



隆平高科 (000998)

内部资源整合，外部并购扩张

增持(首次)

投资要点:

- 杂交水稻种子业务整合将进一步突出公司核心业务竞争优势
- 公司通过并购方式迅速扩大玉米种业市场份额
- 公司产品结构调整提升盈利水平

报告摘要:

- 杂交水稻种子业务整合将进一步突出公司核心业务竞争优势。公司将统一协调管理杂交水稻种子业务，促进各杂交水稻种子产业经营主体分步完成向杂交水稻事业管理部的融合，可能通过定向增发使股权上移等方式进行整合。
- 产品结构调整提升公司盈利水平，区域市场开拓扩大公司市场份额。精简品种是公司的调整方向，公司将逐步放弃一些品种，更加集中精力于毛利率较高的品种。未来公司产品线将向华东地区渗透，并购将是公司开拓华东市场的有效途径，未来公司将适时抓住并购机会。
- 科研平台更加成熟，生物育种研究步伐加快。公司科研平台兼具常规育种和生物技术育种。公司将加快转基因育种、分子标记辅助育种的研究步伐。
- 玉米种业将成新增长点。玉米种子是公司重点发展的战略产业，公司玉米种业经过近几年发展已有一定基础，控股子公司安徽隆平在向玉米种业靠近，以隆平 206 为代表的自有品种已崭露头角。预计 2010 年公司玉米种子将有超过 1000 万公斤的制种量。公司力争将玉米种子业务做到国内第一集团，通过并购吸收资源是公司实现玉米种业快速扩张的途径。
- 未来业绩可期，给予“增持”评级。预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.28/0.45/0.67 元，当前股价对应 PE 分别为 77/48/32 倍，给予“增持”评级。未来我们还将密切关注公司杂交水稻种子业务整合以及并购山西屯玉的进展。

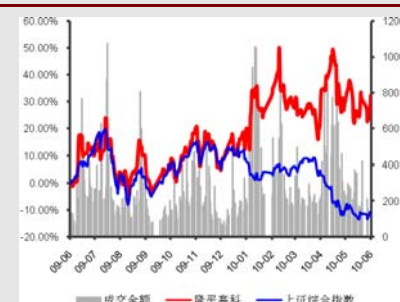
分析师

周松

电话: 010-88085961

Email: zhousong@hysec.com

市场表现



公司数据

总股本 (万股)	27720
流通股 (万股)	27720
每股净资产	3.43
主要股东	长沙新大新威迈农业公司
主要股东持股比例	11.04%

单位: 百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	1081.30	1054.75	1344.28	1665.29	2057.86
同比增长率	51.86%	-2.46%	27.45%	23.88%	23.57%
净利润	66.01	80.82	119.60	213.00	323.75
同比增长率	38.44%	22.44%	47.99%	78.09%	52.00%
每股收益(元)	0.16	0.18	0.28	0.45	0.67

目录

一、杂交水稻种子业务整合将进一步突出公司核心业务竞争优势.....	3
二、产品结构调整提升公司盈利水平，区域市场开拓扩大公司市场份额.....	3
三、科研平台更加成熟，生物育种研究步伐加快.....	3
四、玉米种业将成新增长点.....	4
五、辣椒产业优势不断扩大.....	4
六、投资建议与盈利预测.....	4

插图

市场表现	1
图 1：隆平高科 2009 年主营业务收入构成.....	3
图 2：隆平高科主营业务毛利率变化情况.....	3

表格

公司数据	1
表 1：公司主营业务收入预测.....	5
表 2：公司盈利预测表.....	6

一、杂交水稻种子业务整合将进一步突出公司核心业务竞争优势

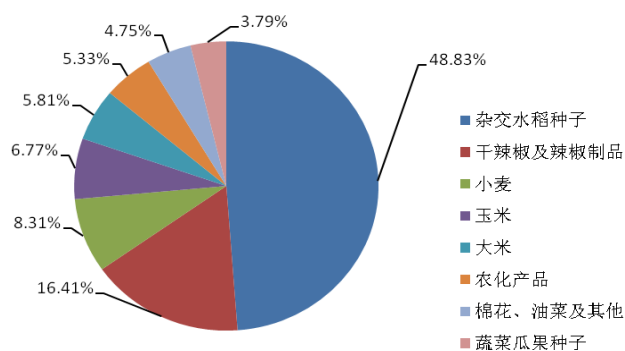
公司于 2008 年确立了以杂交水稻种子为核心，以种业为主营业务的产业发展战略。公司杂交水稻种子业务分散在各子公司，制约了公司在杂交水稻种子产业的整体竞争力，需要进行内部的整合。公司将统一协调管理杂交水稻种子业务，促进各杂交水稻种子产业经营主体分步完成向杂交水稻事业管理部的融合。进行内部整合作为公司杂交水稻种子业务架构发展的方向是明确的，可能通过定向增发使股权上移等方式进行整合。

二、产品结构调整提升公司盈利水平，区域市场开拓扩大公司市场份额

公司目前产品品种较多，近年来，公司销售毛利率逐渐提升，主要来自品种结构变化，毛利贡献大的品种销量扩大。精简品种是公司的调整方向，公司将逐步放弃一些品种，更加集中精力于毛利率较高的品种。

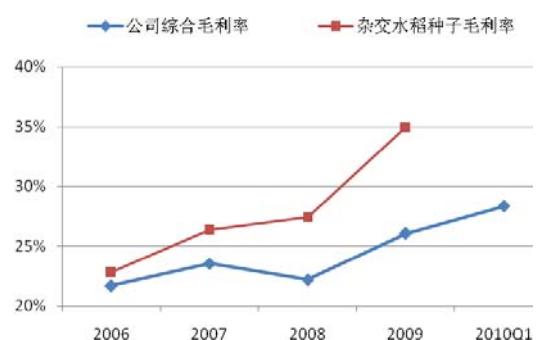
公司目前销售收入的区域结构中，华东地区的占比很小，未来公司产品线将向华东地区渗透。我们认为，并购将是公司开拓华东市场的有效途径，未来公司将适时抓住并购机会。

图 1：隆平高科 2009 年主营业务收入构成



资料来源：公司公告，宏源证券研究所

图 2：隆平高科主营业务毛利率变化情况



资料来源：公司公告，宏源证券研究所

三、科研平台更加成熟，生物育种研究步伐加快

公司已形成了以湖南亚华种业科学院为主体的常规育种平台和以上海隆平农业生物技术有限公司、湖南西城杂交水稻基因科技有限公司为主体的生物技术育种平台，为公司

产业的进一步发展提供了有力的科技支撑。2009 年，公司 7 个水稻品种通过审定，其中 2 个品种通过国家审定，还有 2 个品种正式被农业部确认为超级稻。

公司还将加快转基因育种、分子标记辅助育种的研究步伐。根据《农业转基因生物安全管理条例》《中华人民共和国种子法》及《主要农作物品种审定办法》等规定，转基因水稻进入商业化生产，必须获得安全证书，还须通过品种审定，并获得种子生产许可证和种子经营许可证。目前对转基因水稻及其商业化生产的争议很大，何时放开，如何放开，目前还难以预测。由于转基因研究投入巨大，一般企业难以独立承担。公司通过参与国家科技专项的形式，加入到转基因水稻育种研究领域。我们认为，公司在水稻转基因领域做好技术储备，能够在未来可能的转基因水稻商业化竞争中占据有利地位。

四、玉米种业将成新增长点

国内玉米种业的市场远大于水稻种业市场，玉米种子是公司重点发展的战略产业。公司玉米种业经过近几年发展已有一定基础，控股子公司安徽隆平在向玉米种业靠近，以隆平 206 为代表的自有品种已崭露头角。预计 2010 年公司玉米种子将有超过 1000 万公斤的制种量。

公司力争将玉米种子业务做到国内第一集团，通过并购吸收资源是公司实现玉米种业快速扩张的途径。2010 年初，公司参股北京屯玉 60% 的股权，通过北京屯玉与山西屯玉进行全面合作，并直接或间接成为山西屯玉控股股东。山西屯玉是一个以玉米种子育、繁、销一体化为核心产业的种业公司，其“屯玉”品牌为中国名牌，“屯玉”商标是中国驰名商标。发展玉米种子产业是隆平高科的重要战略方向，借助于山西屯玉在玉米种子行业良好的基础，有助于隆平高科快速做大做强玉米种子产业。未来公司将根据实际情况推进对山西屯玉的并购。

2010 年 4 月，杜邦先锋中国区原总裁刘石就任公司总裁。刘石先生曾在先玉 335 的国内推广营销方面取得巨大成功，而国内种业企业发展面临瓶颈首先是营销，刘石先生的成功经验将有助于做大做强公司玉米种业。

五、辣椒产业优势不断扩大

子公司红安种业公司是集制干辣椒种子良种繁育、收购、辣椒原料加工、原椒深加工、销售为一体的辣椒制品专业化生产、加工、贸易型企业。公司辣椒种子业务优势明显，并积极向下游拓展，进行辣椒精深加工，辣椒素提取，形成上下游协同。2009 年辣椒制品录得收入 1.73 亿元，仅次于杂交水稻种子业务。辣椒加工产品市场的潜力很大，公司辣椒产业的全产业链模式将有助于进一步强化其优势地位。

六、投资建议与盈利预测

公司核心业务更加突出，产品结构不断优化，科研实力具有传统优势并稳步提升，随着公司玉米种子业务的拓展，竞争优势在未来几年还将进一步凸显。

预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.28/0.45/0.67 元，当前股价对应 PE 分别为 77/48/32 倍，给予“增持”评级。未来我们还将密切关注公司杂交水稻业务整合以及并购山西屯玉的进展。

表 1：公司主营业务收入预测

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
水稻				
营业收入	513.75	640.80	776.97	979.92
同比增长	7.70%	24.73%	21.25%	26.12%
营业成本	334.07	414.34	477.76	591.67
毛利	179.68	226.46	299.21	388.24
毛利率	34.97%	35.34%	38.51%	39.62%
辣椒				
营业收入	172.62	233.24	307.35	388.88
同比增长	32.79%	35.12%	31.77%	26.53%
营业成本	133.97	178.18	230.60	290.34
毛利	38.65	55.07	76.74	98.54
毛利率	22.39%	23.61%	24.97%	25.34%
玉米				
营业收入	71.20	142.40	213.60	277.68
同比增长	-14.46%	100.00%	50.00%	30.00%
营业成本	54.89	100.62	140.36	167.77
毛利	16.31	41.78	73.24	109.91
毛利率	22.91%	29.34%	34.29%	39.58%
小麦				
营业收入	87.46	91.83	97.34	101.24
同比增长	4.33%	5.00%	6.00%	4.00%
营业成本	79.78	83.57	89.56	92.13
毛利	7.68	8.26	7.79	9.11
毛利率	8.78%	9.00%	8.00%	9.00%
大米				
营业收入	61.11	76.39	93.38	113.78
同比增长	-51.73%	25.00%	22.25%	21.84%
营业成本	60.45	74.13	90.01	109.52
毛利	0.66	2.25	3.37	4.26
毛利率	1.08%	2.95%	3.61%	3.74%
农化				
营业收入	56.13	59.22	62.18	65.29
同比增长	-23.71%	5.50%	5.00%	5.00%
营业成本	53.60	55.74	58.36	61.12

毛利	2.53	3.48	3.82	4.17
毛利率	4.51%	5.87%	6.14%	6.38%
蔬菜瓜果				
营业收入	39.92	47.90	59.88	74.85
同比增长	-26.97%	20.00%	25.00%	25.00%
营业成本	23.21	26.27	33.54	42.84
毛利	16.71	21.63	26.34	32.01
毛利率	41.86%	45.16%	43.98%	42.77%
其他				
营业收入	49.99	52.49	54.59	56.23
同比增长	-2.63%	5.00%	4.00%	3.00%
营业成本	39.78	41.99	43.67	44.98
毛利	10.21	10.50	10.92	11.25
毛利率	20.42%	20.00%	20.00%	20.00%
公司合计				
营业收入	1052.18	1344.28	1665.29	2057.86
同比增长	-2.47%	27.76%	23.88%	23.57%
营业成本	779.75	974.84	1163.86	1400.38
毛利	272.43	369.43	501.43	657.48
毛利率	25.89%	27.48%	30.11%	31.95%

资料来源：公司公告，宏源证券研究所

表 2：公司盈利预测表

单位：百万元	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	712.06	1081.30	1054.75	1344.28	1665.29	2057.86
减：营业成本	544.33	841.34	779.75	974.84	1163.86	1400.38
营业税金及附加	0.93	1.32	1.17	1.27	1.37	1.48
销售费用	87.41	102.23	96.19	103.96	122.35	146.43
管理费用	74.65	94.66	117.34	126.81	135.05	152.12
财务费用	7.74	28.98	20.37	24.34	26.87	25.41
资产减值损失	10.59	12.41	20.16	15.24	13.21	10.88
加：公允价值变动净收益	(1.14)	(5.43)	1.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	71.52	69.73	56.00	21.00	14.00	9.00
营业利润	56.80	64.66	76.76	118.81	216.57	330.16
加：营业外收入	5.52	13.76	14.25	14.00	15.00	16.00
减：营业外支出	11.74	6.70	7.85	9.00	10.00	11.00
利润总额	50.58	71.72	83.17	123.81	221.57	335.16
减：所得税	2.89	5.70	2.35	4.21	8.57	11.41
净利润	47.68	66.01	80.82	119.60	213.00	323.75
减：少数股东损益	(1.65)	22.24	32.35	41.67	87.62	137.11
归属于母公司所有者的净利润	49.33	43.77	48.47	77.93	125.38	186.64
每股收益（元）	0.18	0.16	0.18	0.28	0.45	0.67

资料来源：公司公告，宏源证券研究所

分析师简介:

周松：宏源证券研究所农林牧渔行业研究员，执业证书编号：S1180110050032。

主要研究覆盖公司：登海种业、丰乐种业、圣农发展、正邦科技、敦煌种业、荃银高科、隆平高科、大湖股份。

宏源证券机构销售团队

华北区域	华东区域	华南区域
李晔 010-88085956 liye@hysec.com	曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
牟晓凤 010-88085275 muxiaofeng@hysec.com	刘爽 010-88085798 liushuang@hysec.com	

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5%~+20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。