

## 内外发力，助推业绩增长

### ——隆平高科调研报告

隆平高科  
000998

强大的研发实力和推进研发市场化的进程使公司未来推出更多具有竞争力的品种可期。公司近三年来，自主选育的杂交水稻品种分别占同期国审和省审品种的 6.8%和 22.8%。目前公司参考国外如先锋的先进模式，已逐步建立以市场为导向、以产业发展需求为目标的科研模式，建设资源与信息共享的工厂化科研机制和流程，同时创新激励机制。未来公司将进一步加大科研投入，力争 5 年内科研经费投入占到销售收入的 10%以上，达到国际优秀公司的标准。

**价值营销，拉动产品推广面积和毛利率的双增长。**刘石总经理 2010 年上任后开始推行价值营销，价值营销介于 B to B 与 B to C 之间，面对终端消费者的实际销售依然由经销商承担，但企业自身也积极开展市场营销，通过面对终端消费者的增值服务、示范推广等活动做宣传，以点带面，调动市场需求，形成拉力，从而降低对渠道经销商的依赖，有利于掌握定价权，提高企业毛利水平，例如公司稻种的毛利率从 2009 年的 34.97%升至今年上半年的 42.16%。虽然推行价值营销费用会增加，但销售收入的增加相对更多。未来公司将以农艺测试和技术推广示范建设为基础，全力打造“四个一工程”，进一步推动价值营销的扩展。

**公司是聚焦主业、战略清晰的种业龙头。**公司坚持以杂交水稻为核心，以种业为主营业务方向，过去近 10 年时间里杂交水稻种子收入占比维持在 40%-60%之间，利润占比 50%-70%。目前，公司经营思路由“从做大到做强”转变为“先做强再做大”，已逐步退出非主业，未来公司将继续整合内外部资源，力争迅速做强做大产业规模。

**国家种业政策利好行业龙头企业。**种业政策带来三大转变，为隆平高科等种业龙头创造了好的外部环境。

**目前，公司杂交水稻种子、玉米种子业务的业绩保持快速增长。**水稻种子通过优化产品结构，品种数量做减法，优势品种做乘法，形成量价齐升局面，今年上半年收入及利润同比增长 65.85%、94.01%。玉米种子的毛利率不断走高，今年上半年提升至 49.69%，同比增加 11.41%。

**投资建议：**预计 2011-2013 年公司净利润分别为 1.43、2.16、2.92 亿元，EPS 分别为 0.51、0.78、1.05，对应 PE 分别为 54.8、36.2、26.7 倍，考虑稻种和玉米种子良好的成长性及少数股东权益的逐步解决，给予公司“增持”评级。

**风险提示：**气候灾害风险；种业政策低于预期风险。

评级

增持

分析师：李臣燕

农林牧渔行业

投资咨询执业证书编号：

S0630511010002

联系信息：

010-59707102

lcy@longone.com.cn

联系人：李其东

021-50586660-8646

liqd@longone.com.cn

日期

分析：2011 年 10 月 10 日

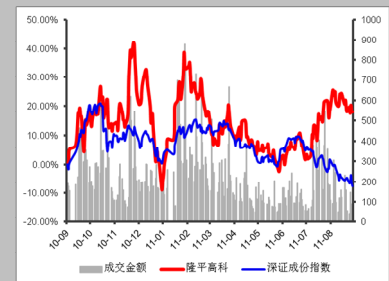
调研：有

价格

当前市价：28.17 元

目标价：33.54 元

股价表现



公司估值

	2010	2011E	2012E	2013E
EPS	0.27	0.51	0.78	1.05
PE	121.0	54.8	36.2	26.7
PB	9.1	7.3	6.5	5.7

注：EPS为最新股本摊薄后数据

## 一、“高产”的“三点一因素”分析

杂交水稻之父袁隆平院士认为杂交水稻种子能获得高产的原因有“三点一因素”，即良种、良法、良田三点加之好的天气因素，良种是核心，良法是手段，良田是基础，另外天气因素也很重要。同样，要成就一家业绩优秀的种业公司，需要有“良种”——强大的研发实力，保证公司拥有优质的品种；需要有“良法”——良好的营销能力，保证产品能得到很好的推广；需要有“良田”——公司本身是一个战略清晰、聚焦主业的优秀企业；需要外在的“天气因素”——国家种业政策的支持。

### 1、良种——强大的研发实力和推进研发市场化的进程使公司未来推出更多具有竞争力的品种可期

公司近三年来，自主选育的杂交水稻品种分别占同期国审和省审品种的 6.8%和 22.8%，公司也被发展改革委和科技部等部门认定为“国家级企业技术中心”和“国际级创新型试点企业”。我国原有的研发模式导致各个研发平台都各自为战，资源不能共享，主要靠个人发力，每个育种家在做同样的事情，重复劳动。目前公司参考国外如先锋的优秀模式，已逐步建立以市场为导向、以产业发展需求为目标的科研模式，建设资源与信息共享的工厂化科研机制和流程，促进生物技术与传统育种技术的融合，提高商业化育种效率。同时创新激励机制，加大科研人员的培养和引进力度，加强与农业科研院所和高等院校的战略合作，探索产学研有机结合的新模式，力求将科技成果迅速转化为社会生产力。据公司测算，相比较传统模式，新模式的效率能提高 30-50 倍。未来公司将进一步加大科研投入，力争 5 年内科研经费投入占到销售收入的 10%以上，达到国际优秀公司的标准。

图 1：公司的研发架构



资料来源：公司网站，东海证券研究所

## 2、良法—价值营销，拉动产品推广面积和毛利率的双增长

刘石总经理 2010 年上任后开始推行价值营销，其在先锋种业成功推广了先玉 335。价值营销是相对于价格营销提出的，价值营销不同于价格营销，它通过向顾客提供最有价值的产品与服务，创造出新的竞争优势取胜。价值营销具体招数各有不同，最主要是观念的转变。传统营销做 B to B，主要是通过维护好经销商，依靠渠道进行终端推广，导致渠道很强势，基本拿走 50%以上利润。但如果企业自己直接做终端，即 B to C，面对的则是散布于各地的 8 亿农民，深入各地田间地头长期进行跟踪了解和后续服务将产生巨大的费用，更不划算。价值营销介于 B to B 与 B to C 之间，面对终端消费者的实际销售依然由经销商承担，但企业自身也积极开展市场营销，通过面对终端消费者的增值服务、示范推广等活动做宣传，以点带面，调动市场需求，形成拉力，从而降低对渠道经销商的依赖，有利于掌握定价权，提高企业毛利水平。

目前公司在全国建立了 36,000 多个乡（镇）级零售网点，率先成立了隆平高科种粮合作社，首创了工厂化育苗的“春芽行动”，开发和成功运行了具有自主知识产权的“新农村农资流通与农技服务信息”电子商务平台，逐渐从种子生产供应商转变为农业生产综合服务提供商。

虽然推行价值营销费用会增加，但销售收入相对增加更多。传统种业毛利在 30%-40%之间，推行价值营销的先玉 335 毛率在 70%以上，公司的毛利已经随着价值营销的深入有所提高，水稻种子的毛利率从 2009 年的 34.97%升至今年上半年的 42.16%。

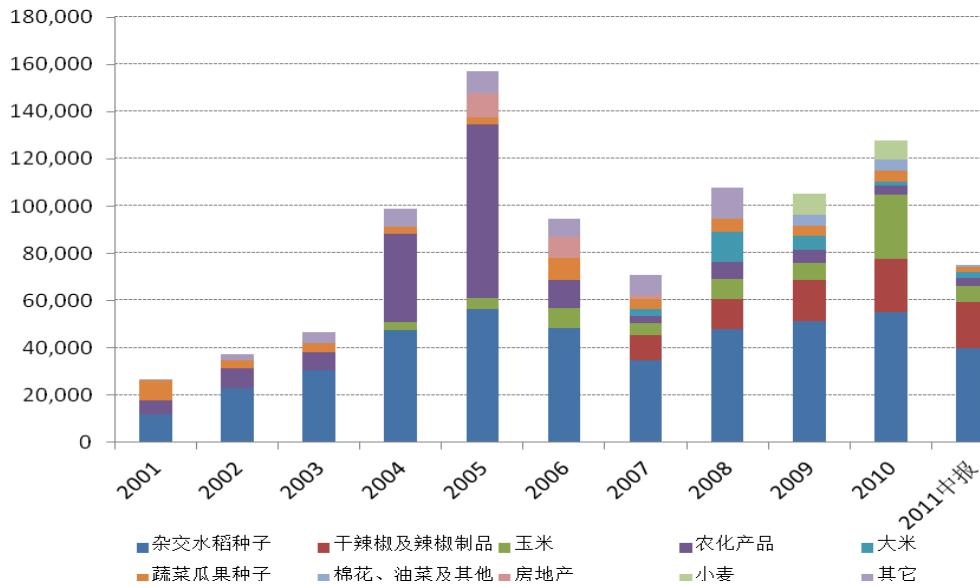
未来公司将以农艺测试和技术推广示范建设为基础，全力打造“四个一工程”：两年内发展一百家农民种粮专业合作社，为农户提供“生产技术、农资配套、农机专业化、农产品加工、市场信息、教育培训、农村金融、经营管理”等八大服务；在一千个县建设“专有化”的营销渠道，提升产品价值，让利于民，使其成为新时期服务增值、业绩增长和品牌提升的亮点；在一万个重点乡镇建设技术展示、培训和服务网点，推行以技术示范和提升整体解决方案为基础的拉动式销售，并建立一条龙式的售后服务流程；培养十万个“科技示范户”，使其成为农业技术传播和示范的核心。

## 3、良田—公司是聚焦主业、战略清晰的种业龙头

公司坚持以杂交水稻为核心，以种业为主营业务的业务发展方向，过去近 10 年时间里杂交水稻种子收入占比维持在 40-60%之间，利润占比 50-70%。公司经营思路由“从做大到做强”转变为“先做强再做大”，已逐步退出非主业，陆续将长沙融城置业、长沙嘉里有色置业、九华科技博览园等股权进行了转让。

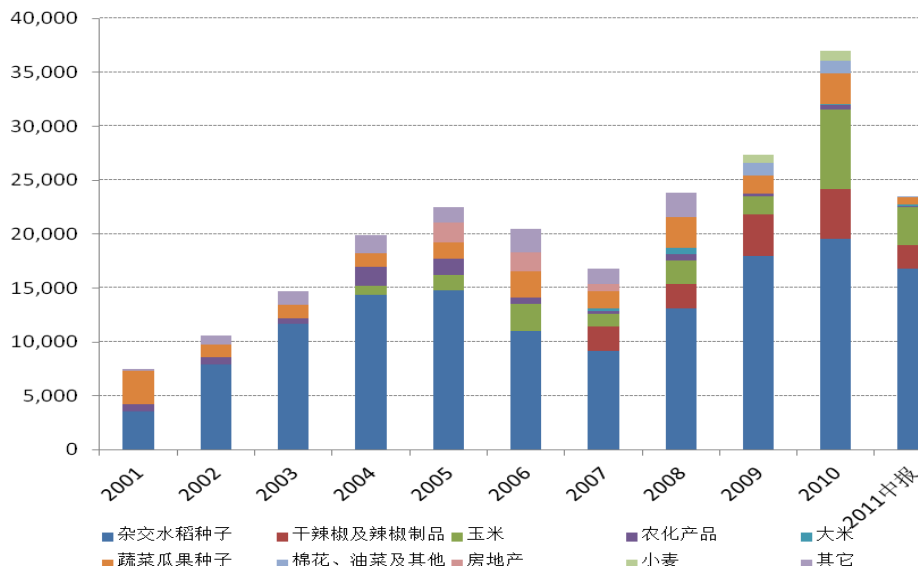
未来，公司在内部将进一步优化资源配置、加快产业融合步伐，提升协同能力和整体运营能力，力争在 2 年内完成产业整合，将产业盈利能力和价值提升 50%以上。在外部将把握行业发展的有利时机，围绕产业链条的各个环节，积极寻找优势互补的产业资源进行整合，力争迅速做强做大产业规模，用五年时间，实现经营规模翻一番的目标，进入世界种业前十强。

图 2: 分产品营业收入情况



资料来源: 公司公告, 东海证券研究所

图 3: 分产品营业利润情况



资料来源: 公司公告, 东海证券研究所

#### 4、天气因素—国家种业政策利好行业龙头企业

2011年4月, 国务院发布《关于加快推进现代农作物种业发展的意见》, 5月国务院在长沙召开全国种业工作会议, 全面部署加快推进现代农作物种业发展各项工作, 国务院副总理回良玉出席大会并实地考察了

隆平高科。甘肃、江西、四川、贵州、上海、湖南及厦门等省(市)政府先后出台了本地区的实施意见,制定了种业发展的具体目标,明确了长远的规划布局,提出了实实在在的政策措施。《意见》明文规定,将支持大型企业通过并购、参股等方式进入农作物种业;鼓励种子企业间的兼并重组,尤其是鼓励大型优势种子企业整合农作物种业资源,优化资源配置,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。

由此,种业将面临三大转变:1、以前属于小公司好做,以后有实力的大公司才有竞争力;2、种子企业家数锐减,竞争层次发生变化,原来靠价格竞争,企业控制成本、对经销商返利多就有竞争力,以后靠核心能力竞争,如品种、生产、市场营销能力;3、资源向龙头企业倾斜。解决种业市场化关键问题是商业化育种,原来国家科研单位育种经费来自国家,没有成本,但研发的品种可以对外销售。以后资源将向企业倾斜,龙头企业获得更多支持,改变原来完全靠自身投入的局面。

因此,隆平高科作为种业龙头中长期将受益于国家种业政策。

## 二、 业绩成长性分析

受益于强大的研发实力、良好的营销能力、清晰的战略,公司杂交水稻种子、玉米种子业务的业绩将保持较快增长。

### 1、水稻种子:优化产品结构,品种数量做减法,优势品种做乘法,形成量价齐升局面

水稻种子量价齐升原因是品种结构调整、种子价格提升。全公司有几百个水稻品种,隆平种业大概 100 多个品种,砍掉了 30 多个,目前主推品种有 Y 两优 1 号、准两优 608、C 两优 608、两优 1128。与其它大面积品种特征特性比较,主推品种质地总体保持在中上等。其中 Y 两优 1 号广适性更强,具有大范围推广的潜力,目前销量最大,差不多达到 500 万亩推广面积,在全国中稻中, Y 两优 1 号是推广面积最大的品种,其他三个主推品种推广面积大概在 100-200 万亩。



**表 1: 主要籼型两系大面积杂交水稻品种的产量和适宜推广区域**

	审定年份	区试平均产量(公斤/亩)	对比增产	生产试验平均产量(公斤/亩)	对比增产	对照系	审定区域	推广公司
Y 两优 1 号	2008 国审 2006 湘审	562.8	.95	555.5	4.28%	II 优 838	适宜在江西、湖南、湖北、安徽、浙江、江苏的长江流域稻区（武陵山区除外）和福建北部、河南南部稻区的稻瘟病、白叶枯病轻发区作一季中稻种植	隆平种业
C 两优 608	2010 国审 2009 湘审	592.9	4.80%	581.5	7.20%	II 优 838		隆平种业
扬两优 6 号	2005 国审 2003 苏审 2003 黔审 2004 豫审 2005 鄂审	555.98	6.34%	555.72	13.73%	汕优 63		大北农
两优 1128	2011 湘审	568.25	6.19%	572	2.00%	汕优 63	存在广泛的适应性尤其在长江中下游中稻区非常适合种植	隆平种业
Y 两优 1 号	2008 国审 2006 湘审	503.8	3.32%	486.1	2.97%	II 优 128	适宜在海南、广西南部、广东中南及西南部、福建南部的稻瘟病轻发的双季稻区作早稻种植	隆平种业
准两优 608	2009 国审 2010 湘审	520.34	8.80%	535.61	8.98%	汕优 46	适宜在广西中北部、广东北部、福建中北部、江西中南部、湖南中南部、浙江南部的稻瘟病、白叶枯病轻发的双季稻区作晚稻种植	隆平种业
丰两优 1 号	2003 皖审 2004 豫审	493.27	2.48%	468.25	4.73%	汕优 46	适宜安徽省作一季中稻种植及豫南籼稻区推广种植	丰乐种业
两优培九	2001 国审、 闽鄂湘桂苏 审			551.35		汕优 63	适宜贵州、云南、四川、重庆、湖南、湖北、江西、安徽、江苏、浙江、上海以及河南信阳、南阳地区、陕西汉中地区等一季稻区种植，广西桂南和中造地区的高肥水平田块分别作早、中造种植	大北农

**表 2: 主要籼型两系大面积杂交水稻品种的特征特性比较**

	特性						米质主要指标					抗性			备注	
	每亩有效穗数(万穗)	株高(厘米)	穗长(厘米)	每穗总粒数	结实率	千粒重(克)	整精米率	长宽比	垩白粒率	垩白度	胶稠度(毫米)	直链淀粉含量	稻瘟病综合指数(级)	白叶枯病(级)		褐飞虱(级)
Y 两优 1 号	16.7	120.7	26.3	163.9	81.0%	26.6	66.9%	3.2	33%	4.7%	54	16.0%	5.0	6	9	长江中下游一季中稻
C 两优 608	16.9	110.8	23.9	171.0	80.7%	27.1	57.0%	2.8	3%	9.2%	79	14.5%	6.6	7	9	
扬两优 6 号	16.6	120.6	24.6	167.5	78.3%	28.1	58.0%	3.0	14%	1.9%	65	14.7%	4.8	3	5	
两优 1128	14	120	24.3	195.8	76.6%	29.6	51.1%	3.1	39%	5.9%	80	14.6%	5.2	5		
Y 两优 1 号	18.5	114.7	23.6	133.3	82.2%	26.0	64.0%	3.0	27%	3.9%	73	13.0	5.1	5	7	华南双季早稻
准两优 608	16.3	108.9	24.1	137.1	82.0%	31.0	51.6%	3.2	11%	1.1%	55	20.9%	5.2	9	9	
丰两优 1 号		120	24.5	160.0	85.0%	29.0	64.4%	2.9	2%	0.1%	98	15.0%	6.0	5	9	
两优培九	17.4	120	22.8	166.0	81.0%	26.2	58.8%	3.0	22%	3.3%	65.5	19.2%	4.0			

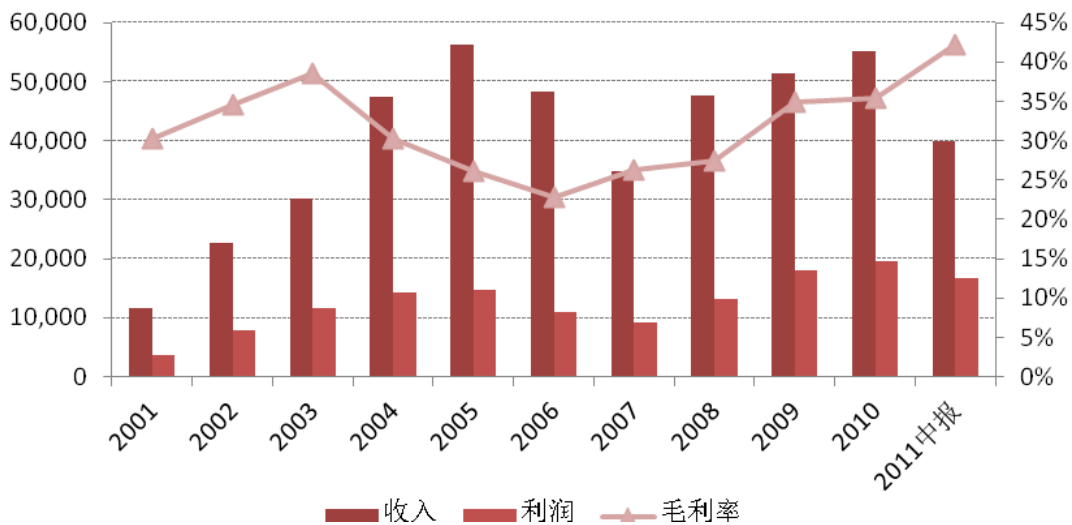
资料来源：全国农技推广中心，东海证券研究所

除了隆平种业主推的几个品种，每个子公司都有自己的拳头品种，且在特定地区具有一定优势。各子公司水稻种子品种间的相互竞争不大，因为单品占市场份额很小（可能不到 1%），完全可以通过差异化销售策略规避竞争，只有单品做到 10%-20% 份额互相之间才可能形成竞争。

优化产品结构，品种数量做减法，优势品种通过加大营销力度做乘法，2011 年上半年杂交水稻种子毛利率 42.16%，同比提升了 6.12 个百分点，实现销售收入及利润 39,873.82 万元、16,812.58 万元，同比增长 65.85%、94.01%。

杂交水稻种子的海外空间很大，是国内的 10 倍，未来可能成为公司新的增量。目前是直接出口，但受到内外政策的多方面限制，规模做不大。公司以前在海外发展注重研发，商业化效果不理想，目前已将海外业务划归水稻事业部统管，由该部门进行商业化运作，已分别成立印尼、菲律宾两家商业化运作的子公司，准备在当地研发品种并通过审定，再进行推广。不过海外扩张前期耗费时间长，投入大，产出需要一定时间，可密切关注是否有品种通过当地审定。

图 4：近几年稻种收入、利润保持增长（单位：万元）



资料来源：公司公告，东海证券研究所

## 2、玉米种子：毛利率不断走高，随着隆平 206 和利合 16 齐放量，业绩可能进入快速增长期。

玉米种子业务作为新的增长点，公司非常重视，新成立的玉米小麦蔬菜事业部由公司总裁刘石亲自担任部门总经理，刘石在推广玉米种子业务上具有丰富经验。目前公司的主推品种是隆平 206 和利合 16。

子公司安徽隆平的隆平 206 主要在黄淮海地区推广，2007 年通过安徽省审，2009 年河南省引种，2011 年通过山东、河北省审。隆平 206 特征特性上与郑单 958、先玉 335 等销量大的品种相比，产量差不多，但抗病性较好。隆平 206 在 2010 年销售了 600 公斤左右，今年处于放量阶段，销量将翻番。

**表 3: 隆平 206 与郑单 958、先玉 335 产量比较**

品种	审定范围	两年区试均产 (公斤)	增产	参照系	生产试验产量 (公斤)	比对照 增产	适宜种植区域
郑单 958	国审 2000	580.7	21.60%	掖单 19 号	587.1	7%	黄淮海夏玉米区
先玉 335	国审 2004 (夏播)	579.5	11.30%	农大 108	509.2	4.70%	河南、河北、山东、陕西、安徽、山西运城
先玉 335	国审 2006 (春播)	763.4	18.60%	农大 108	761.3	20.90%	北京、天津、辽宁、吉林、河北北部、山西、内蒙古赤峰和通辽地区、陕西延安地区
隆平 206	皖审 2007	491.9	12.57%		508.8	8.19%	安徽省
隆平 206	豫引 2009	591.6	3.50%	郑单 958			河南省开封、商丘、周口以外地区引进种植
隆平 206	冀审 2011	802.5			740		河北张家口市坝下丘陵及河川中熟区
隆平 206	鲁审 2011	633.6	4.9%	郑单 958			山东夏玉米种植区

资料来源：全国农技推广中心，东海证券研究所

**表 3: 隆平 206 与郑单 958、先玉 335 抗病性比较**

品种	审定范围	矮花叶病	弯孢菌叶斑病	茎腐病	瘤黑粉病	大斑病	小斑病	玉米螟
郑单 958	国审	高抗		感 (25%)	抗	抗	抗	
先玉 335	国审 2004 (夏播)	感	中抗	高抗	中抗	感	感	感
先玉 335	国审 2006 (春播)		感		高抗	感		抗
隆平 206	皖审 2007	抗	抗	抗	中抗	中抗	中抗	中抗
隆平 206	豫引 2009	抗	抗	抗	中抗	中抗	中抗	中抗
隆平 206	冀审 2011			中抗	高感	抗	中抗	

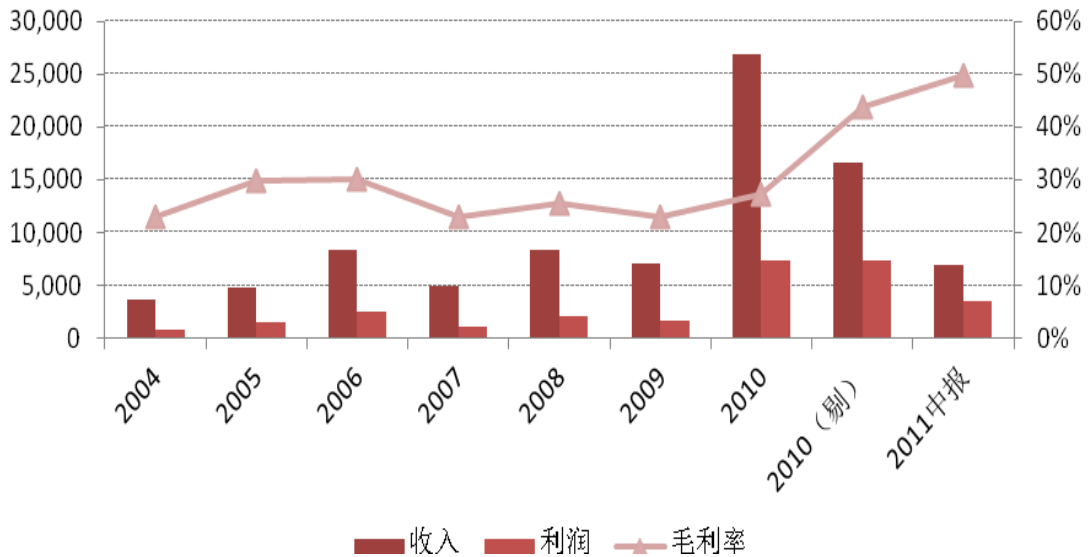
资料来源：全国农技推广中心，东海证券研究所

与利马格兰成立的合资公司目前仍处协议阶段，不过公司已于 2010 年 4 月以独占许可的方式获得利合 16 生产经营权。利合 16 的推广区域在第四积温带，去年试推广，今年销量在 100 万公斤左右。利马格兰已在中国进行了十多年的研发，未来随着合资公司的成立，相信会有更多优质品种推出。

目前，公司玉米种子业务发展势头良好。剔除北京屯玉的影响，2010 年玉米种子及利润同比增长 134.09% 和 348.05%，毛利率提高了 20.94 个百分点至 43.86%，2011 年上半年毛利率继续提升至 49.69%，同比增加 11.41%。随着隆平 206 和利合 16 齐放量，玉米种子业绩可能进入快速增长期。



图 5: 玉米收入、利润开始放量增长 (单位: 万元) (2010 年受北京屯玉的影响)



资料来源: 公司公告, 东海证券研究所

### 三、 投资建议

预计 2011-2013 年公司净利润分别为 1.43、2.16、2.92 亿元, EPS 分别为 0.51、0.78、1.05, 对应 PE 分别为 54.8、36.2、26.7 倍, 考虑稻种和玉米种子良好的成长性及少数股东权益的逐步解决, 给予公司“增持”评级。

### 四、 风险提示

气候灾害风险, 可能导致制种失败, 造成重大损失;

种业政策低于预期风险, 市场普遍对种业政策对龙头企业的利好抱有很大期望, 一旦政策推进力度较预期缓慢, 二级市场股价将面临下调风险。

表 4: 未来三年利润预测表

利润表(万元)	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	108130	105475	128040	135372	161216	204870
营业成本	84134	77975	90789	95971	108110	134844
营业税金及附加	132	117	34	164	190	239
销售费用	10223	9619	11018	12264	14394	18160
管理费用	9466	11734	12854	13500	16733	20754
财务费用	2898	2037	2481	3350	4204	5086
投资收益	6973	5600	2495	2000	2000	2000
资产减值及公允价值变动	697	2116	1183	1332	1544	1353
其他收入	(2481)	(4032)	(2364)	(0)	0	0
营业利润	6466	7676	12177	13454	21129	29139
营业外净收支	706	640	1882	1500	1500	1500
<b>利润总额</b>	<b>7172</b>	<b>8317</b>	<b>14060</b>	<b>14954</b>	<b>22629</b>	<b>30639</b>
所得税费用	570	235	585	748	1131	1532
少数股东损益	2224	3235	6014	(55)	(75)	(95)
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>4377</b>	<b>4847</b>	<b>7460</b>	<b>14262</b>	<b>21572</b>	<b>29202</b>

资料来源: 公司公告, 东海证券研究所预测

**作者简介**

**李臣燕：**农林牧渔行业分析师，中国人民大学经济学硕士，2010年2月加盟东海证券。

**评级定义**

- 市场指数评级** 看多——未来6个月内上证综指上升幅度达到或超过20%  
看平——未来6个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间  
看空——未来6个月内上证综指下跌幅度达到或超过20%
- 行业指数评级** 超配——未来6个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过10%  
标配——未来6个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间  
低配——未来6个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%
- 公司股票评级** 买入——未来6个月内股价相对强于上证指数达到或超过15%  
增持——未来6个月内股价相对强于上证指数在5%—15%之间  
中性——未来6个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间  
减持——未来6个月内股价相对弱于上证指数5%—15%之间  
卖出——未来6个月内股价相对弱于上证指数达到或超过15%

**风险提示**

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，建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

**免责条款**

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，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多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

分析师承诺“本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在利益关系”。本报告仅供“东海证券有限责任公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

**资格说明**

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

**联系方式**

<b>北京 东海证券研究所</b>	<b>上海 东海证券研究所</b>
中国 北京 100089	中国 上海 200122
西三环北路87号国际财经中心D座15F	世纪大道1589号长泰国际金融大厦11F
电话：(8610) 66216231	电话：(8621) 50586660
传真：(8610) 59707100	传真：(8621) 50819897