

湘财证券研究所

农林牧渔研究小组

于青青

Tel: 021-68634518-8306

E-Mail: yqq2836@xcsc.com

徐广福

Tel: 021-68634518-8626

E-Mail: xgf2388@xcsc.com

投资要点

- 打造种业龙头战略明确** 2007 年公司的第一大股东是新大新集团引入全球第四大种业公司 VHK 作为战略投资者，VHK 也因此成为了隆平高科的间接股东。VHK 在全球玉米种子市场占有率第四，蔬菜种子占有率第二。2010 年 1 月公司以 3600 万元取得山西屯玉的控股子公司北京屯玉 60% 的股权，从公告显示，公司希望通过北京屯玉直接或间接成为山西屯玉的控股股东从而快速切入玉米市场。2010 年 4 月公司又跟山西利马格兰签订了“利合 16”的品种经营权协议，于此同时前先锋中国区总裁刘石宣布加盟隆平高科。我们认为这一系列的动作都表示出公司希望打造种业龙头的战略十分明确，公司将会继续保持杂交水稻的第一战略性业务，将玉米提升至第二战略性业务，维持干辣椒种子的优势地位。
- 水稻业务继续贯彻“二八法则”** 公司目前拥有杂交水稻品种众多，因高端产品贡献了绝大多数毛利，所以公司一直在调整产品结构。从 07 年开始，公司的水稻业务的毛利率逐步上升就是公司调整产品结构的表现。我们认为公司未来会继续进行产品结构的调整，重点推广品种也会落在毛利率较高的优良品种上，从而更进一步提高公司水稻业务的综合毛利率。目前公司杂交水稻中的主导品种是三系双季晚粳稻“金优 207”。由于此品种推广期已经长达 10 年，且目前在可播种面积内市场占有率已经达到了 10%，所以我们认为此品种已经达到了推广成熟期，未来此品种推广面积大幅提高的可能性不大。我们认为 2008 年通过国审的 Y 两优 1 号将成为公斤这两年的推广重点品种。2009 年公司 Y 两优 1 号的制种量为 100 万公斤，由于该品种大田亩产可达到 650 公斤/亩，较一般品种亩产高出 150 公斤左右，所以该产品一上市就出现了供不应求的情况。我们预计今年 Y 两优 1 号的制种量将会达到 450 万公斤。
- 玉米品种将成为新的盈利增长点** 2010 年 4 月底，公司与山西利马格兰签订了购买“利合 16”的经营协议，获得该品种的经营权。我们假设未来“利合 16”的市场占有率为 10%，则可达到 500 万亩，需种量为 1000 万公斤。按照合约的最低价格 25 元/公斤计算，可为公司带来 1.25 亿元的营业收入。我们认为“利合 16”不仅将是刘石先生价值营销的开始，也将成为隆平和山西利马格兰合作的开始，如果“利合 16”的推广能取得满意成功，则未来有可能获得利马格兰其他优质的玉米种子的经营权。
- 盈利预测** 我们预计公司 2010 年、2011 年和 2012 年的营业收入分别为 14.17 亿元、17.10 亿元和 20.74 亿元，归属母公司的净利润分别为 0.72 亿元、0.99 亿元和 1.41 亿元，对应摊薄后的 EPS 分别为 0.26 元、0.36 元和 0.51 元，首次给予公司“增持”评级。

盈利预测

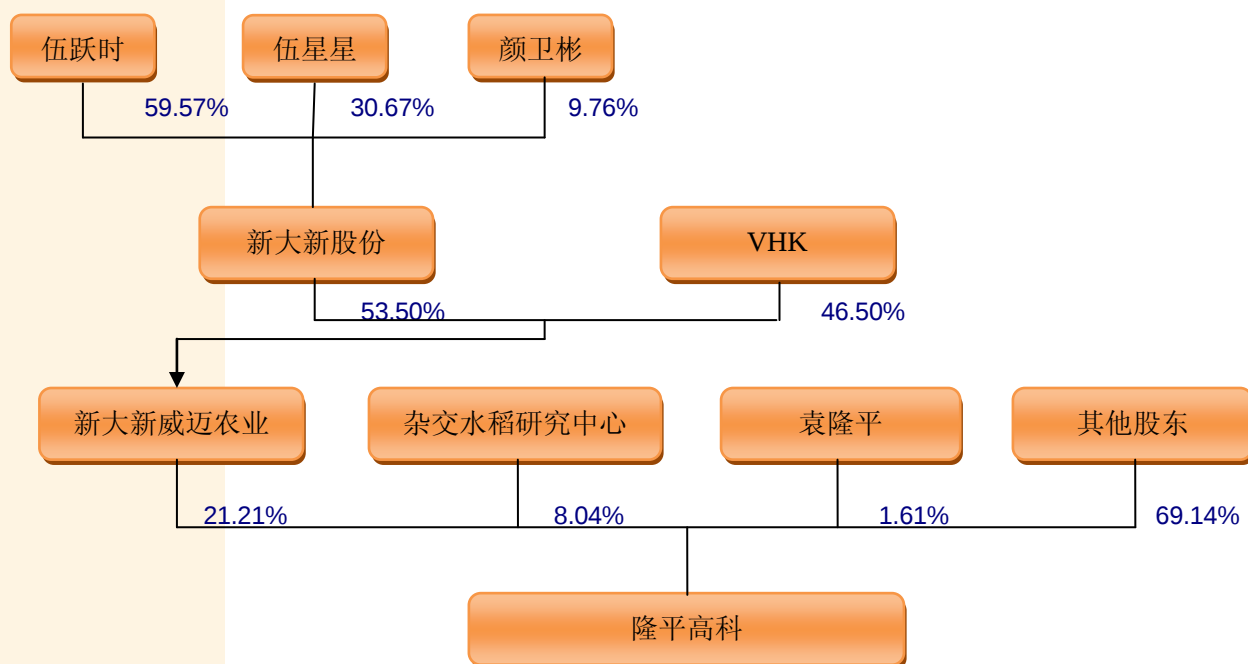
单位：百万元

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1055	1417	1710	2074
增长率 YOY	-2.46%	34.37%	20.66%	21.27%
净利润	81	119	166	236
增长率 YOY	22.40%	47.49%	39.11%	42.10%
EPS (元)	0.17	0.26	0.36	0.51

公司打造种业龙头战略明确

种业巨头成为公司的间接股东。目前公司的第一大股东是新大新集团，2007 年新大新集团引入 VHK 作为战略投资者，VHK 也因此成为了隆平高科的间接股东。法国公司利马格兰（即 VHK），是全球第四大种业公司，其全球玉米种子市场占有率第四，蔬菜种子占有率第二。VHK 在杂交玉米方面明显的研发优势。公司杂交玉米新品种“利合 16”是公司 VHK 的合作开端，未来公司将有可能继续和 VHK 进行更加深入的合作。

图 1 公司股权结构图



数据来源：湘财证券研究所

退出房地产业务。公司 2010 年 7 月 13 日公告，将其持有的湖南隆平九华科技博览园有限公司 95% 股权转让给万景国际有限公司。公司此次房地产业务的剥离也表明了公司未来希望集中精力做好主业，符合打造种业龙头的战略思想。

着力打造水稻+玉米两大主营业务。2009 年公司杂交水稻、干辣椒和玉米种子是公司三大营收贡献点，营业收入分别为 513.75 百万元、172.62 百万元和 71.2 百万元，分别占总营收百分比为 53.35%、17.89% 和 7.38%。我们认为公司未来会继续将杂交水稻作为第一战略性业务，而将玉米提升至第二战略性业务，维持干辣椒种子的优势地位。我们的理由是：1. 公司杂交水稻无论从科研实力和市场占有率都处于行业领先行列；2. 刘石的加入为公司的营销，尤其是玉米种子营销带来了想象空间。刘总的价值营销是先锋公司成功的法宝，我们预计刘总仍会在隆平采用价值营销的理念来进行营销理念和渠道的改变。公司购买的“利合 16”的独家经营权也为刘总的营销理念的实施提供了实物基础，我们认为我们应该能在包括“利合 16”在内的优质品种中率先看到刘总对公司营销模式的改变。3. 辣椒

种子优势地位突出但市场规模有限。公司在国内辣椒种子和辣椒色素的市场占有率均处于行业领先地位,但是辣椒的种植面积与水稻或玉米都不可同日而语。1994年我国辣椒种植面积为 41 万公顷,2000 年以后,我国辣椒种植面积基本维持在 125-130 万公顷,仅为我国玉米和水稻种植面积的 4%。

图 2 2009 年公司收入占比情况

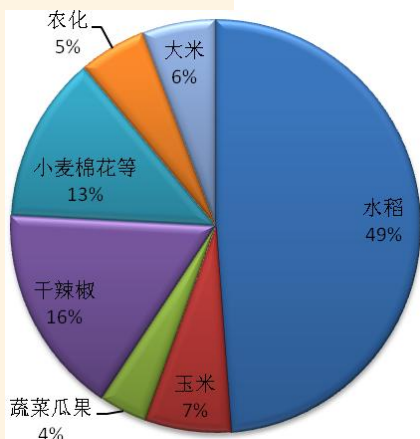
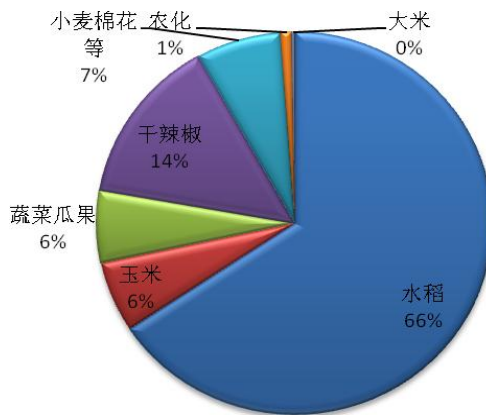


图 3 2009 年公司毛利分布情况



数据来源：湘财证券研究所

水稻种子继续贯彻“二八法则”

全国杂交水稻价格平均涨幅达到 24%。根据全国农技推广中心发布的信息,09 年制种 137 万亩,较 08 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,10 年杂交水稻种子供应总量为 2.84 亿公斤。预计 10 年杂交水稻种植面积为 2.5 亿亩,需种量为 2.5 亿公斤,将剩余 0.34 亿公斤,供需平衡。而 09/10 年制种期,江西、湖南等地旱杂制种前期干旱造成花期不育,而江苏、安徽两制种大省又在两系杂交水稻抽穗扬花期遇到连续低温,造成全国两系杂交稻生产出现非正常育性转换,产量下降,质量下将,部分种子报废,导致供给量较预测值进一步下降,从而使得杂交种子价格大幅上涨。

图 4 我国杂交水稻种子制种面积和产量

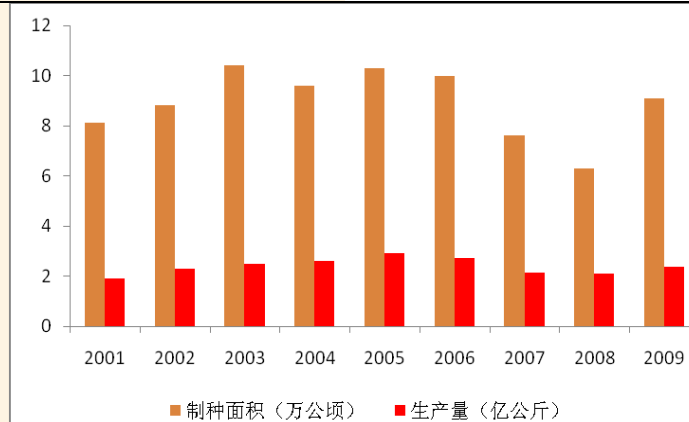
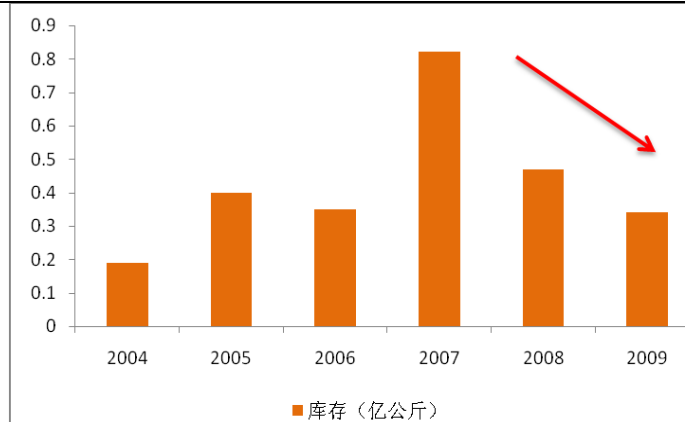


图 5 我国杂交水稻种子库存



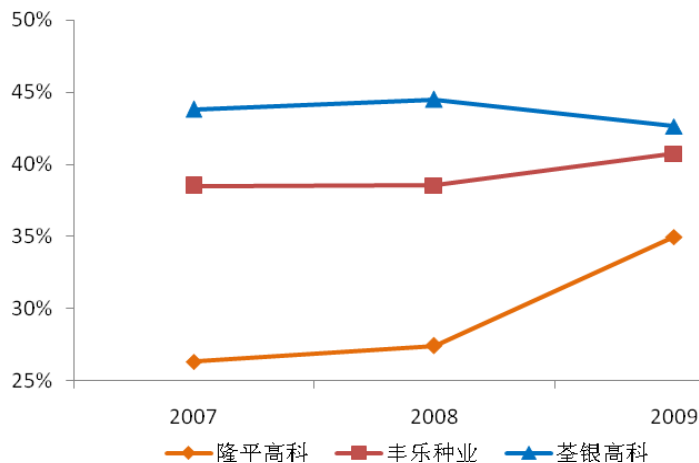
数据来源：湘财证券研究所

根据全国农技中心种业发展处采集到的 779 个杂交水稻样本的数据显示，2010 年全国杂交水稻种子平均价格为 38.7 元/公斤，较去年同期价格上涨 7.5 元/公斤，平均涨幅为 24%，其中优质良种的涨幅远高于平均涨幅，有些甚至涨幅高达 50% 以上。

2011 年制种形式仍不乐观。我们认为 2011 年我国杂交水稻的种子供需关系也会较为紧张。我们的理由是：第一，10 年较为紧张的供求关系导致能结转至 11 年的库存维持在较低的水平；第二，由于制种比较效益较低，且对制种过程的要求较高，所以农户制种的积极性不高，导致目前制种面积大幅增加的可能性较低。第三，由于今年较为恶劣的天气状况，使得制种期往后延迟十天左右，而制种期间，尤其是两系水稻的制种过程对温度的敏感性较高，推迟制种会使得温度上拥有更大的不确定性；第四，持续的洪涝灾害对制种的影响也不容忽视。根据国务院新闻办发布的情况，目前洪涝灾害对全国 27 个省、自治区和直辖市影响较大，其中主要是发生在福建、江西、广西、陕西、贵州、四川、湖南、重庆、湖北、安徽、广东和云南等省区。而四川、广东、安徽等均为制种大省。

调整产品结构提高综合毛利率。公司目前拥有杂交水稻品种众多，由于高端产品贡献了绝大多数毛利，所以公司一直在调整产品结构。从 07 年开始，公司的水稻业务的毛利率逐步上升就是公司调整产品结构的一个表现。我们认为公司未来会继续进行产品结构的调整，重点推广品种也会落在毛利率较高的优良品种上，从而更进一步提高公司水稻业务的综合毛利率。

图 6 公司水稻业务毛利率稳步上升



数据来源：湘财证券研究所

Y 两优 1 号将成为公司重点推广品种。目前公司杂交水稻中的主导品种是三系双季晚籼稻“金优 207”。此品种是 1998 年 2 月通过湖南省审定的品种。2008 年推广面积达到 506 万亩，成为当年推广面积第三的品种。我们认为未来公司在“金优 207”在推广面积上已经达到成熟期。首先，该品种推广期已经达到 10 年，而一般一个种子的周期大约在 10 年左右，良种的周期相对较长。其次，单个水稻种子的推广局限性相对较大。由于水稻种植对环境要求较高，所以不太可能出现类似先玉 335

那种大规模推广的情况，杂交水稻品种推广面积达到 500 万亩就已经是较好的推广情况。“金优 207”适种区域在湖北和广西，两地的水稻种植面积在 5000 万亩，“金优 207”在湖北和广西的市场占有率已经达到了 10%。

表 1 我国杂交水稻推广情况

公司	品种	推广面积 (万亩)	适宜种植区
丰乐种业	丰两优 1 号	551	适宜在广西中北部、广东北部、福建中北部、江西中南部、湖南中南部、浙江南部的稻瘟病轻发的双季稻区作晚稻种植
大北农	扬两优 6 号	549	适宜在福建、江西、湖南、湖北、安徽、浙江、江苏的长江流域稻区（武陵山区除外）以及河南南部稻区的稻瘟病轻发区作一季中稻种植
隆平高科	金优 207	506	适宜湖南、湖北、贵州、广西等省区
大北农	两优培九	497	贵州、云南、四川、重庆、湖南、湖北、江西、安徽、江苏、浙江、上海以及河南信阳、南阳地区、陕西汉中地区，广西桂南和中造地区
金稻种业	天优 998	393	广西中北部、广东北部、福建中北部、江西中南部、湖南中南部、浙江南部

数据来源：湘财证券研究所

Y 两优 1 号是两系超级杂交水稻品种，也是我们认为会接过公司“金优 207”推广大任的重点品种。Y 两优 1 号 2008 年通过国审，2009 年公司 Y 两优 1 号的制种量为 100 万公斤，由于该品种大田亩产可达到 650 公斤/亩，较一般品种亩产高出 150 公斤左右，所以该产品一上市就出现了供不应求的情况。我们认为 Y 两优将会是公司近两年推广的重点品种，不仅仅因为其优秀的品质，而且其高达 60% 的高毛利也符合公司产品结构调整的策略。我们预计今年 Y 两优 1 号的制种量将会达到 450 万公斤。

玉米种子将成为新盈利增长点

“利合 16”仅仅是开始。公司于 2010 年 4 月底，与山西利马格兰签订了购买“利合 16”的经营协议，公司获得该品种的经营权，并按照销售净额的 10%（最低不低于 2.5 元/公斤）每年向山西利马格兰支付品种权使用费。“利合 16”2007 年通过国审，适种区域是黑龙江第四积温带、吉林东部极早熟地区、河北承德市北部接坝冷凉区、陕西延安地区、甘肃陇南地区、新疆喀什地区、内蒙古辽北部和宁夏固原极早熟玉米区，可播种推广面积达到 5000 万亩。“利合 16”在参加区试试验中产量较冀乘单 3 号增产 24.6%，在生产试验中产量较冀乘单 3 号增产 14.8%。

我们假设未来“利合 16”的市场占有率为 10%，则可达到 500 万亩，需种量为 1000 万公斤。按照合约的最低价格 25 元/公斤计算，可为公司带来 1.25 亿元的营业收入。我们认为我们初步估计的收入可能过于保守，主要有两方面原因：第一，目前黑龙江第四积温带和极早熟地区的优质玉米品种较少，竞争激烈度相对较低；第二，刘石先生应该会运用他最擅长的价值营销来提高产品的价值空间。但是是一个品种的推广需要一段时间，所以今年该品种还不会成为贡献点，但是将会成为公司玉米业务营销战略的一个开始。

我们认为“利合 16”不仅将是刘石先生价值营销的开始，也将成为隆平和山西利马格兰合作的开始，如果“利合 16”的推广能取得满意成功，则未来有可能获得利马格兰其他优质的玉米种子的经营权。

山西屯玉有望帮助公司快速切入玉米市场。2010 年 1 月，公司以 3600 万元取得山西屯玉的控股子公司北京屯玉 60%的股权，公司希望通过北京屯玉直接或间接成为山西屯玉的控股股东，进而快速切入玉米市场，成为玉米行业的龙头之一。山西屯玉是一个以玉米种子育、繁、销一体化为核心的企业，公司通过省级以上审定的玉米杂交种 66 个，其中通过国审的品种有 24 个。山西屯玉也是我国杂交玉米品种推广面积第二的公司，2009 年产销玉米种子 4500 万公斤，销售收入约为 5 亿元，利润率较低。目前收购仍在进行中，存在一定的不确定性，我们在后面的盈利预测中暂不考虑山西屯玉的营收情况。

盈利预测

我们预计公司 2010 年、2011 年和 2012 年的营业收入分别为 14.17 亿元、17.10 亿元和 20.74 亿元，归属母公司的净利润分别为 0.72 亿元、0.99 亿元和 1.41 亿元，对应摊薄后的 EPS 分别为 0.26 元、0.36 元和 0.51 元，首次给予公司“增持”评级。

表 2 分业务营收预测

		2009	2010E	2011E	2012E
杂交水稻	收入（百万元）	513.75	639.62	767.54	921.05
	成本（百万元）	334.07	393.50	458.52	534.94
	毛利（百万元）	179.68	246.11	309.03	386.11
	毛利率（%）	34.97%	38.48%	40.26%	41.92%
玉米	收入（百万元）	71.2	237.32	300.67	384.02
	成本（百万元）	54.86	159.12	197.15	245.08
	毛利（百万元）	16.34	78.20	103.52	138.94
	毛利率（%）	22.95%	32.95%	34.43%	36.18%
蔬菜瓜果	收入（百万元）	39.92	43.91	49.18	53.13
	成本（百万元）	23.21	25.41	27.96	30.75
	毛利（百万元）	16.71	18.50	21.22	22.36
	毛利率（%）	41.86%	42.12%	43.16%	42.10%
干辣椒	收入（百万元）	172.62	215.78	280.51	364.66

	成本（百万元）	133.97	163.44	215.75	278.53
	毛利（百万元）	38.65	52.33	64.76	86.13
	毛利率（%）	22.39%	24.25%	23.09%	23.62%
小麦、棉花等	收入（百万元）	137.44	155.31	178.60	205.39
	成本（百万元）	118.47	132.6	150.47	172.74
	毛利（百万元）	18.97	22.62	28.14	32.66
	毛利率（%）	13.80%	14.57%	15.75%	15.90%
农化产品	收入（百万元）	56.13	61.18	64.24	69.38
	成本（百万元）	53.6	57.89	60.96	65.22
	毛利（百万元）	2.53	3.29	3.28	4.16
	毛利率（%）	4.51%	5.38%	5.11%	5.99%
大米	收入（百万元）	61.11	64.17	69.30	76.23
	成本（百万元）	60.45	62.26	66.62	72.62
	毛利（百万元）	0.66	1.90	2.68	3.61
	毛利率（%）	1.08%	2.96%	3.86%	4.74%
合计	收入（百万元）	1054.75	1417.28	1710.04	2073.85
	成本（百万元）	779.75	994.32	1177.41	1399.88
	毛利（百万元）	275.00	422.96	532.63	673.97
	毛利率（%）	26.07%	29.84%	31.15%	32.50%

数据来源：湘财证券研究所

表 3 利润表

利润表

单位:百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1054.75	1417.28	1710.04	2073.85
YOY	-2.46%	34.37%	20.66%	21.27%
营业成本	779.75	994.32	1177.41	1399.88
营业税金及附加	1.17	1.42	1.71	2.07
营业费用	96.19	124.72	145.35	172.13
管理费用	117.34	153.77	179.55	214.64
财务费用	20.37	25.51	28.73	31.52
资产减值损失	20.16	17.29	22.23	26.96
公允价值变动收益	1	0	0	0
投资净收益	56	15	8	8
营业利润	76.76	115.25	163.05	234.64
营业外收入	14.25	15.00	15.00	15.00
营业外支出	7.85	8.00	8.00	8.00
利润总额	83	122	170	242
所得税	2.4	3.1	4.3	6.0
净利润	81	119	166	236
YOY	22.40%	47.49%	39.11%	42.10%
少数股东损益	32	48	66	94
归属母公司净利润	48	72	99	141
EPS（元）	0.17	0.26	0.36	0.51

数据来源：湘财证券研究所

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。