

方正证券研究所

农林牧渔行业分析师：陈光尧

职业证书编号：S1220210100007

TEL: (8610) 68582893

E-mail: chenguangyao@foundersc.com

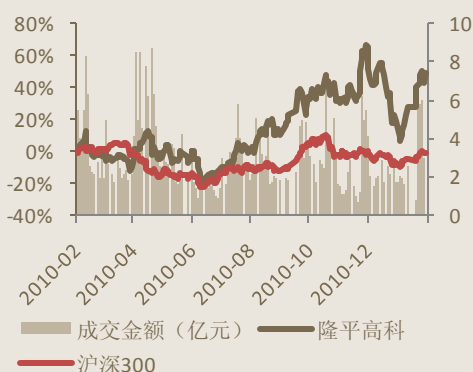
联系人：张保平 汪庭满

TEL: (8610) 68582897

E-mail: zhangbaoping@foundersc.com

wangtingman@foundersc.com

历史表现



盈利预测

单位:百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
主营收入	1055	1329	1889	2708
(+/-)	-2.46%	25.98%	42.16%	43.36%
净利润	48.47	71.63	133.26	198.73
(+/-)	10.74%	47.79%	86.03%	49.13%
EPS (元)	0.17	0.26	0.48	0.72
P/E	197.41	121.47	65.29	43.78

相关研究

数据来源：港澳资讯，方正证券研究所

请务必阅读最后特别声明与免责条款

隆平高科(000998)调研报告

公司调研报告

2011.02.20 增持

目前股价 31.39

农林牧渔行业

投资要点

※调整品种结构，水稻种业毛利率有望迅速提高

公司整合品种资源，将放下薄利品种，集中精力做竞争力强利润丰厚的品种，公司的两系杂交稻“Y两优1号”产量比市场一般品种亩产高出100多公斤，品质好，抗病性强，毛利率较三系杂交稻高，品种推出后供不应求，当前销售量400万公斤左右，将是未来几年主推水稻品种，未来可提供丰厚利润。

※先锋种业中国区总裁刘石加盟将提高公司运营效率

公司2010年4月份邀请前先锋种业中国区总裁刘石加盟做总裁，刘石曾经带领团队创造了“先玉335”的推广奇迹，其强大的管理、销售能力或将带领公司开创玉米和杂交稻种子销售新篇章。公司控股和参股公司较多，公司股权结构复杂，管理难度较大，刘石加盟利于尽快整合子公司资源。

※进军玉米种子市场，形成水稻和玉米种业并进架构

进军玉米种子市场是公司既定的发展战略，公司要巩固其业内龙头地位，玉米种子市场是必占业务领域。2010年以来公司加快了进军玉米种子市场的步伐，2010年尝试收购山西屯玉遇挫，马上于2011年2月开始与Vilmorin&Cie集团合作投资设立合资公司，此前公司与Vilmorin&Cie的子公司VHK、母公司法国利马格兰集团已有长期合作基础，此番新的合资将会大力促进公司玉米种业发展。

※在国家种业政策支持下有望成为国内种业航母

种子行业被列入七大战略性新兴产业之一，将获得更多的政策扶持。种子产业又事关国家粮食安全，为确保十三亿人口的粮食安全，必须在国际种业巨头大力进入中国之前培育出强大的综合性民族种子企业。

※我们有别于市场的观点

我们认为公司在菲律宾、印尼、尼日利亚等国设立子公司，积极参与水稻转基因研发，虽然目前难以给公司带来业绩回报，但其未来发展前景不可限量，有可能成为其它公司不可复制的竞争优势。预计公司2010-2012年EPS为0.26、0.48、0.72元，目标价38元，给予“增持”评级。

※风险提示

种子业特有的制种风险、玉米种子市场开发风险。

正文目录

1、调整品种结构，水稻种业毛利率有望迅速提高	3
2、先锋种业中国区总裁刘石加盟将提高公司运营效率	4
2.1、刘石有强大的执行力和经营管理能力	4
2.2、刘石着力推行公司资源整合	4
3、进军玉米种子市场，形成水稻和玉米种业并进架构	5
3.1、快速切入玉米种子市场	5
3.2、强化水稻种子市场领先地位	6
4、在国家种业政策支持下，公司有望成为国内种业航母	6
4.1、公司拥有响亮的品牌和优秀的管理与技术团队	6
4.2、国家政策助力行业发展、公司做大做强	7
4.3、行业潜在市场空间巨大	9
4.4、综合性种子经营	10
5、未来可能的亮点	10
6、公司盈利预测	11
7、风险提示	12

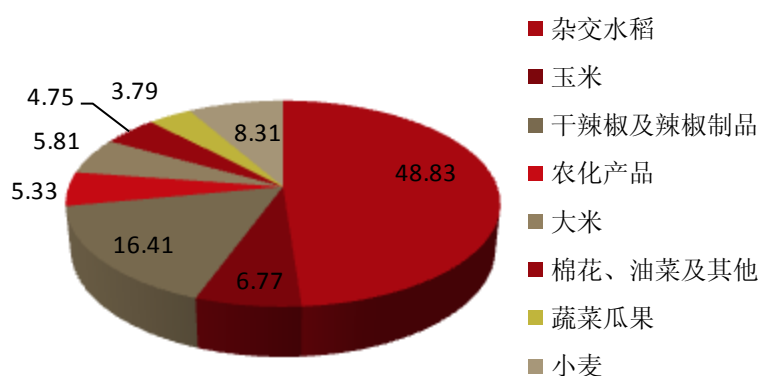
图表目录

图表 1 2009 年主营业务收入比例 (%)	3
图表 2 2009 年主营业务毛利率	3
图表 3 公司毛利率变化情况	4
图表 4 公司股权结构	5
图表 5 主要子公司盈利情况 (单位百万元)	5
图表 6 公司 2010 年通过国审的水稻品种	6
图表 7 公司近年一系列运作	7
图表 8 《农作物种子生产经营许可管理办法》	8
图表 9 我国历年稻谷种植面积及产量	9
图表 10 我国历年玉米种植面积及产量	9
图表 11 我国杂交稻、杂交玉米制种量	10
图表 12 主营业务预测	11
图表 13 行业估值比较	12
图表 14 公司财务报表预测 (百万元)	13

1、调整品种结构，水稻种业毛利率有望迅速提高

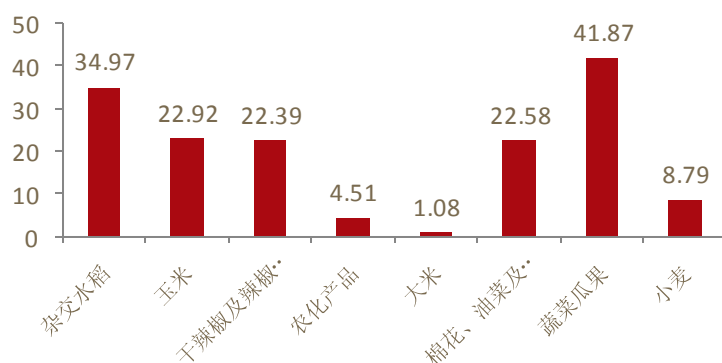
2009 年公司营业收入中杂交稻占比最大，达到 48.8%，毛利率为 35%，其中有些品种毛利很低，净利率微薄甚至亏损。目前公司拥有水稻品种 200 多个，具有强大市场竞争力、毛利高的品种并不多。玉米收入占总收入的 6.8%，毛利率 23%；辣椒类占收入比例为 16.4%，毛利率 22.4%；小麦占比 8.3%，毛利率 8.8%。公司新总裁刘石提出，根据经营情况，今后将逐步放下一些亏损、不盈利或盈利薄的品种，集中精力主推市场竞争力强、毛利率高的品种，这一思路符合刘石的一贯作风，擅长打造市场主力品种，迅速占领市场，提高毛利率。

图表 1 2009 年主营业务收入比例（%）



数据来源：公司 2009 年报 方正证券研究所

图表 2 2009 年主营业务毛利率

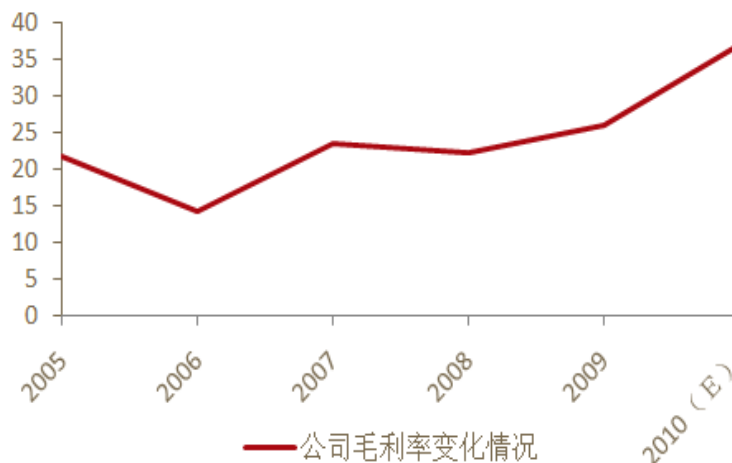


数据来源：公司 2009 年报 方正证券研究所

公司今后几年在玉米品种上将主推“利合 16 号”，公司计划在这一品种上采用“单粒播”技术，提高毛利率，迅速占领第四积温带的玉米种子市场。在水稻种子上近两年将主推两系杂交稻“Y 两优 1 号”，这一品种采用两系杂交技术，制种成本低，公司目前已基本攻克了两系杂交育种中温度敏感问题，育种风险大大降低；该品种产量高，据大田调查亩产达 679 公斤，高出市场一般品种 100

多公斤；米质优良，有六项指标达到优质米标准，优于市场一般的杂交稻；该品种还具有良好抗病虫害能力，总体看来市场竞争优势明显，市场价格节节攀升，售价在 30-60 元/斤，2009 年制种 100 万公斤，供不应求，2010 年制种 450 万公斤，预计 2010 年将销售 300-400 万公斤，毛利率 60% 左右，远高于公司其它水稻品种 20-30% 的毛利率，将为公司提供丰厚利润。

图表 3 公司毛利率变化情况



数据来源：公司公告 方正证券研究所

2、先锋种业中国区总裁刘石加盟将提高公司运营效率

2.1、刘石有强大的执行力和经营管理能力

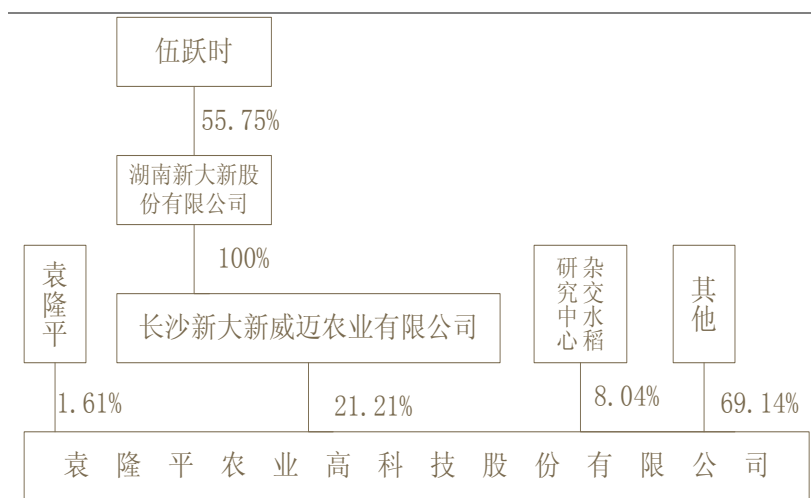
刘石曾任孟山都远东有限公司商务经理、世界第一种业公司杜邦种业旗下先锋公司中国区总裁，曾经在国内首次成功推出抗虫棉品种，成功的推出“先玉 335”，并在四年时间里占领市场 8.7% 份额，从 2006 年的 26 万亩增长到 2009 年 1000 多万亩，2007-2009 年销量和价格分别保持 38% 和 6% 的增长率，创造了玉米品种营销奇迹；其首先推出的玉米“单粒播”技术对玉米种子行业经营模式产生革命性影响，刘石创造的这些业内重大事件给投资者以很高的期望、给市场以无穷的想象。隆平高科在国内乃至国际杂交稻育种领域遥遥领先，目前在加快进军玉米种子市场，这些都给了刘石施展才能的广阔舞台，凭借刘石强大的执行力和销售管理能力，公司未来发展不可限量。公司董事长伍跃时约刘石加盟，就是看中其强大的经营管理能力和执行力。

2.2、刘石着力推行公司资源整合

刘石认为进入公司第一年不会有太大的业绩变化，因为种业有一定的经营周期，他目前着力做的资源整合一个是子公司资源整合、一个是经营品种优化，经营品种优化体现在重点营销利润丰厚的品种而放下那些不盈利或盈利较少的品种，这在第一点中已经做了介绍。子公司资源整合主要是对公司子公司的股权回购。由于历史原因，子公司有较大比例的股权授予了子公司管理层，所以其收益中有相当部分是少数股东权益，总体约在 40% 左右，这严重影响了总公司收益。同时由于子公司、参股公司股权关系复杂，给管理带来一定难度，子公司分散在不同地域，其制种、仓储、销售常常不在

一地，公司拥有的 200 多个推广品种其权属分属不同子公司，在品种推广中也难以统筹规划，各子公司的资源难以得到最大限度的统筹利用，降低了总体效率，没能最大限度提高整体效益。如果总公司取得主要子公司 100% 股权，公司就可以更为有效的统筹安排研发、生产、仓储、营销，可提高运营效率降低营运成本，极大提高公司利润。从这两方面考虑，公司进行子公司股权回购将是必然选择，只是赎回子公司股权事关子公司管理层利益，需要充分沟通、取得共识，目前在这方面还没有时间表，但这一改革方向肯定是确定不移的。一个可能的选择是公司通过定向增发募资来实现股权上移，目前也还没有时间表，但一旦实施增发，就可能成为股价重估的催化剂。

图表 4 公司股权结构



资料来源：公司公告 方正证券研究所

图表 5 主要子公司盈利情况（单位百万元）

主要控股或参股公司	持股比例	总资产	营业收入	净利润	权益净利润
湖南隆平种业公司	55%	29264	22021	4073	2240
四川隆平种业公司	52%	8769	10111	2122	1103
安徽隆平种业公司	65.6%	16839	21895	876	575
新疆隆平红安种业公司	63.69%	32972	19305	1133	722
湖南亚华种子公司	100%	8631	11045	1801	1801
湖南湘研种业公司	80%	2996	2017	29	23
湖南亚华棉油种业公司	100%	7780	3630	236	236
合计	——	107251	90024	10270	6700

数据来源：公司公告 方正证券研究所

3、进军玉米种子市场，形成水稻和玉米种业并进架构

3.1、快速切入玉米种子市场

隆平高科一直在着力把公司打造成种业龙头，玉米种子市场是不可或缺的细分市场，其市场规模不亚于水稻市场，进军玉米种子市场是公司的确定不移的战略。

公司在玉米种子市场已经有了初步基础，拥有新品种隆平 206，大面积试种对比，比郑丹 958 明显增产。2010 年公司已经收购了北

京屯玉 60% 股权，其总体意图是进一步控股玉米种子龙头企业山西屯玉，因种种原因收购山西屯玉未能顺利实现，公司退出了北京屯玉。并积极寻找新的合作伙伴。2011 年 2 月 9 日公司董事会宣布与 VHK 设立合资公司，从事杂交玉米种子、小麦种子、油脂类作物种子的研究、生产和销售，注册资本 2 亿元，公司出资 1.2 亿元，VHK 出资 8000 万元。此前国际种业巨头利马格兰集团在香港注册的子公司 VHK 持有隆平高科大股东新大新威迈 46.5% 的股权，隆平高科企业性质为中外合资公司，此次合作中 VHK 从新大新威迈退出，隆平高科变为内资性质，未来或将能够享受更多政策倾斜。隆平高科与 VHK 成立新的合资公司后与利马格兰的合作关系理顺了，根据合资协议合资公司成立后可以排他性使用 Vilmorin&Cie 集团的杂交玉米自交系，Vilmorin&Cie 集团将许可合资公司使用其技术（包括但不限于自交系和杂交品种），未来 Vilmorin&Cie 集团将向合资公司转让、转移其在中国境内开展的测试、培育杂交玉米和开发该等杂交玉米方面的全部工作，包括相关工作人员和在甘肃的玉米资产和业务。预计本投资协议能够获得相关部门批准，如果本投资事项顺利实现则能使公司在短时间内迅速挺进玉米种子市场，为实现其种业航母的发展战略奠定基础，而隆平高科也成为利马格兰在国内唯一的杂交玉米种子运作平台。

目前公司获得了山西利马格兰已经通过国审的玉米品种“利合 16”独家经营权。“利合 16”适种区域是第四积温带：吉林东部、河北北部、陕西延安、甘肃陇南、新疆喀什及内蒙、宁夏部分地区，与“先玉 335”、郑丹 958 适种区没有冲突，避开目前玉米种子市场主流品种的激烈竞争，在适播区第四积温带竞争优势明显，预计可推广 500-1000 万亩左右。玉米、水稻种子经历 2007、2008 年两年去库存后，目前库存处于历史较低水平，种子价格回升明显。公司将来在玉米种子市场必将取得重大进展。

3.2、强化水稻种子市场领先地位

公司在杂交稻育种方面执业内牛耳，其品种储备和种子市场占有率均稳居业内第一，遥遥领先于其他竞争者，公司近期除推出了已经得到市场广泛认可的“Y 两优 1 号”外，2010 年又有四个水稻品种通过了国审，显示了公司强大的研发能力和做强水稻种子的不懈努力。

图表 6 公司 2010 年通过国审的水稻品种

品种名称	品种特性
陵两优 472	籼型两系杂交水稻。在华南作双季晚稻种植，全生育期平均 113.6 天
陵两优 211	籼型两系杂交水稻。在长江中下游作双季早稻种植，全生育期平均 109.8 天
C 两优 608	籼型两系杂交水稻。在长江中下游作一季中稻种植，全生育期平均 133.5 天
隆两优 340	籼型两系杂交水稻。在长江中下游作双季晚稻种植，全生育期平均 119.6 天

资料来源：农业部 方正证券研究所

4、在国家种业政策支持下，公司有望成为国内种业航母

4.1、公司拥有响亮的品牌和优秀的管理与技术团队

杂交稻之父袁隆平是公司主要股东之一，公司成立以来，研发、拥有的水稻品种有 200 多个，其中金优 207 推广面积业内第三，目

前的 Y 两优 1 号也崭露头角，市场拓展迅速。2009 年公司的两杂稻种业务收入 5.14 亿元，市场占有率约 10% 左右，远高于第二 5% 左右的市场份额。公司在国内外都享有极高声誉。公司以袁隆平为首的技术团队技术水平业内无可比肩；目前组成的以刘石挂帅的管理团队在业内有突出的经营业绩，并且有着强烈的做大做强公司的愿望，这可以从公司近年一系列运作中看到。公司 2010 年公告终止了原来的股权激励计划，从公司 2010 年中报看公司业绩已经出现拐点，今后进入了稳定发展期，股权激励计划有可能择机推出。

图表 7 公司近年一系列运作

2007 年 7 月	新大新集团引入 VHk，并更名为新大新威迈农业有限公司
2007 年 8 月	收购亚华控股的种业资产
2008 年	筹建完成菲律宾研发中心
2008、2009 年	剥离房地产业务
2010 年 1 月	入股全国第二大玉米种子公司山西屯玉子公司北京屯玉，持股 60%
2010 年 4 月	前先锋种业中国区总裁刘石出任公司总裁
2010 年 5 月	获得山西利马格兰的国审玉米品种“利合 16”独家经营权

资料来源：公司公告 方正证券研究所

4.2、国家政策助力行业发展、公司做大做强

国家 2010 年将种子行业列入七大战略性新兴产业之一，扶持政策陆续出台，对大型种子公司极为有利；连年中央一号文业都对农业尤其是种子行业给予政策支持，可以预见这种政策支持力度会越来越大。世界其他国家也多有对农业给予补贴的政策惯例，而且力度越来越大，比如美国对 WTO 承诺农业补贴每年不超过 191 亿美元，而美参议院已批准新农业补贴法案 2007-2012 农业补贴达 2860 亿美元，实际每年补贴约 482 亿美元；欧盟的农业补贴大约每年 902 亿美元。

种子行业事关国家粮食安全问题，中国十三亿人口的粮食安全是国家的命脉，不容有任何威胁。公司 2011 年 2 月份大股东股权结构变更使公司退去中外合资性质变为内资公司，为其发展壮大清除了阻力。近些年依靠国家良种补贴，一些不具备研发能力的小公司也通过依附地方政府等方式进入行业进行竞争，导致恶性价格战，破坏了竞争秩序、损害了研发能力，导致业内两败俱伤、国内种业止步不前甚至倒退。随着我国加入 WTO 后农业市场逐步开放，国际有实力的大型种业公司将陆续进入中国市场，如果不在之前培养出民族品牌的综合性、有实力的大公司，将来粮食安全必将遭到破坏，今年国务院《关于促进种业改革发展的指导意见》征求意见稿重点之一就是源头上截断小公司低成本从科研机构拿到品种经营（这些科研机构是从政府拿到经费从事品种选育，不是市场化运作），该意见支持业内兼并重组，鼓励外部资金投向生物育种业，以重点培养 5-6 家大型、综合性种子公司，提高其国际竞争力，应对国际挑战。意见将提高种子公司注册资金下限，要求其拥有经营品种的产权、拥有种子仓库等等软、硬条件，预期目前业内 8700 多家种子公司届时将只剩下 3000 多家，众多的中小型种子公司将

被淘汰出局或被兼并，混乱的竞争格局、低价的恶性竞争行为都将得到彻底改观，行业将迎来长期的景气周期。因《关于促进种业改革发展指导意见》未能及时出台，农业部开始着手先行出台措施进行种子行业变革，2010年9月和12月先后两次发布《农作物种子生产经营许可管理办法》（征求意见稿），短短三个月内就对征求意见稿进行重新修订再次征求意见，可见农业部将会尽快修改原管理办法。最新的征求意见稿与2004年的办法相比，主要变化在大幅提高了种子行业准入门槛，从注册资本、生产经营设施、设备条件等方面加以限制。

图表 8 《农作物种子生产经营许可管理办法》

许可证	种子类别	2004	2010年12月征求意见稿	
			资本要求	其他要求
生产许可证	常规种子和杂交亲本	注册资本100万元以上	注册资本不低于500万元，固定资产不少于250万元。	具有一系列仪器设备、检验室，仓库500平方米以上，晒场1000平方米以上或相应烘干设备。
	杂交种子	注册资本500万元以上。	注册资本不低于3000万元，固定资产不低于1000万元。	
	转基因棉花	——	注册资本不低于3000万元，固定资产不低于1000万元。	
经营许可证	杂交稻和杂交玉米种子	注册资本500万元以上。	注册资本3000万元以上，固定资产1000万元以上。	仓库500平方米以上，晒场1000平方米以上或相应烘干设备，经营场所300平方米以上，加工能力10吨/小时以上，加工厂房500平方米以上。
	杂交玉米水稻种子以外的种子	注册资本100万元以上	注册资本500万元以上，固定资产250万元以上。	具有一系列仪器设备、检验室条件，仓库500平方米以上，晒场1000平方米以上或相应烘干设备，经营场所200平方米以上，经营水稻、玉米种子的，种子成套设备总加工能力10吨/小时以上，加工厂房500平方米以上，其他种子加工的要求加工能力在3吨/小时以上、加工厂房200平方米以上。
	种子进口	注册资本1000万元以上。	注册资本3000万元以上，固定资产1000万元以上。	
	育繁推一体化企业	注册资本3000万元以上。	注册资本1亿元以上，固定资产5000万元以上。	具有的一系列仪器设备较上述多出一套，仓库1500平方米，晒场3000平方米以上或相应烘干设备，经营场所500平方米以上，经营杂交水稻和玉米种子的成套加工能力20吨/小时以上，加工厂房800平方米以上，经营其他种子成套设备总加工能力10吨/小时以上，加工厂房500平方米以上。

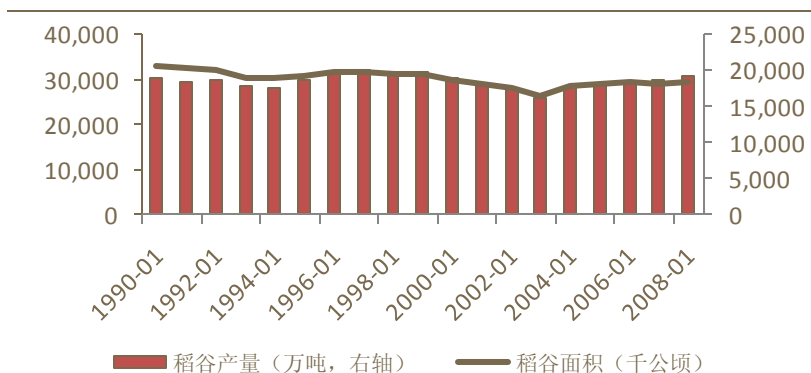
转基因棉花	——	注册资本 1 亿元以上，固定资产 5000 万元以上。	具有一系列仪器设备、检验室，仓库 500 平方米以上，晒场 1000 平方米以上或相应烘干设备。
-------	----	-----------------------------	--

资料来源：农业部 方正证券研究所

4.3、行业潜在市场空间巨大

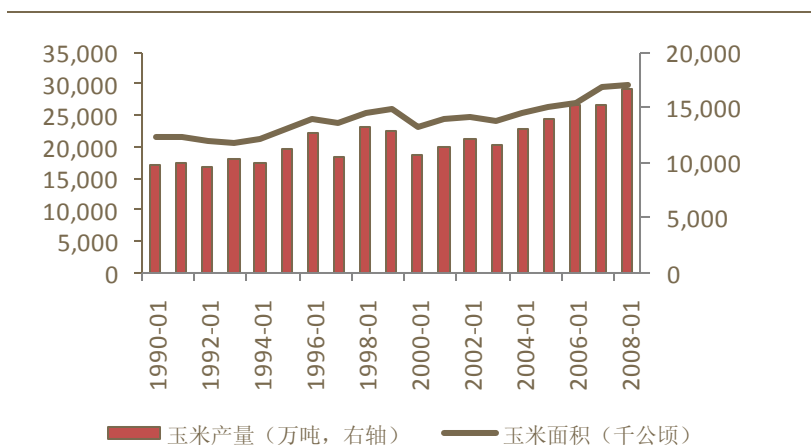
我国目前国内种子市场规模达到了 300 亿元，排名世界第二，但是种子市场化率约 30%多，国际平均种子市场化率约 70%，发达国家高达 90%以上，所以在种子销量上有巨大空间；同时我国种粮价格比约在 2:1-8:1，国际市场种粮价格比约在 15:1-25:1 之间，可见种子价格有着巨大的上涨空间，综合考虑种子化率和种粮比，我国种子市场还有三倍以上的发展空间，随着我国城镇化进程和雇耕比例的提高、机械化程度提高，我国种子行业在长期发展空间巨大，前景充满想象。我国玉米和水稻种子市场经历了前几年残酷竞争，从 2007 年已经进入去库存阶段，目前库存量基本进入比较合理状态，种子价格持续上涨。

图表 9 我国历年稻谷种植面积及产量



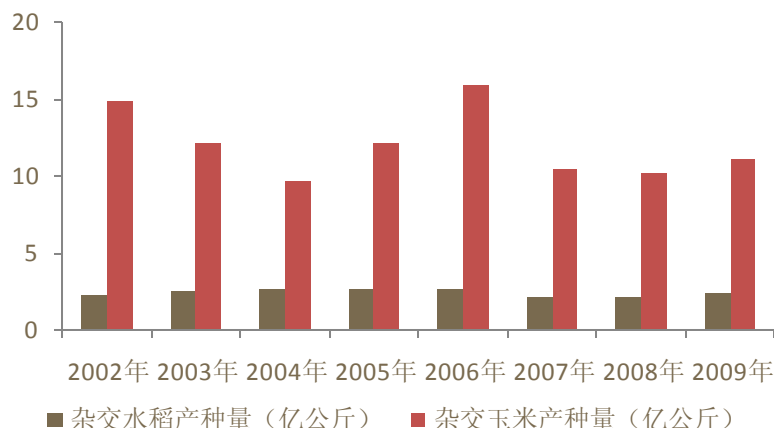
数据来源：WIND 资讯 方正证券研究所

图表 10 我国历年玉米种植面积及产量



数据来源：WIND 资讯 方正证券研究所

图表 11 我国杂交稻、杂交玉米制种量



数据来源：全国农机推广总站 方正证券研究所

4.4、综合性种子经营

公司不但在水稻种子方面业内领先、积极开拓玉米种子市场，而且在辣椒种子业拥有领先优势，居国内第一。公司的辣椒业务主要在子公司红安种业公司，该子公司是集辣椒良种繁育、收购、辣椒原料加工、销售为一体的生产、加工、贸易型企业。公司辣椒种子业务国内领先，竞争优势突出，目前公司拓展产业链，进行辣椒深加工、辣椒素提取，进一步提高了盈利能力。2009 年实现营业收入 17262 万元，仅次于水稻业务收入，毛利率 22.39%，比 2008 年提高 4.66 个百分点，盈利能力突出。公司其它蔬菜瓜果、小麦、棉花、油菜等也在主营收入中占比 3%到 8%不等。

有公司管理层积极运作，在政策有力推动下，在中国这个巨大的市场空间里，公司多品种、集育繁推为一体的种业航母架构已经若隐若现。

5、未来可能的亮点

一是公司目前在开拓海外杂交稻市场，主要是在菲律宾、印尼、尼日利亚等国设立子公司和研发机构，主要目的是规避政策限制、化解运输风险，节约运输成本和规避关税。我国规定亲本（父本和母本及以上）杂交稻不得出口，而国外则规定不能进口子代种子（即直接用于播种的种子，也是出于粮食安全考虑），公司要拓展海外市场就需要规避政策限制而到国外设立研发机构。由于海外有着巨大的市场空间，目前也没有具备竞争力的对手，所以海外市场开拓成功的话，将会给公司带来丰厚的利润。

二是公司目前在加快转基因育种、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》、《主要农作物品种审定办法》等相关法律、法规和规范性文件的有关规定，转基因水稻种子进入商业化生产，必须获得安全证书，还需通过品种审定，获得种子生产许可证和经营许可证。现在国内对转基因种子的研发生产还有很大争议，但是转基因种子的放开是个大概率事件，估计只是个时间问题和相关具体审定细则问题。由于转基因育种投入巨大，单个企业很难承担，公司通过参与国家科

技专项加入到了转基因水稻研究领域，这为公司做好了技术和人才准备，一旦国家批准该项技术使用，公司在未来市场中就又多了一项其他公司无可匹敌的优势，积极参与转基因育种是公司出于长远战略的考量。

三是公司与 VHK 合资设立种子公司，打开了公司进军玉米种子市场的通道，借助利马格兰在玉米育种和营销方面的经验和技能，公司未来在玉米种子市场发展前景充满想象。

6、公司盈利预测

预计公司 2010-2012 年 EPS 为 0.26、0.48、0.72 元，给予公司增持的投资评级。公司主要业务盈利预测见下表。

图表 12 主营业务预测

主营业务	项 目	2009A	2010E	2011E	2012E
杂交水稻 48.83%	收入（百万元）	514	550	850	1270
	增长率（%）	8%	7%	55%	49%
	成本（百万元）	334	350	510	755
	毛利率（%）	35%	36%	40%	41%
玉米 6.77%	收入（百万元）	71	250	400	600
	增长率（%）	-14%	251%	60%	50%
	成本（百万元）	55	200	290	420
	毛利率（%）	23%	20%	28%	30%
辣椒 16.41%	收入（百万元）	173	216	270	350
	增长率（%）	33%	25%	25%	30%
	成本（百万元）	134	165	200	255
	毛利率（%）	22%	24%	26%	27%
农化产品 5.33%	收入（百万元）	56	61	74	78
	增长率（%）	-24%	9%	21%	5%
	成本（百万元）	54	58	70	71
	毛利率（%）	5%	5%	5%	9%
大米 5.81%	收入（百万元）	61	60	65	70
	增长率（%）	-52%	-2%	8%	8%
	成本（百万元）	60	57	61	66
	毛利率（%）	1%	5%	6%	6%
棉花油菜等 4.75%	收入（百万元）	140	150	180	280
	增长率（%）	3%	7%	20%	56%
	成本（百万元）	118	127	150	225
	毛利率（%）	15%	15%	17%	20%
蔬菜瓜果 3.79%	收入（百万元）	40	42	50	60
	增长率（%）	-27%	5%	19%	20%
	成本（百万元）	23	21	24	30
	毛利率（%）	42%	50%	52%	50%

资料来源：公司公告 方正证券研究所

图表 13 行业估值比较

代码	简称	最新日期	股价	每股收益（元）				市盈率			
				09A	10E ↓	11E	12E	09A	10E	11E	12E
行业均值（整体法）		2011/2/17	34.75	0.20	0.53	0.78	1.06	96	67	46	34
行业中值		2011/2/17	33.33	0.24	0.50	0.89	1.29	66	66	39	33
002041	登海种业	2011/2/18	65.73	0.53	1.12	1.71	2.24	124	59	38	29
300087	荃银高科	2011/2/18	65.7	0.88	0.78	1.04	1.32	103	84	63	50
600354	敦煌种业	2011/2/18	33.33	0.16	0.50	0.89	1.29	226	66	38	26
000713	丰乐种业	2011/2/18	18.89	0.30	0.41	0.49	0.58	84	46	39	33
000998	隆平高科	2011/2/18	31.39	0.18	0.26	0.48	0.72	83	121	65	44

资料来源：WIND 资讯 方正证券研究所

7、风险提示

种子业特有的制种风险、玉米种子市场开发风险。种子业可能会因自然灾害（天气原因、病虫害原因等）导致制种失败、造成重大损失。玉米种子市场竞争激烈，存在市场开发不达预期的风险。

图表 14 公司财务报表预测 (百万元)

资产负债表					现金流量表				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1590.13	2589.85	2593.77	4858.13	经营活动现金流	150.60	-566.31	349.26	-878.36
现金	608.27	660.30	869.32	1384.52	净利润	80.82	93.55	197.08	292.01
应收账款	106.16	181.57	214.88	360.70	折旧摊销	35.13	46.01	64.64	92.51
其它应收款	58.27	150.38	119.58	262.28	财务费用	20.37	25.24	40.99	54.16
预付账款	129.31	546.14	303.74	893.08	投资损失	-56.00	-65.75	-63.83	-61.86
存货	678.06	1034.86	1071.17	1943.58	营运资金变动	71.98	-669.13	109.70	-1256.49
其他	10.07	16.60	15.07	13.97	其它	-1.69	3.78	0.67	1.30
非流动资产	614.31	678.84	842.19	1095.56	投资活动现金流	-78.67	-55.06	-163.17	-284.26
长期投资	104.93	106.70	109.06	111.77	资本支出	92.03	80.44	154.53	249.08
固定资产	252.03	308.95	419.51	581.96	长期投资	-0.11	-1.77	-2.36	-2.70
无形资产	165.89	184.17	233.20	311.22	其他	13.24	23.60	-11.01	-37.88
其他	91.46	79.01	80.42	90.60	筹资活动现金流	206.05	-222.58	-20.04	-70.86
资产总计	2204.44	3268.69	3435.95	5953.69	短期借款	223.80	-165.03	35.42	31.40
流动负债	1000.86	2004.82	1992.23	4268.05	长期借款	0.00	1.91	4.55	0.31
短期借款	680.30	1411.25	1489.65	3269.72	其他	-17.75	-59.45	-60.01	-102.56
应付账款	108.71	205.46	178.72	366.19	现金净增加额	277.98	-843.95	166.05	-1233.48
其他	211.85	388.11	323.86	632.14					
非流动负债	43.47	29.61	39.20	41.40	主要财务比率	2009	2010E	2011E	2012E
长期借款	0.00	1.91	6.46	6.77	成长能力				
其他	43.47	27.70	32.74	34.64	营业收入	-2.46%	25.98%	42.16%	43.36%
负债合计	1044.33	2034.43	2031.42	4309.46	营业利润	18.72%	25.81%	110.30%	48.37%
少数股东权益	213.04	234.95	298.77	392.05	归属母公司净利润	10.74%	47.79%	86.03%	49.13%
归属母公司股东权益	947.08	999.31	1105.76	1252.18	获利能力				
负债和股东权益	2204.44	3268.69	3435.95	5953.69	毛利率	26.07%	26.40%	30.92%	32.74%
					净利率	7.66%	7.04%	10.43%	10.78%
利润表	2009	2010E	2011E	2012E	ROE	6.97%	7.58%	14.03%	17.76%
营业收入	1054.75	1328.80	1889.00	2708.00	ROIC	4.84%	3.83%	7.47%	6.39%
营业成本	779.75	978.00	1305.00	1821.50	偿债能力				
营业税金及附加	1.17	1.61	2.23	3.16	资产负债率	47.37%	62.24%	59.12%	72.38%
营业费用	96.19	136.65	181.71	261.97	净负债比率	65.14%	69.51%	73.83%	76.16%
管理费用	117.34	134.49	188.90	282.05	流动比率	1.59	1.29	1.30	1.14
财务费用	20.37	25.24	40.99	54.16	速动比率	0.91	0.78	0.76	0.68
资产减值损失	20.16	20.14	28.80	44.70	营运能力				
公允价值变动收益	1.00	-1.86	-2.10	-0.99	总资产周转率	0.51	0.49	0.56	0.58
投资净收益	56.00	65.75	63.83	61.86	应收帐款周转率	9.46	9.24	9.53	9.41
营业利润	76.76	96.57	203.09	301.33	应付帐款周转率	7.04	6.23	6.79	6.69
营业外收入	14.25	11.18	13.06	12.83	每股指标(元)				
营业外支出	7.85	8.76	7.77	8.13	每股收益	0.17	0.26	0.48	0.72
利润总额	83.17	98.99	208.39	306.03	每股经营现金	0.54	-2.04	1.26	-3.17
所得税	2.35	5.44	11.30	14.02	每股净资产	3.42	3.61	3.99	4.52
净利润	80.82	93.55	197.08	292.01	估值比率				
少数股东损益	32.35	21.91	63.82	93.28	P/E	82.81	121.47	65.29	43.78
归属母公司净利润	48.47	71.63	133.26	198.73	P/B	4.24	8.71	7.87	6.95
EBITDA	118.29	145.00	273.02	398.54	EV/EBITDA	36.63	66.91	35.34	27.63
EPS (元)	0.17	0.26	0.48	0.72					

数据来源: 港澳资讯 公司公告 方正证券研究所

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，保证报告所采用的数据和信息均来自公开合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。研究报告对所涉及的证券或发行人的评价是分析师本人通过财务分析预测、数量化方法、或行业比较分析所得出的结论，但使用以上信息和分析方法存在局限性。特此声明。

免责声明

方正证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司客户使用。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离制度控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“方正证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；
 增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

行业投资评级的说明：

增持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；
 中性：预期未来6个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 -10%~10%之间；
 减持：预期未来6个月内相对沪深 300 指数下跌 10%以上。

	北京	长沙
地址：	北京市西城区阜外大街甲34号方正证券大厦8楼（100037）	湖南省长沙市芙蓉中路二段200号华侨国际大厦24楼（410015）
电话：	(8610) 68584820	(86731) 85832351
传真：	(8610) 68584803	(86731) 85832380
网址：	http://www.foundersc.com	http://www.foundersc.com
E-mail：	yjzx@foundersc.com	yjzx@foundersc.com