

**公司深度报告**
**隆平高科 (000998)**
**种子生产**
**水稻新品爆发促内生增长，积极外延拓展**

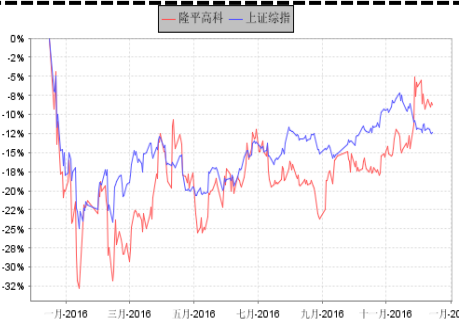
报告日期:	2016-12-31
评级:	<b>推荐</b>
上次评级:	推荐
合理区间:	<b>23.6-24.8</b>
上次预测:	22.0-24.4
当前价格 (元)	21.43
52 周价格区间 (元)	15.96-23.75
总市值 (百万)	26920.25
流通市值 (百万)	17800.89
总股本 (万股)	125619.47
流通股 (万股)	83065.30
公司网址	www.lpht.com.cn

预测指标	2015A	2016E	2017E
主营收入 (百万元)	2026	2413	2835
净利润 (百万元)	491	603	780
每股收益 (元)	0.39	0.48	0.62
每股净资产 (元)	1.87	4.63	5.04
市盈率	54.8	44.6	34.5
P/B	11.4	4.6	4.3

资料来源: 财富证券

**投资要点**

- **水稻种子业绩增长将主要靠新品系隆两优和晶两优放量。**近年来公司水稻种子业务的两大品种为 Y 两优 1 号和深两优 5814，两大品种目前基本进入了种子生命周期中的成熟期，未来推广面积将稳定。新品种隆两优华占和晶两优华占因米质优、抗性好而销售火爆，在 15/16 年首个销售季的销量分别约 200 万公斤/150 万公斤，毛利率可以达到 60%。预计 16/17 年销售季两大品种的市场需求将持续上升、两个品种销量都将超过 300 万公斤，17/18 年两个品种都可能成为 400-500 万公斤级别的大品种，最终有望成为销量超过 1000 万公斤的大品系。凭借优秀的研发能力和丰富的产品储备，公司的杂交水稻种子业务将迎来高速增长。
- **玉米种子销售区域未来将逐渐从黄淮海区域拓展至东北。**公司现已战略性切入了东北玉米种业市场，隆平 702 已在东北区域成功推广；公司自主研发的隆平 943、隆平 711、隆平 701 等均已进入区试，且增产等表现较为突出。
- **布局蔬菜、黄瓜、粳稻等种子业务，补齐短板。**2015 年公司收购天津德瑞特加强蔬菜种子实力；2016 年收购江淮园艺、广西恒茂，且合资设立粳稻公司，增强相关领域的研发实力和渠道建设。
- **中信入主，积极外延拓展。**2016 年初中信入主的定增项目完成，公司升级国家队，进入新的发展阶段。中信集团提供给公司的主要是资源和战略布局，国际化战略有望加快。考虑到业绩承诺，预计近 2-3 年，国内外并购项目都会逐步落地。
- **盈利预测：**预计公司 2016-2017 年 EPS 为 0.48 元和 0.62 元，对应目前股价 PE 为 44.6 倍和 34.5 倍。参考行业平均估值且看好公司内生稳健增长、新品推广迅速和国际国内外延并购预期，给予公司 2017 年 38-40 倍 PE，合理区间为 23.6-24.8 元，维持“推荐”评级。

**一年期收益率比较**


表现%	1m	3m	12m
隆平高科	6.88	7.5	-984.71
上证综指	-4.50	3.29	-13.13

**财富证券研究发展中心**

刘雪晴 研究助理: 白玉涵  
 0731-84779556 0731-88954625  
 liuxq@cfzq.com baiyh@cfzq.com  
 S0530210080001

**相关研究报告:**

《公司研究\*隆平高科 (000998) 2016 年三季报点评: 水稻新品种迅速放量，外延拓展积极推进》2016-11-03  
 《公司研究\*隆平高科 (000998) 2016 年中报点评: 水稻种子业务提升业绩，关注新品推广及外延进程》2016-09-06

## 目 录

一、公司概况 .....	- 4 -
1.1 公司是国内最具竞争力的综合性种业企业之一 .....	- 4 -
1.2 杂交水稻和杂交玉米种子是公司核心业务，新品带动内生性高增长 .....	- 5 -
二、“3（水稻、玉米和蔬菜）+X”战略横向拓展 .....	- 7 -
2.1 水稻种子业绩增长将主要靠新品系隆两优和晶两优放量 .....	- 7 -
2.2 玉米种子表现平稳，销售区域将从黄淮海拓展至东北 .....	- 9 -
2.3 外延拓展蔬菜种子业务补齐短板 .....	- 10 -
三、种子行业过剩成为常态，研发实力是核心竞争因素 .....	- 11 -
3.1 行业市场化加速，但库存过剩成为常态 .....	- 11 -
3.2 研发实力是行业发展最重要的因素，公司成为引领者 .....	- 13 -
四、中信入主，积极外延拓展 .....	- 14 -
五、盈利预测和投资评级 .....	- 15 -
六、风险提示 .....	- 15 -
七、三大财务报表 .....	- 16 -

## 图表目录

图表 1: 隆平高科股权结构 .....	- 4 -
图表 2: 隆平高科重要子公司情况 .....	- 5 -
图表 3: 隆平高科收入结构 (亿) .....	- 5 -
图表 4: 隆平高科整体利润情况 .....	- 6 -
图表 5: 隆平高科主要业务毛利率 (%) .....	- 6 -
图表 6: 2016 年农业部主推水稻品种 .....	- 7 -
图表 7: 隆平高科近几年主力水稻品种 .....	- 7 -
图表 8: 隆平高科 2016 年通过国审的水稻新品种 .....	- 8 -
图表 9: 隆平高科近几年主力玉米品种 .....	- 10 -
图表 10: 我国种业市场化改革进程中相关政策法规 .....	- 12 -
图表 11: 杂交水稻制种面积 .....	- 12 -
图表 12: 杂交玉米制种面积 .....	- 12 -
图表 13: 杂交水稻种子供需情况 .....	- 12 -
图表 14: 杂交玉米种子供需情况 .....	- 12 -
图表 15: 我国种子企业数量 .....	- 13 -
图表 16: 隆平高科研发投入逐年增加 .....	- 13 -
图表 17: 隆平高科国内外布局 .....	- 15 -

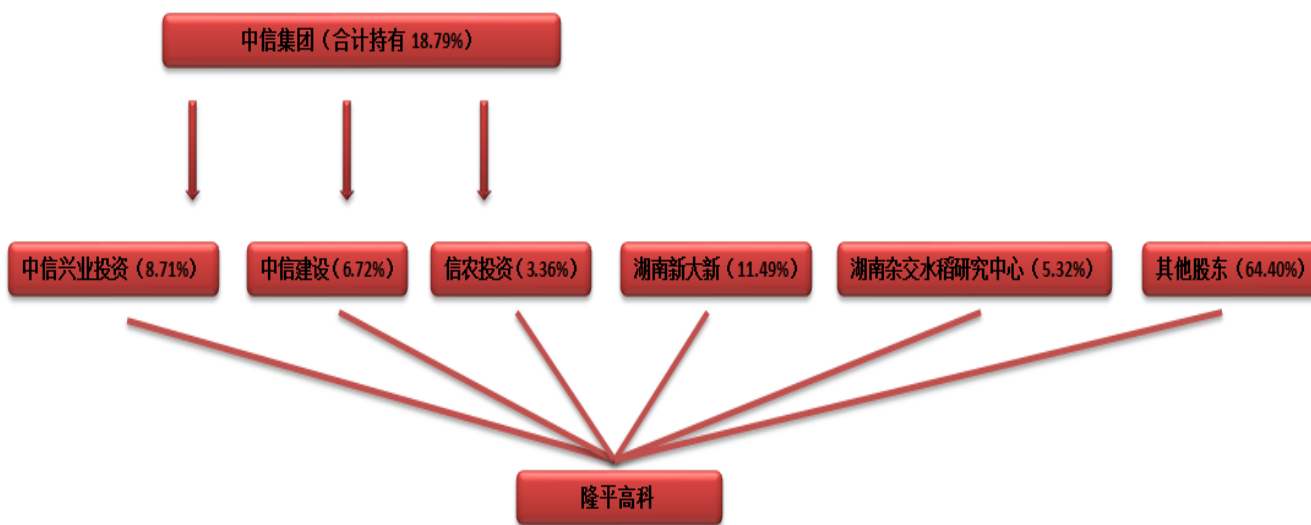
## 一、公司概况

### 1.1 公司是国内最具竞争力的综合性种业企业之一

隆平高科成立于 1999 年，由袁隆平院士、湖南省农业科学院和湖南杂交水稻研究中心等发起设立，2000 年在深交所上市。公司是我国首批拥有完整科研、生产、加工、销售和服务体系的“育繁推一体化”种业企业之一。公司聚焦种业，以杂交水稻和杂交玉米种子为核心业务，杂交水稻种子市场份额全球第一、杂交玉米种子位列全国前列、杂交辣椒种子推广面积全国第一、杂交棉花种子推广面积全国第三。公司作为国内最具竞争力的综合性种业企业之一，具有很强的品牌优势和行业影响力，先后获得“农业产业化国家重点龙头企业”、“中国种业五十强”、“中国种业骨干企业”等荣誉。

公司最初控股股东为湖南省农业科学院，2004 年 12 月长沙新大新集团有限公司受让湖南省农业科学院的全部国有股权，成为公司控股股东。2015 年 12 月公司非公开发行获得证监会核准批复，中信集团成为公司实际控制人，财政部为公司最终控制人。在非公开发行中，中信兴业投资、中信建设和信农投资三家公司均为中信集团下属子公司，截至目前，中信集团合计持有隆平高科的股权比例为 18.79%。

图表 1：隆平高科股权结构



资料来源：公司公告、财富证券

公司的子公司众多，体系庞大。亚华种子、隆平种业和四川隆平主要经营杂交水稻等种子业务，安徽隆平主要经营杂交玉米等种子业务，新疆红安主要经营辣椒种子业务。公司近两年还在蔬菜、黄瓜、粳稻等业务方面进行了布局，2015 年收购天津德瑞特加强蔬菜种子实力，2016 年收购江淮园艺、广西恒茂，且合资设立粳稻公司。

图表 2：隆平高科重要子公司情况

重要子公司	持股比例	主要业务	经营地区
亚华种子	100%	农作物种子的研究、开发、选育和批发、零售，植物激素的经销	湖南
隆平种业	100%	培育、繁殖、推广、销售农作物种子；研究、开发新型农药、化肥并提供农业高新技术开发、成果转化	湖南
四川隆平	80	农作物种子的研究、开发、选育和批发、零售	四川
安徽隆平	100%	农作物种子的经营、农用激素的销售、农产品加工与服务	安徽
新疆红安	63.69%	各类农作物种子销售；农副产品的收购、加工、销售；农膜、农业机械的销售	新疆

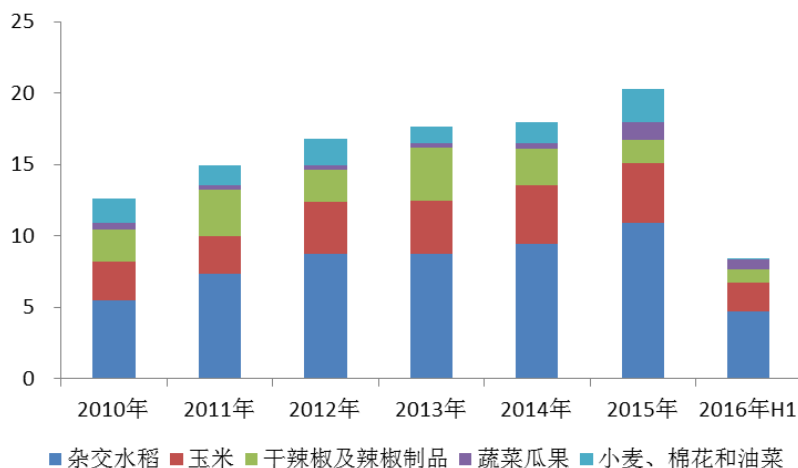
资料来源：公司公告、财富证券

公司注重营销渠道的精耕细作和服务体系的建设与完善，目前通过县级经销商已在全国村级人口集散地建立起密集的营销网点，营销手段丰富，营销创新能力强，凭借集团的优势实现多品牌、多主体、宽渠道运行。在业内开创的订单销售模式通过隆商通 app 订兑系统实现了信息化运作，平衡了生产与库存，打通了公司与终端客户信息沟通渠道，为销售扁平化做铺垫，有助于建立公司终端客户的大数据系统，为需求导向的精益生产和精准营销奠定了基础。

## 1.2 杂交水稻和杂交玉米种子是公司核心业务，新品带动内生性高增长

公司主要业务包括：杂交水稻、杂交玉米、干辣椒及辣椒制品、蔬菜瓜果、小麦棉花及其他。2016 年上半年实现营业收入 8.55 亿元，从收入及利润结构来看，杂交水稻和杂交玉米是公司目前的核心业务，分别贡献了 55.70%/23.13% 的营业收入；61.01%/27.79% 的毛利润。

图表 3：隆平高科收入结构（亿）

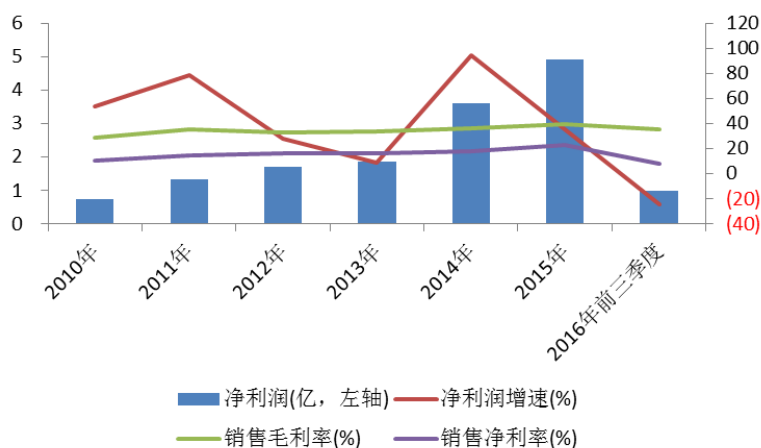


资料来源：公司公告、财富证券

公司 2015 年、2016 年前三季度分别实现收入 20.26/10.45 亿元，同比分别上升 11.59%、17.75%；实现净利润 4.91/1.00 亿元，同比分别上升 35.65%、下降 24.09%。

2015 年业绩高增长主要源于水稻业务销售增长以及德瑞特、绿丰园艺等收购并表，内生性增长约 25%。2016 年前三季度净利润大幅下跌的原因主要在于投资收益减少，投资收益为 464.81 万元，同比下降 89.20%；值得注意的是，得益于新品隆两优、晶两优系列的良好市场表现，2016 年前三季度公司扣非后净利润同比增长 36.10%，三季度末公司预收款项为 4.23 亿元，同比增长 92.04%，内生性增长表现优秀。

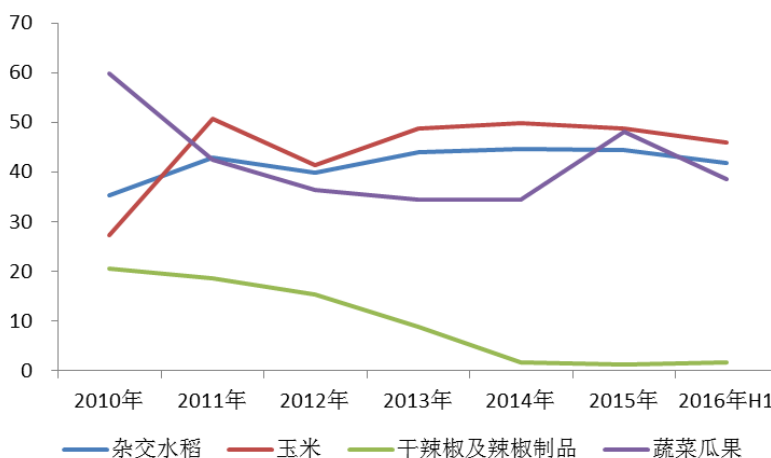
图表 4：隆平高科整体利润情况



资料来源：公司公告、财富证券

分业务毛利率方面，2015 和 2016 年杂交水稻、玉米和蔬菜的毛利率都在 40% 以上。值得注意的是，2016 年新水稻品种隆两优和晶两优系列具有很强的广适性和抗病性，在今年气候异常、稻瘟病频发的环境下优势凸显，市场认可度高。这两个系列定价较高，毛利率可高达 60%，2016 年前三季度带动公司整体销售毛利率达 35.25%，同比增长 3.53%。

图表 5：隆平高科主要业务毛利率 (%)



资料来源：公司公告、财富证券

## 二、“3（水稻、玉米和蔬菜）+X”战略横向拓展

前几年公司紧紧围绕“聚焦种业、逐步淡出延伸产业”的战略，重点发展杂交水稻和杂交玉米等核心种子业务，逐步剥离非种业资产和减少相关投资。目前公司致力于“种业运营+农业服务”价值链战略，品类上制定“3+X”战略横向拓展，“3”即水稻、玉米和蔬菜，公司未来将主要发展这几类种子业务。

### 2.1 水稻种子业绩增长将主要靠新品系隆两优和晶两优放量

近年来公司水稻种子业务的两大品种为 Y 两优 1 号和深两优 5814，这两大品种目前也是 2016 年农业部力推的主要稻种。Y 两优 1 号是由公司股东湖南杂交水稻研究中心选用 Y58S（母本）和 9311（父本）培育而成的籼型两系杂交水稻品种，具有高产和优质等特点，于 2008 年通过国审。Y 两优 1 号可种植范围广，在长江流域、云南、重庆、海南、广西南部 and 广东中南部等多个稻区均可种植。Y 两优 1 号深受市场认可，2013 年推广面积超过 500 万亩，是连续多年位列我国杂交水稻推广面积的前三名品种。深两优 5814 是由国家杂交水稻工程技术研究中心选育 Y58S（母本）和丙 4114（父本）培养而成、子公司湖南亚华种子引种的籼型两系杂交水稻品种，具有高产、优质和抗性好的优点，于 2009 年通过国审，且获得 2012 年农业部“超级稻”荣誉。2013 年该品种推广面积接近 400 万亩。由于两大品种目前基本进入了种子生命周期中的成熟期，预计未来两年将保持推广面积稳定在 550-600 万亩。

图表 6：2016 年农业部主推水稻品种

区域	品种
长江流域	Y 两优 1 号、新两优 6 号、中浙优 1 号、内 5 优 8015、珞优 8 号、宜优 673、丰两优四号、宁粳四号、南粳 9108、深两优 5814、中嘉早 17、中早 39、隆香优 130、天优华占、五优 308
华南稻区	美优 796、天优 998、五山丝苗、深优 9516
西南稻区	宜香优 2115、德优 4727、川优 6203、楚粳 28 号、内 5 优 39
北方稻区	龙粳 25、龙粳 31、绥粳 14、通禾 899、沈农 9816、宁粳 43 号

资料来源：中国产业信息网、财富证券

公司近年的稻种中除了 Y 两优 1 号和深两优 5814 之外，“第二梯队”品种包括 C 两优 608、准两优 608 和广两优 1128 等也因各自优点获得了市场广泛认可，是保证公司在杂交水稻上领先优势的重要品种。

图表 7：隆平高科近几年主力水稻品种

品种名称	亲本来源	审定编号	类型	特性	适宜地区
Y 两优 1 号	Y58S×9311	国审稻 2008001	籼型两系 杂交水稻	丰性好，米质 鉴定为国标优 质 3 级，中感稻 瘟病，感白叶枯 病，耐寒性中 强。栽培上要注	海南、广西南部、广东中 南及西南部、福建、重庆、 江西、湖南、北、安徽、 浙江、江苏、河南南部

				意防治稻瘟病和白叶枯病。
深两优 5814	Y58S×丙 4114	国审稻 2009016	籼型两系杂交水稻	熟期适中,产量高,中感稻瘟病和白叶枯病,高感褐飞虱,米质优。 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)以及福建北部、河南南部
C 两优 608	C815S×R608	国审稻 2010015	籼型两系杂交水稻	熟期适中,量较高,高感稻瘟病,感白叶枯病,高感褐飞虱,米质一般。 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)以及福建北部、河南南部稻区的稻瘟病、白叶枯病轻发区
准两优 608	准 S×R608	国审稻 2009032	籼型两系杂交水稻	熟期适中,产量高,高感稻瘟病、白叶枯病和褐飞虱,米质较优。 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
广两优 1128	广占 63×HR1128	国审稻 2015019	籼型两系杂交水稻	米质优,产量高,但要注意防治稻瘟病、纹枯病、稻曲病和螟虫、稻飞虱等病虫害。 适宜江西、湖南(武陵山区除外)、湖北(武陵山区除外)、安徽、浙江、江苏的长江流域稻区以及福建北部、河南南部作一季中稻种植。稻瘟病重发区不宜种植。
广两优 2010	广占 63-4S×R2010	湘审稻 2012010	籼型两系杂交水稻	产量高,耐高温能力强,耐低温能力一般,注意防治病虫害。 适宜在湖南省稻瘟病轻发的山丘区作中稻种植

资料来源:公司公告、国家水稻数据库、财富证券

2016年上半年公司有17个杂交水稻新品种通过国家审定,占当期通过国家审定杂交水稻新品种总数的26.15%;有18个杂交水稻新品种通过省级审定;共推荐152个新品种参加国家和省级区试,其中61个新品种参加国家级和省级生产试验,参试品种数量较上年同期有大幅增长;随着“隆两优”、“晶两优”等一系列高产、稳产、抗病、抗虫、广适的优质品种通过审定,为未来进一步丰富产品线奠定了坚实基础,也为公司杂交水稻种业发展提供了强大的动力。

图表 8: 隆平高科 2016 年通过国审的水稻新品种

序号	品种名称	亲本来源	类型	选育单位	审定编号
1	隆优 4945	隆香 634A×R4945	籼型三系杂交稻	隆平高科	国审稻 2016613
2	隆两优 1319	隆科 638S×R1319	籼型两系杂交稻	隆平高科	国审稻 2016612
3	隆两优 149	隆科 638S×R149	籼型两系杂交稻	隆平高科	国审稻 20166 1



4	隆两优 3463	隆科 638S×R3463	籼型两系杂交稻	隆平高科	国审稻 2016610
5	隆两优 1988	隆科 638S×R1988	籼型两系杂交稻	隆平高科	国审稻 2016609
6	晶两优 1377	晶 4155S×R1377	籼型两系杂交稻	隆平高科	国审稻 2016608
7	隆两优 1146	隆科 638S×华恢 146	籼型两系杂交稻	隆平高科	国审稻 2016607
8	隆两优 1206	隆科 638S×R1206	籼型两系杂交稻	隆平高科	国审稻 2016606
9	晶两优 534	晶 4155 ×R534	籼型两系杂交稻	隆平高科	国审稻 2016605
10	隆两优黄莉占	隆科 638S×黄莉占	籼型两系杂交稻	隆平高科	国审稻 2016604
11	隆两优 534	隆科 638S×R534	籼型两系杂交稻	隆平高科	国审稻 2016603
12	晶两优华占	晶 4155S×华占	籼型两系杂交稻	亚华种业	国审稻 20 6602
13	晶两优 1212	晶 4155S×R1212	籼型两系杂交稻	隆平高科	国审稻 2016601
14	隆两优华占	隆科 638S×华占	籼型两系杂交稻	隆平高科	国审稻 201 045
15	隆两优 1141	隆 638S×R1141	籼型两系杂交稻	隆平高科	国审稻 2016037
16	晶两优华占	晶 4155S×华占	籼型两系杂交稻	亚华种业	国审稻 2016022
17	天优 812	天丰 A×华恢 812	籼型三系杂交稻	亚华种业	国审稻 2016003

资料来源：公司公告、国家水稻数据库、财富证券

2016 年极端天气频发，前期连续阴雨、后期连续高温。市场上很多种子产品因为天气的影响，结实率低，大多减产。而公司的隆两优华占和晶两优华占等新品种在全国各地田间表现突出，结实率很高。这主要是因为新品的母本不育系分别来自隆科 638S 和晶 4155S，两者都是由公司自主研发出来的、较难复制，主要特点是高产的同时有高抗稻瘟性和口感好。之前的两大品种 Y 两优 1 号和深两优 5814 有个弊端就是二者的母本 Y58S 由于并不是公司自主研发，没有独家使用权，所以导致品种的市场份额容易被抢占。而隆两优和晶两优系列的母本属于公司研发成果，与之有本质的区别。

隆两优华占在 2015 年和 2016 年两次通过国审，适宜种植范围由长江中下游逐步扩展至整个长江区域，具有很强的品种优势。15/16 年首个销售季的销量约 200 万公斤。晶两优华占于 2016 年两次通过国审，适宜种植区域也有所扩大，米质优、产量高，15/16 销售季的销量约 150 万公斤。这两个新品种终端销售价格在 110-120 元/公斤，出厂价约 60 元/公斤，毛利率可以达到 60%。由于 15/16 年销售季这两个新品基本处于脱销状态，预计 16/17 年销售季两大品种的市场需求将持续上升、两个品种销量都将超过 300 万公斤，17/18 年两个品种都可能成为 400-500 万公斤级别的大品种。

隆两优和晶两优系列的市场认可度超出预期，有望成为南方稻区杂交水稻新一代主推品系。未来公司水稻种子业绩增长预计也将主要依靠隆两优和晶两优两个新品系放量。预计这两个最终可能成为销量超过 1000 万公斤的大品系。我们认为凭借优秀的研发能力和丰富的产品储备，公司的杂交水稻种子业务将迎来高速增长。

## 2.2 玉米种子表现平稳，销售区域将从黄淮海拓展至东北

近年来公司玉米种子业务的主要品种是隆平 206。该品种是郑单 958 的改进品种，前期已通过安徽、河南、山东及江苏等多个省份的审定，在 2014 年成为黄淮海地区的主要品种之一，公司的玉米种子也主要在淮海区域销售。2015 年全国玉米种植面

积由 4.8 亿亩下调到 4 亿亩，由于主要在镰刀湾地区减少，对黄淮海地区影响较小，对公司玉米种子销售影响也不大。

目前，隆平 206 已处于推广成熟期，15/16 年销售季推广面积 1700 万亩，销量约 2000 万公斤左右，销售价格约 40 元/公斤。预计 16/17 年销售季情况将比较稳定。玉米未来储备品种包括隆平 207、隆平 208、隆平 702 和隆平 211 等。

图表 9：隆平高科近几年主力玉米品种

品种名称	审定编号	产量表现	适宜地区
隆平 206	皖品审 07050572	2007-2008 两年平均亩产 591.6kg, 比对照郑单 958 增产 3.5%; 2012 年平均亩产 808.2kg, 创造了安徽省夏玉米单产历史高产纪录	安徽、山东、河南（开封、商丘、周口以外）地区、河北张家口市坝下丘陵及河川中熟区种植
	豫引玉 2009010		
	鲁农审 2011008		
	冀审玉 2011024		
隆平 207	晋审玉 2012008	2009-2010 年平均亩产 723.9 千克，比对照郑单 958 增产 8.7%。2010-2011 年平均亩产 747.5 千克，比当地对照增产 5.3%	山西春播中晚熟区
隆平 208	赣审稻 2006047	2014-2015 年参加自行开展黄淮海夏玉米扩区试验，两年平均亩产 688.2 公斤，比对照郑单 958 增产 4.0%	河南省各地夏播种植、安徽省江淮丘陵和淮北区
	豫审玉 2011007		
	冀引玉 2014008		
隆平 211	皖玉 2010003	2007 年区试亩产 530 公斤，较对照品种增产 6.5%; 2008 年区试亩产 567 公斤，较对照品种增产 11.0%。2009 年生产试验亩产 523 公斤，较对照品种增产 4.3%	沿淮、淮北区
隆平 702	蒙审玉 2014032	2011 年内蒙古极早熟预备试验，亩产 675.8 公斤，比临近对照增产 33.2%，2012 年内蒙古极早熟组区试亩产 694.1 公斤，较产量平均值增产 7.75%	内蒙古、黑龙江早熟区

资料来源：公司公告、公司网站、财富证券

公司玉米种子销售区域未来将逐渐从黄淮海区域拓展至东北。公司现已战略性切入了东北玉米种业市场，隆平 702 已在东北区域成功推广；公司自主研发的隆平 943、隆平 711、隆平 701 等均已进入区试，且增产等表现较为突出，未来将主要在东北地区推广，进一步填补公司在东北区域的业务空白。

### 2.3 外延拓展蔬菜种子业务补齐短板

隆平高科从 2015 年初开始蔬菜种业的布局，2015 年 6 月公司董事会通过收购天津德瑞特种业及天津市绿丰园艺各 80% 的股权协议。协议规定，德瑞特和绿丰园艺 2015-2017 年归属母公司净利润均应在 2014 年的基础上复合增长 15% 及以上（且每年同比增速不低于 13%）。天津德瑞特专注于开展黄瓜的育种研究和推广工作，是业内领先企业，其产品已进入全国 70% 的黄瓜大棚，在山东沂南、苍山等黄瓜主产区的市场份额超过 80%。天津德瑞特目前在甜瓜研发方面取得了重大突破，大幅提升了传统甜瓜品种“羊角脆”的甜度，并将推出多种面向不同消费需求的甜瓜，产品线得以极大丰富。

2016年10月公司与安徽江淮园艺种业股份有限公司签署合作框架协议，拟收购江淮园艺51%的股份。江淮园艺承诺2016-2019年累计扣非后净利润不低于1260万元、3087万元、5553万元及8513万元。公司和江淮园艺的合作主要关于南瓜品种，拓展瓜果、蔬菜种子业务。

蔬菜种子板块是公司“3+X”（水稻、玉米和蔬菜）战略支柱之一，公司积极外延拓展将大大增强公司在黄瓜、南瓜等蔬菜瓜果种子细分领域的研发实力和渠道建设，并为公司补齐短板。

### 三、种子行业过剩成为常态，研发实力是核心竞争因素

#### 3.1 行业市场化加速，但库存过剩成为常态

2000年《种子法》施行后，我国种业开始进入市场化阶段。该项法规打破了种业计划经济模式，开放了市场化经营，明确了品种权和种质资源保护。但是也有一些问题遗留下来，如：1、科研育种的“双轨制”严重阻碍了商业化育种发展。由于我国的种质资源和经费主要集中在科研院所，而科研院所依附于行政机构，农业科研人员的技术职称要参照行政级别，因此没有动力参与到商业化育种事业中来，研究出来的品种不符合市场化导向，“育”、“繁”、“推”脱节现象严重。2、种子无证制售、虚假宣传和套牌侵权等不规范的市场行为普遍发生。种子监管工作维权成本高、品种同质性高且原创性不足导致非法制种行为猖獗，严重扰乱了公平竞争的市场秩序，优秀种企的知识产权得不到保护，挫伤了企业和育种家的积极性。

2011年至今，种业市场化改革逐步展开。国务院、农业部相继出台一系列政策法规，加快推进“事企脱钩”：明确科研机构 and 种业企业的责任分工，脱钩的科研机构主要进行农作物种业基础性公益性研究，育繁推一体化种子企业积极构建商业育种体系。多项政策施行有利于加速我国商业化育种体系的建立，推动种质资源和人才、技术流向优秀种企，促进种业的健康发展。

2015年11月新《种子法》修订完成，并于2016年1月1日正式执行。新《种子法》与原《种子法》的区别主要在于：1、简化政府职能，农作物品种审定速度加快。对“育繁推一体化”种子企业的生产经营许可证的审批权下放到省级部门批准且由引种程序准许制改为备案制；将主要农作物审定品种由28种减少到5种；对经认定的“育繁推一体化”种子企业实行“绿色通道”，允许其自主研发的品种可自行完成试验。2、加强对制造和销售侵权假冒种子的处罚力度及对植物新品种权的保护。生产侵权假冒种子行为的民事赔偿标准由获利数额改为权利人实际损失或侵权人获利的1-3倍；在财税、信贷、保险、良种繁育基地建设等方面加强对品种选育、生产、示范推广、种质资源保护。

新种子法在法律高度对种业新品种审定制度、科研创新机制改革和品种权保护等几方面加强了监管，进一步改善行业秩序和简化审批流程，保护和鼓励有创新科研能力的种企，利于隆平高科这样有研发优势的龙头种企。

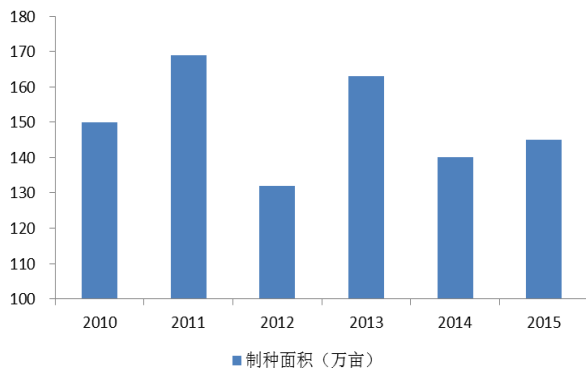
图表 10：我国种业市场化改革进程中相关政策法规

时间	种业政策法规
2011 年	《关于加快农作物种业现代化建设的意见》、《农作物种子生产经营许可管理办法》
2013 年	《关于深化种业体制改革提高创新能力的意见》
2015 年	《关于加快推进种业“事企脱钩”的通知》
2016 年	新《种子法》

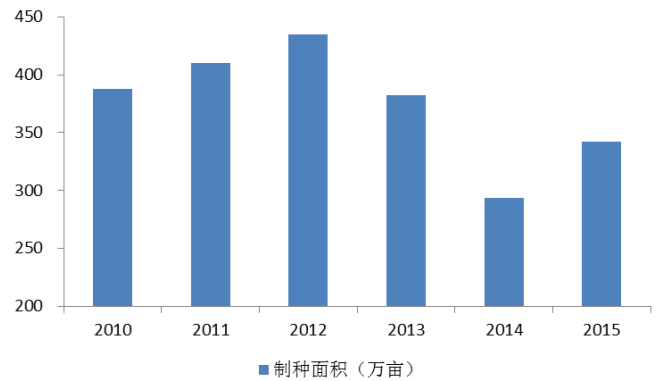
资料来源：农业部、财富证券

由于我国种子行业早期准入门槛较低，以致种子企业过度扩大生产，尤其是从 2013 年开始，可供种量远远高于需求量，种子库存达到近年来的高点。2013 年以后，种子企业纷纷调减了制种面积，整个种子市场供大于求的局面有所缓和，但库存过剩已成为一种常态。

图表 11：杂交水稻制种面积



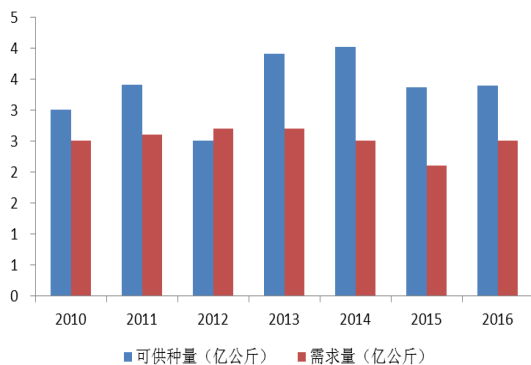
图表 12：杂交玉米制种面积



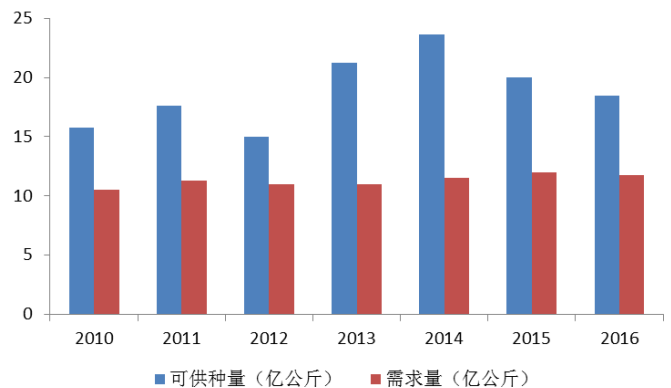
资料来源：中国农技推广中心、财富证券

资料来源：中国农技推广中心、财富证券

图表 13：杂交水稻种子供需情况



图表 14：杂交玉米种子供需情况



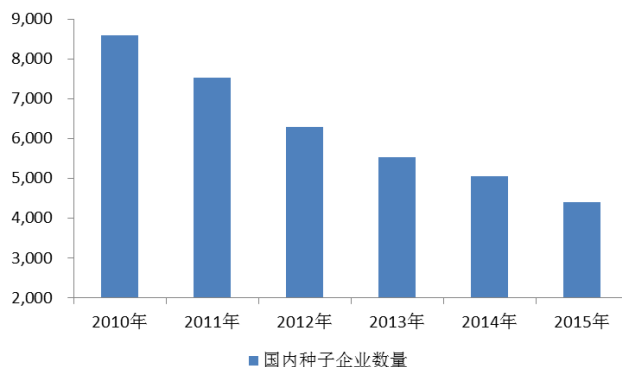
资料来源：中国农技推广中心、财富证券

资料来源：中国农技推广中心、财富证券

2011 年 8 月我国颁布了《农作物种子生产经营许可管理办法》，提高了种业企业

门槛，不少种子企业破产退出。随着市场竞争愈加激烈，种企数量迅速下降，从 2010 年的 8000 多家减少到 2015 年的 4000 多家，前 50 强企业市场份额不到 40%，市场集中度低。

图表 15：我国种子企业数量



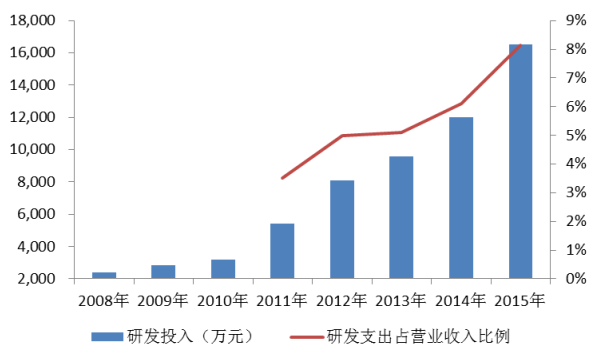
资料来源：中国农技推广中心、财富证券

目前我国杂交水稻用种量约 2.5 亿公斤，近几年一直保持平稳状态，总量上已经趋于饱和。隆平高科杂交水稻种子的市占率约 15%，公司未来的目标是通过品种进行结构性调整，依靠大品种占据更多的市场份额（如隆两优、晶两优系列），争取在 3-5 年内将公司的杂交水稻的市占率提升到 30% 以上（公司在历史上最初市占率曾高达过 40%）。我国杂交玉米用种量约 11 亿公斤，近几年也保持平稳状态，A 股上市公司登海种业在杂交玉米种子方面市占率第一，而隆平高科在杂交水稻种子方面市占率第一，二者分别在对应领域的科研水平、公司资质等旗鼓相当。

### 3.2 研发实力是行业发展最重要的因素，公司成为引领者

在过去种业监管机制不完善时，很多中小型种企没有研发实力，一般在科研院所购买种子使用权后再制种销售。因此业绩与营销能力关系很大。随着新《种子法》等一系列法律法规出台，科研机构和育繁推一体化种子企业分工明确，利于具研发实力的优质种企获得更多市场份额。

图表 16：隆平高科研发投入逐年增加



资料来源：公司公告、财富证券

自隆平高科成立以来，逐步加大对种业研发的投入。研发投入连续多年超过主营业务收入的 5%，其中 2015 年研发支出超过 1.65 亿元，占营业收入的 8.15%。公司目前的研发体系完善，包含超级稻研究中心等传统育种平台、生物技术实验室等生物育种平台、还有湖南水稻研究中心等国内平台、菲律宾育种中心等海外平台。公司重视研发，预计也将保持长久的领先创新能力。

#### 四、中信入主，积极外延拓展

隆平高科于 2015 年 5 月以 11.83 元/股（调整后）的价格向中信集团及其子公司非公开发行募集资金 30.75 亿元。目前定增完成，中信集团成为公司第一大股东，公司升级国家队，进入新的发展阶段。

2016 年 1 月，公司组织了“新隆平、新愿景”的战略会。公司的远景目标是：10 年时间进入全球种业前五强。具体包括：1、2017 年进入全球种业前十强；2、2020 年进入全球种业前八强；3、2025 年进入全球种业前五强。

会议上公司还明确了十三五规划战略，主要包括：一个定位，二番目标，四大业务战略。一个定位是要成为世界优秀的种业公司，提供综合农业服务解决方案。二番目标是力争 2020 年实现收入 70 亿、净利润 15 亿。四大业务战略包括：1、价值链战略即“种业运营+农业服务”；2、品类战略即“3+X”横向扩展，期望 2020 年 3 大核心品类国内市占率目标为杂交水稻种子 25%、杂交玉米种子 10%、蔬菜种子 3%；3、区域战略即“国内市场+国际市场”，以一带一路重点突破；4、增长战略即“内生发展+外延驱动”的并购机会。

我们认为，公司战略规划目标的实现不仅需要内生性增长，还需要外延并购业务的推进。中信入主提供给公司的主要是资源和战略布局。在中信入主前，由于受到种质资源进出口的限制，公司国际化战略推进较慢，中信入主后，国际化战略有望加快，和中信共同成立农业产业基金也将为公司引导更多国内外并购项目。考虑到业绩承诺（定增公告里公司承诺 2014-2018 年净利润不低于 3.6 亿、4.9 亿、5.9 亿、7.7 亿、9.4 亿元），预计近 2-3 年，国内外并购项目都会逐步落地。

公司在国内并购倾向于优势互补型企业，包括：1、除了水稻、玉米等其他种子品类龙头公司；2、在地域或销售能力上可以互补的公司；3、具有优秀人才储备的公司。公司近期在国内收购的标的按照这个路线在进行。公司在国际上并购主要布局在东南亚、中亚国家。现在公司已在东南亚、中亚等国家建立研发机构，研发生产适合当地的商业化水稻品种。公司于 2008 年就已经在菲律宾设立研发中心，现在在印尼、巴基斯坦也有了研发基地。很多东南亚国家杂交水稻市场不好的原因是没有杂交水稻的品种，商业化率不高，而印度和东南亚国家的水稻种植面积有 1.5 亿公顷，5 倍于中国的市场，市场空间很大。公司今后可能凭借优异的研发能力和雄厚的资金实力与当地企业合作或收购。

图表 17：隆平高科国内外布局

地域	公司名称	公司性质	主营业务
国外	隆平高科菲律宾研发中心	子公司	育种研发
	印度隆平研发中心	子公司	育种研发
	隆平高科种业（美国）有限责任公司	子公司	育种研发
	湖南隆平高科非洲农业发展有限公司	子公司	农业技术的开发交流、转让推广服务；农产品加工、销售
	隆平高科印尼有限公司	子公司	杂交水稻
	菲律宾隆平联合杂交水稻发展有限公司	联营公司	杂交水稻
国内	天津德瑞特绿丰公司	子公司	黄瓜和蔬菜种子生产销售
	安徽江淮园艺股份有限公司	子公司	蔬菜种子生产销售
	黑龙江粳稻合资公司	子公司	粳稻种子生产销售
	广西恒茂农业科技有限公司	子公司	杂交水稻

资料来源：公司公告、财富证券

## 五、盈利预测和投资评级

**盈利预测：**假设 1、随着公司水稻新品的放量、玉米在东北区域拓展和蔬菜、黄瓜种子业务开展，公司 2016-2017 年营业收入增速分别为 19.11%、17.50%。2、公司水稻新品业务占比提升带来毛利率上升，2016-2017 年综合毛利率分别为 41.05%、41.14%。3、市场营销、管理费用投入增加的情况下，2016-2017 年销售费用率和管理费用率分别为 9.73%、8.78%和 9.05%、8.54%。

我们预计公司 2016-2017 年营业收入分别为 24.13 亿元、28.35 亿元，归属母公司净利润分别为 6.03 亿元、7.80 亿元。

**投资评级：**预计公司 2016-2017 年 EPS 为 0.48 元和 0.62 元，对应目前股价 PE 为 44.6 倍和 34.5 倍。参考行业平均估值且看好公司内生稳健增长、新品推广迅速和国际国内外延并购预期，给予公司 2017 年 38-40 倍 PE，合理区间为 23.6-24.8 元，维持“推荐”评级。

## 六、风险提示

- 1) 自然灾害风险；
- 2) 粮食价格波动风险；
- 3) 外延并购不及预期；
- 4) 新品推广不及预期。

## 七、三大财务报表

资产负债表 (百万元)	2015	2016E	2017E	利润表 (百万元)	2015	2016E	2017E
现金及现金等价物	632	3316	3453	营业收入	2026	2413	2835
应收款项	564	556	653	营业成本	1226	1422	1669
存货净额	1298	1472	1713	营业税金及附加	1	1	1
其他流动资产	100	157	184	销售费用	164	235	249
<b>流动资产合计</b>	<b>2594</b>	<b>5501</b>	<b>6003</b>	管理费用	176	236	260
固定资产	917	1118	1301	财务费用	109	22	(11)
无形资产及其他	439	422	405	投资收益	99	35	35
				资产减值及公允价值变			
投资性房地产	822	822	822	动	(17)	0	0
长期股权投资	252	252	252	其他收入	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>5024</b>	<b>8115</b>	<b>8784</b>	营业利润	431	532	702
短期借款及交易性金融负债	1018	500	500	营业外净收支	43	50	50
应付款项	316	442	517	<b>利润总额</b>	<b>473</b>	<b>582</b>	<b>752</b>
其他流动负债	720	756	867	所得税费用	6	7	10
<b>流动负债合计</b>	<b>2055</b>	<b>1698</b>	<b>1884</b>	少数股东损益	(24)	(29)	(38)
长期借款及应付债券	486	486	486	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>491</b>	<b>603</b>	<b>780</b>
其他长期负债	29	29	29				
<b>长期负债合计</b>	<b>515</b>	<b>515</b>	<b>515</b>	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>
<b>负债合计</b>	<b>2570</b>	<b>2213</b>	<b>2399</b>	净利润	491	603	780
少数股东权益	100	81	56	资产减值准备	(28)	6	3
股东权益	2354	5822	6329	折旧摊销	86	110	131
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5024</b>	<b>8115</b>	<b>8784</b>	公允价值变动损失	17	0	0
				财务费用	109	22	(11)
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2015</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	营运资本变动	(542)	(55)	(176)
每股收益	0.39	0.48	0.62	其它	13	(25)	(28)
每股红利	0.14	0.17	0.22	<b>经营活动现金流</b>	<b>37</b>	<b>639</b>	<b>711</b>
每股净资产	1.87	4.63	5.04	资本开支	(150)	(301)	(301)
ROIC	15%	14%	16%	其它投资现金流	3	0	0
ROE	21%	10%	12%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(163)</b>	<b>(301)</b>	<b>(301)</b>
毛利率	39%	41%	41%	权益性融资	11	3075	0
EBIT Margin	23%	21%	23%	负债净变化	(11)	0	0
EBITDA Margin	27%	26%	28%	支付股利、利息	(178)	(211)	(273)
收入增长	12%	19%	18%	其它融资现金流	<b>555</b>	<b>(518)</b>	<b>0</b>
净利润增长率	36%	23%	29%	<b>融资活动现金流</b>	<b>188</b>	<b>2345</b>	<b>(273)</b>
资产负债率	53%	28%	28%	<b>现金净变动</b>	<b>63</b>	<b>2684</b>	<b>137</b>
息率	0.7%	0.8%	1.0%	货币资金的期初余额	570	632	3316
P/E	54.8	44.6	34.5	货币资金的期末余额	632	3316	3453
P/B	11.4	4.6	4.3	企业自由现金流	(154)	266	302
EV/EBITDA	54.2	46.3	37.2	权益自由现金流	391	(274)	313

资料来源: wind、财富证券



## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

投资评级	评级说明
推荐	股票价格超越大盘 10%以上
谨慎推荐	股票价格超越大盘幅度为 5%—10%
中性	股票价格相对大盘变动幅度为-5%—5%
回避	股票价格相对大盘下跌 5%以上；

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。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送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。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，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为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（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438