

隆平高科(000998)调研简报

谨慎推荐

维持评级

发布时间: 2010年5月28日

农业/种植业

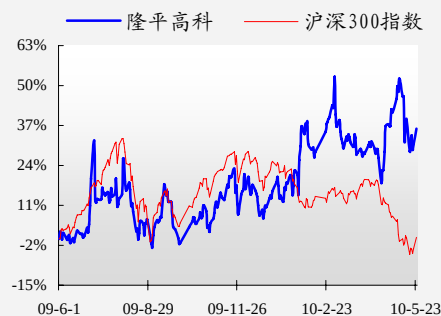
投资要点:

- 受部分地区杂交早稻种子受异常气候影响减产, 杂交稻种子供应略显偏紧, 两系稻对天气条件更敏感, 优质两系杂交稻种子供应紧张。
- 今年以来, 杂交稻种子价格涨幅较大, 普通品种涨幅在20%以上, 两系稻新品种涨幅在30-50%之间。
- 杂交稻供应紧张的根源是制种比较效益下降, 制种地块难以征集造成的。杂交稻制种的效益将逐渐回升。
- 隆平高科的杂交稻种子业务大幅领先于国内同行, 公司在的育种站、生产基地分布在全国各生态区域。2010年公司杂交稻制种面积可能略有下降, 但价格上升较多, 预计2010收入增幅在10%-20%之间, 净利润增幅在50%以上。
- 公司玉米业务已经有了一定的基础, 通过收购北京屯玉, 可以快速进入玉米种子行业。
- 隆平高科的业务跨度较大, 子公司、参股公司股权关系复杂, 给管理带来不小的难度, 未来整合是关键。
- 公司估值较高, 但处在行业上升阶段, 未来业绩有较大弹性。我们给予公司股票“谨慎推荐”评级。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2009	105,475	(2.46)	4,847	10.74	0.18		128.7	
2008E	147,700	40.00	57,80	19.00	0.20		112.6	
2009E	177,240	20.00	94,70	64.00	0.34		66.2	
2010E								

走势图



市场数据

2010-5-28

收盘价:	22.52 元
52 周最高价:	25.97 元
52 周最低价:	15.41 元
平均持仓成本:	22.02 元

基本数据

2010Q1

总股本(万股):	27,720
流通A股(万股):	27,720
每股收益(元):	0.10
每股净资产(元):	3.43
每股经营现金流(元):	0.19
市净率:	6.57

分析师: 钟大举

执业证书编号: S0550209040099

TEL: (8621)6336 7000 - 275

FAX: (8621)6337 3209

Email: zhousl@nesc.cn

地 址: 上海市延安东路45号20楼

邮 编: 200002

一、 水稻制种量下降，行业出现拐点

1、 制种面积不乐观

据全国农技推广中心发布的信息，2009 年制种 137 万亩，比去年增加 43 万亩，预计生产种子 2.37 亿公斤，有效库存 0.47 亿公斤，2010 年杂交水稻种子供应总量在 2.84 亿公斤左右。预计 2010 年杂交水稻种植面积为 2.5 亿亩，需种量约 2.5 亿公斤，将余种 0.34 亿公斤，总体供需平衡。由于部分地区杂交早稻种子受异常气候影响减产，明年个别杂交早稻种子供应略显偏紧，杂交中、晚稻种子供需平衡有余。

但实际情况可能比估计的更差。2009 年两系杂交稻制种抽穗扬花期遇到连续低温阴雨天气，造成全国两系杂交稻生产出现非正常有性转换，产量下降，质量下降。类似于 2009 年的特异天气发生的越来越频繁，制种企业的风险加大。此外，制种农户的地块面积减小，插秧等人工费用大幅上升，也使制种成本增加较多，部分企业已经开始退出制种行业。全国杂交水稻种子 2002-2006 年间产量在 2.3-2.7 亿公斤，2007-2009 年降至 2.15-2.37 亿公斤。2009/2010 年度虽有增加，仍不乐观。我们在隆平高科了解，公司制种面积最高时达到 35 万亩，目前下降到 20 多万亩，制种地块的落实难度较大，对 2010 年制种面积难以估算。

今年以来，杂交稻种子涨幅较大。从各地零星的报告来看，平均价格涨幅在 50% 左右，其中新品种定价较高，拉高了均价，同一品种的涨幅需约在 20%-50% 之间。

2、 优质两系杂交稻供应紧张

我们在隆平高科了解到，尽管制种面积不乐观，但整体上基本供需平衡，常规杂交稻种子供应过剩，优质两系杂交稻供应不足。市场上流通的约有 200 个以上的杂交水稻品种，各品种价格差别很大，三系稻种价格较低，最低 30 元/公斤，两系稻新品种价格在 40 元/公斤，最高的甚至 80 元/公斤。

公司的两系超级杂交稻 Y 两优 1 号，是市场上供不应求的品种之一，可惜公司的制种面积有限。估计制种量在 300 万公斤左右，收入 1500 万左右，在公司杂交稻总收入中占比很低。受制种条件影响，2011 年也不会有大面积的增长。

二、 公司各细分业务均稳中有升

隆平高科的农业板块细分业务有：种业（杂交水稻、蔬菜、玉米、棉花、油菜等），农产品贸易（大米、玉米、小麦、棉花、油菜）、辣椒制品以及农化产品。过去几年，公司主要利润来自于房地产业务，主业整体亏损或者微利。2008 年、2009 年公司的净利润为 4377 万、4847 万，扣除非经常损益后为 -1393 万、981 万。在农业低谷阶段，公司的仍然在农业领域实施了多元化，并通过房地产业务实现了整体盈利。公司的农业细分业务都处在景气阶段。

杂交水稻种子：隆平高科的杂交稻种子业务大幅领先于国内同行，公司在的育种站、生产基地分布在全国各生态区域，拥有 200 多个品种。2009 年杂交稻种子收入为 5.1 亿，推广面积约 2000 万亩，约占国内的 10%。2010 年公司杂交稻制种面积可能略有下降，但价格上升较多，预计 2010 收入增幅在 10%-20% 之间，净利润增幅在 50% 以

上。公司拥有一个两系超级杂交稻 Y 两优，在市场上供不应求，定价较高，但制种面积有限，公司预计制种量在 300 万公斤左右，收入为 1500 万，对种业影响不大。

全世界水稻种植面积约为 1.5 亿公顷，其中中国水稻种植面积约为 2930 万公顷。海外是一个巨大的市场，公司也是最早进入海外市场的公司，在印尼等国都建有试验站。公司的海外业务有巨大的想象力，但短期尚无法预测。

玉米：公司已经有一定的基础，拥有新品种隆平 206，大面积区试比对照品种郑丹 958 有明显的增产。公司通过参与增资扩股的形式参股北京屯玉 60% 的股权，未来有可能收购北京屯玉的母公司山西屯玉。山西屯玉销售收入约 5 亿元，是国内规模第二的玉米种子公司，但公司的利润水平较低。隆平高科收购屯玉，可以在短时间内获得玉米种业的市场和人力资源，但整合难度很大，目前收购是否进行也不确定。

公司的现任总裁刘石曾担任过孟山都、先锋两大国际种业巨头的中国区总裁，亲自操作了抗虫棉和先玉 335 等种子，尤其是先玉 335 的推广，改写了中国种业的经营模式。由于刘石的加盟，投资者对隆平高科的玉米种子业务期望很高。目前，国内的郑丹 958 是玉米种子当家品种，占据 30-40% 的国内市场，先锋公司的先玉 335 处在快速的上升阶段，增长很快，其他的登海种业的超级玉米系列、浚单 20 都是很有竞争力的品种，尤其是郑丹 958 和浚单 20 采去了授权经营的模式，制种量都非常大。这些主流品种都分别在玉米的主产区：东北、华北和黄淮海区域，玉米种业在形势大好的表象下，面临激烈竞争的现实。这些主流品种差距不大，重要的是各公司的经营能力，在这种局面下，刘石的加入对隆平高科玉米种业的成功是至关重要的。公司的思路非常清晰，一是收购屯玉，快速进入，二是避开玉米种子的激烈竞争区域。公司从利马格兰公司（公司间接外方股东）获得玉米新品种利合 16 的授权，这个品种适应于黑龙江、甘肃、新疆等第四积温带区域。这个区域较小，在主流公司中未受重视，竞争空白。公司认为可以获得 500-1000 万亩的推广面积，容易成功。

三、 公司整合是关键

隆平高科的业务跨度较大，子公司、参股公司股权关系复杂，给管理带来不小的难度。公司的杂交稻种子业务分散在个控股子公司，主要的公司有湖南隆平、湖南亚华、四川隆平、安徽隆平等，这几家公司的净利润合计约 1 亿，但由于不是全资控股，归属于上市公司股东的远低于 1 亿。隆平高科全公司有 200 多个推广品种，品种权属于各子公司，在推广中难以统筹规划，削弱了整体的竞争力。

公司也认识到这些问题，未来业务整合是一个重点。如果整合成功，隆平高科的业绩才能和杂交稻种业龙头的地位相符。

四、 未来值得期待，估值偏高

杂交水稻种业正在复苏，由于比较效益的下降和粮食安全问题，国家对水稻种子行业的政策支持力度将进一步加大，这将改变水稻种子行业赢利能力低下的现状。作为行业龙头，隆平高科受益最大，我们长期看好公司。

根据我们的测算，隆平高科 2010 年、2011 年的销售收入为 14.77 亿、17.724 亿，增幅为 40%、20%，归属于母公司的净利润为 5780 万、9470 万，增幅为 19%、64%，每股收益为 0.208 元、0.34 元，以 22.00 股价测算，公司 2010 年、2011 年的动态市盈率为 106 倍、64 倍。

我们认为，虽然公司估值较高，但处在农业扶持力度加大的上升阶段，未来业绩有较大弹性。我们给予公司股票“**谨慎推荐**”评级。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。