

隆平高科(000998.SZ)

退一步，海阔天空

 评级: **买入**

 前次: **买入**

目标价(元):

34.4-35.4 元

分析师

联系人

谢刚

张俊宇

S0740510120005

农林牧渔行业小组

021-20315178

021-20315191

xiegang@r.qlzq.com.cn

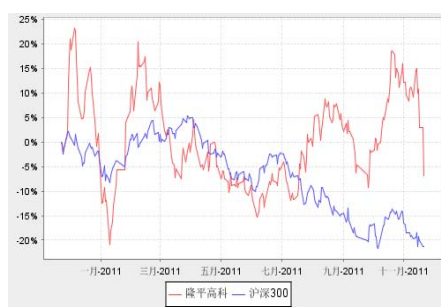
zhangjy@r.qlzq.com.cn

2011 年 12 月 7 日

基本状况

总股本(百万股)	277.20
流通股本(百万股)	277.20
市价(元)	27.50
市值(百万元)	7623.00
流通市值(百万元)	7623.00

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1,054.75	1,280.40	1,620.84	2,145.32	2,666.91
营业收入增速	-2.46%	21.39%	26.59%	32.36%	24.31%
净利润增长率	10.74%	53.92%	90.98%	67.98%	36.65%
摊薄每股收益(元)	0.17	0.27	0.51	0.86	1.18
前次预测每股收益(元)	0.17	0.27	0.51	0.86	1.18
市场预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
偏差率(本次-市场/市场)	—	—	—	—	—
市盈率(倍)	106.43	121.02	60.43	31.85	23.31
PEG	9.91	2.24	0.66	0.47	0.64
每股净资产(元)	3.42	3.57	4.03	4.90	6.08
每股现金流量	0.62	0.57	1.10	1.01	1.43
净资产收益率	5.12%	7.54%	12.74%	17.63%	19.42%
市净率	5.45	9.12	7.70	5.62	4.53
总股本(百万股)	277.20	277.20	277.20	277.20	277.20

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 事件: 受一系列负面信息冲击, 近期种业股集体大跌, 12 月 5-6 日隆平高科累计下跌 16% 以上。
- 对于近期种业股集体跳水, 资本市场主流观点认为是受一系列利空冲击造成估值假摔所致, 目前股价已有矫枉过正迹象。事实上, 细究本轮种业股下跌之动因, 我们发现前期农业部公布的种子抽检不合格仅仅是下跌的外因即导火索, 真正引发种业股价跳水的内因还在于——种业股高处不胜寒的估值。
- 首先, 我们要提醒投资者注意的是——种业公司过高的估值一定会降下来, 但并非以股价硬着陆的方式, 而是在较长的时间周期里, 通过盈利比股价更持续快速增长的方式来完成估值水平的横向接轨。
- 其次, 根据我们先前的分析逻辑和研究体系, 种业股若要启动下半场行情必须符合三个条件: (1) **经营要素增长强劲**。根据重点种业公司 2011/12 年度销量、价格、预收款等增长情况来看, 这一条件目前已经具备; (2) **政策暖风频吹**。我们预计准确的时点应在春节后的第一个工作周出台中央一号文件, 农业科技中生物育种为题中应有之意; 因此, 最晚可在春节前一周提前蛰伏, 当前时点也可逢低增持, 备战下半场行情; (3) **种业公司估值回归合理水平**。考虑到研究水稻种和玉米种细分行业的逻辑起点不同, 我们认为登海种业和敦煌种业在 2012 年 25 倍 PE、隆平高科在 30 倍 PE 处, 投资安全边际开始显现。
- 本周, 随着种业公司股价断崖式下跌, 水稻种公司股价正在逼近 30 倍 PE、玉米种正在逼近 25 倍的投资安全区域, 我们认为以上三个要素中, 近期可能会率先满足条件 (1) 和条件 (3), 条件 (2) 虽然无法同步满足但在春节前达成的概率较高。因此, 当前阶段, 种业股启动下半场行情的条件正在越来越成熟, 投资者应该由中场休息室开始走回运动场, 准备即将开始的下半场比赛。

- 对于隆平高科而言，我们给予机构投资者的策略建议为：（1）若股价回落到 25.8 元附近，则积极增持，能实现投资进退自如、持股期限可长可短；短则可参与短期暴挫之后的技术性反抽，长则兼顾春节前后的种业下半场行情，甚至作为 2-3 年的种业重点储备品种进行长期持有。（2）若股价未能回落到估值安全区域之内，则可继续静观等候，待春节前后进场，参与种业股下半场行情。在经济下滑趋势尚未得到趋势性扭转、流动性尚未大规模松动之前，对高估值的种业板块采取“退一步，海阔天空”的策略未尝不是一种上乘之选。
- 我们维持隆平高科盈利预测，预计 2011-13 年净利润分别为 142.48、239.34、327.05 百万元，EPS 为 0.51 元、0.86 元和 1.18 元，2012 年目标股价区间：34.4-36.4 元，对应 2012 年 40 倍和 13 年 30 倍 PE，潜在上涨空间近 30%，重申“买入”评级。
- 最后，我们对刘石先生辞职带给隆平高科的影响定性评述观点如下：（1）刘石先生的辞职对隆平高科 1-2 年的经营势头和盈利增长影响不大，但 3 年以后盈利增长的持续性和幅度可能会面临不确定性；（2）作为拐点型企业，资本市场之所以给予隆平高科远高于行业的估值溢价率，很大程度上是对隆平这一管理团队的核心成员刘石个人魅力的高度认可，灵魂人物的离开可能不影响短期盈利水平，但可能降低公司估值水平；（3）隆平高科在水稻种子研发领域的核心竞争力在刘石加盟前就已奠定，刘石离开后依然不会减弱；（4）水稻种子管理团队的运作经验和管理水平依然值得信赖，水稻种子的核心竞争优势不会削弱，持续增长潜力依然巨大；（5）刘石空降隆平高科之后，带来的价值营销理念经隆平高科各子公司践行后效果显著，公司经营业绩也大有改观，因此即使刘石离开后，现有的团队也将继续沿着这条正确的道路前行；（6）子公司少数股东权益收回依然是隆平高科未来 2-3 年的战略重点方向，这一点不会因刘石先生的离开而有变化。

图表 1：隆平高科水稻种子业务经营情况假设

杂交水稻种子	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(百万元)	483.45	348.37	477.04	513.75	552.25	865.74	1160.11	1401.23
YOY	-14.2%	-27.9%	36.9%	7.7%	7.5%	56.8%	34.0%	20.8%
销售成本(百万元)	373.20	256.59	346.07	334.07	356.83	492.87	633.00	760.51
YOY	-10.3%	-31.2%	34.9%	-3.5%	6.8%	38.1%	28.4%	20.1%
毛利率	22.8%	26.3%	27.5%	35.0%	35.4%	43.1%	45.4%	45.7%

来源：齐鲁证券研究所

图表 2：隆平高科玉米种子业务经营情况假设

杂交玉米种子	2006	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(百万元)	83.83	49.62	83.24	71.20	269.06	179.06	286.48	415.50
YOY	73.4%	-40.8%	67.8%	-14.5%	277.9%	-33.4%	60.0%	45.0%
销售成本(百万元)	58.58	38.21	61.92	54.89	195.63	90.60	136.89	197.82
YOY	72.6%	-34.8%	62.1%	-11.4%	256.4%	-53.7%	51.1%	44.5%
毛利(百万元)					73.43	88.46	149.59	217.68
毛利率	30.1%	23.0%	25.6%	22.9%	27.3%	49.4%	52.2%	52.4%

来源：齐鲁证券研究所

图表 3：隆平高科销售收入预测表

项 目	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
水稻种子业务							
销售收入	348.37	477.04	513.75	552.25	865.74	1,160.11	1,401.23
增长率 (YOY)	-27.94%	36.94%	7.70%	7.49%	56.76%	34.00%	20.78%
毛利率	26.34%	27.46%	34.97%	35.39%	43.07%	45.44%	45.73%
销售成本	256.59	346.07	334.07	356.83	492.87	633.00	760.51
增长率 (YOY)	-31.25%	34.87%	-3.47%	6.81%	38.12%	28.43%	20.14%
毛利	91.78	130.97	179.68	195.42	372.86	527.11	640.72
增长率 (YOY)	-16.76%	42.71%	37.18%	8.76%	90.80%	41.37%	21.55%
占总销售额比重	48.92%	44.12%	48.71%	43.26%	53.41%	54.08%	52.54%
占主营业务利润比重	54.71%	54.58%	65.34%	52.86%	65.75%	65.10%	62.83%
玉米种子业务							
销售收入	49.62	83.24	71.20	269.06	179.06	286.48	415.50
增长率 (YOY)	-40.81%	67.76%	-14.46%	277.87%	-33.45%	59.99%	45.04%
毛利率	23.00%	25.61%	22.92%	27.29%	49.40%	52.22%	52.39%
销售成本	38.21	61.92	54.89	195.63	90.60	136.89	197.82
增长率 (YOY)	-34.78%	62.07%	-11.36%	256.43%	-53.69%	51.09%	44.51%
毛利	11.41	21.32	16.32	73.43	88.46	149.59	217.68
增长率 (YOY)	-54.80%	86.81%	-23.46%	350.00%	20.47%	69.10%	45.52%
占总销售额比重	6.97%	7.70%	6.75%	21.08%	11.05%	13.35%	15.58%
占主营业务利润比重	6.80%	8.88%	5.93%	19.86%	15.60%	18.48%	21.35%
小麦和棉花种子							
销售收入	84.92	133.47	137.44	126.38	142.93	168.08	198.98
增长率 (YOY)	6.50%	57.18%	2.97%	-8.05%	13.10%	17.59%	18.39%
毛利率	20.33%	20.47%	16.01%	19.73%	19.86%	21.23%	21.40%
销售成本	67.65	106.15	115.43	101.45	114.54	132.40	156.40
增长率 (YOY)	37.34%	56.90%	8.74%	-12.11%	12.91%	15.59%	18.12%
毛利	17.27	27.32	22.01	24.93	28.39	35.68	42.58
增长率 (YOY)	-43.35%	58.24%	-19.45%	13.28%	13.86%	25.68%	19.37%
占总销售额比重	11.93%	12.34%	13.03%	9.90%	8.82%	7.83%	7.46%
占主营业务利润比重	10.29%	11.39%	8.00%	6.74%	5.01%	4.41%	4.18%
大米加工业务							
销售收入	32.41	126.60	61.11	16.44	17.26	18.12	19.03
增长率 (YOY)	—	290.58%	-51.73%	-73.10%	5.00%	5.00%	5.00%
毛利率	5.72%	4.53%	1.08%	5.60%	3.80%	4.71%	4.71%
销售成本	30.56	120.87	60.45	15.52	16.61	17.27	18.13
增长率 (YOY)	—	295.50%	-49.98%	-74.33%	7.00%	4.00%	5.00%
毛利	1.85	5.73	0.66	0.92	0.66	0.85	0.90
增长率 (YOY)	—	209.43%	-88.49%	39.34%	-28.75%	30.34%	5.00%
占总销售额比重	4.55%	11.71%	5.79%	1.29%	1.06%	0.84%	0.71%
占主营业务利润比重	1.10%	2.39%	0.24%	0.25%	0.12%	0.11%	0.09%
蔬菜瓜果种子							
销售收入	41.55	54.67	39.92	46.82	56.18	67.42	80.90
增长率 (YOY)	-55.11%	31.56%	-26.97%	17.27%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率	38.40%	51.95%	41.87%	59.77%	59.43%	59.60%	59.43%
销售成本	25.60	26.27	23.21	18.84	22.79	27.24	32.82
增长率 (YOY)	-62.58%	2.61%	-11.64%	-18.83%	21.00%	19.50%	20.50%
毛利	15.96	28.40	16.72	27.98	33.39	40.18	48.08
增长率 (YOY)	-33.96%	78.00%	-41.14%	67.39%	19.33%	20.34%	19.66%
占总销售额比重	5.84%	5.06%	3.79%	3.67%	3.47%	3.14%	3.03%
占主营业务利润比重	9.51%	11.84%	6.08%	7.57%	5.89%	4.96%	4.72%
农化产品							
销售收入	29.26	73.58	56.13	40.58	44.64	51.34	59.04
增长率 (YOY)	-75.33%	151.45%	-23.71%	-27.70%	10.00%	15.00%	15.00%
毛利率	10.00%	8.13%	4.51%	11.37%	11.37%	10.98%	10.98%
销售成本	26.34	67.60	53.60	35.97	39.57	45.70	52.56
增长率 (YOY)	-76.73%	156.69%	-20.71%	-32.89%	10.00%	15.50%	15.00%
毛利	2.93	5.98	2.53	4.61	5.08	5.64	6.48
增长率 (YOY)	-46.21%	104.29%	-57.67%	82.34%	10.00%	11.10%	15.00%
占总销售额比重	4.11%	6.80%	5.32%	3.18%	2.75%	2.39%	2.21%
占主营业务利润比重	1.74%	2.49%	0.92%	1.25%	0.89%	0.70%	0.64%
干辣椒制品							
销售收入	104.76	129.99	172.62	225.02	315.02	393.78	492.22
增长率 (YOY)	—	24.08%	32.79%	30.36%	40.00%	25.00%	25.00%
毛利率	21.73%	17.73%	22.39%	20.66%	12.16%	12.86%	12.86%
销售成本	82.00	106.95	133.97	178.54	276.73	343.15	428.93
增长率 (YOY)	—	30.43%	25.27%	33.26%	55.00%	24.00%	25.00%
毛利	22.77	23.04	38.65	46.48	38.29	50.63	63.29
增长率 (YOY)	—	1.22%	67.71%	20.27%	-17.62%	32.23%	25.00%
占总销售额比重	14.71%	12.02%	16.37%	17.63%	19.44%	18.36%	18.46%
占主营业务利润比重	13.57%	9.60%	14.05%	12.57%	6.75%	6.25%	6.21%
销售收入小计	712.06	1081.30	1054.75	1276.55	1620.84	2145.32	2666.91
销售成本小计	544.33	841.34	779.75	906.88	1053.71	1335.65	1647.17
毛利	167.74	239.96	275.00	369.67	567.12	809.68	1019.73
平均毛利率	23.56%	22.19%	26.07%	28.96%	34.99%	37.74%	38.24%

来源：齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6-12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明：

本报告仅供齐鲁证券有限公司（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客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海

联系人:王莉本

电话: 021-20315181

手机: 18616512309

传真: 021-20315125

邮编: 200120

地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

深圳

联系人:李霖

电话:0755-23819303

手机:15816898448

传真:0755-82717806

邮编:518048

地址:深圳市福田区深南大道
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京

联系人:张哲

电话: 021-20315112

手机:18621368050

传真: 021-20315125

邮编: 200120

地址: 上海市花园石桥路 66
号东亚银行金融大厦 18 层

济南

联系人:韩丽萍

电话:0531-68889516

手机:15806668226

传真:0531-68889536

邮编:250001

地址:山东济南经七路 86 号
证券大厦 2308