对我国稻谷市场影响不大。根据国家统计局数据，2019 年，我国稻谷进口量为 326 万吨，同比下滑 9.60%。

图 39 2008-2019 年，我国稻谷进口情况



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

多国蝗灾泛滥或将威胁全球粮食安全。蝗灾与水灾、旱灾并成为人类三大自然灾害，蝗灾发生之时，将对当地农业造成巨大损失。根据联合国警告称，本次蝗灾起源于埃塞俄比亚、肯尼亚和索马里等东非国家，据估算，本次蝗灾规模已达 3000 亿只，1 年半的时间增加 6400 万倍。目前，蝗虫群已入侵到巴基斯坦、印度等地，给当地的粮食安全构成了前所未有的威胁。我们预计，蝗虫侵入我国的可能性较小，但印度是全球种植面积最大的水稻主产国，稻谷产量居全球第二，巴基斯坦是主要的水稻出口国，如果印度、巴基斯坦等国的防控措施不到位，很可能造成全球稻谷减产，对我国稻谷市场产生冲击。

同时，随着新冠肺炎在东南亚的蔓延，一旦疫情在印度、泰国、越南、巴基斯坦等水稻主产国失控，势必会影响当地的水稻种植而造成减产，有利于国内的稻谷去库存进程。

## 2.4. 小结：供需矛盾或持续扩大，支撑种业拐点确立



受玉米临储收购政策影响，我国玉米库存于 2016 年达到 2.37 亿吨的历史峰值，临储玉米收购政策取消后，我国玉米库存持续去化，截至 2019 年，我国玉米库存已降至 5759 万吨，按此粗略测算，我国玉米每年供需缺口达到 4488 万吨以上。从 2020 年玉米拍卖情况来看，11 次拍卖共计拍卖玉米 5200 万吨，成交率 100%，按照当前的拍卖节奏来看，8 月底我国玉米库存将见底。与此同时，随着生猪存栏的快速恢复，饲料进而玉米的需求是持续趋旺的，养猪盈利的下滑也会倒逼饲料中加大玉米的添加量，进一步拉动饲用玉米需求。供给收缩而需求趋旺，玉米供需矛盾将持续扩大，支撑玉米价格上行。

解决我国玉米供需缺口主要有两条路径，1) 增加进口。根据 USDA 数据，全球玉米进口量在 1.7 亿吨左右，其中，欧盟是全球最大的玉米进口国，每年进口玉米 2000 万吨左右，其次是墨西哥，年进口玉米 1800 万吨左右，而我国年进口玉米仅 700 万吨左右。按照玉米供需缺口保守 4000 万吨来看的话，即使国内增加玉米进口配额，实际上也很难在全球找出 4000 万吨的玉米来满足国内的需求。此外，美国是全球最大的玉米出口国，年出口玉米在 5000 万吨左右，而在中美贸易摩擦背景下，我国进口玉米的难度也存在一定的不确定性。2) 释放水稻、小麦库存。水稻和小麦可以在一定程度上作为玉米的替代品，广泛用于饲料以及深加工领域，虽然我国稻谷、小麦库存充足，但值得注意的是，我国稻谷产量和销量都在 2 亿吨左右，小麦产量和销量都在 1.2 亿吨左右，稻谷、小麦供需处于相对平衡的状态，如果后续启动口粮拍卖，稻谷、小麦库存就会下滑，而这部分库存是很难重新补充上去的。从目前的情况来看，拍卖是一种被迫的行为，可能会造成口粮的安全问题。

玉米库存即将见底，而下游生猪产能快速恢复，玉米供需矛盾将持续扩大，玉米价格上行支撑动力强劲。水稻、小麦供需维持在相对紧平衡状态，其作为玉米的替代品，替代需求趋旺，如果后续开启库存拍卖，可能会引发口粮安全问题。基于此，我们认为，种植业景气度的抬升将带动种业迎来周期向上的关键拐点，一方面，种植业景气度抬升，种植户种植积极性提升，会促进种子用量的提升；另一方面，种植户对种子产量、抗性和稳产性要求会更高，也愿意花更高的价格去买更好的种子。

### 3. 化肥 & 农药：受益于粮价上行，农资需求有望复苏

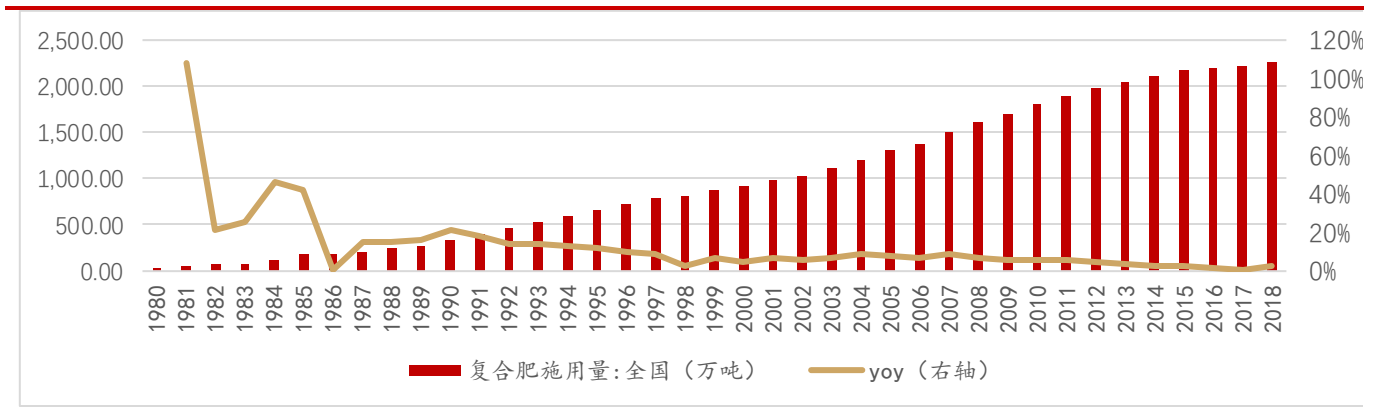
#### 3.1. 产能过剩 & 环保收紧，中小产能快速出清

我国是复合肥产销大国。根据国家统计局数据，1980-2018 年，我国复合肥施用量从 27.20 万吨提升至 2268.84 万吨，CAGR+12.35%。近年来，我国复合肥施用量稳定在 2200 万吨左右，同时呈现出小幅增长的态势，2013-2018 年，CAGR+1.97%。

过去几年，行业产能加速出清。主要原因在于：1) 2015 年之后，我国玉米、大豆等主要粮食作物价格持续走低，种植效益明显下滑，种植户使用农资的积极性受挫，行业竞争进一步加剧，导致一部分成本控制能力较弱的中小企业退出生产。2) 化肥属于高耗能、高污染行业，2015 年农业部在《化肥使用量零增长行动方案》中，提出了到 2020 年实现化肥用量零增长的目标，随着国内环保政策的收紧，复合肥行业优惠政策陆续取消，企业经营成本抬高，落后产能加速被淘汰。



图 40 1980-2018 年，我国复合肥施用量及其增速情况



资料来源：国家统计局，华西证券研究所

### 3.2. 粮价步入上行周期，农资需求有望回暖

农资需求和粮价之间呈现出正向变动关系，一方面，粮价上行，种植收益有所改善，种植户种植积极性大幅提升，种植面积的提升会促进化肥、农药等农资需求；另一方面，粮价上涨会改善种植利润，种植户对复合肥涨价的容忍度更高。在玉米、小麦等主要粮食作物价格看涨的大背景下，种植收益有望得到改善，种植户种植积极性提高将从量和价两个方面促进农资需求的回暖。

同时，由于今年以来人民币相对于国际主要货币明显升值，公司的进口化肥业务将产生一定的汇兑收益，增厚公司利润。

### 4. 盈利预测与投资建议

公司主要涉及三大业务板块，分别是种子业务、化肥贸易、农药业务以及其它，假设中的业务部分将分别针对以上业务展开讨论。

**种子业务：**我国玉米库存快速去化，而随着生猪存栏的逐步恢复叠加禽链的高景气度，饲用玉米消费有望呈现快速上涨态势，农民种植玉米积极性有望提高，从而带动公司玉米种子销量快速放量。同时，受益于玉米替代效应，小麦/水稻种子景气度也将有所回升。我们预计，2020-2022年，公司种子收入同比增长10.83%/21.77%/24.10%，同时预计公司种子业务毛利率呈现稳定增长的趋势，分别为28.82%/32.16%/36.73%。

**化肥贸易：**下游粮食价格上行有望带动化肥需求回暖。预计，2020-2022年，公司化肥贸易业务同比增长10%/15%/20%，同时预计毛利率逐步抬升，分别为1.6%/1.8%/2.0%。

**农药业务：**下游种植景气度抬升拉动农药需求回暖。预计，2020-2022年，农药业务收入同比增长15%/20%/30%，毛利率分别为25%/26%/28%。

**其它：**公司其他业务维持平稳增长。预计2020-2022年，公司其他业务销售同比增长5%/5%/5%，毛利率分别为12%/12%/12%。

表 4 农发种业主要业务经营预测 (单位: 百万元)

业务	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>种子业务</b>					
收入	636.00	605.00	670.52	816.49	1013.27
成本	500.93	469.12	477.28	553.91	641.10
毛利	135.07	135.88	193.24	262.58	372.17
毛利率	21.24%	22.46%	28.82%	32.16%	36.73%
<b>化肥贸易</b>					
收入	1937.00	3794.00	4173.40	4799.41	5759.29
成本	1914.77	3765.43	4106.63	4713.02	5644.11
毛利	22.23	28.57	66.77	86.39	115.19
毛利率	1.15%	0.75%	1.60%	1.80%	2.00%
<b>农药业务</b>					
收入	404.00	325.00	373.75	448.50	583.05
成本	353.52	253.76	280.31	331.89	419.80
毛利	50.48	71.24	93.44	116.61	163.25
毛利率	12.50%	21.92%	25.00%	26.00%	28.00%
<b>其他</b>					
收入	469.40	411.73	432.31	453.93	476.62
成本	413.19	361.36	380.43	399.46	419.43
毛利	56.21	50.37	51.88	54.47	57.19
毛利率	11.98%	12.23%	12.00%	12.00%	12.00%
<b>费用率</b>					
销售费率	2.1%	1.4%	1.8%	1.6%	1.7%
管理费率	3.5%	2.8%	3.1%	2.9%	3.0%
财务费率	0.7%	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%

资料来源: Wind, 华西证券研究所

我们预计, 2020-2022 年, 公司营业收入分别为 56.50/65.18/78.32 亿元, 归母净利润分别为 5500/9700/14300 万元, 对应 EPS 分别为 0.05/0.09/0.13 元, 当前股价对应 PE 分别为 99/56/38X, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

表 5 可比公司盈利预测

股票 代码	股票 名称	收盘价 (元)	可比公司							
			EPS (元)				P/E			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
000998.SZ	隆平高科	23.01	-0.23	0.28	0.42	0.57	-100.04	82.18	54.79	40.37
300087.SZ	荃银高科	20.93	0.22	0.34	0.49	0.67	95.14	61.56	42.71	31.24
002041.SZ	登海种业	20.23	0.05	0.13	0.21	0.28	404.60	155.62	96.33	72.25
平均							133.23	99.78	64.61	47.95

资料来源：Wind，华西证券研究所；采用 Wind 一致预期，股价截至 2020 年 8 月 14 日收盘价

## 5. 风险提示

**自然灾害风险。**农产品种植有其特殊性，与自然气候密切相关，如遭遇大的自然灾害，农产品损失惨重，可能会影响农民参与种植的积极性，进而影响公司种子产品的销售。

**疫情扩散风险。**新冠肺炎疫情正处于全球快速扩散期，如疫情长时间得不到较好的控制，有可能影响全球农产品供给市场，从而对我国农产品市场产生冲击。

**种子销售不及预期风险。**种子业务是公司重要的利润来源，种子销售不及预期可能会对公司利润造成一定影响。

## 财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	5,136	5,650	6,518	7,832	净利润	45	97	189	290
YoY (%)	49.0%	10.0%	15.4%	20.2%	折旧和摊销	94	67	66	68
营业成本	4,850	5,245	5,998	7,124	营运资金变动	-98	442	-3	-12
营业税金及附加	9	11	12	15	经营活动现金流	40	611	246	337
销售费用	72	99	103	130	资本开支	-49	-58	-50	-60
管理费用	141	177	192	238	投资	-210	0	0	0
财务费用	16	4	4	4	投资活动现金流	-167	-43	-32	-38
资产减值损失	-4	-18	-10	-11	股权募资	0	0	0	0
投资收益	14	15	18	21	债务募资	253	0	0	0
营业利润	53	109	218	329	筹资活动现金流	-43	-4	-4	-4
营业外收支	1	0	0	0	现金净流量	-170	564	210	294
利润总额	54	109	218	329	<b>主要财务指标</b>				
所得税	8	12	29	40	<b>成长能力 (%)</b>				
净利润	45	97	189	290	营业收入增长率	49.0%	10.0%	15.4%	20.2%
归属于母公司净利润	18	55	97	143	净利润增长率	-42.6%	202.1%	76.8%	47.3%
YoY (%)	-42.6%	202.1%	76.8%	47.3%	<b>盈利能力 (%)</b>				
每股收益	0.02	0.05	0.09	0.13	毛利率	5.6%	7.2%	8.0%	9.0%
<b>资产负债表 (百万元)</b>					净利率	0.9%	1.7%	2.9%	3.7%
货币资金	259	823	1,033	1,327	总资产收益率 ROA	0.6%	1.6%	2.6%	3.4%
预付款项	387	262	300	356	净资产收益率 ROE	1.3%	3.7%	6.1%	8.2%
存货	410	287	263	293	<b>偿债能力 (%)</b>				
其他流动资产	785	881	951	1,051	流动比率	<b>2.27</b>	<b>2.05</b>	<b>2.16</b>	<b>2.23</b>
流动资产合计	1,841	2,253	2,547	3,028	速动比率	1.29	1.55	1.68	1.75
长期股权投资	20	20	20	20	现金比率	0.32	0.75	0.87	0.98
固定资产	644	592	541	492	资产负债率	31.5%	36.3%	35.9%	36.1%
无形资产	299	319	343	371	<b>经营效率 (%)</b>				
非流动资产合计	1,247	1,222	1,198	1,181	总资产周转率	1.66	1.63	1.74	1.86
资产合计	3,088	3,475	3,745	4,209	<b>每股指标 (元)</b>				
短期借款	138	138	138	138	每股收益	0.02	0.05	0.09	0.13
应付账款及票据	135	213	211	255	每股净资产	1.33	1.38	1.47	1.60
其他流动负债	538	750	832	963	每股经营现金流	0.04	0.56	0.23	0.31
流动负债合计	811	1,101	1,181	1,356	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	0	0	0	<b>估值分析</b>				
其他长期负债	162	162	162	162	PE	298.76	98.90	55.93	37.98
非流动负债合计	162	162	162	162	PB	2.12	3.63	3.41	3.13
负债合计	973	1,262	1,343	1,518					
股本	1,082	1,082	1,082	1,082					
少数股东权益	675	718	809	956					
股东权益合计	2,116	2,213	2,402	2,691					
负债和股东权益合计	3,088	3,475	3,745	4,209					

资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

## 分析师承诺

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

## 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。