

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

隆平高科调研简报—腾飞中的准内资种业公司

事件描述

2011年2月10日，隆平高科公布股权结构变化和对外投资两个公告，公司将变身成为一个纯内资公司，且将与世界排名第四的立马格兰公司的下属公司VHK合资成立一个育繁销一体化的子公司。

近期，我们与公司高管进行了座谈，对于公司未来的经营规划和目标有了更加深入的了解，并认为公司的大股东以及新进管理层对公司未来业务发展均有充足的决心和信心。

我们看好公司的两大逻辑是：公司具有支撑公司持续发展的四大资质—研发能力强、优质品种支持、现有销售渠道或渠道建设能力和成为种业政策扶持对象的资质；拥有高速发展的三大动能—大股东支持、新进管理层的“三把火”以及种业规范的出台

我们认为，公司三大业绩增长点分别为玉米业务的快速扩展、水稻种子品种结构调整和少数股东权益问题的解决。

乐观估算，假如2012年公司玉米种销量达到5000万公斤，毛利率40%；水稻种业务收入达到10亿元，毛利率提升到45%；少数股东权益占比减少到25%；公司2012年EPS约为1.08元。我们非常看好公司未来发展，鉴于相对2012年PE 33倍，维持“谨慎推荐”评级，我们将持续关注公司股价和经营情况，及时调整评级。

事件评论

第一，我们看好公司的两大逻辑

☉ 公司具有持续发展的资质

我们认为种子行业制约点在于研发、品种、渠道三个方面，而公司拥有四大资质支撑公司持续发展—研发能力强、优质品种支持、现有销售渠道或渠道建设能力和有成为种业政策扶持对象的资质。

研发能力强：一方面，公司拥有袁隆平院士所在的湖南省杂交水稻研究中心的品种支撑—公司与袁院士签订协议，优先有偿的使用其科学成果；另一方面，公司拥有自己的研发体系，主要包括五大研究主体—以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、以及转基因研究中心和超级稻研究中心。

表 1: 公司五大研究主体

名称	研发内容
湖南亚华种业科学研究院	常规育种
上海隆平农业生物技术有限公司	生物育种平台；公司与中国科学院联合成立的，研究转基因的
湖南西城杂交水稻基因科技有限公司	生物技术育种平台；公司 2009 年收购的，主要研究水稻分子育种
转基因研究中心	
湖南隆平杂交超级稻工程研究中心有限公司	其研发成果晚稻种子品种是国内的最先进的品种

资料来源：公司公告，长江证券研究部

优质品种支持：一方面，公司自己研发的两系水稻品种优势显著，其中 Y 两优一号是两系品种中销量最高的品种，科技部定的主推品种。去年终端价格达到约 60 元/公斤，较市场均价高 3 倍左右，今年价格提升到约 70 元/公斤。另一方面，与全球排名第四的种子子公司利马格兰下属公司 VHK 成立子公司后（未来将获得 VHK 研发资源），将拥有稳定的玉米种品种来源。法国利马格兰公司是一个重研发轻效益的农民组织（合作社）延伸下来的种子子公司，其核心产业是玉米种业务，拥有较强的品种研发能力。

表 2: 主要上市公司水稻品种属性对比

公司	名称	品种	生育期	每穗总粒数	结实率	平均	适宜地区
		属性				亩产	
隆平高科	金优 207	三系	115	125	80%	470	白叶枯病轻发区和湖北稻瘟病无病区
	Y 两优 1 号	两系	133	133.3	82.20%	508	华南作双季早稻种植
	Y 两优 1 号	两系	133.2	163.9	81%	552	长江中下游作一季中稻
丰乐种业	丰两优 1 号	两系	121	185	90%	580	长江中下游流域双季稻区
	丰两优 4 号	两系	141	170	80%	572	安徽省一季稻区种植
	新两优 6 号	两系	130	169.5	81.20%	570	长江流域稻区的稻瘟病轻发区
荃银高科	新两优香 4	两系	140	80	80%	580	安徽省作一季稻种植
	新优 188	三系	112	127.9	82.30%	480	长江以南的稻瘟病、白叶枯病轻发稻区
	农丰优 909	三系	115.9	122.4	81.10%	520	稻瘟病、白叶枯病轻发的双季稻区作晚稻种植

资料来源：公开信息，长江证券研究部

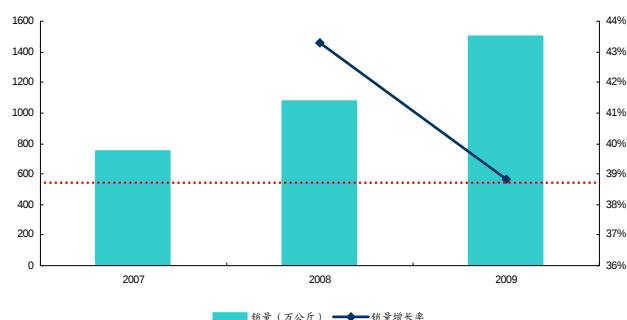
表 3: 利马格兰研发的品种利合 16 与极早熟玉米区主要玉米品种性状对照

产品	株高 (cm)	穗位高 (cm)	穗长 (cm)	穗行数	出籽率	亩产 (公斤)
利合 16	246	84	18	14	95%	517-528
冀承单 3 号	150-165	40-50	15	12/16	82.4%-88%	350-400

资料来源：公开信息，长江证券研究部

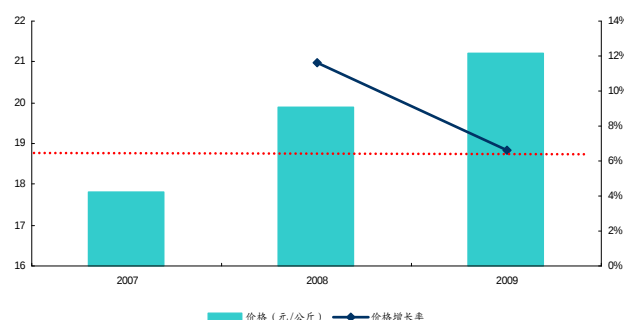
现有销售渠道或渠道建设能力：一方面，公司成立多年，在种子行业拥有庞大的销售网络以及丰富的销售资源。另一方面，新任总裁刘石有丰富的中国种子行业产品推广经验和成功的营销经验。2001-2009 年，刘石任世界排名第一的杜邦种业旗下先锋公司原中国区总裁，帮助先锋公司开拓中国市场，成功的实现了“先玉 335”在中国两大种植区域的快速大面积推广。2007-2009 年夏玉米“先玉 335”销量和价格分别保持 38%和 6%以上的增长率，2009 年在黄淮海地区市场占有率已达到 8.7%，较 2007 年提高 4.2 个百分点。我们认为，刘石凭借 10 年的种子行业营销经验，将更加成熟、有效的帮助公司建立以其独特风格著称的销售渠道。

图 1: 07-09 年夏玉米“先玉 335”销量及同比增长率



资料来源：长江证券研究部

图 2: 07-09 年夏玉米“先玉 335”价格及同比增长率



资料来源：长江证券研究部

成为种业政策扶持对象的资质：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。（具体公告点评请参考 2 月 10 日“对外投资及股权变更两公告点评”）

公司拥有高速发展的动能

我们认为，公司有三大高速发展的动能：大股东支持、新进管理层的“三把火”以及种业“新政”的出台。

大股东支持：我们在与公司董事长伍总的交谈过程中，可以感受到伍总浓厚的爱国情怀以及身负“发展中国水稻业务”的国家重任的责任感。董事长表示“今天能够将伍跃时与袁隆平联系在一起，感觉无上光荣，一定要对得起国家。”

从 2004 年新大新集团成为公司第一大股东后，一直希望并努力将公司业务发展壮大，先后引入 VHK 成为战略合作者→收购亚华控股的种业资产→筹建菲律宾研究中心→剥离房地产业务→入股全国第二大种业公司山西屯玉子公司北京屯玉（并购屯玉计划第一步）→由先锋种业中国区总裁刘石先生出任公司总裁→股权结构变更使公司变为纯内资公司→与 VHK 成立合资子公司。

新进管理层：2010 年 3-4 月间，公司对管理层作出一定的调整—刘石任总裁，陈鹏任副总裁，颜卫彬任财务总监。其中，刘石的加入一方面提升了公司管理层整理经营能力；另一方面，我们认为，刘石先生被委以重任，新官上任必将有所作为。目前为止，我们可以看到其在经营上已经有所作为，包括将玉米品种“利合 16”以单粒播来推广、着力解决少数股东权益问题以及推进与 VHK 合资成立子公司事宜。

表 1: 公司新任高管资料

姓名	进入公司时间	现任职位	经历
刘石	2010-4-23	总裁	1960 年出生于北京，1982 年毕业于北京师范大学，获得学士学位，其后进入中国人民大学学习，获得硕士学位；1988 年至 1990 年，在德国马堡大学和慕尼黑大学留学深造；1991 年至 1992 年，加入德国 MVG AG 公司，并被派驻香港，担任中国区业务代表；1993 年至 2001 年，担任孟山都远东有限公司商务经理，负责开发中国大陆业务。在此期间，开发了该公司在中国大陆的农药业务，并且负责谈判成立了两个推广抗虫棉的合资公司，率先在中国大陆成功推广了抗虫棉技术。

资料来源：公司公告，长江证券研究部

种业规范的出台：“种子行业新政”呼之欲出，该意见将从五个方面全面深入的规范种子行业，目标是重点扶持全国综合型育繁推一体化企业。我们认为，一方面将解决种子行业“散、杂、多”的特点，有利于优良品种的推广及提价；另一方面有利于大型内资种子公司的规模扩张—公司转变为纯内资公司后，完全具备“种业新政”的扶持条件，将在

未来三年内通过并购等方式快速扩大规模。

第二，公司三大业绩增长点

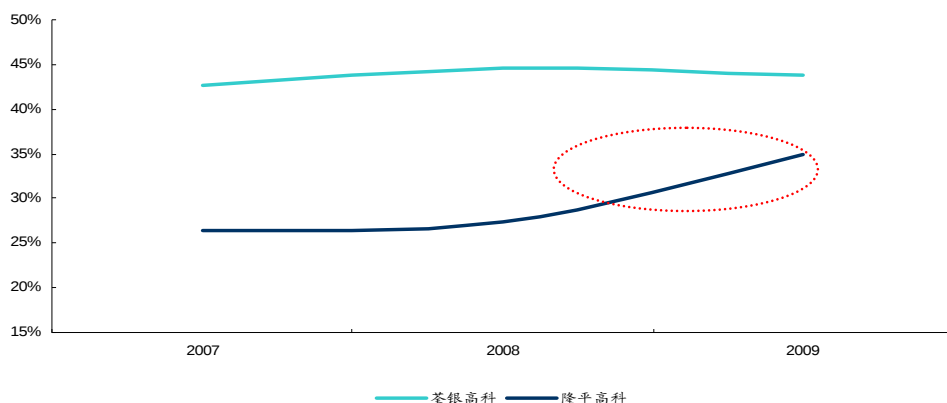
⊗ 水稻种子品种结构调整战略

公司计划通过减少低毛利品种，提升水稻业务毛利率。2009 年水稻业务毛利率为 35%，假如到 2011 年毛利率提升了 5 个百分点，将增厚 eps 0.15 元。

公司综合毛利率低的主要原因是公司下属子公司较多，且主要子公司均有销售自研品种和外购品种，销售品种总计 300-400 个。其中，品种分为三类：盈利品种、盈亏平衡品种和亏损品种。毛利较低的根本原因是销售人员和管理人员的工作目标不同，销售人员根据提成推销品种，因此优质品种并非销量最大品种。

我们认为，品种结构调整的可行性较大。2009 年下半年，公司开始通过削减亏损品种和奖励优质品种销售等方式提高水稻种业务毛利率，已初现成效。2010 年上半年水稻种业务毛利率 36.05%，同比提高 9 个百分点。我们预计公司水稻种行业综合毛利率在 2012 年可以达到 40%以上。

图 3：2007-2009 年公司和荃银高科水稻种业务毛利率



资料来源：长江证券研究部

⊗ 玉米业务的快速扩张

在刘石的高效管理带动和 VHK 的品种支持下，我们看好公司玉米业务的快速扩张。我们预计公司 2012 年销量可以达到 5000 万公斤（安徽隆平+新建子公司），假设毛利率达到 40%，2012 年玉米业务将贡献 EPS 约 0.5 元

⊗ 少数股东权益解决

根据公司的业务目标，2012 年净利润达到行业第一，假设公司 2012 年净利润为 4 个亿，少数股东权益占比减少 15%（原本 40%左右），则可以增厚 2012 年 EPS 约 0.22 元。

第三，其他股价刺激点

⊗ 股权激励：

我们认为，公司在高速发展的动能下，有充足的动机对管理层进行股权激励，具体时间有待跟踪。

⊗ 再融资计划

公司在两方面有强烈的再融资需要：一方面支撑玉米业务快速发展的长期投入不够，另一方面国际业务发展需要资金。

第四，业绩估算：

乐观估计，假如 2012 年公司玉米种销量达到 5000 万公斤，毛利率 40%；水稻种业务收入达到 10 亿元，毛利率提升到 45%；少数股东权益占比减少到 25%；公司 2012 年 EPS 约为 1.08 元。我们非常看好公司未来发展，鉴于相对 2012 年 PE 33 倍，维持“谨慎推荐”评级，我们将持续关注公司股价和经营情况，及时调整评级。

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	1459	1826	2374	货币资金	608	146	183	237
营业成本	780	1004	1201	1492	交易性金融资产	10	10	10	10
毛利	275	456	624	882	应收账款	164	228	285	370
% 营业收入	26.1%	31.2%	34.2%	37.1%	存货	678	873	1044	1297
营业税金及附加	1	2	2	3	预付账款	129	166	199	247
% 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	118	148	192	流动资产合计	1590	1423	1721	2163
% 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	158	197	256	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	34	43	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.9%	1.9%	1.8%	1.8%	固定资产合计	304	646	937	1079
资产减值损失	20	11	10	15	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	140	234	373	其他非流动资产	23	23	23	23
% 营业收入	7.3%	9.6%	12.8%	15.7%	资产总计	2204	2363	2945	3522
营业外收支	6	0	0	0	短期贷款	680	616	907	1029
利润总额	83	140	234	373	应付款项	116	149	178	222
% 营业收入	7.9%	9.6%	12.8%	15.7%	预收账款	109	152	190	246
所得税费用	2	4	7	11	应付职工薪酬	59	76	91	113
净利润	81	136	227	362	应交税费	-12	-20	-31	-47
归属于母公司所有者的净利润	48.5	81.4	136.3	217.2	其他流动负债	49	63	76	95
少数股东损益	32	54	91	145	流动负债合计	1001	1035	1411	1659
EPS (元/股)	0.17	0.29	0.49	0.78	长期借款	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	171	56	217	332	其他非流动负债	43	43	43	43
取得投资收益	8	0	0	0	负债合计	1044	1079	1455	1702
收回现金					归属于母公司	947	1016	1132	1317
长期股权投资	28	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	213	267	358	503
固定资产投资	-145	-415	-418	-324	股东权益	1160	1284	1490	1820
其他	19	0	0	0	负债及股东权益	2204	2363	2945	3522
投资活动现金流净额	-97	-414	-418	-323	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2009A	2010E	2011E	2012E
股权融资	16	0	0	0	EPS	0.175	0.294	0.492	0.783
银行贷款增加 (减少)	224	-64	291	122	BVPS	3.42	3.67	4.08	4.75
筹资成本	63	-40	-54	-75	PE	289.44	172.37	102.95	64.60
其他	-126	0	0	0	PEG	4.46	2.66	1.59	1.00
筹资活动现金流净额	177	-104	237	47	PB	14.81	13.80	12.39	10.65
现金净流量	251	-462	37	55	EV/EBITDA	108.26	58.45	36.75	24.53
					ROE	5.1%	8.0%	12.0%	16.5%

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。