



农业/必需消费

隆平高科 (000998)

## 种业龙头将迎来黄金发展期



秦军



021-38676768



qinjun@gtjas.com

编号

S0880511010013

### 本报告导读:

隆平高科未来看点主要是新品种推广、价值营销实现商业价值、资本运作等三个方面, 11-12 年 EPS 预测 0.50/0.80 元, 给予超出行业基准的估值, 谨慎增持, 目标价 30 元。  
**投资要点:**

- **新销售年度盈利水平改善。**隆平高科上市十年来收入构成几经变化, 种子始终是主力。一季报毛利率明显提高, 表明新销售年度产品盈利能力明显增强。
- **种子行业容量持续扩大、供需关系好转。**种子行业对于保障粮食供应具有战略意义, 随着商品化率提升、种粮比提高, 行业规模将继续扩大。近几年小企业退出、老种子转商、新品种推广等使种子行业供需关系明显好转。
- **种业龙头将迎来黄金发展期。**未来行业准入、政策扶持等都将向大企业倾斜, 在行业供需好转、行业容量扩大、扶持政策频出的背景下, 种业龙头将迎来黄金发展期。
- **隆平高科未来三大看点。**新品种的快速推广、“产品+服务”的价值营销模式最大限度的实现商业价值、资本运作(收购兼并、少数股东权益)提升股东价值。
- **种业股估值讨论。**2010 年推动种业股上涨的“通胀+新兴产业”两大主题风光不再, 部分公司业绩低于预期导致行业经历了“估值+业绩”的双杀。高增长预期需要时间, 短期内估值明显回升可能性不大, 估值水平的常态化不可避免。
- **谨慎增持评级, 目标价 30 元。**对隆平高科 11-13 年业绩预测 0.50/0.80/1.01 元, 基于对隆平高科未来改善的乐观预期, 给予其超出行业基准的估值, “谨慎增持”评级, 目标价 30 元。

评级: **谨慎增持**

上次评级: 首次

目标价格: **30.00**

上次预测: /

当前价格: 26.95

2011.06.02

### 交易数据

|                  |             |
|------------------|-------------|
| 52 周内股价区间 (元)    | 17.02-36.98 |
| 总市值 (百万元)        | 7,471       |
| 总股本/流通 A 股 (百万股) | 277/277     |
| 流通 B 股/H 股 (百万股) | 0/0         |
| 流通股比例            | 100%        |
| 日均成交量 (百万股)      | 8           |
| 日均成交值 (百万元)      | 227         |

### 资产负债表摘要

|            |       |
|------------|-------|
| 股东权益 (百万元) | 1,048 |
| 每股净资产      | 3.78  |
| 市净率        | 7.1   |
| 净负债率       | 44%   |

| EPS (元) | 2010A  | 2011E  |
|---------|--------|--------|
| Q1      | 0.098  | 0.197  |
| Q2      | -0.024 | 0.052  |
| Q3      | -0.045 | -0.075 |
| Q4      | 0.240  | 0.323  |
| 全年      | 0.269  | 0.497  |

### 52周内股价走势图



| 升幅(%) | 1M  | 3M   | 12M |
|-------|-----|------|-----|
| 绝对升幅  | -3% | -22% | 25% |
| 相对指数  | 4%  | -11% | 13% |

| 财务摘要 (百万元)  | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入        | 1,055 | 1,280 | 1,547 | 1,947 | 2,296 |
| (+/-)%      | -2%   | 21%   | 21%   | 26%   | 18%   |
| 经营利润 (EBIT) | 97    | 147   | 247   | 385   | 491   |
| (+/-)%      | 4%    | 51%   | 69%   | 56%   | 28%   |
| 净利润         | 48    | 75    | 138   | 221   | 280   |
| (+/-)%      | 11%   | 54%   | 85%   | 61%   | 26%   |
| 每股净收益 (元)   | 0.17  | 0.27  | 0.50  | 0.80  | 1.01  |
| 每股股利 (元)    | 0.07  | 0.50  | 0.25  | 0.40  | 0.50  |

| 利润率和估值指标   | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 经营利润率(%)   | 9.2%  | 11.4% | 16.0% | 19.8% | 21.4% |
| 净资产收益率(%)  | 5.1%  | 7.5%  | 13.0% | 18.9% | 21.3% |
| 投入资本回报率(%) | 8.7%  | 11.7% | 18.5% | 23.7% | 26.7% |
| EV/EBITDA  | 52.6  | 41.7  | 26.3  | 17.9  | 14.2  |
| 市盈率        | 153.7 | 99.9  | 54.0  | 33.7  | 26.6  |
| 股息率 (%)    | 0.3%  | 1.9%  | 0.9%  | 1.5%  | 1.9%  |

请务必阅读正文之后的免责条款部分

模型更新时间: 2011.06.02

## 股票研究

必需消费

农业

隆平高科 (000998)

评级: 谨慎增持

上次评级:

目标价格: 30.00

上次预测:

当前价格: 26.95

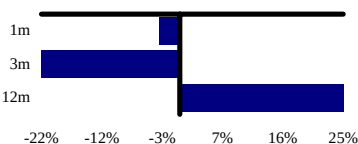
公司网址

www.lpht.com.cn

## 公司简介

公司是农业产业化国家重点龙头企业,也是全国科技创新型星火龙头企业、湖南省重点高新技术企业和长沙高新技术开发区科技创新优秀企业,2003 年被农业部评为中国种业五十强。主要从事于杂交水稻、杂交辣椒、杂交棉花、杂交玉米、杂交油菜和优质西甜瓜、蔬菜新品种(组合)的选育创新、快速扩繁和推广销售。公司“农平”、“湘研”两商标被评为湖南省著名商标,2003 年公司通过 ISO9001 国际质量体系认证。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

17.02-36.98

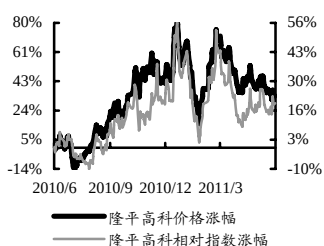
市值 (百万)

7,471

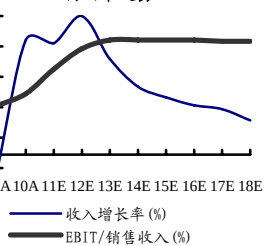
## 财务预测 (单位: 百万元)

| 损益表           | 2009A | 2010A | 2011E | 2012E | 2013E | 2014E  | 2015E  | 2016E   | 2017E   | 2018E   |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 营业收入          | 1,055 | 1,280 | 1,547 | 1,947 | 2,296 | 2,588  | 2,865  | 3,128   | 3,393   | 3,611   |
| 营业成本          | 780   | 908   | 1,035 | 1,223 | 1,401 | 1,575  | 1,741  | 1,900   | 2,064   | 2,198   |
| 税金及附加         | 1     | 0     | 0     | 1     | 1     | 1      | 1      | 1       | 1       | 1       |
| 销售费用          | 96    | 110   | 133   | 168   | 198   | 223    | 247    | 269     | 292     | 311     |
| 管理费用          | 117   | 129   | 155   | 195   | 230   | 260    | 288    | 314     | 341     | 363     |
| EBIT          | 97    | 147   | 247   | 385   | 491   | 555    | 615    | 669     | 720     | 764     |
| 公允价值变动        | 1     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0      | 0      | 0       | 0       | 0       |
| 投资收益          | 56    | 25    | 25    | 25    | 25    | 25     | 25     | 25      | 25      | 25      |
| 财务费用          | 20    | 25    | 30    | 29    | 38    | 38     | 16     | 11      | 3       | -3      |
| 营业利润          | 77    | 122   | 217   | 356   | 453   | 517    | 598    | 658     | 717     | 767     |
| 所得税           | 2     | 6     | 10    | 16    | 20    | 23     | 27     | 29      | 32      | 34      |
| 少数股东损益        | 32    | 60    | 92    | 148   | 186   | 213    | 245    | 270     | 294     | 314     |
| 净利润           | 48    | 75    | 138   | 221   | 280   | 319    | 368    | 405     | 441     | 472     |
| 资产负债表         |       |       |       |       |       |        |        |         |         |         |
| 货币资金、交易性金融资产  | 618   | 564   | 677   | 937   | 1,070 | 2,299  | 2,678  | 3,123   | 3,647   | 4,194   |
| 其他流动资产        | 972   | 1,138 | 1,295 | 1,552 | 1,789 | 1,008  | 1,115  | 1,217   | 1,321   | 1,406   |
| 长期投资          | 115   | 180   | 180   | 180   | 180   | 180    | 180    | 180     | 180     | 180     |
| 固定资产          | 252   | 322   | 337   | 461   | 536   | 575    | 629    | 661     | 690     | 706     |
| 无形资产及其他资产     | 196   | 210   | 190   | 193   | 193   | 191    | 187    | 181     | 173     | 163     |
| 资产合计          | 2,204 | 2,442 | 2,708 | 3,355 | 3,797 | 4,283  | 4,819  | 5,393   | 6,042   | 6,679   |
| 流动负债          | 1,001 | 1,172 | 1,316 | 1,705 | 1,821 | 1,934  | 2,041  | 2,142   | 2,277   | 2,364   |
| 非流动负债         | 43    | 40    | 0     | 0     | 0     | 0      | 0      | 0       | 0       | 0       |
| 股东权益          | 948   | 991   | 1,060 | 1,170 | 1,310 | 1,470  | 1,654  | 1,856   | 2,077   | 2,313   |
| 投入资本(IC)      | 1,107 | 1,213 | 1,290 | 1,558 | 1,767 | 929    | 996    | 1,039   | 1,077   | 1,096   |
| 现金流量表         |       |       |       |       |       |        |        |         |         |         |
| NOPLAT        | 96    | 142   | 238   | 370   | 471   | 533    | 590    | 642     | 691     | 733     |
| 折旧与摊销         | 53    | 43    | 53    | 58    | 67    | 75     | 81     | 88      | 94      | 100     |
| 流动资金增量        | -97   | 22    | 81    | 142   | 134   | -876   | 17     | 16      | 17      | 14      |
| 资本支出          | -94   | -117  | -56   | -173  | -131  | -100   | -119   | -103    | -73     | -93     |
| 自由现金流         | -41   | 89    | 316   | 397   | 541   | -368   | 569    | 643     | 729     | 753     |
| 经营现金流         | 169   | 155   | 210   | 294   | 418   | 1,501  | 673    | 736     | 795     | 848     |
| 投资现金流         | -24   | -92   | -31   | -148  | -106  | -75    | -94    | -78     | -48     | -68     |
| 融资现金流         | 0     | 0     | 127   | 260   | 134   | 1,228  | 379    | 445     | 524     | 547     |
| 现金流净额         | 145   | 62    | 306   | 406   | 445   | 2,654  | 959    | 1,104   | 1,271   | 1,326   |
| 财务指标          |       |       |       |       |       |        |        |         |         |         |
| 成长性           |       |       |       |       |       |        |        |         |         |         |
| 收入增长率         | -2.5% | 21.4% | 20.8% | 25.9% | 17.9% | 12.7%  | 10.7%  | 9.2%    | 8.5%    | 6.4%    |
| EBIT 增长率      | 3.7%  | 50.9% | 68.8% | 55.6% | 27.5% | 13.0%  | 10.8%  | 8.8%    | 7.7%    | 6.1%    |
| 净利润增长率        | 10.7% | 53.9% | 84.9% | 60.5% | 26.3% | 14.1%  | 15.3%  | 9.9%    | 9.0%    | 7.0%    |
| 利润率           |       |       |       |       |       |        |        |         |         |         |
| 毛利率           | 26.1% | 29.1% | 33.1% | 37.2% | 39.0% | 39.1%  | 39.2%  | 39.2%   | 39.2%   | 39.1%   |
| EBIT 率        | 9.2%  | 11.4% | 16.0% | 19.8% | 21.4% | 21.4%  | 21.4%  | 21.4%   | 21.2%   | 21.2%   |
| 净利润率          | 4.6%  | 5.8%  | 8.9%  | 11.4% | 12.2% | 12.3%  | 12.8%  | 12.9%   | 13.0%   | 13.1%   |
| 收益率           |       |       |       |       |       |        |        |         |         |         |
| 净资产收益率(ROE)   | 5.1%  | 7.5%  | 13.0% | 18.9% | 21.3% | 21.7%  | 22.3%  | 21.8%   | 21.2%   | 20.4%   |
| 总资产收益率(ROA)   | 2.2%  | 3.1%  | 5.1%  | 6.6%  | 7.4%  | 7.5%   | 7.6%   | 7.5%    | 7.3%    | 7.1%    |
| 投入资本回报率(ROIC) | 8.7%  | 11.7% | 18.5% | 23.7% | 26.7% | 57.4%  | 59.2%  | 61.8%   | 64.2%   | 66.9%   |
| 运营能力          |       |       |       |       |       |        |        |         |         |         |
| 存货周转天数        | 293   | 289   | 287   | 282   | 286   | 173    | 70     | 70      | 70      | 71      |
| 应收账款周转天数      | 102   | 107   | 101   | 99    | 98    | 98     | 97     | 97      | 98      | 98      |
| 总资产周转天数       | 763   | 696   | 639   | 629   | 604   | 604    | 614    | 629     | 650     | 675     |
| 净利润现金含量       | 348%  | 207%  | 152%  | 133%  | 149%  | 470%   | 183%   | 182%    | 180%    | 180%    |
| 资本支出/收入       | 8.9%  | 9.2%  | 3.6%  | 8.9%  | 5.7%  | 3.9%   | 4.1%   | 3.3%    | 2.1%    | 2.6%    |
| 偿债能力          |       |       |       |       |       |        |        |         |         |         |
| 资产负债率         | 47.3% | 49.6% | 48.6% | 50.8% | 48.0% | 45.2%  | 42.4%  | 39.7%   | 37.7%   | 35.4%   |
| 净负债率          | 7.6%  | 13.9% | 7.1%  | 7.2%  | -3.2% | -85.5% | -98.2% | -110.9% | -122.3% | -133.0% |
| 估值比率          |       |       |       |       |       |        |        |         |         |         |
| PE            | 153.7 | 99.9  | 54.0  | 33.7  | 26.6  | 23.3   | 20.2   | 18.4    | 16.9    | 15.8    |
| PB            | 7.9   | 7.5   | 7.0   | 6.4   | 5.7   | 5.1    | 4.5    | 4.0     | 3.6     | 3.2     |
| P/S           | 7.1   | 5.8   | 4.8   | 3.8   | 3.2   | 2.9    | 2.6    | 2.4     | 2.2     | 2.1     |
| EV/EBITDA     | 52.6  | 41.7  | 26.3  | 17.9  | 14.2  | 12.6   | 11.4   | 10.5    | 9.7     | 9.2     |
| 股息率           | 0.3%  | 1.9%  | 0.9%  | 1.5%  | 1.9%  | 2.1%   | 2.5%   | 2.7%    | 3.0%    | 3.2%    |

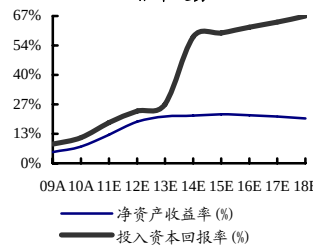
股票绝对涨幅和相对涨幅



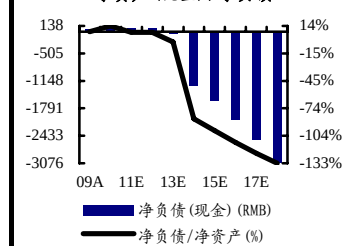
利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债



## 目 录

|                                         |    |
|-----------------------------------------|----|
| 1. 概述.....                              | 4  |
| 2. 简要回顾.....                            | 5  |
| 3. 行业现状与未来趋势.....                       | 6  |
| 3.1. 战略地位: 提高总产量的主要手段.....              | 6  |
| 3.2. 行业容量: 逐年扩大.....                    | 7  |
| 3.3. 行业格局: 供需关系好转, .....                | 8  |
| 3.4. 未来趋势: 大企业胜出 .....                  | 9  |
| 4. 未来看点: 品种、模式、资本运作.....                | 10 |
| 4.1. 水稻种子: 双品牌战略.....                   | 10 |
| 4.2. 玉米种子: 双平台发展.....                   | 10 |
| 4.3. 价值营销: 差异化带来超额收益.....               | 11 |
| 4.4. 资本运作.....                          | 11 |
| 5. 盈利预测与投资评级.....                       | 13 |
| 5.1. 种业股估值讨论.....                       | 13 |
| 5.2. 业绩预测与投资评级.....                     | 14 |
| 图 1: 隆平高科与种子行业指数 (From Jan. 2010) ..... | 4  |
| 图 2: 隆平高科收入构成 (百万) .....                | 5  |
| 图 3: 隆平高科收入与净利润 (百万) .....              | 5  |
| 图 4: 我国粮食作物产量与播种面积.....                 | 6  |
| 图 5: 总产量增长源自单产: 全球谷物与油料作物 .....         | 7  |
| 图 6: 总产量增长源自单产: 中国粮食作物 .....            | 7  |
| 图 7: 部分国家 2010 年种子行业市场容量 (百万美元) .....   | 7  |
| 图 8: 主要国家种子行业市场容量增长较快 (百万美元) .....      | 8  |
| 图 9: 杂交玉米种子供需关系 (亿公斤) .....             | 8  |
| 图 10: 杂交水稻种子供需关系 (亿公斤) .....            | 8  |
| 图 11: 隆平高科净利润构成 (百万) .....              | 12 |
| 图 12: 隆平高科所有者权益构成 (百万) .....            | 12 |
| 图 13: 种业股经历冰火两重天.....                   | 13 |
| 表 1: 隆平高科季度利润简表 (百万) .....              | 6  |
| 表 2: 部分国际种业巨头收入规模 (亿美元) .....           | 9  |
| 表 3: 孟山都收购兼并大事纪.....                    | 9  |
| 表 4: 上市种子企业 2010 年种业相关收入 (百万) .....     | 10 |
| 表 5: 隆平高科近年大事纪.....                     | 12 |
| 表 6: DCF 敏感性分析.....                     | 14 |
| 表 7: 隆平高科营业收入预测表.....                   | 14 |

## 1. 概述

过去 30 年或者更长的经验告诉我们，粮食总产出的增长 90%或者更高的贡献来源于单产的增加，因此种子行业对于保证粮食供应的战略意义不言而喻。我国目前的种子市场容量为 60 亿美元，随着种子商品化率提升、种粮比指标的提高，行业规模还将继续扩大。在度过了 2005-06 年的行业低谷之后，小企业退出、老种子转商、新品种推广等事件，使得种子行业的供需关系近几年出现明显好转。

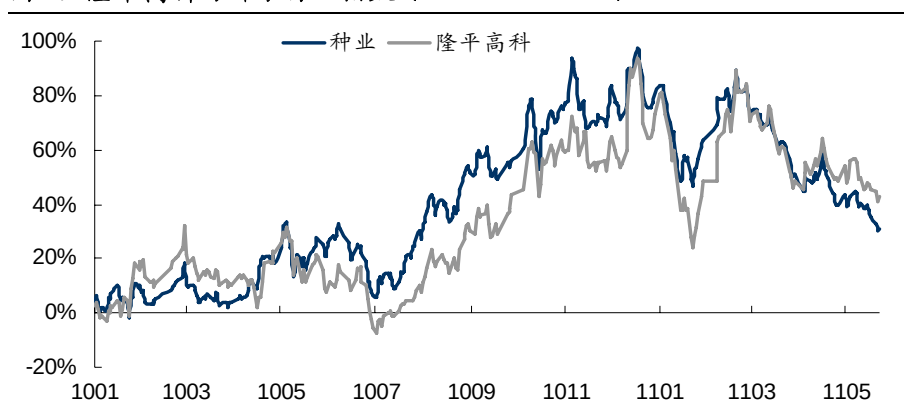
美国种业巨头孟山都的成长历史显示，兼并收购是主要扩张手段。这意味着，无论是行业准入还是政策扶持，未来的种业政策都将向大企业倾斜，在行业供需结构好转、行业容量持续扩大、扶持政策频出的背景下，种业龙头将迎来黄金发展期。

以先锋中国区前总经理刘石为核心形成的新的隆平高科管理层，被市场寄予厚望，我们认为未来的看点来自三个方面：新品种的大面积推广、新模式下差异化竞争带来超额利润、资本运作提升股东价值。未来隆平高科的业绩增长，一方面来自新品种推广面积增加带来种子销量的增长，另一方面则来自“产品+服务”的模式最大限度的实现商业价值。

在经历了估值与业绩的双杀之后，投资者仍然对中小盘股票，尤其是 2010 年预期过高的板块与个股心存忌惮，估值水平的常态化不可避免。我们认为，放在种子行业供需接续结构好转、容量不断扩大的背景下，种子行业中质地优良、改善预期明确的成长型股票，应该给予 25-30 倍之间的动态估值。

我们对隆平高科 11-13 年 EPS 预测为 0.50、0.80、1.01 元，11-12 动态估值分别为 54.0X、33.7X，在种业股中属于较高估值水平。基于对种子行业未来行业容量扩大的乐观预期，以及隆平高科可能成为种子行业龙头并跻身世界级种子企业行列，我们给予其超出行业基准的估值水平，“谨慎增持”评级，12 个月目标价 30 元。

图 1：隆平高科与种子行业指数 (From Jan. 2010)



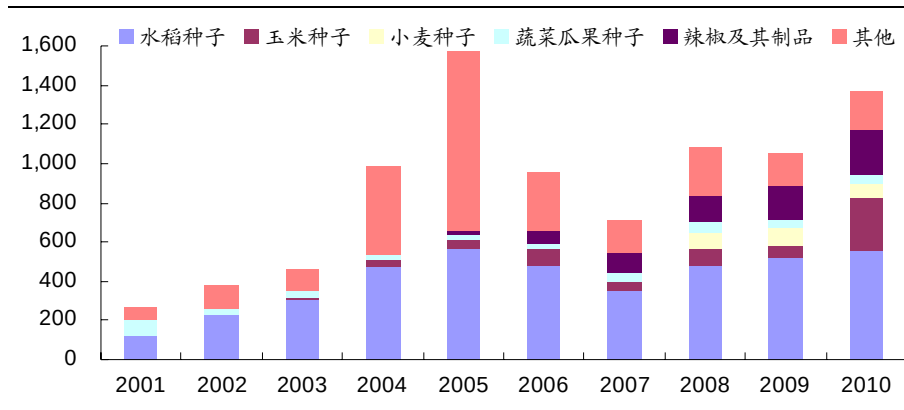
数据来源：Wind，国泰君安证券研究

## 2. 简要回顾

隆平高科上市十年以来主营业务收入构成几经变化，种子始终是其收入、盈利的主要贡献来源。（农化、房地产收入在个别年份占比较高）

杂交水稻种子是隆平高科的主力品种，一直在营业收入中占据重要地位，基本都在 40% 以上；对毛利润的贡献，在 2000 以后的大多数年份里，都高于 50%。玉米种子在最近五年里增长较快，2010 年由于北京屯玉并表收入增长了 2.7 倍（山西屯玉并表收入大约 1 亿）。

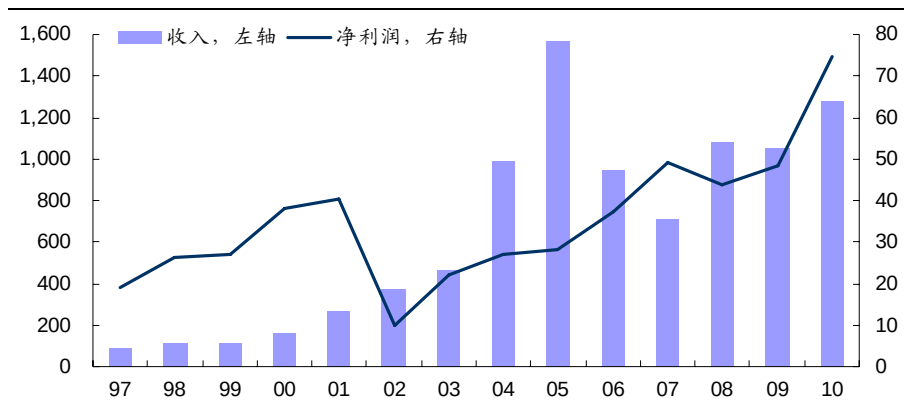
图 2：隆平高科收入构成（百万）



数据来源：公司定期报告，国泰君安证券研究

与之形成反差的是，隆平高科净利润的增长一直差强人意，2005 年之后连续几年徘徊在 3-5 千万的水平，2010 年净利润为 7460 万元，净利润率 5.8%。

图 3：隆平高科收入与净利润（百万）



数据来源：公司定期报告，国泰君安证券研究

隆平高科 2011 年 1 季度的财报表现出诸多喜人的趋势，收入增长 13.4%，净利润同比翻番。

主要是由于毛利率水平的明显提高，1Q11 毛利率同比 1Q10 提高 8.3 个百分点，环比比 4Q10 提高 1 个百分点，表明新销售年度产品盈利能力明显增强，主要是由于新品种（Y 两优为代表的两系稻以及玉米种子隆平 206 等）销量增加拉高了整体毛利率。



表1: 隆平高科季度利润简表 (百万)

|       | 1Q10  | 2Q10    | 3Q10   | 4Q10  | 1Q11  |
|-------|-------|---------|--------|-------|-------|
| 营业收入  | 388   | 206     | 97     | 589   | 440   |
| YoY   | 86.4% | 17.4%   | -14.3% | 5.6%  | 13.4% |
| 营业成本  | 278   | 166     | 84     | 379   | 279   |
| 毛利率   | 28.3% | 19.5%   | 12.8%  | 35.6% | 36.6% |
| 销售费用  | 27.0  | 20.0    | 16.6   | 46.6  | 25.2  |
| 管理费用  | 24.3  | 22.3    | 20.6   | 61.4  | 28.3  |
| 财务费用  | 4.6   | 4.5     | 1.5    | 14.2  | 6.5   |
| 三项费用率 | 14.4% | 22.7%   | 40.0%  | 20.7% | 13.6% |
| 净利润   | 27.3  | -6.7    | -12.5  | 66.5  | 54.5  |
| YoY   | 74.7% | -145.9% | -48.1% | 56.7% | 99.6% |
| 净利润率  | 7.0%  | -3.2%   | -13.0% | 11.3% | 12.4% |

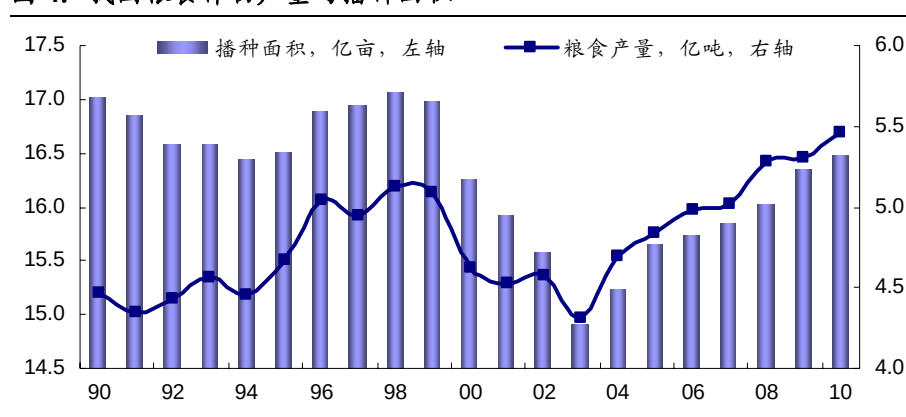
### 3. 行业现状与未来趋势

#### 3.1. 战略地位: 提高总产量的主要手段

国务院 2010 年 10 月 10 日发布了《国务院关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》，生物产业位列七大战略新兴产业，其中包含了生物育种行业。从我国粮食安全角度出发，生物育种行业的重要性不言而喻。

“人多地少”一直是我国的基本国情之一，保持一定规模的耕地数量是保障粮食供应的一个基本条件。2003 年粮食产量的低点（4.3 亿吨），一个很重要的原因是由于粮价低迷导致种植效益下降，使农村耕地大面积抛荒。这一事件是导致后续一系列重大政策调整（取消农业税、加大补贴力度等）的重要催化剂。

图 4: 我国粮食作物产量与播种面积

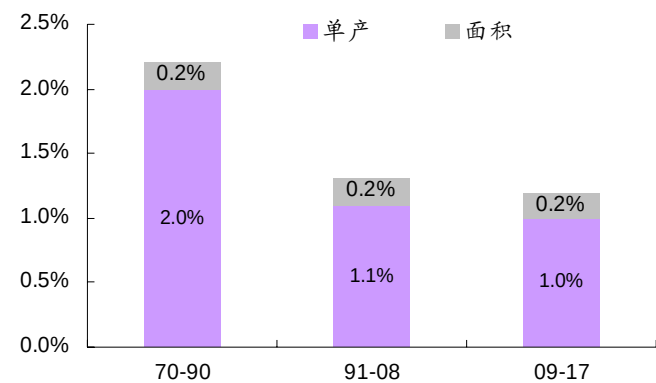


数据来源: 统计年鉴, 国泰君安证券研究

历史上, 人类主要依靠扩大耕地面积来满足日益增长的粮食需求。20 世纪 60 年代开始的“绿色革命”将高产谷物在发展中国家推广, 导致亚洲与拉美的粮食产量在短期内快速增长。现代化种植模式、农业科学技术的发展、化肥和农药的使用也加速了提高产量的进程

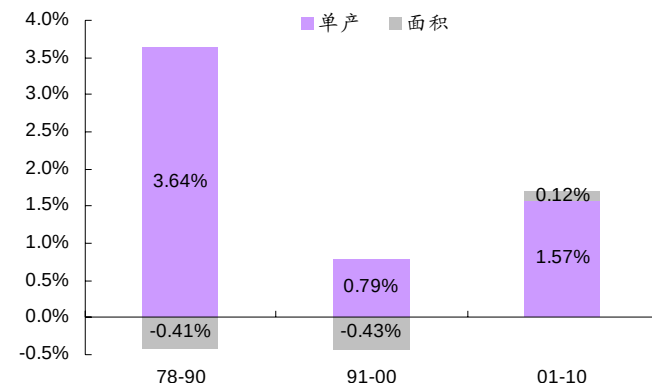
过去 30 年或者更长的经验告诉我们，粮食总产出的增长 90%或者更高的贡献来源于单产的增加，播种面积增加对总产出的贡献寥寥。在中国，1980-2000 年间，我们还看到由于劳动力迁移、土地抛荒等原因导致播种面积下降，单产水平的提高不仅弥补了播种面积的下降，还在这一时期推动总产出增长。

图 5：总产量增长源自单产：全球谷物与油料作物



数据来源：FAO，国泰君安证券

图 6：总产量增长源自单产：中国粮食作物

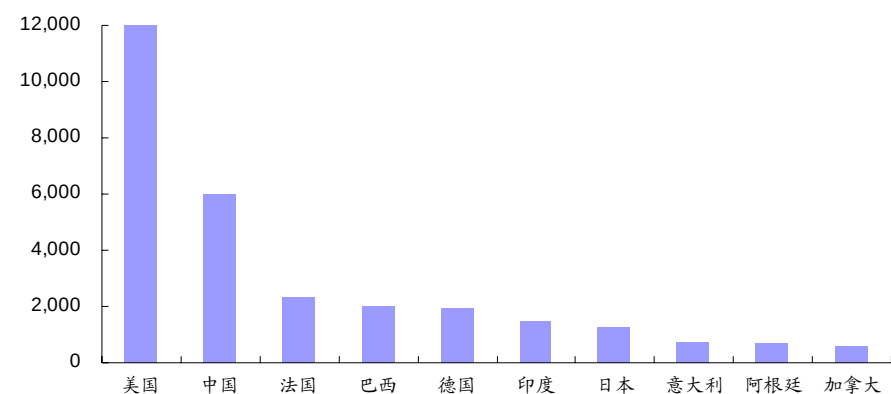


数据来源：统计年鉴，国泰君安证券

### 3.2. 行业容量：逐年扩大

全球范围来看，种子行业是一个 420 亿美元（2010 年）容量的行业，比 2008 年增长 15%。行业容量较大的国家通常具有人口多、耕地面积大、耕作技术发达等特征，但种子行业容量与这些因素似乎并不成正比，前五大国家合计占比 57.9%。

图 7：部分国家 2010 年种子行业市场容量（百万美元）



数据来源：ISF，国泰君安证券研究

我国是世界上最大的种子消费国之一，最近两年，随着行业供需结构的好转，以及现金耕作技术的推广，我国种子行业容量不断扩大，2010 年种子行业容量 60 亿美元，比 2008 年增长 50%，占世界总量的 14.3%。

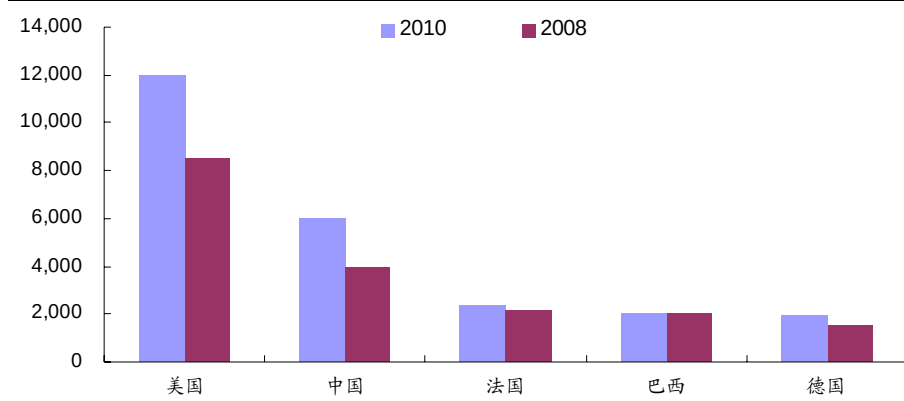
由于耕地面积限制，大幅度扩大耕种面积来扩大种子需求并不现实，未来我国种子市场容量扩大的动力将来自两个方面：

一是商品化率提升。目前我国种子商品化不到 50%左右，远低于发达国

家 80-90% 的水平，据测算，商品化率每提高 1 个百分点，市场容量增加 3-5 亿元。

二是种粮比的提高。目前我国种子价格与粮价之比平均约为 5-8 倍，远低于发达国家 20-25 倍的水平。近几年随着以先玉 335 为代表的一批新品种的大量推广，在“优质品种+优质服务”的新模式下，种植户经济效益得到提高，数倍于传统种子价格的新品种仍然供不应求。新品种的不断推广将有助于提高平均种粮比。

图 8：主要国家种子行业市场容量增长较快（百万美元）



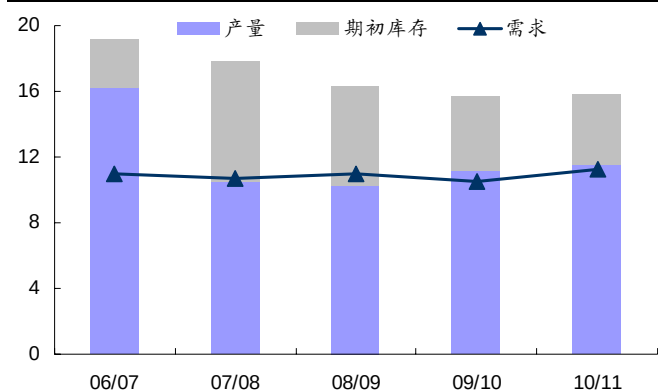
数据来源：ISF，国泰君安证券研究

### 3.3. 行业格局：供需关系好转，

由于具有抗病、抗倒伏、稳产高产等优点，杂交水稻/玉米种子的推广面积逐年增大。同时，由于制种企业数量众多，育种、制种、推广等环节分离，导致 2005-06 年行业遭遇了严重的过剩。大量库存种子对种子价格形成了巨大压力，种子企业缺乏服务的同质化销售模式使价格战愈演愈烈，使种子行业遭遇了前所未有的全行业危机。

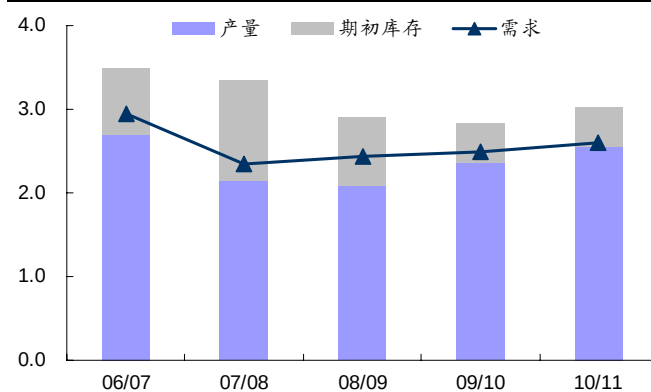
2006-07 年之后，随着一批小企业应亏损退出行业，加之大量长期库存种子转商（作为普通粮食销售），行业的供求关系出现了明显改善，供大于求的矛盾得到缓解。同时，由于部分性能优势突出、服务优质的新品种进入市场，使得供应发生了结构性变化，更加速了不具竞争力的老种子退出市场的速度。

图 9：杂交玉米种子供需关系（亿公斤）



数据来源：国泰君安证券研究整理

图 10：杂交水稻种子供需关系（亿公斤）



数据来源：国泰君安证券研究整理



### 3.4. 未来趋势：大企业胜出

美国种业巨头孟山都的成长历史显示，兼并收购是主要扩张手段。目前孟山都的业务包含玉米、大豆、蔬菜种子等领域，业务遍布 66 个国家，2010 年总收入 105 亿美元，其中种子及相关产品收入达 76 亿美元。

**表2：部分国际种业巨头收入规模（亿美元）**

| 公司名称   | 国家 | 2006 年收入 | 2010 年收入 |
|--------|----|----------|----------|
| 孟山都    | 美国 | 40.28    | 76.00    |
| 杜邦-先锋  | 美国 | 27.28    | 53.60    |
| 先正达    | 瑞士 | 17.43    | 25.64    |
| 利马格兰   | 法国 | 14.75    | NA       |
| KWS AG | 德国 | 6.15     | 10.49    |

数据来源：国泰君安证券研究整理

**表3：孟山都收购兼并大事纪**

| 年份   | 事件                                                                                                                                  |
|------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1982 | 收购大豆种子企业 Jacob Hartz Seed Co.。                                                                                                      |
| 1996 | 收购 Agracetus 的生物科技资产，收购 Calgene 股权。                                                                                                 |
| 1997 | 收购 Asgrow Agronomics 的种子业务；收购玉米种子企业 Holden's Foundation Seeds 和 Corn States Hybrid Service。                                         |
| 1998 | 收购 DeKalb Genetics。                                                                                                                 |
| 2004 | 成立控股公司 American Seeds Inc. (ASI)，掌握大部分大豆、玉米种子生产；ASI 收购 Channel Bio Corp。                                                            |
| 2005 | 收购 Seminis，全球蔬菜瓜果种子领先的公司；收购 Stoneville 棉花公司；ASI 收购 NC+ Hybrids；ASI 收购四家公司股权，皆为 CORE Group 的股东；ASI 收购东部玉米种植带的领先企业 Specialty Hybrids。 |
| 2006 | ASI 收购一系列地区性种子企业。                                                                                                                   |
| 2007 | 收购 Delta and Pine Land 公司                                                                                                           |
| 2008 | 收购三家公司，进入甘蔗产业；收购位于危地马拉，业务覆盖中美洲的棉花种子企业 SCB；收购位于荷兰的蔬菜瓜果种子企业 De Ruiter。                                                                |

数据来源：国泰君安证券研究整理

相比而言，国内种业龙头的规模与国际巨头相去甚远。2010 年年报显示，上市种子企业收入规模均值 6.15 亿元，最大刚刚超过 10 亿。

2010 年发布的《农作物种子生产经营许可管理办法（征求意见稿）》中将玉米、水稻种子企业注册资本门槛大幅提高到 3000 万元。对于目前行业中的 7-8 千家企业而言，这意味着未来几年行业将经历一次洗牌，可能呈现小企业加速退出、大企业快速成长的格局。

国务院 2011 年 4 月 18 日发布的《关于加快推进现代农作物种业发展的意见》中提出，“到 2020 年……打造一批育种能力强、生产加工技术先进、市场营销网络健全、技术服务到位的“育繁推一体化”现代农作物种业集团”，《意见》同时还提出“鼓励种子企业间的兼并重组……培育具有核心竞争力和较强国际竞争力的“育繁推一体化”种子企业。”

这意味着，无论是行业准入还是政策扶持，未来的种业政策都将向大企业倾斜，在行业供需结构好转、行业容量持续扩大的背景下，种业龙头将迎来黄金发展期。

**表4: 上市种子企业 2010 年种业相关收入 (百万)**

| 代码     | 简称   | 种业收入 (百万) |
|--------|------|-----------|
| 000998 | 隆平高科 | 946       |
| 002041 | 登海种业 | 931       |
| 600354 | 敦煌种业 | 1,056     |
| 000713 | 丰乐种业 | 543       |
| 300087 | 荃银高科 | 177       |
| 300189 | 神农大丰 | 390       |
| 002385 | 大北农  | 345       |
| 600371 | 万向德农 | 532       |
| 均值     |      | 615       |

## 4. 未来看点：品种、模式、资本运作

以先锋中国区前总经理刘石为核心形成的新的隆平高科管理层，被市场寄予厚望，我们认为未来的看点来自三个方面：新品种的大面积推广、新模式下差异化竞争带来超额利润、资本运作提升股东价值。

### 4.1. 水稻种子：双品牌战略

公司在水稻种子方面将实行“隆平+亚华”的双品牌战略，经过几年的品种储备与调整，预计水稻种子的盈利能力不低于玉米种子。2010 年收入 5.5 亿，毛利率 30%以上，盈利能力有明显提升。

目前主推的 Y 两优单季亩产 700 公斤，明显高于全国平均水平（500 公斤），毛利率高达 50%-60%，盈利能力较强，预计推广面积将快速增加。

### 4.2. 玉米种子：双平台发展

玉米种子是全世界商业价值最大的单品种市场，国内市场规模约 120 亿。隆平高科要为世界级种子企业，必须在玉米种子市场有所作为。

#### 平台之一：安徽隆平（母公司持股 65.6%）

安徽隆平已经形成育繁推一体化的产业布局，主打品种隆平 206 已经通过河南、山东、安徽等省份的审定，在制种产量、产品形状方面都有一定优势。今后隆平高科在玉米种子方面的并购将以安徽隆平为实施主体，不会放在母公司层面。

#### 平台之二：与利马格兰的合资公司（母公司持股 60%）

利马格兰近几年在美国的市占率从 4%提高到 9%，计划将甘肃隆平、玉米事业部等的业务放入这个合资平台，形成与安徽隆平并行的两大玉米种子平台。合资公司的审批有一定周期，但种子的使用协议已经达成。

#### 4.3. 价值营销：差异化带来超额收益

杜邦先锋与登海、敦煌的合资公司在国内开“价值营销”风气之先，打破价格战的旧模式，通过“产品+服务”实现了“高投入-高产出”，给玉米种子市场带来了巨大的变化。国内水稻种子市场在这方面起步较晚，隆平高科在水稻品种资源上具有优势，由于先锋前中国区总裁刘石在2010年加盟，预计未来可能在水稻种子市场大有作为。

所谓价值营销，就是在提升客户（种粮农户）的经济效益的同时，获取企业的经济利润。我国的粮食生产总体呈现生产个体分散、数量巨大、单体规模小的特征，不同农户的资源禀赋（如劳动力数量、劳动力年龄分布、家庭主要经济来源、种植土地面积等）存在差异，在对生产资料（种子、肥料、农药等）的需求及其使用方面存在差异，价值营销即针对不同个体的需求，为客户提供有针对性的解决方案，为农户创造价值的同时，创造企业的经济利润。

价值营销给种子行业带来的影响是巨大而深刻的。传统的种业是一个“轻资产、重研发、重市场”的产业，大多数企业的思路是看重研发、生产，对市场营销、服务相对忽视。产品同质化最终导致价格战，推广面积大的品种盈利却不多（所有郑单958制种企业的利润不如登海先锋一家多）。“产品+服务”的价值营销模式，通过提供差异化的服务，为客户创造超额价值来实现自身经济利润。

产品与服务好比企业的两条腿，产品是立足之本，服务则可以让企业走的更快（为客户、股东创造更大回报）。就当前中国种子行业的大多数企业“重产品轻服务”的现状而言，价值营销意义更为重大。

未来隆平高科的业绩增长，一方面来自新品种推广面积增加带来种子销量的增长，另一方面则来自“产品+服务”的模式最大限度的实现商业价值。我们对公司新的管理层在这方面的能力表示乐观。

#### 4.4. 资本运作

从孟山都的历史，我们可以看到收购兼并是扩展的主要手段。《关于加快推进现代农作物种业发展的意见》中提出“鼓励种子企业间的兼并重组……培育具有核心竞争力和较强国际竞争力的“育繁推一体化”种子企业”。我们预计未来几年，中国种子行业可能进入兼并重组的高潮时期。隆平高科表示，未来也会通过收购合适的企业丰富公司的产品线与产品储备。

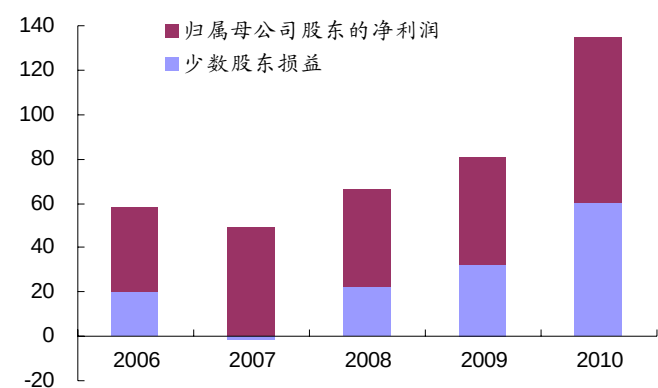
在收购兼并之外，隆平高科的子公司少数权益问题的解决也一直是市场关注的问题，由于近几年部分子公司业绩增长很快，少股股东损益的规模也日益扩大，2010年年报少股股东损益占净利润比例为44.6%。今年四月以6.34倍市盈率（2010年报）收购四川隆平部分股权似乎开启了这一过程的序幕，也使投资者对此充满期待。

表5: 隆平高科近年大事纪

| 时间          | 事件                                     |
|-------------|----------------------------------------|
| 2007 年 7 月  | 新大新集团引入 VHK, 并更名为新大新威迈农业               |
| 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                            |
| 2008-09 年   | 剥离房地产业务                                |
| 2010 年 1 月  | 收购国内山西屯玉子公司北京屯玉 60% 股权                 |
| 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玉米品种“利合 16”独家经营权              |
| 2010 年 8 月  | 成立玉米种子事业部                              |
| 2010 年 11 月 | 终止与山西屯玉的合作, 回售北京屯玉股权                   |
| 2011 年 2 月  | VHK 退出新大新, 转而与隆平高科成立合资公司               |
| 2011 年 4 月  | 收购 28% 四川隆平股权, 完成后持股 80%, 收购市盈率 6.4 倍。 |

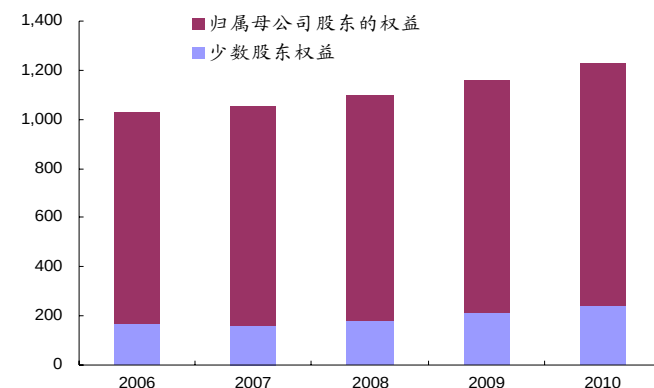
数据来源: 国泰君安证券研究整理

图 11: 隆平高科净利润构成 (百万)



数据来源: 公司定期报告, 国泰君安证券研究

图 12: 隆平高科所有者权益构成 (百万)



数据来源: 公司定期报告, 国泰君安证券研究

2010 年年报显示少数股东损益 6100 万, 少数股东权益 2.4 亿, 如果按照四川隆平 6.34 倍的收购市盈率计算, 需要 3.87 亿的收购资金 (含四川隆平本次交易发生的 5376 万元)。

关于少数股东权益的解决, 隆平高科表示彻底解决的方向是确定的, 但解决的方式、资金来源、时间表是不确定的。我们认为收购四川隆平少数权益是个好的开始, 但从资金角度考虑不太可能全部复制。我们认为安琪酵母的案例 (定向发行股份收购少数股东权益) 有一定的参考意义, 但解决时间我们认为至少需要做 2-3 年的打算。

## 5. 盈利预测与投资评级

### 5.1. 种业股估值讨论

2011 年 A 股种业指数连续下跌，今年累计下跌 28%，从最高点跌幅已达 34.3%，更有些个股被腰斩。这与 2010 年的火爆上涨形成鲜明对比，可谓冰火两重天。

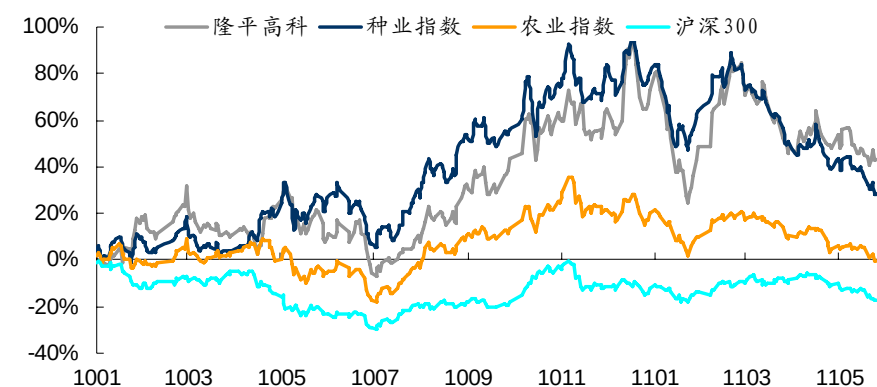
为什么种业股在行业基本面没有发生恶化、甚至还在好转的情况下，短时间内出现大幅下跌？这表明基本面并不是 2010 年主导种业股上涨的主要原因。2010 年“通胀”、“新兴产业”两大主题贯穿全年，种业股作为这二者的交集，受到市场追捧也顺理成章。

我们认为，2010 年推动种业股上涨的主要力量是“通胀+新兴产业”的投资主题，其次才是由此产生的乐观业绩预期。进入 2011 年之后，“通胀”主题退潮导致估值系统性下降，部分种业公司一季报低于预期则雪上加霜，而这一切的大背景则是中小板、创业板的业绩变脸潮与套现潮。

因此，以 2010 年的估值水平来衡量 2011 年的种业股可谓遍地黄金，但这显然是不恰当的。我们认为，在经历了估值与业绩的双杀之后，投资者仍然对中小盘股票，尤其是 2010 年经历暴涨的股票，心存忌惮，估值水平的常态化不可避免。

我们认为，放在种子行业供需接续结构好转、容量不断扩大的背景下，种子行业中质地优良、改善预期明确的成长型股票，应该给予 25-30 倍之间的动态估值。过高的业绩增长预期需要留待检验，短期内期待种业股的估值明显回升是不现实的。

图 13: 种业股经历冰火两重天



数据来源：Wind，国泰君安证券研究

## 5.2. 业绩预测与投资评级

主要假设:

- 1、以 Y 两优为代表的两系稻推广面积持续快速增长;
- 2、隆平 206 成为未来两年玉米种子业务增长主力, 与利马格兰的合作贡献收益则要更晚;
- 3、由于高毛利品种占比提升, 公司种子业务毛利率逐年提升;
- 4、辣椒及其制品业务收入保持 15-20% 的增长, 毛利率略有提升;
- 5、暂不考虑少数股东权益的处理。

在以上假设的基础上, 我们对隆平高科 11-13 年 EPS 预测为 0.50、0.80、1.01 元, 11-12 动态估值分别为 54.0X、33.7X, 在种业股中属于较高估值水平。基于对种子行业未来几年增长的看好, 以及隆平高科可能成为种子行业龙头并跻身世界级种子企业行列, 我们给予其“谨慎增持”评级, 目标价 30 元。

**表6: DCF 敏感性分析**

(WACC=9.06%, g=3%, BETA=0.97)

| WACC\永续增长率 | 2.5%  | 3.0%  | 3.5%  | 4.0%  |
|------------|-------|-------|-------|-------|
| 8.0%       | 32.44 | 35.07 | 38.29 | 42.31 |
| 8.5%       | 29.51 | 31.65 | 34.21 | 37.35 |
| 9.0%       | 27.04 | 28.80 | 30.88 | 33.38 |
| 9.5%       | 24.92 | 26.39 | 28.11 | 30.14 |
| 10.0%      | 23.08 | 24.33 | 25.76 | 27.44 |

**表7: 隆平高科营业收入预测表**

| (百万)   | 2009  | 2010  | 2011E | 2012E | 2013E |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 水稻种子   | 514   | 552   | 651   | 802   | 951   |
| 玉米种子   | 71    | 269   | 274   | 428   | 534   |
| 小麦种子   | 87    | 78    | 85    | 91    | 99    |
| 蔬菜瓜果种子 | 40    | 47    | 52    | 62    | 71    |
| 辣椒及其制品 | 173   | 225   | 270   | 324   | 373   |
| 其他     | 170   | 201   | 216   | 240   | 268   |
| 合计     | 1,055 | 1,372 | 1,547 | 1,947 | 2,296 |



## 本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

### 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或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，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，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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墙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。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决策。

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“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

#### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

#### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

|        | 评级   | 说明                       |
|--------|------|--------------------------|
| 股票投资评级 | 增持   | 相对沪深 300 指数涨幅 15%以上      |
|        | 谨慎增持 | 相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间 |
|        | 中性   | 相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%    |
|        | 减持   | 相对沪深 300 指数下跌 5%以上       |
| 行业投资评级 | 增持   | 明显强于沪深 300 指数            |
|        | 中性   | 基本与沪深 300 指数持平           |
|        | 减持   | 明显弱于沪深 300 指数            |

## 国泰君安证券研究

|         | 上海                           | 深圳                           | 北京                            |
|---------|------------------------------|------------------------------|-------------------------------|
| 地址      | 上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层 | 深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层 | 北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层 |
| 邮编      | 200120                       | 518026                       | 100140                        |
| 电话      | (021) 38676666               | (0755) 23976888              | (010) 59312799                |
| E-mail: | gtjaresearch@gtjas.com       |                              |                               |