

隆平高科 (000998)

公司研究/调研报告

主要品种进入放量期

民生精品---调研简报/农林牧渔行业

2011 年 8 月 7 日

一、事件概述

近日我对隆平高科 (000998) 展开了实地调研, 就种业政策、营销模式、发展规划等问题与公司领导进行了交流。

二、分析与判断

➤ 年内将陆续出台农业部和各地方政府种业配套政策

今年 4 月国务院颁布《关于加快推进现代农作物种业发展的意见》, 农业部和各地方政府的种业配套政策将在今年年内陆续出台。其中, 种业公司注册资本的提高并不是最关键的, 毕竟目前有大量资本愿意介入种业, 退出门槛的提高才是重中之重。新政策落实后, 半数以上的注册资本需要投入到固定资产, 且直接用于种子生产的资产占固定资产的比例不低于 70%, 游资若选择退出, 种业专有设备的损失会相当大。此外, 政策对自有品种占比也提出了严格要求, 估计有 90% 的种业公司都难以达标。预计政策缓冲期将延续至明年年底, 今后 3-5 年内逐步落实。

➤ 实践介于 B to B 和 B to C 之间的营销模式

一个品种的成功, 品种质量占 40%, 运作占 60%, 品种质量是营销的基础, 没有品质的营销是行不通的。

我国传统的种业营销模式是 B to B, 即终端只面对经销商。若完全依赖 B to B, 企业将完全被渠道控制, 然而, 若完全依赖 B to C, 中国的农户过于分散, 3 万 6 千个零售店, 即使 1 个店年投入 3 万, 企业也需要支付 10.8 亿, 没有企业能够承受如此高的成本。刘石考虑到国内的具体情况, 导入了介于 B to B 和 B to C 之间的营销模式, 种业公司在依靠经销商的同时, 自己也深入终端做营销, 通过终端市场需求推力来控制经销商, 实现渠道推力和市场需求推力相结合的营销模式, 先玉 335 就是一个经典案例。

➤ 水稻种子: Y 两优 1 号已进入放量阶段

Y 两优 1 号是公司最主要的水稻种子品种, 2009 年销售量约 100 万公斤, 2010 年销售量达到近 300 公斤, 2011 年有望继续放量。我们从经销商处了解到, Y 两优 1 号的结算价超过 40 元/公斤, 终端价超过 60 元/公斤, 品种毛利率估计在 65%-70%。2010 年公司共削减接近 60 个低端水稻种子品种, 随着产品结构的主动调整, 以及高端水稻种子的销售放量, 公司水稻种子毛利率有望快速提升。

➤ 玉米种子: 隆平 206 已进入放量阶段

隆平 206 和利合 16 是公司的主要玉米种子品种。隆平 206 已推广 3

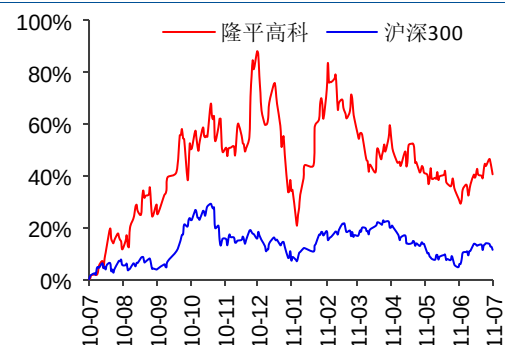
谨慎推荐 首次评级

合理估值: 30.25 元

交易数据 (2011-8-7)

收盘价 (元)	29.01
近 12 个月最高/最低	36.98/19.16
总股本 (百万股)	277.2
流通股本 (百万股)	277.2
流通股比例 %	100%
总市值 (亿元)	80.42
流通市值 (亿元)	80.42

该股与沪深 300 走势比较



分析师

分析师: 王莺

执业证书编号: S0100510120001

电话: 021-68885571

手机: 13816716806

Email: wangying_yjs@mszq.com

相关研究

年, 现已进入持续放量阶段, 2009 年销售量为 300 万公斤, 2010 年为 600 万公斤, 我们预计 2011 年该品种的销售量将接近 1000 万公斤。利合 16 适宜在第四积温带推广, 理论推广面积约 2000 万亩, 目前竞争品种很少, 但据经销商透露, 该品种难以在今年放量。

三、盈利预测与投资建议

1、盈利预测

预计 2011-2013 年公司营业收入分别为 14.58 亿元、18.12 亿元和 21.60 亿元, 主营利润分别为 5.65 亿元、7.55 亿元和 9.40 亿元, 归属于母公司的净利润分别为 1.53 亿元、2.19 亿元和 2.83 亿元, 对应 EPS 分别为 0.55 元、0.79 元和 1.02 元。

表 1: 2011-2013 年分产品盈利预测表

合计	2008	2009	2010	2011	2012	2013
主营收入	1,081	1,055	1,280	1,458	1,812	2,160
+/- %	51.9%	-2.5%	21.4%	13.9%	24.3%	19.2%
主营成本	841	780	908	894	1,057	1,221
毛利率	22.2%	26.1%	29.1%	38.7%	41.7%	43.5%
主营利润	240	275	373	565	755	940
+/- %	43.1%	14.6%	35.5%	51.5%	33.8%	24.4%
1、杂交水稻种子	2008	2009	2010	2011	2012	2013
主营收入(百万元)	477	514	552	700	900	1,100
+/- %	36.9%	7.7%	7.5%	26.8%	28.6%	22.2%
主营成本	346	334	357	350	420	490
毛利率	27.5%	35.0%	35.4%	50.0%	53.3%	55.5%
主营利润	131	180	195	350	480	610
+/- %	42.7%	37.2%	8.8%	79.1%	37.1%	27.1%
2、蔬菜瓜果种子	2008	2009	2010	2011	2012	2013
主营收入(百万元)	55	40	47	50	50	50
+/- %	31.6%	-27.0%	17.3%	6.8%	0.0%	0.0%
主营成本	26	23	19	25	25	25
毛利率	52.0%	41.9%	59.8%	50.0%	50.0%	50.0%
主营利润	28	17	28	25	25	25
+/- %	78.0%	-41.1%	67.4%	-10.7%	0.0%	0.0%
3、玉米	2008	2009	2010	2011	2012	2013
主营收入	83	71	269	251	351	434
+/- %	67.8%	-14.5%	277.9%	-6.6%	39.8%	23.6%
主营成本	62	55	196	145	195	236
毛利率	25.6%	22.9%	27.3%	42.3%	44.5%	45.6%
主营利润	21	16	73	106	156	198
+/- %	86.8%	-23.5%	350.0%	44.8%	47.0%	26.5%
4、干辣椒及辣椒制品	2008	2009	2010	2011	2012	2013
主营收入	130	173	225	270	324	389
+/- %	24.1%	32.8%	30.4%	20.0%	20.0%	20.0%
主营成本	107	134	179	216	259	311
毛利率	17.7%	22.4%	20.7%	20.0%	20.0%	20.0%
主营利润	23	39	46	54	65	78
+/- %	1.2%	67.7%	20.3%	16.2%	20.0%	20.0%

5、大米	2008	2009	2010	2011	2012	2013
主营收入	127	61	16	16	16	16
主营成本	121	60	16	16	16	16
主营利润	6	1	1	1	1	1
6、农化产品	2008	2009	2010	2011	2012	2013
主营收入	74	56	41	41	41	41
主营成本	68	54	36	36	36	36
主营利润	6	3	5	5	5	5
7、其他	2008	2009	2010	2011	2012	2013
主营收入	136	140	130	130	130	130
主营成本	112	120	107	107	107	107
主营利润	25	20	24	24	24	24

资料来源：民生证券研究所

2、投资建议

随着种业政策的逐步落实，大型种业公司竞争环境中长期向好。以 Y 两优 1 号为代表的超级稻品种、隆平 206 和利合 16 将逐步进入放量阶段，对公司业绩形成有利支撑；此外，少数股东权益回收、玉米新品种的寻找、与利马格兰成立合资公司的事宜都在进行中。

在未考虑少数股东权益收回以及玉米新品种引入的前提下，保守估计 2011-2013 年公司 EPS 分别为 0.55 元、0.79 元和 1.02 元，复合增长率超过 55%，给予公司 2011 年 55 倍 PE，对应目标价 30.25 元，谨慎推荐。

四、风险提示

自然灾害

盈利预测与财务指标

项目/年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	1,280	1,458	1,812	2,160
增长率（%）	21.39%	13.91%	24.27%	19.19%
归属母公司股东净利润（百万元）	75	153	219	283
增长率（%）	53.91	104.99	43.27	28.95
每股收益（元）	0.27	0.55	0.79	1.02
毛利率（%）	29.1%	38.7%	41.7%	43.5%
净资产收益率 ROE(%)	11.3%	20.2%	23.2%	23.6%
每股净资产（元）	4.43	5.44	6.86	8.70
PE	107.84	52.59	36.70	28.46
PB	6.54	5.34	4.23	3.33
EV/EBITDA	40.59	19.12	13.38	10.31

资料来源：民生证券研究所

公司财务报表数据预测汇总

利润表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	1,280	1,458	1,812	2,160
减：营业成本	908	894	1,057	1,221
营业税金及附加	0	0	0	1
销售费用	110	126	156	186
管理费用	129	146	182	217
财务费用	25	25	25	25
资产减值损失	12	12	12	12
加：投资收益	25	20	20	20
二、营业利润	122	276	400	520
加：营业外收支净额	19	13	13	13
三、利润总额	141	288	413	532
减：所得税费用	6	12	17	22
四、净利润	135	276	396	510
归属于母公司的利润	75	153	219	283
五、基本每股收益 (元)	0.27	0.55	0.79	1.02

主要财务指标

项目	2010A	2011E	2012E	2013E
EV/EBITDA	40.59	19.12	13.38	10.31
成长能力:				
营业收入同比	21.4%	13.9%	24.3%	19.2%
营业利润同比	58.6%	126.3%	45.3%	29.9%
净利润同比	66.7%	105.0%	43.3%	28.9%
营运能力:				
应收账款周转率	9.69	8.63	8.98	8.81
存货周转率	1.78	1.93	2.22	2.26
总资产周转率	0.55	0.59	0.68	0.70
盈利能力与收益质量:				
毛利率	29.1%	38.7%	41.7%	43.5%
净利率	5.8%	10.5%	12.1%	13.1%
总资产净利率 ROA	5.8%	11.2%	14.8%	16.6%
净资产收益率 ROE	11.3%	20.2%	23.2%	23.6%
资本结构与偿债能力:				
流动比率	1.45	1.68	1.94	2.18
资产负债率	49.7%	44.5%	40.1%	36.9%
长期借款/总负债	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
每股指标 (元)				
每股收益	0.27	0.55	0.79	1.02
每股经营现金流量	0.57	0.97	0.95	1.38
每股净资产	4.43	5.44	6.86	8.70

资料来源：民生证券研究所

资产负债表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	550	636	791	942
应收票据	1	1	1	1
应收账款	158	180	224	267
预付账款	130	148	184	219
其他应收款	87	99	123	146
存货	761	749	886	1,023
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	1,702	1,813	2,208	2,598
长期股权投资	170	170	170	170
固定资产	322	338	367	393
在建工程	28	28	28	28
无形资产	157	121	106	91
其他非流动资产	0	0	0	0
非流动资产合计	740	657	670	682
资产总计	2,442	2,470	2,878	3,280
短期借款	688	688	688	688
应付票据	27	27	32	37
应付账款	106	105	124	143
预收账款	176	173	204	236
其他应付款	112	100	100	100
应交税费	(11)	(11)	(11)	(11)
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	1,172	1,081	1,137	1,193
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	18	18	18	18
非流动负债合计	18	18	18	18
负债合计	1,213	1,099	1,154	1,210
股本	277	277	277	277
资本公积	520	520	520	520
留存收益	194	347	566	849
少数股东权益	240	363	540	767
所有者权益合计	1,229	1,507	1,903	2,413
负债和股东权益合计	2,442	2,606	3,057	3,623

现金流量表

项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流量	158	270	264	382
投资活动现金流量	(156)	(30)	(30)	(30)
筹资活动现金流量	(73)	(25)	(25)	(25)
现金及等价物净增加	(71)	215	209	328

分析师简介

王莺，CFA，英国布里斯托大学经济金融专业硕士，金融学学士。2005年2月加入元大京华证券（香港）上海代表处从事行业研究工作，2007年10月加入华泰柏瑞基金，先后负责金融、食品饮料和农业行业研究；2010年12月加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璠	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guoming@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127761	13811313398	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	13402036996	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
万小山	广深	0755-22662056	13902959014	wanxiaoshan@mszq.com
许立平	广深	020-84228173	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22667772	13701050353	weikejia@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyan@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@mszq.com

民生证券研究所:

北京: 北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层; 100005

上海: 浦东新区浦东南路588号(浦发大厦)31楼F室; 518040

深圳: 深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座; 200120

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司(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客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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刊载的意见、推测不一致的报告,但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用,并不构成对客户的投资建议,并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况,以及(若有必要)咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易,亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系,并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告,则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可,任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记,除非另有说明,均为本公司的商标、服务标识及标记。