

分析师： 乔洋 (8621)68751126 qiaoyang@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490510120007

联系人： 叶思阳 (8627)65799581 yesy@cjsc.com.cn

对外投资及股权变更两公告点评

事件描述

隆平高科（000998，SZ）今日发布变更股权结构和对外投资两大公告，其主要内容为：

- ⊗ 近期，公司与大股东签署股权转让协议，协议规定新大新股份拟受让 Vilmorin Hong Kong Limited 持有的全部新大新威迈股权。该协议有待国家有关部门的批准，并将在资金支付完毕后履约完成。本次股权转让完成后，新大新股份将成为新大新威迈的唯一股东，新大新威迈的企业性质将由中外合资经营企业变更为内资有限责任公司，隆平高科将由外资参股公司转变为纯内资公司。
- ⊗ 公司与 Vilmorin Hong Kong Limited 签署合资合同框架性协议，协议约定双方将共同投资设立合资公司，主营杂交玉米种子、小麦种子、油脂类作物种子的研究、生产和销售；其中公司和 Vilmorin Hong Kong Limited 分别占其注册资本比例为 60%和 40%。

我们的观点是：

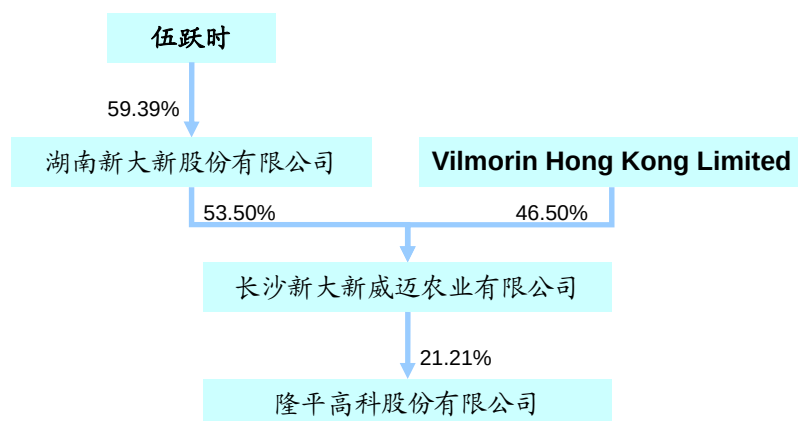
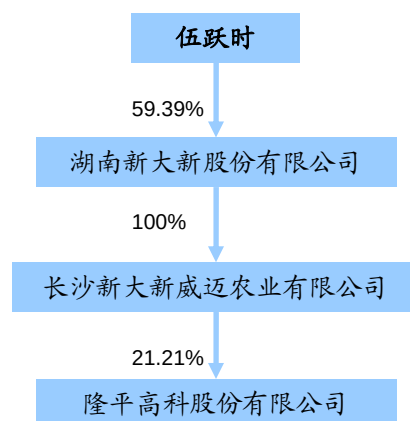
- ⊗ 本次股权转让完成后，隆平高科将由外资参股公司转变为纯内资公司。作为集规模优势和股权结构“纯内”优势于一身的种子企业，公司将在种业改革浪潮中成为主要帮扶对象，在内资企业中独占鳌头；合资建立子公司为公司玉米种业务发展规划中非常关键且意义重大的第一步，一方面将保障公司的玉米种品种来源，另一方面将市场需求和研发紧密结合到一起，有利于更为有效的品种研发。
- ⊗ 玉米种业务为公司未来两年业绩增长点，由于先锋前中国区总裁刘石的加入以及与 Vilmorin Hong Kong Limited 合资成立子公司，我们认为公司想象空间较大，预计公司 2010-2011 年 EPS 分别为 0.23 元，0.33 元，0.61 元，考虑到公司目前股价 27.89 元，维持“谨慎推荐”评级，我们将密切跟踪公司经营和股价动态。

事件评论

第一， 公司近日发布变更股权结构和对外投资两大公告

⊗ 股权结构变更—外资参股—>纯内资公司

2011 年 1 月 27 日公司大股东新大新威迈的控股股东湖南新大新股份有限公司与新大新威迈的第二大股东 Vilmorin Hong Kong Limited（法国利马格兰公司控股子公司）签署股权转让协议，协议规定新大新股份拟受让 VHK 持有的全部新大新威迈股权。该协议有待国家有关部门的批准，并将在资金支付完毕后履约完成。

图 1：股权更改前后股权结构图
股权更改前：

股权更改后：


资料来源：公司公告书，长江证券研究部

本次股权转让完成后，新大新股份将成为新大新威迈的唯一股东，新大新威迈的企业性质将由中外合资经营企业变更为内资有限责任公司，隆平高科也将由外资参股公司转变为纯内资公司。

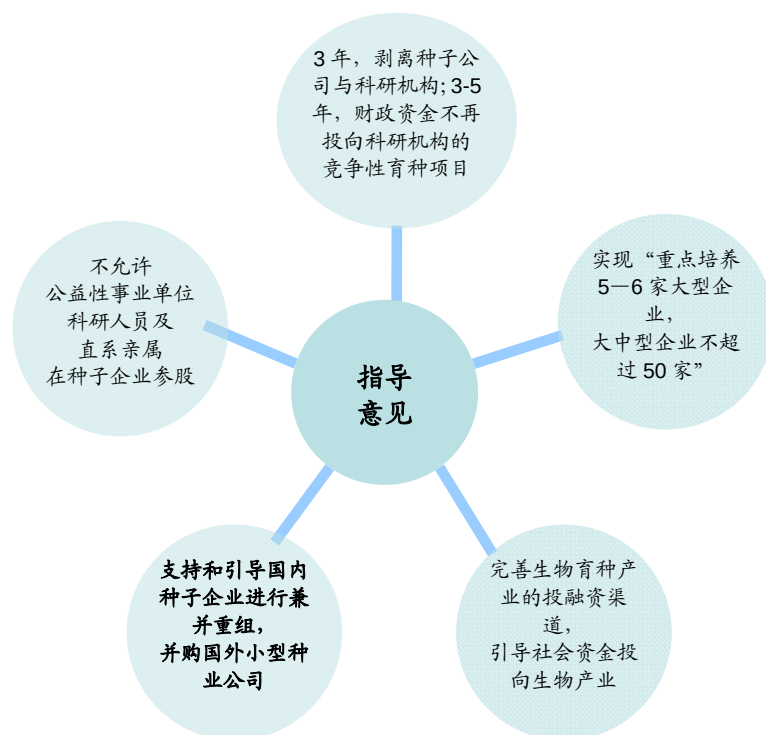
⊗ 公司将与 Vilmorin Hong Kong Limited 共同出资建立以玉米种育繁推为主业的合资子公司

2011 年 1 月 27 日，公司与 Vilmorin Hong Kong Limited 签署合资合同框架性协议，协议约定双方将共同投资人民币 2 亿元在中国境内设立合资公司。合资公司主营业务为杂交玉米种子、小麦种子、油脂类作物种子的研究、生产和销售；其中公司出资人民币 1.2 亿元，占其注册资本比例为 60%，Vilmorin Hong Kong Limited 或者 Vilmorin & Cie 集团（Vilmorin Hong Kong Limited 的控股股东）指定的其他实体（如非特指，以下共称“Vilmorin”）出资人民币 8000 万元，占其注册资本比例为 40%。同时，公司将在合资公司设立后将持有合资公司 5% 的股权转让给合资公司管理层。

第二，我们认为，公司拟改变外资参股背景，在种业改革浪潮中独占鳌头

2010 年是《种子法》实施十周年，也是“种子执法年”，国务院“关于促进种业改革发展的指导意见”呼之欲出。据新闻报道，该意见将从五个方面全面深入的规范种子行业，可以看到，综合型种子企业是未来种子企业的发展趋势，而国家将通过鼓励兼并重组等形式扶持**综合型国内种子企业**提高研发能力，做大做强。

图 2：国务院将于 8 月推出的“关于促进种业改革发展的指导意见”主要内容



资料来源：公开信息，长江证券研究部

该意见的首个具体政策是农业部近期即将发布的《农作物种子生产经营许可管理办法》，该办法的征求意见稿已于 2010 年 12 月 31 日发布于农业部网站。

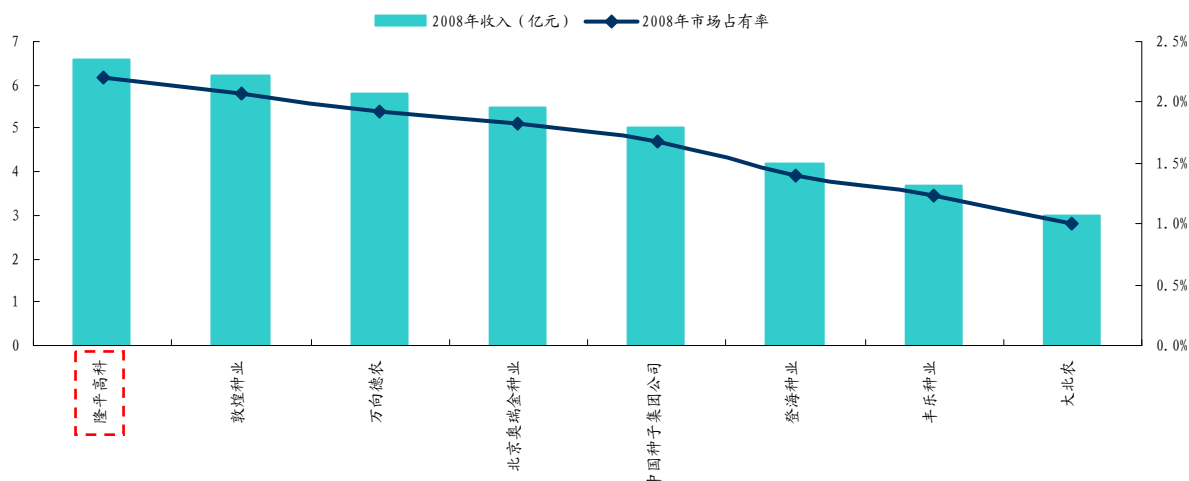
表 1：新旧版《农作物种子生产经营许可管理办法》要点对照

	新版	旧版
种子生产许可证	⊗ 生产杂交水稻、玉米种子注册资本 3000 万元以上	500 万元以上
	⊗ 生产杂交种子固定资产 1500 万元以上	无要求
	⊗ 生产的品种通过品种审定	无要求
	⊗ 申请转基因稻、玉米、小麦种子生产的，注册资本不少于 1 亿元	无要求
	⊗ 年种子生产面积受注册资本控制，杂交种子每 1 万元不超过 10 亩	无要求
	⊗ 有效期 1 年	有效期 3 年
种子经营许可证	⊗ 实行选育、生产、经营相结合，注册资本达到 1 亿元以上	3000 万元以上
	⊗ 注册资本中固定资产不少于 5000 万元	无要求
	⊗ 申请主要农作物种子经营许可证，应当有申请企业选育或由申请单位和科研单位共同选育、以申请单位名义申请审定的，近 10 年内通过国家级审定的主要农作物品种 1 个以上或不同省（区、市）审定（不含引种）的主要农作物品种 5 个以上（须为 2 个以上不同作物）	无要求
	⊗ 申请许可的农作物种子经营量应当连续三年占全国该作物种子市场份额的 1% 以上，自主知识产权品种的经营量占公司经营总量的比例达到 20% 以上。	无要求

资料来源：长江证券研究部

本次股权转让完成后，隆平高科将由外资参股公司转变为纯内资公司，并成为国内种子销售额排名第一位的内资种业公司。我们认为，作为集规模优势和股权结构“纯内”优势于一身的公司将在种业改革浪潮中成为主要帮扶对象，在内资企业中独占鳌头。

图 3：2008 年国内销售收入排名前八位种子公司



资料来源：大北农招股说明书，长江证券研究部

第三， 基于长期规划，公司拟以更直接、有效的方式发展玉米种业务

Vilmorin & Cie 集团为法国利马格兰集团持股 72% 的控股子公司，主要从事大田作物种子和蔬菜种子运营，是世界最大的种业集团之一，优势产品为杂交玉米种、小麦种和油脂类种子。其在山西的种子研究所建立已有十年之久，近期是品种成熟的时间。2010 年 5 月左右，公司已获得利马格兰研发的玉米种品种“利合 16”的独家代理权，并于 2010/2011 年开始销售。

之前我们曾在报告中预计公司将与 Vilmorin Hong Kong Limited 签约协议独家代理其研发的玉米种等种子品种。目前，公司将以合资成立子公司的这种更为直接的形式推广其研发的种子品种。

我们对合资合同框架性协议还有**三点理解**：一是 Vilmorin & Cie 集团将许可合资公司使用其技术（基因材料，包括但不限于自交系和杂交品种），并且除合资公司外其他公司将不能使用 Vilmorin & Cie 集团的杂交玉米自交系，即 Vilmorin & Cie 集团再与其他国内种业公司合作的概率很小；二是未来 Vilmorin & Cie 集团将向合资公司转让其在中国境内开展的所有品种研发工作，包括亲本种子的生产；三是参与品种研发等工作的人员也将转移至合资公司，且未来公司也将向合资公司转让在甘肃的玉米资产和业务。

我们认为，合资建立子公司为公司玉米种业务发展规划中非常关键且意义重大的一步，一方面更好的保障公司玉米种品种来源，另一方面将市场需求和研发紧密结合到一起，有利于更为有效的品种研发。

第四， 盈利预测

玉米种业务为公司未来两年业绩增长点，由于先锋前中国区总裁刘石的加入以及与 Vilmorin Hong Kong Limited 合资成立子公司，我们认为公司想象空间较大，预计公司 2010-2011 年 EPS 分别为 0.23 元，0.33 元，0.61 元，考虑到公司目前股价 27.89 元，维持“谨慎推荐”评级，我们将密切跟踪公司经营和股价动态。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	1055	1421	1792	2430	货币资金	608	142	179	243
营业成本	780	1006	1217	1554	交易性金融资产	10	10	10	10
毛利	275	416	575	876	应收账款	164	222	279	379
% 营业收入	26.1%	29.2%	32.1%	36.0%	存货	678	874	1059	1351
营业税金及附加	1	2	2	3	预付账款	129	167	202	258
% 营业收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	其他流动资产	0	0	0	1
销售费用	96	115	145	197	流动资产合计	1590	1415	1729	2241
% 营业收入	9.1%	8.1%	8.1%	8.1%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	117	153	194	262	持有至到期投资	10	10	10	10
% 营业收入	11.1%	10.8%	10.8%	10.8%	长期股权投资	105	105	105	105
财务费用	20	28	36	47	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.9%	2.0%	2.0%	1.9%	固定资产合计	304	645	937	1079
资产减值损失	20	10	10	18	无形资产	152	144	137	130
公允价值变动收益	1	0	0	0	商誉	12	12	12	12
投资收益	56	0	0	0	递延所得税资产	9	0	0	0
营业利润	77	107	188	349	其他非流动资产	23	23	23	23
% 营业收入	7.3%	7.6%	10.5%	14.4%	资产总计	2204	2354	2953	3600
营业外收支	6	0	0	0	短期贷款	680	637	975	1163
利润总额	83	107	188	349	应付款项	116	149	181	231
% 营业收入	7.9%	7.6%	10.5%	14.4%	预收账款	109	148	186	252
所得税费用	2	3	5	10	应付职工薪酬	59	76	92	117
净利润	81	104	183	340	应交税费	-12	-16	-26	-45
归属于母公司所有者					其他流动负债	49	62	76	99
的净利润	48.5	62.6	90.7	168.3	流动负债合计	1001	1056	1485	1818
少数股东损益	32	42	92	171	长期借款	0	0	0	0
EPS (元/股)	0.17	0.23	0.33	0.61	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	43	43	43	43
经营活动现金流净额	171	29	165	272	负债合计	1044	1099	1528	1861
取得投资收益	8	0	0	0	归属于母公司	947	1000	1077	1220
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	28	0	0	0	少数股东权益	213	255	347	518
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	1160	1255	1424	1739
固定资产投资	-145	-414	-418	-324	负债及股东权益	2204	2354	2953	3600
其他	19	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-97	-414	-418	-324		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.175	0.226	0.327	0.607
股权融资	16	0	0	0	BVPS	3.42	3.61	3.89	4.40
银行贷款增加 (减少)	224	-44	339	188	PE	289.44	224.25	154.60	83.35
筹资成本	63	-38	-49	-73	PEG	5.63	4.36	3.01	1.62
其他	-126	0	0	0	PB	14.81	14.03	13.02	11.49
筹资活动现金流净额	177	-81	289	115	EV/EBITDA	108.26	67.18	41.41	25.54
现金净流量	251	-466	37	64	ROE	5.1%	6.3%	8.4%	13.8%

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。