

推荐 (维持)

## 隆平高科 (000998) 深度报告

风险评级: 较高风险

内生增长稳健、外延扩张值得期待, 供给侧改革加速行业去库存

2017年1月17日

### 投资要点:

黄凡

SAC 执业证书编号:

S0340511010003

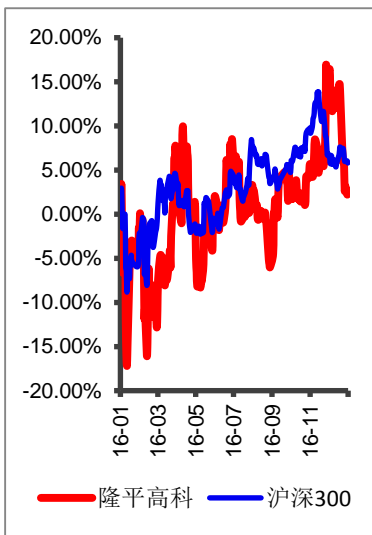
电话: 0769-22119416

邮箱: hf@dgzq.com.cn

### 主要数据 2016年1月16日

收盘价(元)	19.5
总市值(亿元)	246
总股本(亿股)	12.6
流通股本(亿股)	8.31
12月最高价(元)	37.16
12月最低价(元)	15.22

### 股价走势



资料来源: 东莞证券研究所, Wind

### 相关报告

- **兼并整合将是未来行业主旋律。**行业整合是全球种业发展壮大的趋势所在, 我国种业行业集中度低、整合空间大, 农资一体化是企业未来的一个发展方向。隆平高科管理层近年也一直坚持并购整合的扩张战略, 通过并购整合解决股东权益, 收购德瑞特、绿丰等公司, 未来外延式扩张道路仍将继续。
- **行业库存压力依然较大。**2016年新产玉米种子14.65亿公斤, 2017年春夏播玉米种子总供给量回升到20亿公斤以上, 杂交玉米种子供过于求的程度重新加重。2016年新收获杂交水稻种子2.8亿公斤, 加上期末有效库存0.8亿公斤, 2017年可供种子总量3.6亿公斤, 杂交水稻种子供求结构呈现明显分化。其他作物种子供需平衡有余。
- **业绩承诺锁定安全垫。**中信集团入主公司成为实际控制人, 公司核心管理层承诺业绩分别为2015年、2016年、2017年和2018年实现净利润分别不低于4.9亿元、5.9亿元、7.7亿元和9.4亿元, 若没有完成则需要现金补偿。对比公司2018年的承诺业绩, CAGR达27%。
- **在售品种处于高速增长期、储备品种丰富。**种质资源和研发能力是公司最重要的核心竞争力之一。2007-2015年, 公司自主选育出135个通过审定的杂交水稻品种, 选育出17个通过审定的杂交玉米品种; 获植物新品种权100件。公司近年来一直在调整品种结构, 集中精力推广具有广适性的大品种, 公司自主研发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, 在气候异常、稻瘟病频发的环境下表现突出, 2015/2016年销售季这两个新品持续热销带动毛利率稳定增长。目前公司主打水稻品种处于高增长期, 后备储备品种丰富、未来几年增长无忧。
- **供给侧改革加速行业去库存。**过去三年主要农产品价格均以调整为主, 整个种植链的盈利水平持续下滑已经进入尾声, 后期在农业供给侧改革的背景下, 再叠加需求回暖, 农产品价格有望逐步回升, 农产品价格的回升也将直接利好上游种业, 另外种业行业作为库存过剩的行业, 供给侧改革也将加快行业去库存的进程。
- **投资建议:维持推荐评级。**种业作为高投入、高收益行业, 行业竞争门槛、资本实力等要求越来越高, 行业整合大幕已经揭开, 公司无论是研发还是股东资本实力均是行业领头羊, 在整合中最为受益, 供给侧改革也将加快行业去库存进程。预计公司2016、2017年EPS分别为0.47元和0.61元, 对应PE分别为45倍和34倍, 维持“推荐”评级。
- **风险提示:** 新品种推广不及预期、国际化战略低于预期、自然灾害。

## 目 录

1. 行业趋势 .....	3
1.1. 世界种业发展历程：技术和整合是主要推动力 .....	3
1.2. 我国种业现状 .....	3
2. 2017 年春夏播作种子供需分析 .....	4
2.1. 2016 年三大主粮供需情况 .....	4
2.2. 2017 年春夏播作物种子供需形势分析 .....	5
3. 主营业务介绍 .....	6
3.1. 主营业务以及商业模式 .....	6
3.2. 核心竞争力：种质资源和研发实力 .....	6
3.3. 公司营销能力 .....	7
3.4. 公司市场地位 .....	7
4. 公司五大看点 .....	8
4.1. 增发完成后中信集团成为公司实际控制人，业绩承诺 CAGR 达 27% .....	8
4.2. 内生增长稳健 .....	8
4.3. 并购整合战略将助力公司快速发展 .....	9
4.4. 受益一路一带、国际化战略迎来历史机遇 .....	10
4.5. 供给侧改革利好行业去库存 .....	10
5. 投资建议 .....	10

## 插图目录

图 1:2015 年主营业务收入构成 (%) .....	6
图 2:公司主要产品毛利率走势图 (%) .....	6
图 3:公司股权结构 .....	8
图 4: 公司近年来净利润 (亿) .....	9
图 5: 公司主要产品毛利率走势图 (%) .....	9

## 表格目录

表 2: 2016 年水稻和玉米种子销售 10 强 .....	7
表 3: 盈利预测 (2016/8/2) .....	11

## 1. 行业趋势

### 1.1. 世界种业发展历程：技术和整合是主要推动力

综观世界种业的发展现状，呈现出三大趋势：一是行业高度集中，企业规模越来越大；二是高新技术和人才成为未来种业竞争的焦点；三是兼并重组成为企业发展方向，种子公司向规模化、集团化、国际化发展。

跨国种业公司主要是通过垄断育种技术来获取高额利润，且基本垄断了主要的转基因育种技术。国际市场大约 50% 的大豆市场和 65% 的玉米市场都被世界前三大种业公司所占有。全球排名前 20 的跨国种业公司拥有世界 90% 的育种技术和 75% 的种子贸易额，科技研发对技术进步的贡献率达到 80%，这一方面是因为跨国种业公司拥有强大的企业研发实力和巨额经费投入，另一方面是因为种子产业集中度不断扩大，科技研发集成度随之增强，形成了以企业为主体、行业内大企业为主导的科研体系，以及企业与科研相互支持的格局。

另外除了强大的研发实力外，收购兼并也是另一主要推动力，孟山都、先锋、利马格兰、先正达等国际种业巨头的早期发展史上，行业整合都扮演了相当重要的角色。

### 1.2. 我国种业现状

#### （1）行业集中度低、整合空间大

兼并整合将是未来行业主旋律。行业整合是现代全球种业发展壮大的趋势所在。不论是从政策，行业发展趋势，还是从价格来看，未来种子行业存在巨大的变革机会，目前我国种子企业总量已由 2011 年的 8700 多家减少到 2016 年的 4400 多家，其中玉米种子企业销售额 10 亿以上，2 家；5-10 亿，2 家；3-5 亿，6 家；1.7-3 亿，10 家。水稻种子企业销售额 10 亿以上，1 家；3-5 亿，2 家；2-3 亿，4 家；1.1-3 亿，13 家。行业经过几年的发展，集中度有所提升，但仍然较为分散，与跨国农化企业的资产规模、营收规模、盈利能力仍存在一定的差距。不过行业仍然比较分散，大多数公司没有品种权，只是“代繁”或者“经销”公司，技术含量低、竞争力差。行业准入门槛提高带来的行业集中度提升及兼并整合，种子行业已经开始了新一轮的资源整合和配置，绝大多数种业企业被市场所淘汰，一些优质的资源已经开始向具有资金、品牌、技术创新实力的“育繁推一体化”种子企业聚集，行业内兼并重组事件频繁发生。

#### （2）开始重视研发

由于历史原因，我国种子的科研、生产和推广长期以来是相互分离的，育种资源主要集中在科研院所和高校，其主要以研发为主，研发的品种难以紧密贴近市场。另一方面，新品种选育时间长、风险大，种子企业科研投入水平较低，自主选育新品种的能力较弱，其获取新品种的方式主要是购买、合作研发，企业发展缺乏稳定的品种支持。“育、繁、推”三个环节的脱节造成我国种业企业规模较小、实力较弱，竞争混乱。

另外与其他行业相比，种子行业的新品种研发周期往往较长，新品种从内部研发到最终

按国家相关规定通过审定、推向市场往往需 8-10 年时间，且研发投入较大。

2000 年，《种子法》的出台明确了企业的市场主体地位。国务院 2011 年 8 号文件明确了种子企业将作为商业化育种及科技创新的主体。2016 年 1 月 1 日起实施的新《种子法》，鼓励企业培育具有自主知识产权的新品种，完善以企业为主体的商业性育种体系。

新《种子法》将借鉴国外普遍施行的“实质性派生品种”的概念，重视对种业研发新品种的保护，严厉打击侵权人的违规行为，加大了对侵权人的处罚力度，以保护原始植物新品种权人的合法权益。该保护制度的实施有利于激发种业公司的创新积极性，未来拥有大量原始植物品种权的公司将具备强大的竞争力。另外新种子法简化完善品种审定制度，提升企业研发市场化效率。新种子法将主要审定品种由原来的 28 种减少到基本的 5 种作物，为有实力的企业开辟审定“绿色通道”，对其他品种的审定建立登记备案制度。这项举措极大缩短了优秀种企新品种的上市时间，用实际行动兑现主管部门简政放权的决心，由此带来企业研发产品向市场推广的进程加快。

### （3）政策大力支持

2011 年，国务院出台《关于加快推进现代农作物种业发展的意见》（国发〔2011〕8 号）以来，中国种业市场正在经历一场深刻的变革。2012 年，国务院办公厅印发了《全国现代农作物种业发展规划（2012-2020 年）》（国办发〔2012〕59 号）为配合中国种业市场化改革，农业部先后修订了《农作物种子生产经营许可管理办法》《主要农作物种子审定管理办法》等相关配套性文件，各级地方政府出台了一系列的实施细则。此外，2014 年，国务院办公厅再次出台了《关于深化种业体制改革提高创新能力的意见》（国办发〔2013〕109 号），《中华人民共和国种子法》于 2015 年 11 月 4 日修订通过。

### （4）农资一体化成为企业未来的一个发展方向

在政策的推动下，集约化农业进程的推进以及终端客户结构的改变，会导致整个农资渠道环节进行淘汰筛选，适者生存，使得农资一体化成为企业未来的一个发展方向。我国未来农资的消费者会逐步从单个的农民变成种植大户、家庭农场和专业合作社，农资消费的人群将进行大规模的缩减和集中。单一买卖农场产品的营销模式或将退出历史舞台，而将产品、服务、技术、物流融为一体的新型农资提供商会成为未来发展主流，通过提供种子、化肥、农药等全套一站式的服务来锁定种植大户，抢夺市场的生存空间。

## 2. 2017 年春夏播作种子供需分析

### 2.1.2016 年三大主粮供需情况

#### 《2016 年全国主要农作物种子产供需形势分析秋季例会纪要》

（1）**杂交玉米：**据各省调度统计，2016 年全国杂交玉米实际制种面积 410 万亩、收获种子 14.65 亿公斤，分别同比增加 68 万亩、3.69 亿公斤，增幅为 19.89%、33.67%。2016 年杂交玉米制种面积和产量是近 10 年第二高峰，主要原因一是新审定品种骤增带来制种面积扩大。二是全国制种因灾减产相对较小。2016 年灾害影响较大的区域主要集中在西北主产区，新疆和甘肃在杂交玉米制种生育期，先后遭受低温、风雹、高温及病虫害，



单产比常年减少 10%~20%，但比 2015 年增加 3%~6%。其他地区灾害影响较小。

**(2) 杂交水稻：**2016 年杂交水稻实际制种面积 163 万亩，收获种子 2.80 亿公斤，分别同比增加 18 万亩、0.41 亿公斤，增幅 12.41%、17.15%。其中，两系、三系稻制种面积分别为 65 万亩、98 万亩，产量 10616 万公斤、17384 万公斤；早、中、晚稻制种面积分别为 32 万亩、97 万亩、34 万亩，产量 5371 万公斤、16937 万公斤、5692 万公斤。2016 年杂交水稻制种区尽管普遍遭受多种自然灾害，但减产程度轻于 2015 年，单产接近常年。主要灾害发生在江苏、湖南、江西，受台风和高温热害影响，种子减产 2200 万公斤。

**(3) 其他作物：**2016 年棉花种子生产面积 75 万亩，收获种子 7462 万公斤，分别同比减少 3 万亩、70 万公斤。其中，杂交棉 1.4 万亩，产量 109 万公斤；常规棉 73.5 万亩，产量 7353 万公斤。常规稻繁种面积增长至 193 万亩，收获种子 8.94 亿公斤，主产区黑龙江、江苏和安徽分别遭受台风、洪涝和高温热害影响，减产 4000 万公斤以上。大豆繁种面积 287 万亩，收获种子 4.44 亿公斤，分别同比增长 45 万亩、0.72 亿公斤，主产区黑龙江受旱减产 1600 万公斤。马铃薯繁种面积 590 万亩，总产 85 亿公斤，同比增长 144 万亩、15 亿公斤，甘肃、宁夏和内蒙古等主产区受高温干旱影响，减产幅度较大。

## 2.2.2017 年春夏播作物种子供需形势分析

### 《2016 年全国主要农作物种子产供需形势分析秋季例会纪要》

(1) **杂交玉米种子供过于求的程度重新加重。**从总供给看，尽管期末有效库存量下降为 6 亿公斤左右，但 2016 年新产种子 14.65 亿公斤，2017 年春夏播玉米种子总供给量回升到 20 亿公斤以上。从总需求看，在以玉米为重点推进的种植业结构调整政策引导和玉米商品粮市场不景气的影响下，全国玉米种植面积可能出现一定下滑，加之种子单粒播的扩大，预计用种量不超过 11.5 亿公斤，供需指数达到 1.80，期末余种 9 亿公斤以上。2017 年春季玉米种子市场竞争激烈，价格稳中有降。

(2) **杂交水稻种子供求结构依然呈现明显分化。**2016 年新收获杂交水稻种子 2.8 亿公斤，加上期末有效库存 0.8 亿公斤，2017 年可供种子总量 3.6 亿公斤。预计 2017 年受优质常规稻扩大种植影响，杂交水稻种植面积稳中有降，但随着直播稻、机插秧面积扩大，种子总需求量 2.4~2.5 亿公斤，期末余种 1.1~1.2 亿公斤，供过于求的程度再次加重。但从品种结构看，尽管 2016 年早稻制种面积增加，但受灾减产较大，2017 年可供种子量并没大幅增加，预计在江西、湖南、浙江等地可能依然出现紧平衡，但常规早稻种子充足，可补充供应，因此早稻种子市场价格不会出现大幅波动。三系中稻新产 1.14 亿公斤种子，加之期末库存积压量，预计 2017 年将延续供大于求的态势。

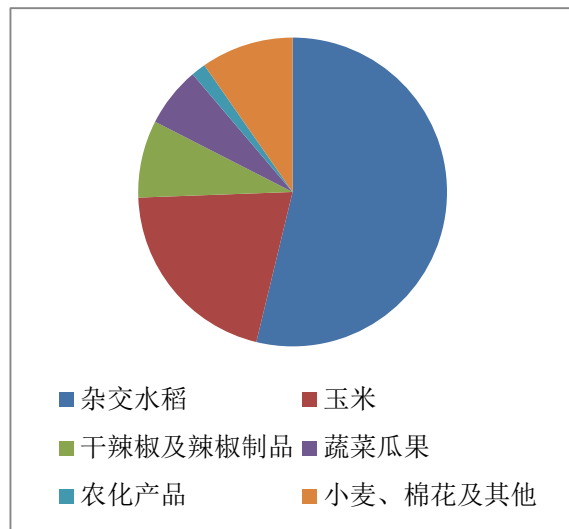
(3) **其他作物种子供需平衡有余。**预计 2017 年棉花种植面积持续下降，杂交棉种植基本稳定在 1100 万亩，常规棉下滑至 3600 万亩，共需商品种子 8220 万公斤。2016 年棉花种子供给总量 9462 万公斤，供需平衡有余。预计 2017 年常规稻种植面积和商品化率有所提高，商品种子需求量 7 亿公斤；大豆种植面积基本稳定在 9600 万亩，需商品种子 3.5 亿公斤；马铃薯种植面积和商品种薯需求量基本稳定。2016 年新产常规稻、大豆、马铃薯种子足以保证明年用种需求。

### 3. 主营业务介绍

#### 3.1. 主营业务以及商业模式

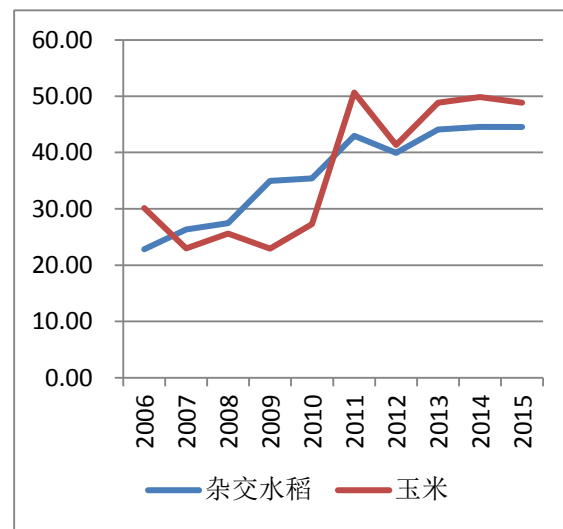
公司主营业务是水稻、玉米、蔬菜为主的高科技农作物种子、种苗的生产、加工、包装、培育、繁殖、推广和销售。目前公司主要产品为：杂交水稻种子、杂交玉米种子、杂交辣椒种子、蔬菜瓜果种子、干辣椒及其制品、油菜及棉花种子。

图 1:2015 年主营业务收入构成 (%)



数据来源：wind，东莞证券研究所

图 2:公司主要产品毛利率走势图 (%)



数据来源：wind，东莞证券研究所

#### 生产采购模式

公司的生产和采购主要采取“公司+农户”的委托代制种子和自办基地生产种子两种模式，其中委托代制模式为公司主要的生产采购模式。在种植季节开始前，公司根据当年生产经营计划确定代制商。公司与代制商签署相关协议，并将亲本材料或基础种子提供给代制商进行生产。在代制商生产期间，公司会安排技术人员对代制商的田间管理安排和技术操作进行监督和指导。待种子收获后，代制商将种子交付至公司，经公司检验合格后，完成精选、加工、包装等后续生产环节。在委托代制模式下，如出现自然灾害、技术不当等情况影响制种产量，主要风险由代制商承担。

#### 销售模式

公司的销售主要采用“公司—经销商—农户”的模式

#### 3.2. 核心竞争力：种质资源和研发实力

种质资源和研发能力是公司最重要的核心竞争力之一。公司作为国内种业龙头，拥有丰富、优质的种质资源且不断创新。近年来公司研发投入一直在行业内维持较高水平，连续多年超过主营业务收入的 5%。目前公司杂交水稻、杂交玉米等主要农作物研发创新能力及规模国内领先，黄瓜育种规模世界领先。公司先后被认定为“高新技术企业”、“国家科技创新型星火龙头企业”、“国家级企业技术中心”，“国家创新型试点企业”等。公司还与中国农业科学院、国际水稻研究所，中国水稻研究所、湖南杂交水稻研究中心、

华南农业大学等多家科研单位开展合作研究，合作领域包括生物技术、资源引进以及品种选育等，有力地推动了公司技术的进步和研发效率的提升。

2007-2015年，公司商业化育种体系共自主选育出135个通过审定的杂交水稻品种，其中113个通过省级以上审定，19个通过国家审定；3个品种在菲律宾通过区域审定；共计选育出17个通过审定的杂交玉米品种；获植物新品种权100件，专利10项。随着公司研发体系的进一步完善和壮大，尚有一大批表现突出的新品种尚待审定并推向市场，未来品种储备丰富，为公司持续、快速发展奠定了基础。

目前公司主打水稻品种处于高增长期，后备储备品种丰富、未来几年增长无忧。

### 3.3.公司营销能力

在营销方面，公司近年来一直在调整品种结构，集中精力推广具有广适性的大品种，“Y两优1号”、“深两优5814”、“隆平206”继续保持行业内领先地位。随着公司商业化育种体系成果不断，公司推出的杂交水稻新品种“隆两优华占”、“晶两优华占”，杂交玉米品种“隆平208”等采取订单销售模式超预期完成了销售计划，公司产品结构中大品种的比重进一步提升，市场占有率进一步扩大。

### 3.4.公司市场地位

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，先后被认定为“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（排名第一）”。袁隆平院士是享誉海内外的杂交水稻育种专家，中国杂交水稻之父，公司以袁隆平院士的名字命名设立，自设立起即拥有“隆平”品牌，在行业内具有无可比拟的先天优势。2013年，袁隆平院士与公司签署了《袁隆平品牌权许可使用协议》，以独占许可的方式授权公司及再许可的关联第三方在经营过程中合理使用其姓名和肖像，强化了公司品牌的价值。经过近二十年的持续经营，公司已发展为国内最具竞争力的综合性种业集团之一，公司创始使用的“隆平高科”、“湘研”商标获评国家驰名商标。公司还通过并购湖南亚华、天津德瑞特、绿丰园艺等具备广泛市场影响力的种业企业，拓展了经营范围、增强了经营能力，被并购企业的品牌和商誉同样也增强和丰富了公司整体品牌。

表 1：2016 年水稻和玉米种子销售 10 强

	水稻种子	玉米种子
1	袁隆平农业高科技股份有限公司	山东登海种业股份有限公司
2	北京金色农华种业科技股份有限公司	北大荒垦丰种业股份有限公司
3	安徽荃银高科种业股份有限公司	吉林省平安种业有限公司
4	中国种子集团有限公司	甘肃省敦煌种业股份有限公司
5	湖北荆楚种业股份有限公司	山东鑫丰种业有限公司
6	海南神农基因科技股份有限公司	袁隆平农业高科技股份有限公司
7	中农发种业集团股份有限公司	北京奥瑞金种业股份有限公司
8	江西现代种业股份有限公司	辽宁东亚种业有限公司
9	宁波市种子有限公司	中国种子集团有限公司
10	合肥丰乐种业股份有限公司	北京德农种业有限公司

数据来源: 第 14 届种子信息交流与产品交易会

## 4. 公司五大看点

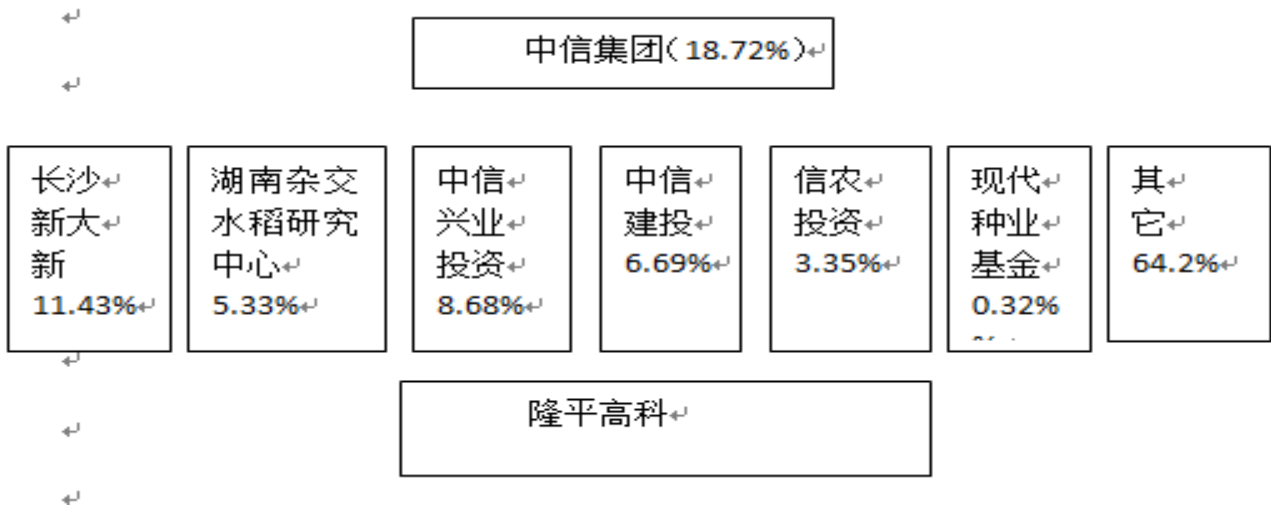
### 4.1. 增发完成后中信集团成为公司实际控制人, 业绩承诺 CAGR 达 27%

公司成立于 1999 年, 是由湖南省农业科学院、湖南杂交水稻研究中心、袁隆平院士等发起设立, 是中国首批拥有完整科研、生产、加工、销售、服务体系的“育繁推一体化”的种业企业之一, 以杂交水稻、杂交玉米种业为核心, 杂交水稻种子市场份额全球第一。

公司最初的控股主体为湖南省农业科学院, 而后 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。2014 年 9 月公司公告拟向中信兴业投资、中信建设、信农投资等定向增发公司股票, 同时于 2015 年 8 月通过证监会审核。中信集团成为公司实际控制人, 合计持有隆平高科的股权比例为 18.72%。

中信集团入主公司成为实际控制人, 公司核心管理层承诺业绩分别为 2014 年、2015 年、2016 年、2017 年和 2018 年实现净利润分别不低于 3.6 亿元、4.9 亿元、5.9 亿元、7.7 亿元和 9.4 亿元, 若没有完成则需要现金补偿, CAGR 达 27%。

图 3: 公司股权结构



数据来源: 东莞证券研究所

### 4.2. 内生增长稳健

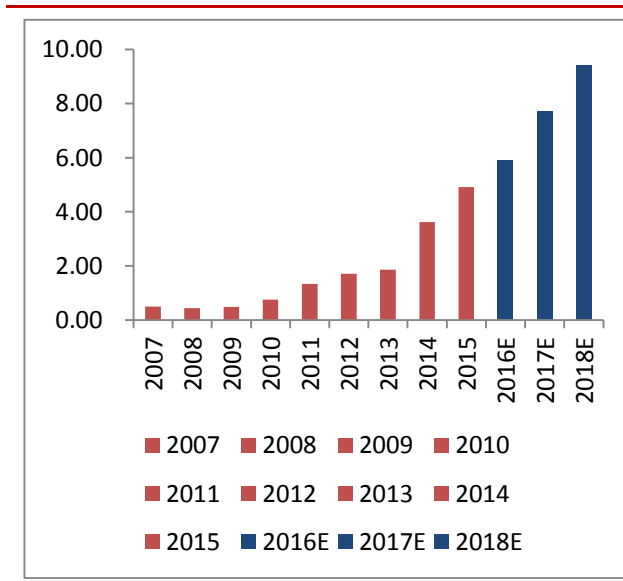
公司业绩近年来一直稳健增长, 毛利率和净利率逐步回升, 在行业周期调整的低谷, 公司一直保持较好的盈利能力。2016 年三季度, 得益于新品隆两优、晶两优系列的良好市场表现, 公司前三季度公司扣非后净利润同比增长 36.10%, 三季度末公司预收款项为 4.23 亿元, 同比增长 92.04%, 体现公司良好的品种优势和回款能力, 公司内生性增长稳健。

公司 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, 在气候异常、稻瘟病频发的环境下表现突出, 市场认可度高。这两个系列毛利率可达 60%, 2015/2016



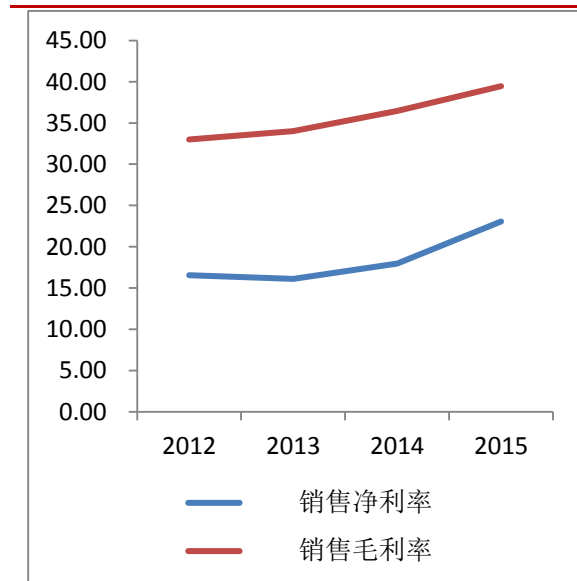
年销售季这两个新品持续热销，2016 年前三季度带动公司整体销售毛利率达 35.25%，同比增长 3.53%。隆两优和晶两优这两个品种未来也将持续放量，成为市场主力品种。

图 4：公司近年来净利润（亿）



。数据来源：wind，东莞证券研究所

图 5：公司主要产品毛利率走势图（%）



数据来源：wind，东莞证券研究所

### 4.3. 并购整合战略将助力公司快速发展

种业因其特殊性，通过并购整合发展壮大是成就巨头的必经之路，隆平高科管理层近些年也一直坚持并购整合的扩张战略。

隆平高科自 2013 年以来较大的兼并重组：

- 1) 2013 年实现对子公司湖南隆平 45%股权,安徽隆平 34.5%股权,亚华种子 20%股权的收购。至此解决少数股东权益问题，同时实现了各公司资源的最优分配与共享，理顺机制，推动了公司的健康发展。
- 2) 2015 年中信入驻。中信集团收购隆平高科 18.72%股权，成为公司实际控制人，使得公司由民企转为央企。依托中信集团，为公司开展外延并购、国际化拓展提供渠道、资金等多方面的支持。同时公司承诺公司 2014 年至 2018 年实现净利润分别不低于 3.6 亿元、4.9 亿元、5.9 亿元、7.7 亿元和 9.4 亿元。
- 3) 2015 年收购德瑞特 80%股权，绿丰公司 80%股权。德瑞特是国内最大之一的蔬菜种子企业，公司业务逐步向种子多元化发展。同时公司此前还尝试着与国内在生物科技上拥有较强研发实力的奥瑞金洽谈收购合作意向。
- 4) 2016 年 10 月公司拟与黑龙江广源种业在黑龙江设立粳稻合资公司，公司占 51%股权，广源种业占 49%股权，双方将在东北粳稻种业市场开展全方位合作；
- 5) 公司于 2016 年 10 月 26 日与江淮园艺主要股东签署了《合作框架协议书》，拟收购江淮园艺 51%股份。广西恒茂 2016 至 2019 四个会计年度累计的扣非净利润不低于 1.48 亿元，即：广西恒茂 2016 年度扣非净利润不低于 1671 万元，2017 年度末两年累计扣非

净利润不低于 4785 万元，2018 年度末三年累计扣非净利润不低于 8364 万元，2019 年度末四年累计扣非净利润不低于 1.25 亿元。

#### 4.4. 受益一路一带、国际化战略迎来历史机遇

中国杂交稻种在种资质源和育种技术等全球优势明显，在“一带一路”背景下，中国杂交稻种“走出去”迎来历史性机遇。

由于 90% 水稻种植面积在亚洲，但是 2013 年全球水稻单产水平种植面积排名前列的包括印度、泰国、印度尼西亚等国单产水平普遍低于中国，统计显示中国的单产水平在 6.72 吨/公顷，而最低的巴基斯坦仅为 2.44 吨/公顷，东南亚国家单产水平普遍偏低。因此隆平高科拥有单产优势的杂交水稻在东南亚国家良好的出口推广基础。

在国际化战略方面，自 2007 年以来，公司即起步以科研及产业的本地化为基本方略的国际化战略，多年来在菲律宾、巴基斯坦、印度等国建立了研发机构，开展杂交水稻本地化研发，并已取得良好进展。目前在印度已筛选出一批适合当地栽培，竞争优势明显，商业价值突出的苗头组合，菲律宾研发中心共已选育出 3 个适合雨季和旱季栽培的水稻品种，增产优势非常明显，可覆盖整个东南亚旱雨季水稻市场。公司在巴基斯坦、孟加拉等国设立的育种站在品种筛选试验取得了很好效果，一批组合已进入目标国区试。此外，报告期内公司种子出口业务也出现较大幅度增长，这一方面说明公司杂交水稻种子产品具备足够优势，获得了进口国的认可，另一方面也印证了杂交水稻种子在国际市场上的需求巨大，公司在杂交水稻技术方面的全球优势使公司已具备获取国际巨大市场份额的前提条件。

中信集团入住，也为公司带来了丰富的国际资源。大股东丰富的国际资源与广泛的国际影响力，是国内其它种业公司所不具有的，是隆平高科加快实施国际化战略的重要资源。

#### 4.5. 供给侧改革利好行业去库存

2016 年底召开的中央农村经济工作会议的中心就是“农业供给侧改革。”这次会议清晰阐述了，推进农业供给侧改革的主要目标：增加农民收入，保障有效供给。过去三年主要农产品价格均以调整为主，整个种植链的盈利水平持续下滑已经进入尾声，后期在农业供给侧改革的背景下，再叠加需求回暖，农产品价格有望逐步回升，农产品价格的回升也将直接利好上游种业，另外种业行业作为库存过剩的行业，供给侧改革也将加快行业去库存的进程。

### 5. 投资建议

种子行业作为“农业芯片”，研发能力是核心竞争力，另外作为高投入、高收益行业，行业竞争门槛、资本实力等要求越来越高，未来必将复制国外种业发展特点，出现行业高度集中的趋势，种子行业整合大幕已经揭开，隆平高科无论是研发还是股东资本实力均是行业领头羊，在行业整合大潮中最为受益。另外库存周期是影响行业景气度最明显的周期，在农业供给侧改革的背景下，行业去库存进程有望提前见底。预计公司 2016、2017 年 EPS 分别为 0.47 元和 0.61 元，对应 PE 分别为 45 倍和 34 倍，维持“推荐”评级。

表 2: 盈利预测 (2016/1/17)

利润表:					现金流量表:			
科目(百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	科目(百万元)	2015A	2016E	2017E
营业总收入	2,026	2,330	2,935	2,994	净利润	467	560	733
营业成本	1,226	1,409	1,732	1,767	折旧与摊销	111	59	69
营业税金及附加	1	1	1	22	财务支出	110	81	82
销售费用	164	188	236	54	投资损失	-99	-99	-99
管理费用	176	205	258	1,108	净营运资本变动	-240	-147	-246
财务费用	109	78	77	37	经营性现金流	350	454	539
资产减值损失	17	23	29	0	资本支出	-595	250	-123
其他经营收益	99	99	99	0	其它投资	143	99	99
营业利润	431	525	700	7	投资性现金流	-452	349	-24
利润总额	473	567	742	7	股权融资	11	-0	0
减 所得税	6	7	9	0	债券融资	1,718	-2	0
净利润	467	560	733	7	股利分配及其它	-178	-552	-698
减 少数股东损益	-24	-29	-38	0	筹资性现金流	1,551	-554	-698
归母公司净利润	491	589	771	7	货币资金变动	1,449	249	-183
资产负债表:					主要财务比率:			
科目(百万元)	2015A	2016E	2017E	2018E	科目(百万元)	2015A	2016E	2017E
货币资金	632	882	698	466	成长能力 (YOY)			
应收账款	304	326	411	599	营业收入	11.6%	15.0%	26.0%
预付账款	85	117	144	35	营业利润	82%	21.9%	33.4%
存货	1,298	1,438	1,767	371	归母公司净利润	35.6%	19.9%	30.9%
其它	275	271	338	419	盈利能力			
流动资产合计	2,594	3,034	3,358	1,891	销售毛利率	39.5%	39.5%	41.0%
长期股权投资	252	250	250	0	销售净利率	24.2%	25.3%	26.3%
固定资产合计	781	854	921	913	ROE	19.0%	22.0%	27.5%
长期待摊费用	47	38	31	26	ROIC	10.9%	11.6%	13.1%
其它	1,349	978	973	533	偿债能力			
非流动资产合计	2,429	2,121	2,175	1,471	资产负债率	50.6%	50.1%	51.4%
资产总计	5,024	5,154	5,532	3,362	流动比率	1.26	1.45	1.43
短期借款	1,004	1,000	1,000	20	速动比率	0.50	0.63	0.53
应付账款	232	310	381	530	营运能力 (次)			
预收款项	259	280	352	0	资产周转率	0.44	0.46	0.55
其它	559	504	622	108	存货周转率	0.98	1.03	1.08
流动负债合计	2,055	2,094	2,356	658	应收账款周转率	7.19	7.39	7.96
长期借款	38	38	38	0	每股指标 (元)			
其它	458	448	450	488	每股收益	0.39	0.47	0.61
非流动负债合计	496	486	488	488	每股经营现金流	0.28	0.36	0.43
负债合计	2,541	2,582	2,844	666	每股净资产	1.90	1.99	2.11
实收资本	996	996	996	996	每股股利	0.20	0.37	0.49
资本公积	38	38	38	38	估值指标 (倍)			
留存收益及其它	1,424	1,513	1,629	1,636	PE	54.36	45.35	34.64
所有者权益合计	2,458	2,547	2,663	2,670	PB	11.20	10.67	10.05
负债和权益总计	4,998	5,129	5,507	3,336	EV/EBITDA	48.59	47.24	35.61

**东莞证券投资评级体系:**

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内, 股价表现强于市场指数 15% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内, 股价表现强于市场指数 5%-15% 之间
中性	预计未来 6 个月内, 股价表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
回避	预计未来 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 5% 以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现强于市场指数 10% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间
中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 5% 以上
风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100% 之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50% 之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20% 以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中, 不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即: 权证以及衍生品市场的研究报告, 其基础风险评级为高风险; 股票、偏股型基金市场方面的研究报告, 其基础风险评级为一般风险; 债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告, 其基础风险评级为低风险。

**分析师承诺:**

本人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, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点, 不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系, 没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益, 或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**声明:**

东莞证券为全国性综合类证券公司, 具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券有限责任公司(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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠, 但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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, 可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告, 亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下, 本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险, 据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有, 未经本公司事先书面许可, 任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发, 需注明本报告的机构来源、作者和发布日期, 并提示使用本报告的风险, 不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的, 应当承担相应的法律责任。

**东莞证券研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码: 523000

电话: (0769) 22119430

传真: (0769) 22119430

网址: [www.dgzq.com.cn](http://www.dgzq.com.cn)