

隆平高科（000998）

种业

2010 年 8 月 5 日

—战略调整初显端倪、主业发展步入快车道

投资评级	推荐	公司评级	A	收盘价	21.35	元
------	----	------	---	-----	-------	---

事件：公司公布了 2010 年半年报

- 业绩下滑32%。2010年1-6月份，公司实现营业收入5.94亿元，较上年同期增长54.86%；实现营业利润3893万元，上年同期基本持平；实现归属于上市公司股东的净利润2062万元，较上年同期减少31.67%；实现扣除非经常性损益后归属于公司股东的净利润2973万元，较上年同期增长1107%。实现EPS0.07元，同比下降36%。
- 业绩同比下滑主要源自上年同期大额投资收益所致。2010年上半年，公司实现归属于上市公司股东的净利润2062万元，较上年同期减少31.67%，但扣除非经常性损益后归属于母公司净利润为2973万元，同比增长了1107%。其中，2009年上半年公司实现非经常性损益达，2830万元，占当期归属于上市公司股东的净利润比例为93.83%，而今年上半年实现非经常性损益为-912万元。
- 种业蓄势待发，辣椒业务有望保持快速增长。对于公司来说，年初山西屯玉的成功收购以及“利合16”的品种经营权为公司布局国内玉米种子产业奠定了品种资源基础，而前先锋中国区总裁刘石的加盟为公司玉米品种的市场开拓和渠道管理提供了有力的支撑。随着水稻、玉米种子业务格局的形成以及国家对种子产业扶持力度不断加大，我们认识，凭借着强大的研发能力和品种推广能力，在未来几年来，公司完全有望成为种业巨头。此外，随着种子行业的进入门槛不断提高，给龙头企业带来较大的整合机会，公司收益显著。除了种子业务外，我们认为公司辣椒加工业务有望保持快速增长且该业务完全可以实现产业链的全覆盖，实现从初加工向深加工的转换，进一步提升业务盈利能力。
- 盈利预测与投资评级：预计 10/11 年公司 EPS 分别为 0.38 元、0.47 元。对于 10/11 年估值水平分别为 56x 和 45x，相对估值偏高。但考虑到公司玉米业务刚刚起步，未来 2-3 年必将迎来爆发式增长。同时，公司水稻业务和辣椒加工业务产品结构调整将显著提升业务盈利能力。因此，我们给予公司中长期“推荐”投资评级。

联系方式

研究员：	周家杏
执业证书编号：	S0020108071135
电 话：	021-51097188-1920
电 邮：	zhoujiaxing@gyzq.com.cn
联系人：	赵喜娟
电 话：	(86-21) 51097188-1952
电 邮：	zhaoxijuan@gyzq.com.cn
地 址：	中国安徽省合肥市寿春路 179 号（230001）

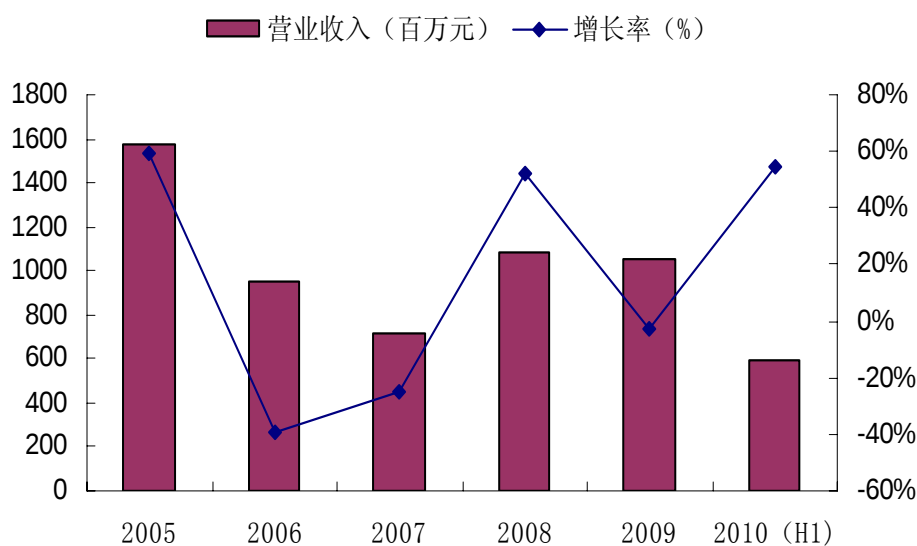
第 1 部分 上半年业绩下滑 32%

2010年1-6月份，公司实现营业收入5.94亿元，较上年同期增长54.86%；实现营业利润3893万元，上年同期基本持平；实现归属于上市公司股东的净利润2062万元，较上年同期减少31.67%；实现扣除非经常性损益后归属于公司股东的净利润2973万元，较上年同期增长1107%。实现EPS0.07元，同比下降36%。

从业绩下滑的原因来看，业绩同比下滑主要源自上年同期大额投资收益所致。2010年上半年，公司实现归属于上市公司股东的净利润2062万元，较上年同期减少31.67%，但扣除非经常性损益后归属于母公司净利润为2973万元，同比增长了1107%。其中，2009年上半年公司实现非经常性损益达，2830万元，占当期归属于上市公司股东的净利润比例为93.83%，而今年上半年实现非经常性损益为-912万元。

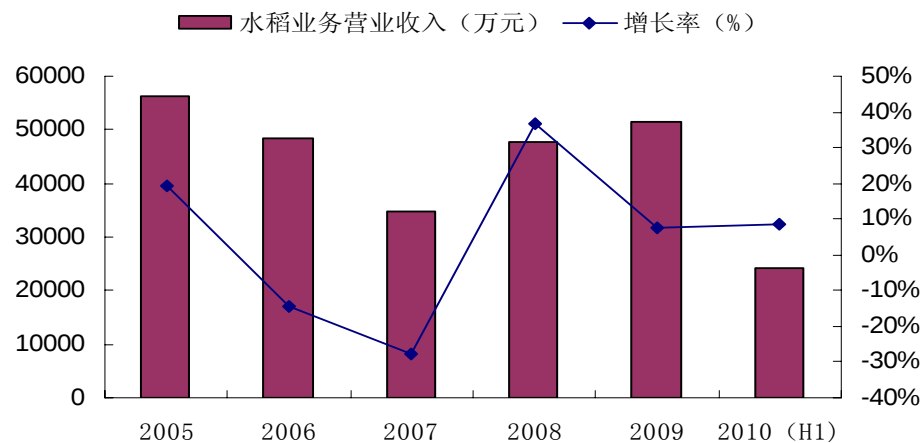
综合上述，我们认为，公司实现扣非后净利润大幅度增长完全得益于主营业务盈利能力的提升，而且我们认为公司的主营业务（种子业务和辣椒加工业务）的盈利能力正在步入上升通道。

图 1：公司主营业务经营情况



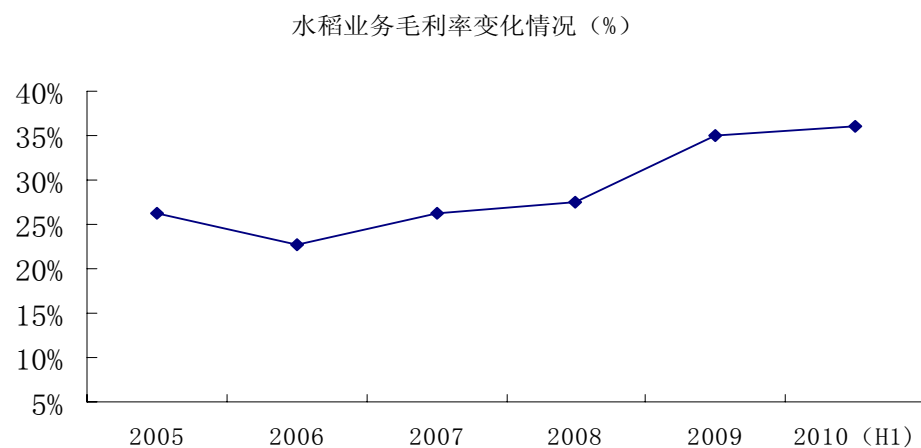
资料来源：国元证券研究中心，wind

图 2：公司水稻业务经营情况



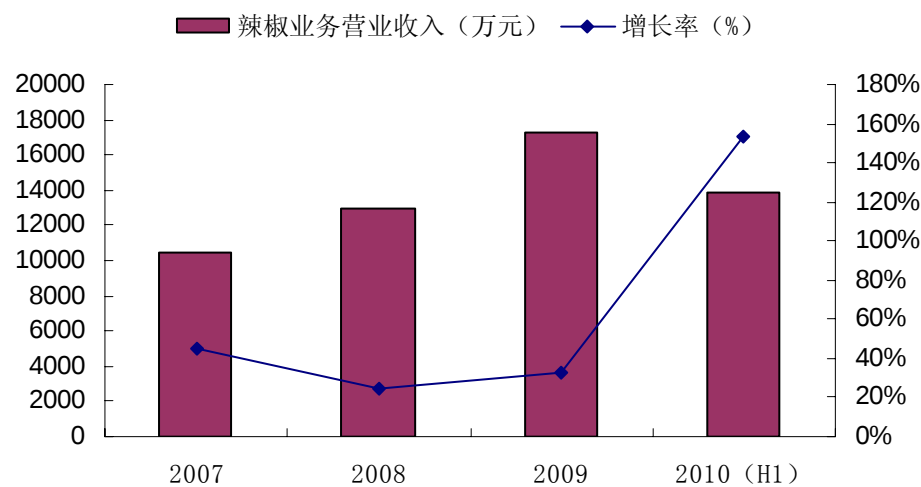
资料来源：国元证券研究中心、wind

图 3：公司水稻业务毛利率变化情况



资料来源：国元证券研究中心、wind

图 4：辣椒加工业务增长情况



资料来源：国元证券研究中心、wind

第 2 部分 主营业务盈利能力逐步增强

我们认为，公司未来业绩增长点主要来源于种子业务和辣椒加工业务。

对于水稻种子业务未来的发展我们的观点如下：**1**、水稻种子业务步入稳定增长期间，大幅增长的可能性不大（除非收购其他公司），通过调整产品结构来提升水稻业务盈利能力将是最基本的思路，而产品结构的调整主要是通过主打品种的推广来实现。**2**、去年制种期的低温给今年两系水稻种子质量带来了隐患，给两系水稻种子的销售带来了负面影响，而三系水稻则可能因此而实现销量的快速增长（特别是在低温发生区域）。**3**、去年低温造成的减产推动了今年上半年水稻销售价格提升，而今年南方水灾无疑造成水稻制种产量的下降，因此，我们认为，今年下半年公司进一步提高种子售价预期强烈。

对于玉米种子业务我们的观点如下：**1**、山西屯玉的收购最终实现了增收不增利格局，我们认识这种格局是短暂的，随着屯玉销售规模的进一步扩大，规模效应将推动该业务盈利能力进一步提升。**2**、考虑到屯玉品种毛利率较低（可能与其品种老化有关），我们认为，公司通过运作强势玉米品种（“利合16”）来实现整体盈利能力提升的可能性较大，而刘石的加盟为公司强势品种的市场运作提供了保障。

对于辣椒业务我们的观点如下：**1**、国外需求有望推动全年实现100%的增长。**2**、随着该业务的不断发展，销售瓶颈无法回避，未来由初加工向深加工的可能性较大，即实现了产业链延伸又实现了产品附加值提高。

第 3 部分 可比公司估值对比

目前，在 A 股上市公司中，从事种子生产的上市公司主要有丰乐种业、荃银高科、登海种业、敦煌种业、万向德隆，我们以上述公司作为参考依据。

从相对估值来看，公司估值偏高，但考虑到公司玉米业务刚刚起步，未来 2-3 年必将迎来爆发式增长。同时，公司水稻业务和辣椒加工业务产品结构调整将显著提升业务盈利能力。因此，我们给予公司中长期“推荐”投资评级。

表 1：可比公司估值对比

公司名称	现价	每股收益(元)			市盈率 (x)		
		2009	2010E	2011E	2009	2010E	2011E
登海种业	55.95	0.53	1.14	1.72	105.57	49.08	32.53
敦煌种业	25.89	0.16	0.63	1.08	161.81	41.10	23.97
丰乐种业	14.96	0.30	0.41	0.53	49.87	36.49	28.23
荃银高科	35.60	0.85	0.80	0.98	41.88	44.50	36.33
万向德农	12.7	0.25	0.29	0.32	50.80	43.79	39.69

平均					81.99	42.99	32.15
隆平高科	21.35	0.17	0.38	0.47	125.59	56.18	45.42

资料来源：国元证券研究中心，wind

第 4 部分 投资建议

盈利预测与投资评级：预计 10/11 年公司 EPS 分别为 0.38 元、0.47 元。对于 10/11 年估值水平分别为 56x 和 45x，相对估值偏高。但考虑到公司玉米业务刚刚起步，未来 2-3 年必将迎来爆发式增长。同时，公司水稻业务和辣椒加工业务产品结构调整将显著提升业务盈利能力。因此，我们给予公司中长期“推荐”投资评级。

国元证券投资评级体系：

(1)公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%” 之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数 $\pm 5\%$ ” 之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%” 以上		

(2)行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责条款：

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn