

玉米种业有望回暖，静待公司利润释放

万向德农(600371)

报告摘要：

玉米播种面积 & 临储库存双双见底，而下游生猪产能正在快速恢复，玉米供需矛盾持续扩大将支撑玉米价格上行，带动玉米种业回暖。同时，国内转基因政策放开预期增强，对种企杂交育种能力提出了更高要求。公司深耕玉米种业多年，是 A 股最纯正的玉米种企，有望充分受益。我们预计，2020-2022 年，公司 EPS 分别为 0.24/0.30/0.39 元，当前股价对应 PE 分别为 60/48/37X，首次覆盖，给予“买入”评级。

主要观点：

► 以玉米种子销售为主的种企

公司主营业务为玉米杂交种子的研发、生产和销售，以控股子公司德农种业为主业平台，在完善的县级经销商网络基础上，借助互联网平台提供服务，完成种子的销售。目前，公司“京科 968”、“郑单 958”和“德单系列”等杂交玉米种表现优异，已覆盖东北和黄海等玉米主产区。2016 年，我国取消玉米临储收购制度，玉米价格随着下滑，受此影响，公司业绩进入调整期。2019 年，公司实现营业收入 2.75 亿元，其中，玉米种子收入占比 95.73%，是公司主要的收入来源；实现毛利 1.31 亿元，其中，玉米种子毛利占比 97.47%，是公司主要的利润来源。

► 库存见底 & 需求趋旺，玉米价格上行带动行业景气度回升

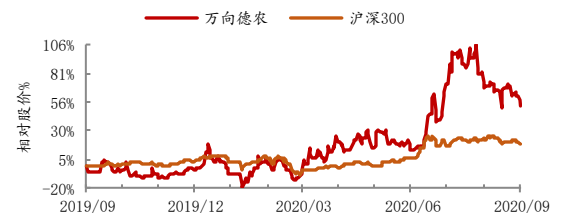
从供给端来看，种植面积方面，2016 年，我国临储玉米收购制度取消之后，玉米价格随之下滑，农民种植积极性受挫，玉米播种面积连年下滑，2020 年，受大豆振兴计划影响，玉米播种面积再度下滑 1000 万亩左右；库存方面，2020 年临储玉米拍卖行情火热，截至 2020 年 9 月 3 日，国家共计进行 15 次拍卖，共计拍卖玉米 5684.41 万吨，高成交高溢价特征明显，我国玉米库存已经见底；此外，草地贪夜蛾对玉米减产的威胁仍在，玉米供给端承压。从需求端来看，在养殖高盈利刺激下，大型养殖集团和规模养殖户补栏积极性大幅提升，全国能繁母猪存栏于 2019 年 10 月首次环比转正，2020 年 6 月首次实现同比正增长，8 月同比增长 37%。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。

► 玉米种业回暖，有望带动公司利润上行

根据上市公司公告整理，2019 年，公司玉米种子收入 2.64 亿元，仅次于隆平高科/登海种业，位列行业第三。从玉米种子收入占比上来看，公司玉米种子收入占比高达 95.73%，远高于登海种业/隆平高科的 87.62%/24.88%，公司是 A 股最纯正的玉米种

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：	14.36
股票代码：	600371
52 周最高价/最低价：	19.37/9.86
总市值(亿)	42.01
自由流通市值(亿)	42.01
自由流通股数(百万)	292.58



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

SAC NO:

联系电话:

企。近年来，公司玉米种子毛利率维持在 49% 左右，盈利能力处于行业绝对领先地位。在玉米供需缺口扩大、供种格局持续改善的背景下，公司盈利能力有望进一步提升。同时，转基因政策放开预期增强，生物技术公司在拿到转基因生产应用安全证书后，理论上还要转入种子公司的自交系，之后才能进行商业化推广，也就是说，优质的杂交种和优良的性状是转基因商业化进程中必不可缺的两大条件。我们认为，公司作为国内玉米种子龙头，优质杂交品种储备充足，有望充分受益于国内转基因商业化进程。

投资建议

正文我们预计，2020-2022 年，公司营业收入分别为 2.90/3.47/4.49 亿元，归母净利润分别为 6900/8700/11400 万元，对应 EPS 分别为 0.24/0.30/0.39 元，当前股价对应 PE 分别为 60/48/37X，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)	264	275	290	347	449
YoY (%)	2.4%	4.4%	5.4%	19.7%	29.3%
归母净利润(百万元)	52	59	69	87	114
YoY (%)	-9.7%	12.9%	18.3%	25.4%	30.5%
毛利率 (%)	49.0%	47.8%	47.2%	48.2%	49.2%
每股收益(元)	0.18	0.20	0.24	0.30	0.39
ROE	10.9%	12.0%	12.4%	13.5%	15.0%
市盈率	80.75	71.55	60.48	48.21	36.94

资料来源: Wind, 华西证券研究所

正文目录

1. 以玉米种子销售为主的种企.....	4
2. 库存见底 & 需求趋旺，玉米价格上行带动行业景气度回升.....	6
2.1. 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.....	7
2.2. 需求端：生猪产能快速恢复，饲用玉米需求趋旺.....	9
3. 玉米种业回暖，有望带动公司利润上行.....	12
3.1. 公司是 A 股最纯正的玉米种企，盈利能力位居行业第一.....	12
3.2. 杂交玉米种供给继续回落，公司盈利能力有望持续提升.....	13
3.3. 转基因商业化预期增强，公司有望充分受益.....	14
4. 盈利预测与投资建议.....	15
5. 风险提示.....	17

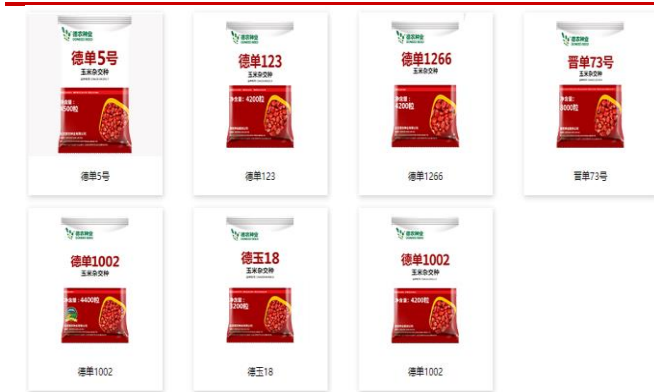
图表目录

图 1 公司黄淮海地区主要玉米种子销售品种.....	4
图 2 公司东北地区主要玉米种子销售品种.....	4
图 3 2015-2020H1，公司收入及其同比变化情况.....	5
图 4 2015-2020H1，公司归母净利及其同比变化情况.....	5
图 5 2019 年，公司收入构成情况.....	5
图 6 2019 年，公司毛利构成情况.....	5
图 7 2020H1，公司股权结构示意图.....	6
图 8 2018 年，我国玉米主要消费渠道.....	6
图 9 2008-2018 年，我国玉米播种面积（千公顷）.....	7
图 10 2008-2018 年，我国玉米产量（万吨）.....	7
图 11 2019 年，我国玉米结转库存已降至低位.....	8
图 12 2010-2019 年，我国玉米进口情况.....	9
图 13 2020H1，我国玉米进口来源国分布.....	9
图 14 2017-2019 年，生猪产能去化情况.....	10
图 15 2017-2020 年，能繁母猪产能去化情况.....	10
图 16 2015-2020 年，全国生猪均价走势图.....	10
图 17 2019 年，玉米深加工消费玉米数量占比情况.....	11
图 18 2009-2019 年，我国工业玉米消费量.....	11
图 19 2020H1，公司收入位列 A 股种子行业第 6 位.....	12
图 20 2019 年，公司玉米种收入为 A 股上市公司第二.....	12
图 21 2019 年，公司玉米种子收入占比 87.62%.....	12
图 22 2003-2019 年，公司玉米种子毛利率.....	13
图 23 2019 年，公司玉米种子毛利率位于行业第一.....	13
图 24 2014-2020H1，公司研发投入情况.....	13
图 25 2019 年，行业研发投入占比情况比较.....	13
图 26 2020 年，杂交玉米制种面积 230 万亩，yoy-9.5%.....	14
图 27 我国转基因产品审批流程.....	15
表 1 2020 年，临储玉米拍卖情况.....	8
表 2 2002-2021 年，我国玉米进口配额制情况.....	9
表 3 2020 年 8 月，玉米供需平衡表.....	11
表 4 万向德农主要业务经营预测（单位：百万元）.....	16
表 5 可比公司盈利预测.....	16

1. 以玉米种子销售为主的种企

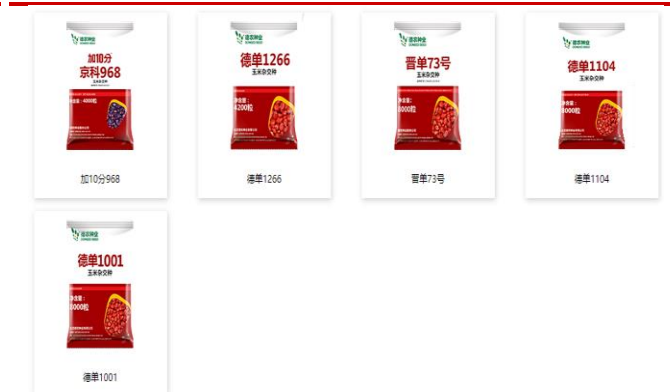
公司主营业务为玉米杂交种子的研发、生产和销售。在研发方面，公司以自主研发为主，辅之以与国内外科研院所合作，育种技术主要采用杂交育种技术、单倍体育种和分子标记育种。在生产方面，公司根据销售计划制定当年的种子生产计划，根据生产计划，采取“公司+农户”以及“委托代繁”等方式生产。在销售方面，公司以控股子公司德农种业为主业平台，在完善的县级经销商网络基础上，借助互联网平台提供服务，完成种子的销售。目前，公司“京科 968”、“郑单 958”和“德单系列”等杂交玉米种表现优异，已覆盖东北和黄淮海等玉米主产区。

图 1 公司黄淮海地区主要玉米种子销售品种



资料来源：公司官网，华西证券研究所

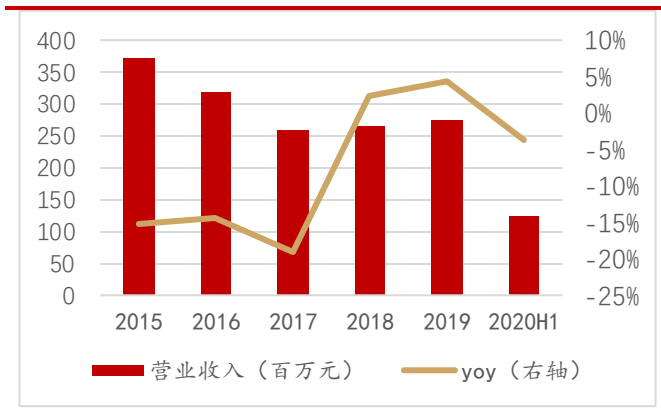
图 2 公司东北地区主要玉米种子销售品种



资料来源：公司官网，华西证券研究所

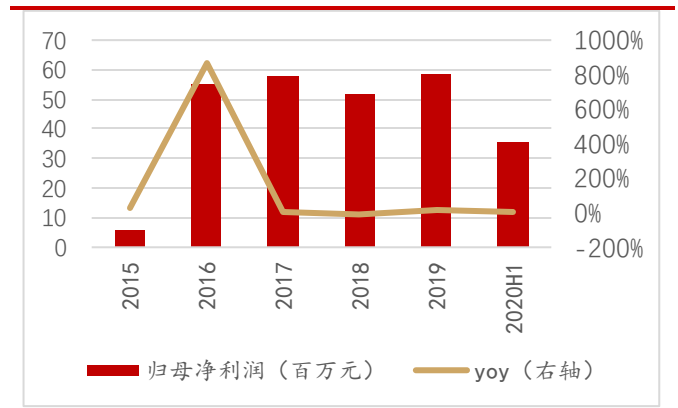
玉米种子销售是公司主要的收入和利润来源。在国内玉米库存高企、国内外价格倒挂、政府财政负担加重背景下，2016年，我国取消玉米临储收购制度，玉米价格随之下滑，受此影响，公司业绩进入调整期。2015-2019年，公司营业收入从3.72亿元下滑至2.75亿元，然而，公司凭借玉米种子毛利率的提升，归母净利润不降反增，从568万元增长至5872万元。2019年，公司实现营业收入2.75亿元，yoy+4.35%；实现归母净利润5872万元，yoy+12.86%。从收入构成上来看，公司玉米种子销售收入2.64亿元，占总收入的比重为95.73%，是公司主要的收入来源；从毛利构成上看，公司玉米种子实现毛利1.28亿元，占公司毛利的97.47%，是公司主要的利润来源。

图3 2015-2020H1，公司收入及其同比变化情况



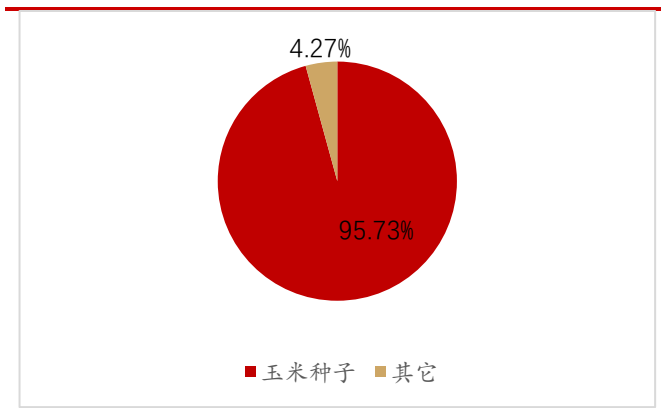
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图4 2015-2020H1，公司归母净利润及其同比变化情况



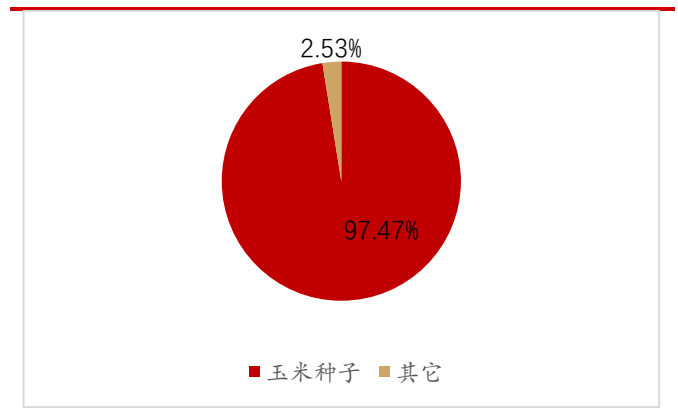
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图5 2019年，公司收入构成情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

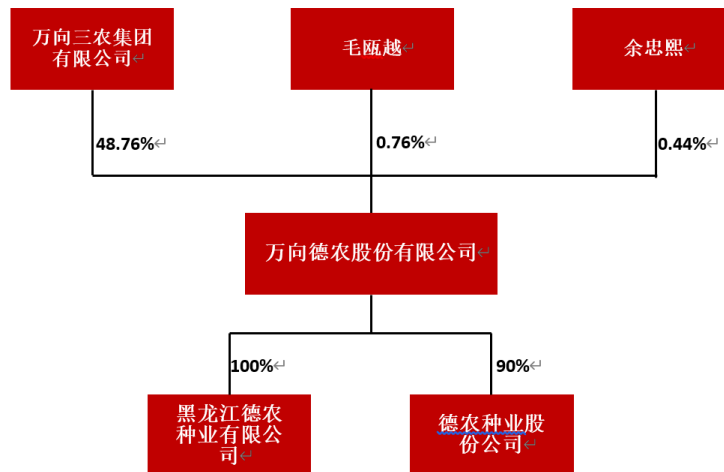
图6 2019年，公司毛利构成情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

截至 2020H1，万向三农集团有限公司持有公司 48.76%的股权，为公司第一大股东，毛昃越、余忠熙分别持有公司 0.76%、0.44%的股权。同时，公司持有黑龙江德农种业有限公司 100%股权，同时持有德农种业股份有限公司 90%股权。

图 7 2020H1，公司股权结构示意图

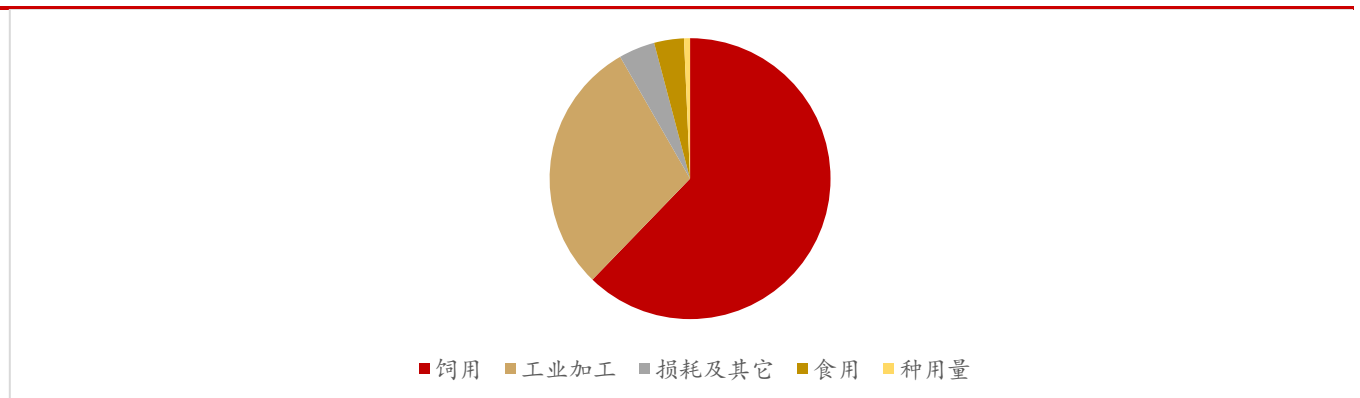


资料来源：公司公告，华西证券研究所

2. 库存见底 & 需求趋旺，玉米价格上行带动行业景气度回升

玉米是我国第一大粮食品种，占粮食种植面积的 42%。根据农业农村部数据，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 62.23%、29.48%、3.43%、0.69%，饲用及工业消费占比高达 91.71%。

图 8 2018 年，我国玉米主要消费渠道



资料来源：农业农村部，华西证券研究所

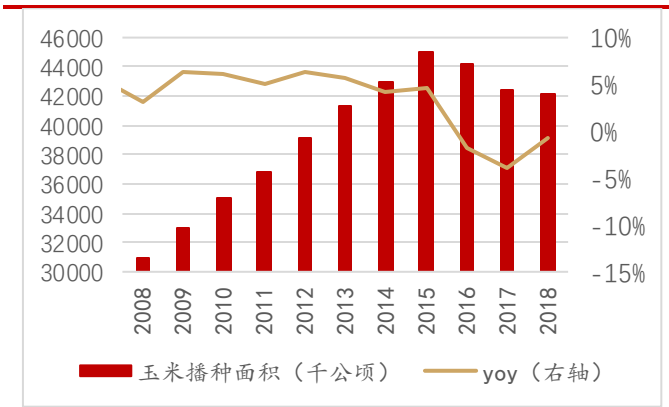
2.1. 供给端：国储库存 & 播种面积双见底，草地贪夜蛾对玉米减产的威胁仍在

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。

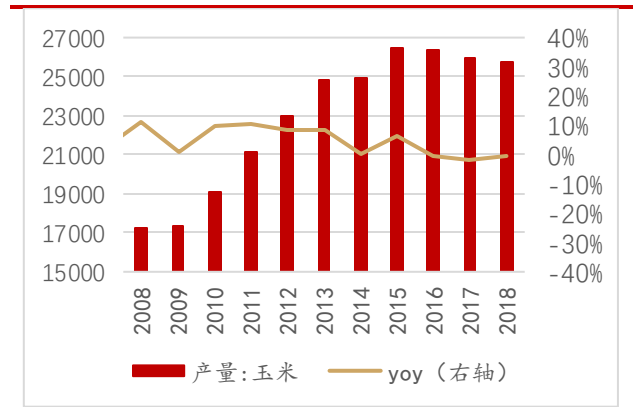
我国大豆对外依存度较高，近年来维持在 90% 左右的较高水平，在中美贸易摩擦加剧的大背景下，国内为了提升大豆的自主性，于 2019 年正式提出大豆振兴计划，计划到 2020 年实现大豆种植面积达到 1.4 亿亩，2022 年达到 1.5 亿亩。受我国耕地面积刚性约束影响，2020 年，我国玉米播种面积下滑 1000 万亩左右。

图 9 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 10 2008-2018 年，我国玉米产量（万吨）

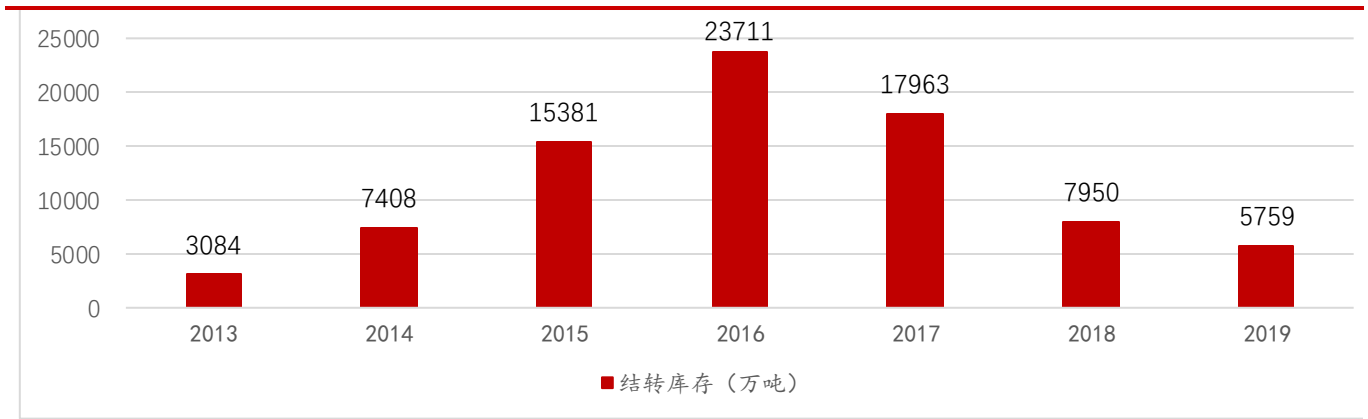


资料来源：Wind，华西证券研究所

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。国家库存的持续高速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 9 月 3 日，临储玉米共计拍卖 15 次，累计成交玉米 5684.41 万吨，我国玉米临储库存已经见底。

图 11 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 1 2020 年，临储玉米拍卖情况

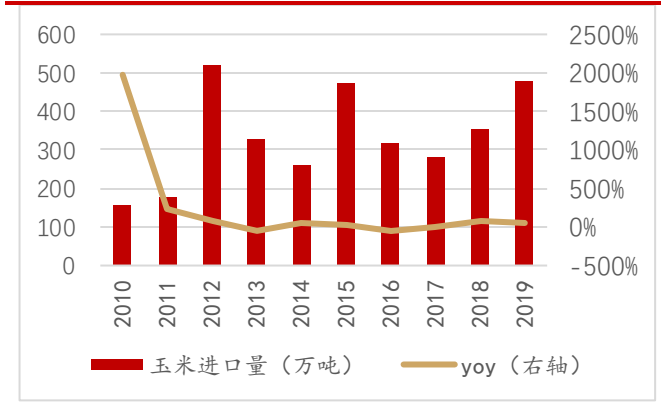
业务	拍卖量 (吨)	成交量 (吨)	成交率 (%)	成交价格 (元/吨)
2020/5/28	399.25	399.25	100.00	1,765.00
2020/6/4	397.89	397.47	99.90	1,795.00
2020/6/11	394.27	394.27	100.00	1,818.00
2020/6/18	398.07	398.07	100.00	1,884.00
2020/6/24	398.82	398.82	100.00	1,871.00
2020/7/2	409.91	409.91	100.00	1,879.00
2020/7/9	397.01	397.01	100.00	1,899.00
2020/7/16	402.60	402.60	100.00	1,950.00
2020/7/23	397.42	397.42	100.00	2,017.00
2020/7/30	401.43	401.43	100.00	2,036.00
2020/8/6	399.24	399.24	100.00	2,005.00
2020/8/13	399.40	399.40	100.00	1,959.00
2020/8/20	399.96	399.96	100.00	1,958.00
2020/8/27	398.85	354.68	88.92	1,919.00
2020/9/3	401.55	134.88	33.59	2,072.00

资料来源：国家粮食交易中心，华西证券研究所

进口方面，进口量占比仅为 1.5% 左右，影响较小。我国玉米进口实行配额制，2004-2021 年，我国玉米进口配额 720 万吨，其中，国营比例 60%，私营比例 40%，配额外关税 1%，配额外关税 65%。根据海关总署的数据，最近几年，我国玉米进口量始终在 300-500 万吨之间，占玉米总消费量的比重不足 2%。受玉米缺口较大影响，

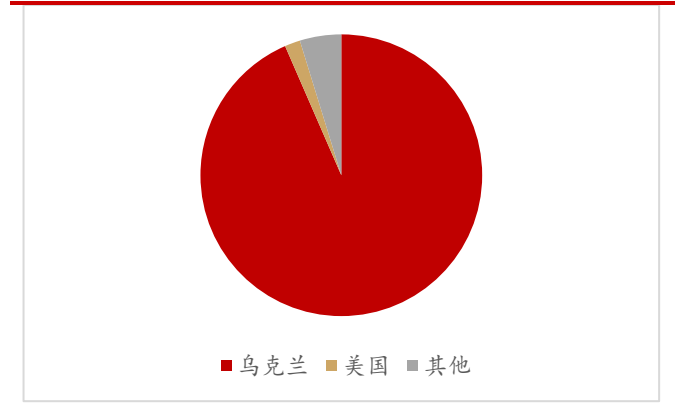
我国加大玉米的进口力度，截至 2020 年 8 月，我国玉米进口量 559 万吨，同比增长 49.87%。从进口来源国上看，2020H1，我国共计进口玉米 365.7 万吨，其中自乌克兰进口 341.8 万吨，占进口总量的 93.46%，我国最大的玉米进口国；其次是美国的 6.5 万吨，占进口总量的 1.78%。

图 12 2010-2019 年，我国玉米进口情况



资料来源：海关总署，华西证券研究所

图 13 2020H1，我国玉米进口来源国分布



资料来源：农业农村部，华西证券研究所

表 2 2002-2021 年，我国玉米进口配额制情况

	配额 (万吨)	国营比例	私营比例	配额内关税	配额外关税
2002	585	68%	32%	1%	71%
2003	653	64%	36%	1%	68%
2004-	720	60%	40%	1%	65%

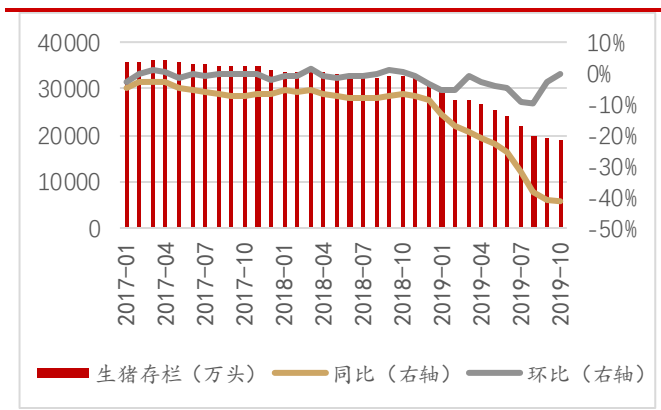
资料来源：商务部，华西证券研究所

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。

2.2. 需求端：生猪产能快速恢复，饲用玉米需求趋旺

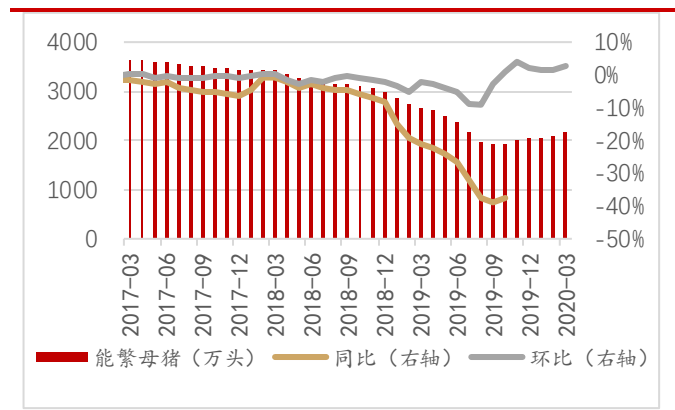
自 2018 年 8 月 3 日辽宁沈阳发生第一起非洲猪瘟疫情以来，非瘟病毒以极快的速度从北向南蔓延，迅速席卷全国。受此影响，我国生猪养殖产业受到重创，全国生猪产能去化幅度达到 40% 以上。根据农业农村部数据，截至 2019 年 10 月，生猪存栏同比下滑 41.40%、环比下滑 0.60%；能繁母猪存栏同比下滑 37.80%、环比首次转正，微增 0.60%，生猪产能去化幅度远超历史记录。

图 14 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

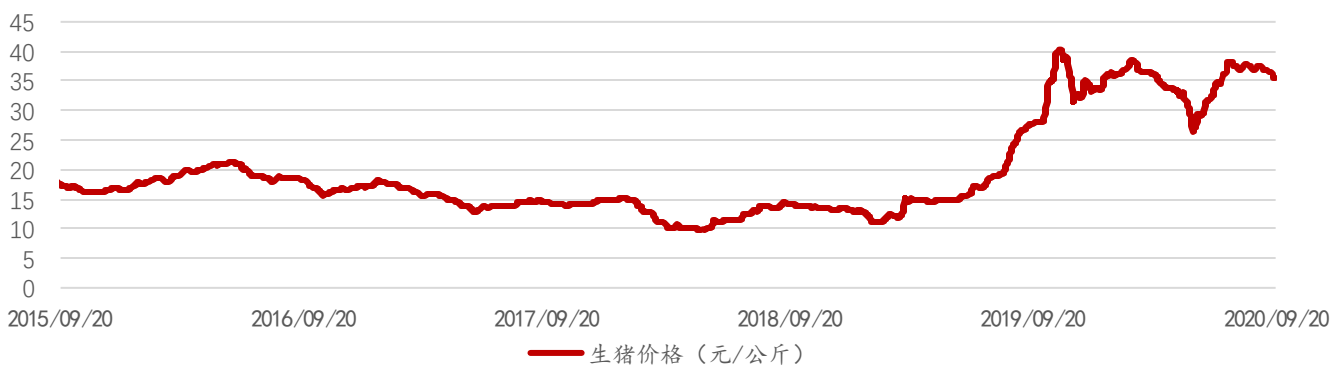
图 15 2017-2020 年，能繁母猪产能去化情况



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 2020 年 9 月 20 日，全国生猪均价 34.61 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 1873 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，8 月同比增长 37%。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，带动饲用玉米需求趋旺。

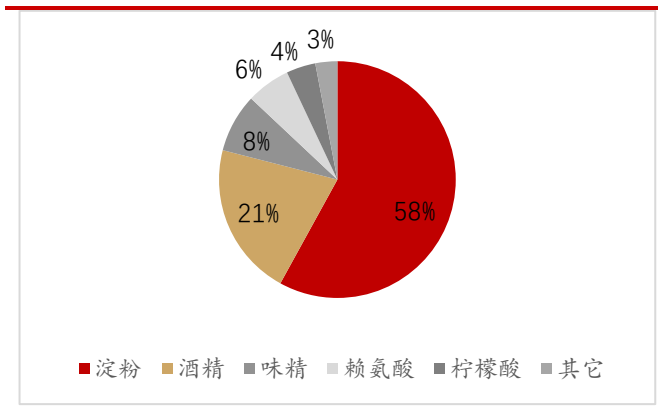
图 16 2015-2020 年，全国生猪均价走势图



资料来源：猪易通，华西证券研究所

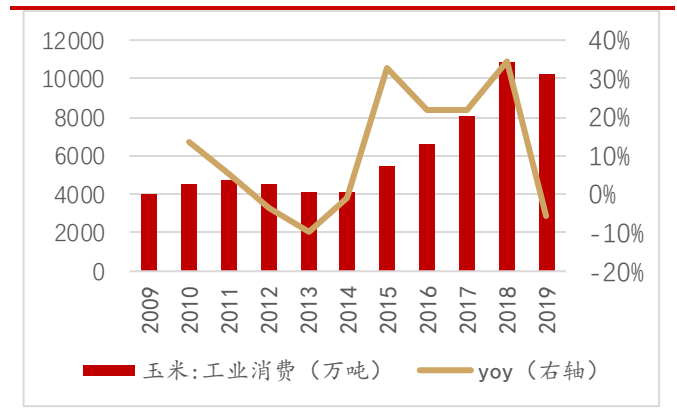
玉米深加工方面，需求仍在快速增长。我国玉米深加工产业主要以玉米为原材料，生产包括玉米淀粉、酒精、味精、赖氨酸、柠檬酸等在内的诸多产品。根据 Wind 数据，2009-2019 年，我国工业玉米消耗量从 3976 万吨增长至 1.02 亿吨，CAGR+9.92%。根据卓创资讯数据，2019 年，我国玉米淀粉、酒精、味精、赖氨酸、柠檬酸消耗玉米的量占玉米深加工的比例分别为 58%/21%/8%/6%/4%。根据 Wind 预计，2020 年，我国玉米工业消费量为 1 亿吨，同比下滑 2.37%，但仍维持在较高水平。

图 17 2019 年，玉米深加工消费玉米数量占比情况



资料来源：卓创资讯，华西证券研究所

图 18 2009-2019 年，我国工业玉米消费量



资料来源：Wind，华西证券研究所

综上，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。根据农业农村部 2020 年 8 月最新的预测数据，2020/21 年度，我国玉米播种面积 4169 万公顷、产量 2.65 亿吨、进口量 700 万吨、消费量 2.88 亿吨，玉米供需缺口将达到 1055 万吨。我们认为，玉米供需矛盾加剧将支撑玉米价格上行，带动玉米种业迎来景气向上的周期拐点。

表 3 2020 年 8 月，玉米供需平衡表

供需平衡表	2017/18	2018/19	2019/20 (9 月估计)	2020/21 (7 月预测)	2020/21 (8 月预测)	2020/21 (9 月预测)
播种面积 (千公顷)	42399	42131	41284	41693	41693	41693
收获面积 (千公顷)	42399	42131	41284	41693	41693	41693
单产 (公斤/公顷)	6110	6104	6316	6392	6392	6349
产量 (万吨)	25907	25717	26077	26651	26651	26471
进口量 (万吨)	347	448	700	500	700	700
消费量 (万吨)	27025	27478	27830	28547	28817	28817
食用消费量 (万吨)	935	943	943	955	955	955
饲用消费量 (万吨)	17200	17100	17400	17880	18300	18300
工业消费量 (万吨)	7500	8100	8200	8450	8300	8300
种子用量 (万吨)	190	190	187	188	188	188
损耗及其它 (万吨)	1200	1145	1100	1074	1074	1074
出口量 (万吨)	2	2	2	2	2	2
结余变化量 (万吨)	-773	-1315	-1055	-1398	-1668	-1648

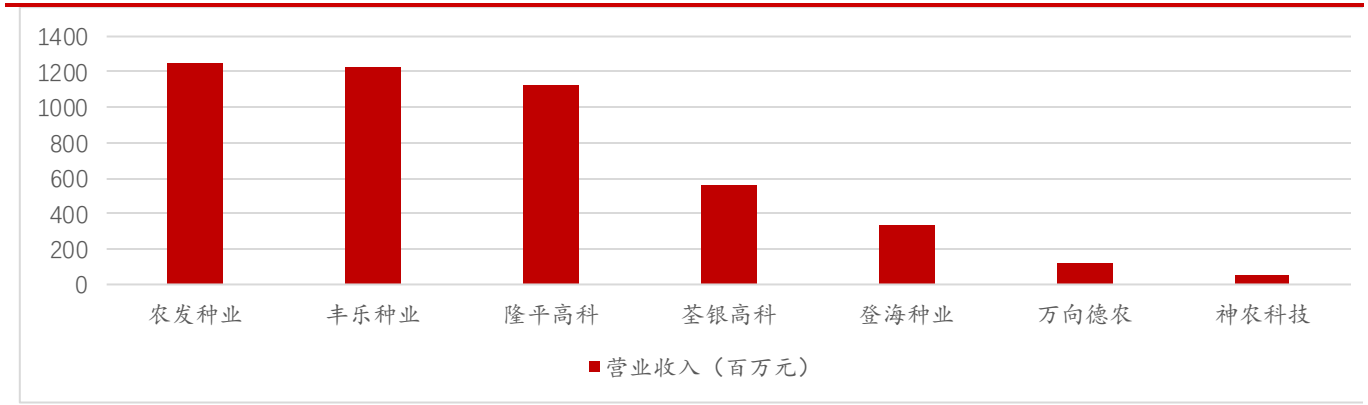
资料来源：农业农村部，华西证券研究所

3. 玉米种业回暖，有望带动公司利润上行

3.1. 公司是 A 股最纯正的玉米种企，盈利能力位居行业第一

根据上市公司公告整理，2020H1，公司营业收入 1.26 亿元，位列 A 股种子行业第 6 位（部分企业含有农资等业务），其中，农发种业、丰乐种业、隆平高科、荃银高科、登海种业收入分别为 12.55/12.26/11.32/5.62/3.38 亿元，分列 1-5 位。

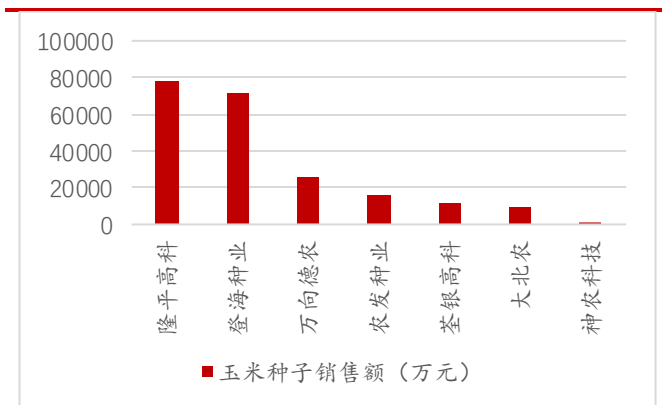
图 19 2020H1，公司收入位列 A 股种子行业第 6 位



资料来源：公司公告，华西证券研究所

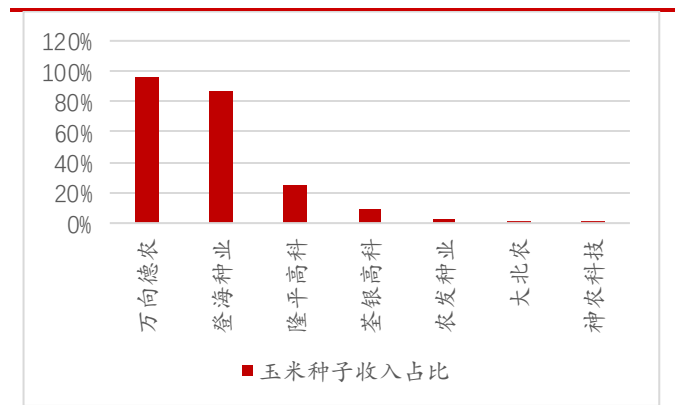
从玉米种子销售额情况来看，2019 年，公司玉米种子销售额 2.64 亿元，仅次于隆平高科和登海种业的 7.79/7.21 亿元，位列行业第三。从玉米种子收入占比情况来看，公司是 A 股种企中玉米种子收入占比最高的种企。2019 年，公司玉米种子收入占比 95.73%，远高于登海种业的 87.62%、隆平高科的 24.88%。同时，从盈利能力上看，最近几年，公司玉米种子毛利率始终维持在 49%左右，处于行业绝对领先地位。2019 年，公司玉米种子毛利率高达 48.66%，远高于同期隆平高科/荃银高科/登海种业/农发种业的 41.79%/36.95%/34.00%/33.03%，公司玉米种子盈利能力高居行业首位。

图 20 2019 年，公司玉米种收入为 A 股上市公司第二



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 21 2019 年，公司玉米种子收入占比 87.62%



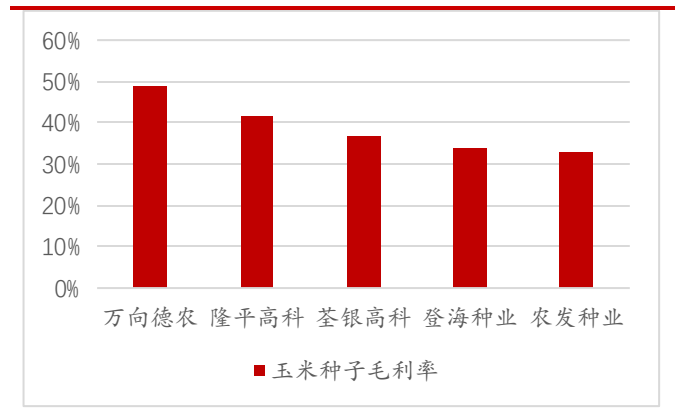
资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 22 2003-2019 年，公司玉米种子毛利率



资料来源：公司公告，华西证券研究所

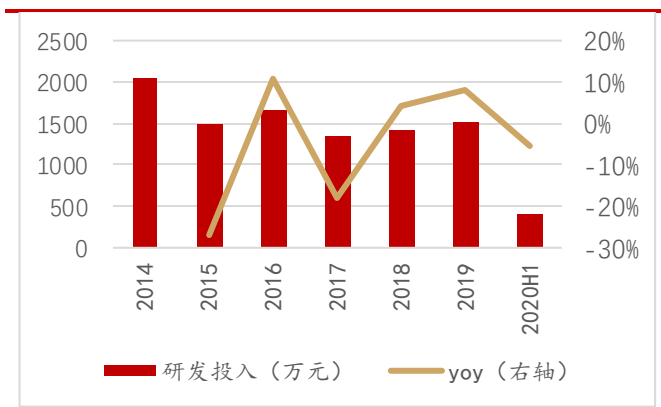
图 23 2019 年，公司玉米种子毛利率位于行业第一



资料来源：公司公告，华西证券研究所

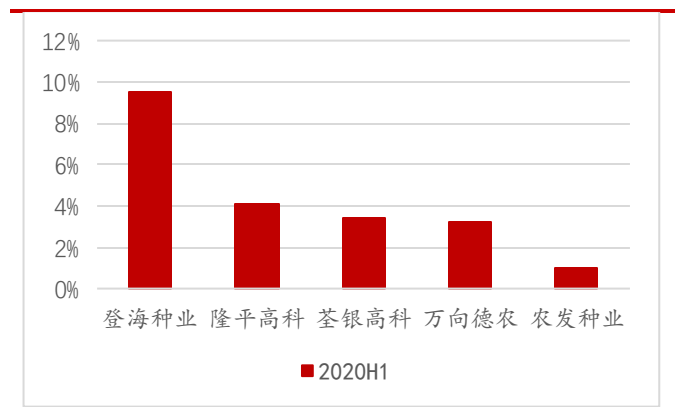
从研发投入上看，2020H1，公司研发费用 410.28 万元，yoy-5.53%，占营业收入的比重为 3.26%，低于登海种业/隆平高科的 9.54%/4.41%，处于行业中等水平。

图 24 2014-2020H1，公司研发投入情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 25 2019 年，行业研发投入占比情况比较

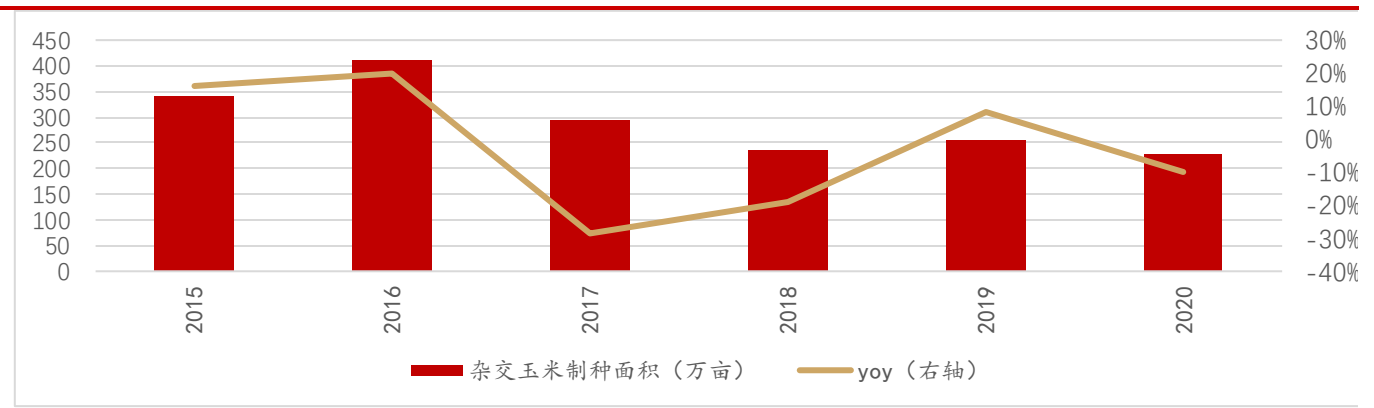


资料来源：公司公告，华西证券研究所

3.2. 杂交玉米种供给继续回落，公司盈利能力有望持续提升

根据全国农技推广中心数据，2020 年，全国杂交玉米落实制种面积 230 万亩，同比减少 26 万亩，减幅 9.5%，其中大田玉米落实制种面积 200 万亩、青贮玉米 26 万亩、鲜食玉米 4 万亩。全国杂交玉米制种面积下调的主要原因在于，企业预期国家转基因玉米放开步伐会加快，转基因玉米种相较于普通的杂交种优势明显，一旦转基因玉米放开，杂交种销售将面临较大压力，因此，企业杂交玉米制种量有所下滑。

图 26 2020 年，杂交玉米制种面积 230 万亩，yoy-9.5%



资料来源：全国农技推广网，华西证券研究所

从制种区域上来看，甘肃、新疆两省（区）共落实制种面积 169 万亩，占全国制种面积的 70%以上，与去年相比，两地制种面积共减少 30 余万亩，减幅超过 15%；西南地区制种基地（云南、四川等地）落实面积 26 万亩，较去年增加 3.5 万亩，增幅 15%；东北地区制种基地（内蒙赤峰、黑龙江、吉林等地）落实面积 15 万亩，同比减少 5 万亩，减幅 25%。

我们认为，玉米播种面积 & 临储库存双双见底，而下游生猪产能正在快速恢复，饲用玉米需求持续趋旺，玉米供需矛盾呈现持续扩大趋势，支撑玉米价格上行。同时，受国家转基因政策放开预期影响，杂交玉米制种面积再度下滑，玉米杂交种供需格局改善，利好公司盈利能力进一步提升。

3.3. 转基因商业化预期增强，公司有望充分受益

2019 年 12 月 30 日，农业农村部公布《关于慈 KJH83 等 192 个转基因植物品种命名的公示》，目录中包含 189 个抗虫棉、2 个抗虫耐除草剂玉米、1 个耐除草剂大豆，公示期为 15 个工作日。2020 年 1 月 20 日，以上三个品种均获得农业转基因生物安全证书（生产应用）。

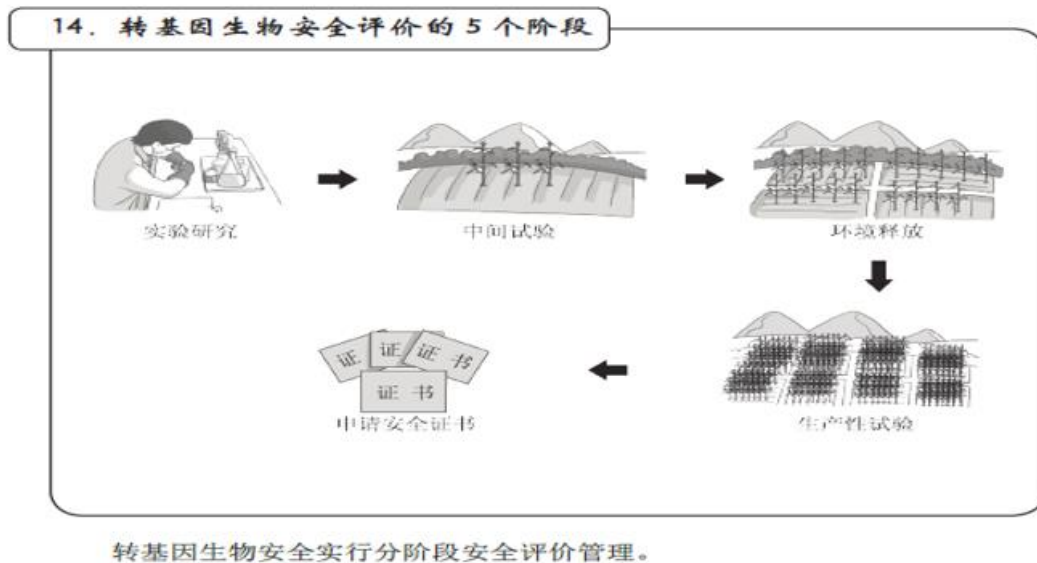
2020 年 6 月 23 日，农业农村部科教司发布《关于邯 613 等 71 个转基因植物品种命名的公示》，公示期为 15 个工作日。其中，包括大北农的转基因玉米品种 DBN9858 以及中国农科院作物科学研究所的转基因大豆品种中黄 6106。

国家两次颁发转基因生物安全证书，尤其是庇护所证书的发放，代表国家从顶层设计层面已经做好了商业化推广前的准备工作，业内人士对我国转基因放开预期进一步增强。我们认为，国家加快转基因商业化进程的主要原因在于：1) 中美贸易战背景下，进口农产品增加给国内粮食安全带来冲击，国内种植效率提升迫在眉睫；2) 东北地区违规滥种转基因玉米现象突出，市场倒逼政策放开；3) 以草地贪夜蛾为主的重大病虫害对我国粮食安全造成严重威胁，助推转基因商业化进程加快。

转基因商业化进程需要 1-2 年的时间，不排除特殊情况下审批加快。我国对转基因农作物的态度一直较为谨慎，转基因作物商业化的进程比较漫长。

转基因生物安全评价实行分阶段安全评价管理，分为 5 个阶段：实验研究、中间试验、环境释放、生产性试验、申请安全证书。在拿到玉米转基因生产应用安全证书后，理论上还要转入种子公司的自交系，再从农业部拿自交系的转基因安全证书；再走正常品种审定。如果加快流程走简易审定，则时间会缩短。综合考虑，商业化需要 1-2 年的时间，不排除特殊情况下审批加快。

图 27 我国转基因产品审批流程



资料来源：中国产业信息网，华西证券研究所

生物技术公司在拿到转基因生产应用安全证书后，理论上还要转入种子公司的自交系，之后才能进行商业化推广，也就是说，优质的杂交种和优良的性状是转基因商业化进程中必不可缺的两大条件。我们认为，公司深耕玉米种子行业多年，优质杂交品种储备充足，有望充分受益于国内转基因商业化进程。

4. 盈利预测与投资建议

公司以玉米种子为主要业务，其次还包括棉种等其它业务，假设中的业务部分将分别针对以上业务展开讨论。

玉米种子：玉米播种面积 & 临储库存双双见底，而下游生猪产能正在快速恢复，玉米供需矛盾呈现出持续扩大趋势，支撑玉米价格上行，带动玉米种子需求趋旺。公司以玉米种子销售为主，有望充分受益。我们预计，2020-2022 年，公司玉米种子收入增速分别为 5%/20%/30%，毛利率分别为 48%/49%/50%。

棉种及其它：预计，2020-2022 年，公司棉种及其它种子收入增速分别为 20%/200%/20%，毛利率分别为 30%/30%/30%。

其它业务：预计，2020-2022 年，公司其它业务收入增速分别为 5%/5%/5%，毛利率分别为 30%/30%/30%。

表 4 万向德农主要业务经营预测 (单位: 百万元)

业务	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
玉米种子					
收入	256.73	263.61	276.79	332.15	431.80
成本	130.34	135.34	143.93	169.40	215.90
毛利	126.39	128.27	132.86	162.75	215.90
毛利率	49.23%	48.66%	48.00%	49.00%	50.00%
棉种及其它					
收入	1.58	6.61	7.93	9.52	11.42
成本	0.65	4.86	5.55	6.66	7.99
毛利	0.93	1.75	2.38	2.86	3.43
毛利率	58.80%	26.53%	30.00%	30.00%	30.00%
其他业务					
收入	5.58	5.16	5.42	5.69	5.97
成本	3.62	3.58	3.79	3.98	4.18
毛利	1.96	1.58	1.62	1.71	1.79
毛利率	35.18%	30.57%	30.00%	30.00%	30.00%
费用率					
销售费率	17.7%	17.7%	17.7%	17.7%	17.7%
管理费率	6.8%	6.9%	6.9%	6.9%	6.8%
财务费率	-2.2%	0.0%	0.0%	0.0%	-2.2%

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 2.90/3.47/4.49 亿元, 归母净利润分别为 6900/8700/11400 万元, 对应 EPS 分别为 0.24/0.30/0.39 元, 当前股价对应 PE 分别为 60/48/37X, 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	18.92	-0.23	0.28	0.42	0.57	-	67.57	45.05	33.19
300087.SZ	荃银高科	18.95	0.22	0.34	0.49	0.67	86.14	55.74	38.67	28.28
002041.SZ	登海种业	17.38	0.05	0.13	0.21	0.28	347.60	133.69	82.76	62.07
平均							216.87	85.67	55.49	41.18

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 9 月 25 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	275	290	347	449	净利润	66	78	97	127
YoY (%)	4.4%	5.4%	19.7%	29.3%	折旧和摊销	17	32	17	21
营业成本	144	153	180	228	营运资金变动	-30	15	21	35
营业税金及附加	2	2	2	3	经营活动现金流	42	98	102	143
销售费用	49	51	61	79	资本开支	-14	5	12	11
管理费用	19	20	24	31	投资	0	0	0	0
财务费用	-6	0	0	0	投资活动现金流	3	21	32	36
资产减值损失	-6	1	1	1	股权募资	0	0	0	0
投资收益	17	16	19	25	债务募资	0	0	0	0
营业利润	65	78	97	127	筹资活动现金流	-54	0	0	0
营业外收支	0	0	0	0	现金净流量	-9	119	134	179
利润总额	66	78	97	127					
所得税	0	0	0	0	主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	66	78	97	127	成长能力				
归属于母公司净利润	59	69	87	114	营业收入增长率	4.4%	5.4%	19.7%	29.3%
YoY (%)	12.9%	18.3%	25.4%	30.5%	净利润增长率	12.9%	18.3%	25.4%	30.5%
每股收益	0.20	0.24	0.30	0.39	盈利能力				
					毛利率	47.8%	47.2%	48.2%	49.2%
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	净利率率	23.9%	26.8%	28.1%	28.3%
货币资金	389	508	642	821	总资产收益率 ROA	7.4%	7.7%	8.3%	9.0%
预付款项	3	2	3	3	净资产收益率 ROE	12.0%	12.4%	13.5%	15.0%
存货	158	166	195	248	偿债能力				
其他流动资产	3	2	3	4	流动比率	2.28	2.57	2.67	2.66
流动资产合计	553	678	842	1,076	速动比率	1.62	1.93	2.05	2.04
长期股权投资	4	4	4	4	现金比率	1.60	1.93	2.04	2.03
固定资产	97	64	42	18	资产负债率	31.6%	30.5%	31.0%	32.8%
无形资产	11	12	11	11	经营效率				
非流动资产合计	245	218	203	186	总资产周转率	0.35	0.32	0.33	0.36
资产合计	798	897	1,045	1,262	每股指标 (元)				
短期借款	0	0	0	0	每股收益	0.20	0.24	0.30	0.39
应付账款及票据	21	18	21	28	每股净资产	1.67	1.91	2.21	2.60
其他流动负债	222	246	294	377	每股经营现金流	0.15	0.33	0.35	0.49
流动负债合计	243	264	315	404	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	0	0	0	0	估值分析				
其他长期负债	9	9	9	9	PE	71.55	60.48	48.21	36.94
非流动负债合计	9	9	9	9	PB	7.29	7.51	6.50	5.53
负债合计	252	273	324	414					
股本	225	225	225	225					
少数股东权益	56	64	74	88					
股东权益合计	546	623	721	848					
负债和股东权益合计	798	897	1,045	1,262					

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。