

强烈推荐-A (维持)

隆平高科 000998.SZ

目标估值: 28-32 元
 当前股价: 21.43 元
 2017 年 05 月 03 日

隆晶两优表现优异, 业绩将迎爆发

基础数据

上证综指	3144
总股本(万股)	125619
已上市流通股(万股)	95582
总市值(亿元)	269
流通市值(亿元)	205
每股净资产(MRQ)	4.7
ROE(TTM)	9.8
资产负债率	23.5%
主要股东	湖南新大新股份有限
主要股东持股比例	11.49%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《隆平高科(000998)——巨额解禁虎口, 长线布局之机》2017-01-11
- 2、《隆平高科(000998.sz)-隆晶两优表现优异, 种业巨头布局加速》2016-10-31
- 3、《隆平高科(000998)——天时地利人和, 两优再续辉煌》2016-10-14

周莎

0755-82960734
 zhousha@cmschina.com.cn
 S1090516020002

研究助理

雷轶

075583218146
 leiyi@cmschina.com.cn

种业乃农之所先, 农业供给侧改革基调下, 优质种子市占率将快速提升。隆平高科在经历了十年的研发沉淀后, 商业化育种体系已初露锋芒, 业绩即将迎来爆发。

隆晶两优表现优异, 主业量利齐升

得益于隆两优、晶两优系列在异常天气下的优异表现, 公司 2016 年实现收入 22.99 亿元, 同增 13.5%, 扣非后归母净利润 4.28 亿元, 同增 18.39%。隆晶两优系列中“华占”产品定位较高, 毛利率接近 60%, 其销量增加带动公司销售毛利率上升 1.8 个百分点至 41.34%, 而公司对隆晶两优母本的独占性更是防止竞争对手模仿、保障品种领先和业绩持续增长的核心竞争力。预计 16-17 销售季隆晶两优系列总销量将超过 1400 万公斤, 隆两优华占和晶两优华占销量双双突破 300 万公斤。

目前我国杂交水稻种植面积大概 2.5 亿亩, 市场空间约 60 亿(按出厂价), 公司 2016 年水稻种子收入 13.7 亿, 市占率 22.8%。明星品种快速放量一般是在其推出后的 3-5 年, 隆晶两优华占正处于快速放量期, 叠加 2016 年公司获得国家审定的水稻品种达 19 个, 占审定总数的 28.78%, 后期增长动力十足, 预计 2-3 年后公司在杂交水稻种子领域的市占率有望提升至 40%, 年复合增长率达 25%。

农业服务助力一季度业绩大增

随着我国农业向规模化、集约化种植方向发展, 农业服务也迎来了前所未有的发展良机。种子供应商只有向综合农业服务解决方案提供商转变, 才能提升品牌粘度, 创造更大价值。2016 年公司全面铺开农业服务体系建设, 取得耕地修复发明专利 12 项、作物品种 5 个。2017Q1 在农业服务项目结算确认收益和新品种推广上量、水稻种子销售增加共同影响下, 公司实现收入 8.19 亿, 同增 24.83%, 归母净利润 2.31 亿, 同比大增 47.79%。

盈利预测与估值: 我们预计公司 17-20 年的归母净利润分别为 7.9、10.0、12.8 亿元, 对应 EPS 为 0.63/0.80/1.02 元, 给予 2018 年 35-40 倍 PE 得出目标价 28-32 元, 较现价具有 30%-49%的空间, 维持“强烈推荐-A”评级。

风险提示: 天气异常影响制种, 种子销售不达预期, 宏观经济系统性风险。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	2026	2299	2831	3543	4498
同比增长	12%	14%	23%	25%	27%
营业利润(百万元)	431	488	784	994	1277
同比增长	82%	13%	61%	27%	28%
净利润(百万元)	491	501	794	1002	1282
同比增长	36%	2%	59%	26%	28%
每股收益(元)	0.39	0.40	0.63	0.80	1.02
PE	54.8	53.7	33.9	26.9	21.0
PB	11.4	4.8	4.3	3.8	3.4

资料来源: 公司数据、招商证券, 2015-2017 公司股本分别为 9.96/12.56/12.56 亿股。

盈利预测与估值

1、盈利预测

我们预计公司 17-20 年的归母净利润分别为 7.9、10.0、12.8 亿元，对应 EPS 为 0.63/0.80/1.02 元，给予 2018 年 35-40 倍 PE 得出目标价 28-32 元，较现价具有 30%-49% 的空间，维持“强烈推荐-A”评级。

表 1：各季度业绩回顾

(百万元)	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1
营业收入	1138	657	198	190	1255	820
营业毛利	293	150	-13	-56	342	269
营业费用	74	45	38	54	80	53
管理费用	77	39	53	41	85	47
财务费用	53	14	1	2	31	-2
投资收益	56	-3	3	5	61	-2
营业利润	349	147	-10	-54	404	267
归属母公司净利润	359	157	-1	-55	399	231
EPS (元)	0.36	0.16	0.00	-0.06	0.40	0.23
主要比率	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1
毛利率	45.5%	38.5%	37.5%	21.6%	46.4%	45.7%
营业费用率	6.5%	6.9%	19.3%	28.2%	6.4%	6.5%
管理费用率	6.7%	6.0%	26.7%	21.8%	6.7%	5.7%
营业利润率	30.6%	22.3%	-5.1%	-28.5%	32.2%	32.5%
有效税率	1.6%	0.0%	-5.1%	0.0%	0.8%	0.0%
净利率	31.5%	23.8%	-0.7%	-28.9%	31.8%	28.2%
YoY	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1
收入	14.5%	15.0%	-14.7%	125.8%	10.2%	24.8%
归属母公司净利润	46.0%	6.3%	-104.1%	8.0%	11.1%	47.8%

资料来源：公司数据、招商证券

表 2：销售收入结构预测

单位：百万元	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2299	2831	3543	4498
水稻种子	1372	1811	2409	3228
玉米种子	342	359	388	426
其他	585	661	747	843
收入增长率	13.5%	23.1%	25.1%	26.9%
水稻种子	26.0%	32.0%	33.0%	34.0%
玉米种子	-18.2%	5.0%	8.0%	10.0%
其他	12.9%	12.9%	12.9%	12.9%
毛利率	41.3%	42.7%	43.9%	44.7%
水稻种子	45.5%	47.0%	48.0%	48.5%
玉米种子	48.1%	49.0%	49.5%	50.0%
其他	27.6%	27.6%	27.6%	27.6%

资料来源：公司数据、招商证券

表 3：盈利预测简表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2026	2299	2831	3543	4498
营业成本	1226	1349	1596	1989	2486
营业税金及附加	1	5	6	7	9
营业费用	164	217	241	301	382
管理费用	176	218	252	315	400
财务费用	109	47	18	2	9
资产减值损失	17	41	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	99	66	66	66	66
营业利润	431	488	784	994	1277
营业外收入	51	39	39	39	39
营业外支出	9	22	22	22	22
利润总额	473	506	802	1012	1294
所得税	6	4	7	9	11
净利润	467	502	795	1003	1283
少数股东损益	(24)	1	1	1	2
归属于母公司净利润	491	501	794	1002	1282
EPS (元)	0.39	0.40	0.63	0.80	1.02

资料来源：公司数据、招商证券

2、估值对比

表 4：估值对比表

公司简称	最新股价	EPS (元)			盈利增长率 (%)			PE			PB (MRQ)	ROE (TTM)	市值 (亿)
		15	16	17E	15	16	17E	15	16	17E			
隆平高科	21.43	0.39	0.40	0.63	36%	2%	59%	55	54	34	4.77	8.88%	269
登海种业	14.08	0.42	0.50	0.59	-8%	6%	17%	34	28	24	6.18	16.45%	124
荃银高科	14.29	0.07	0.10	0.13	77%	22%	40%	204	143	107	6.41	4.65%	46
神农基因	4.09	0.01	0.02	0.00	100%	18064%	-82%	560	246	1319	3.75	1.19%	42
大北农	6.45	0.28	0.22	0.28	-13%	32%	33%	23	29	23	3.15	9.54%	264
平均					38%	3625%	13%	175	100	301	4.85	8.14%	

资料来源：公司数据、招商证券

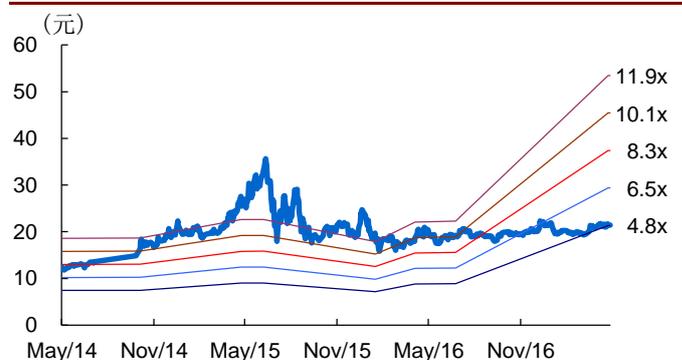
3、PE-PB Band

图 1：隆平高科历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2：隆平高科历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

风险提示

天气异常影响制种，种子销售不达预期，宏观经济系统性风险。

参考报告：

- 1、《隆平高科-巨额解禁虎口，长线布局之机》2017-01-11，1月10日，公司公告本次解禁1.645亿股，占总股本的13.095%，解禁金额约33.25亿元，其中31.5%为高管持股，1月11日可上市流通。巨额解禁的达摩克利斯之剑落下。种业乃农之所先，农业供给侧改革基调下，优质种子市占率将快速提升，隆平必“临绝地而不衰”，乃长期战略配置的好时机。<http://t.cn/RMIDpVp>
- 2、《隆平高科-天时地利人和，两优再续辉煌》2016-10-14。隆两优和晶两优的推出，意味着我国杂交水稻正式迎来第三次产业革命，隆平高科在中信集团的护佑和国家意志的主导下，种业巨头的崛起之路正式起航。维持“强烈推荐A”评级。<http://t.cn/RVfomSI>
- 3、《隆平高科-水稻量价齐升，育种优势迸发》2016-08-29，8月25日，公司发布中报，上半年实现营收8.55亿，同增6.42%；归母净利润1.55亿，同减15.15%；扣非归母净利润1.49亿元，同比增长10.3%；毛利率达到37.83%，较去年同期增长2.38个百分点。<http://t.cn/RcPf2Cf>
- 4、《种子行业专题报告-莫道浮云终蔽日，严冬过尽绽春蕾》2016-08-09，本报告回顾了中美种业的发展历程，根据美国经验探讨了中国种业的前景及相关问题，分析了国内种业市场现状及未来趋势，并研究了转基因技术在全球及中国的发展状况。最后提出种业投资的选股和择时思路，随着四季度销售旺季的来临，种业投资迎来重要的时间窗口。<http://t.cn/Rt0fCWj>
- 5、《隆平高科-天时地利人和，种业龙头腾飞》2016-07-05，天时地利人和，龙头“戴维斯双击”，商业育种初具雏形，万事俱备只欠东风，公司平台化战略，切入万亿农服市场。预计2016-2018年的归母EPS为0.49/0.64/0.78元，给予2017年40-45倍PE得出半年目标价25.6-28.8元。<http://t.cn/RtIOT1k>
- 6、《现代农业专题报告之一-金融与并购两翼，规模与技术腾飞》2016-05-03。农业现代化的关键在于提升生产效率，其核心目标是实现“规模化”与“专业化”，并以“金融创新”和“兼并收购”为实现路径，其中蕴含着巨大的蓝海市场和众多的投资机会。推荐标的：金河生物、隆平高科、新希望、北大荒、大康牧业等。<http://t.cn/Rt0f0Ei>

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2594	4962	5051	5996	7394
现金	632	1168	567	395	329
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	304	334	393	491	624
其它应收款	260	190	234	292	371
存货	1298	1521	1707	2127	2659
其他	100	1750	2150	2690	3412
非流动资产	2429	2981	3000	3020	3041
长期股权投资	252	282	282	282	282
固定资产	781	876	966	1049	1125
无形资产	439	611	550	495	446
其他	957	1212	1202	1195	1189
资产总计	5024	7943	8051	9017	10435
流动负债	2055	1646	1148	1349	1784
短期借款	1004	615	0	0	182
应付账款	232	314	371	463	579
预收账款	259	350	414	516	645
其他	559	367	362	369	379
长期负债	515	521	521	521	521
长期借款	38	30	30	30	30
其他	477	491	491	491	491
负债合计	2570	2168	1669	1870	2306
股本	996	1256	1256	1256	1256
资本公积金	34	2812	2812	2812	2812
留存收益	1324	1574	2180	2943	3924
少数股东权益	100	133	134	135	137
归属于母公司所有者权益	2354	5642	6248	7011	7993
负债及权益合计	5024	7943	8051	9017	10435

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	350	314	326	163	156
净利润	491	501	794	1002	1282
折旧摊销	94	122	141	140	140
财务费用	110	59	18	2	9
投资收益	(99)	(66)	(66)	(66)	(66)
营运资金变动	(222)	(312)	(576)	(944)	(1245)
其它	(25)	11	14	29	37
投资活动现金流	(452)	(2267)	(160)	(160)	(160)
资本支出	(310)	(359)	(160)	(160)	(160)
其他投资	(142)	(1908)	0	0	0
筹资活动现金流	158	2470	(766)	(175)	(62)
借款变动	226	(349)	(625)	0	182
普通股增加	0	260	0	0	0
资本公积增加	0	2778	0	0	0
股利分配	(63)	(251)	(188)	(238)	(301)
其他	(5)	33	48	63	57
现金净增加额	56	517	(601)	(172)	(66)

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2026	2299	2831	3543	4498
营业成本	1226	1349	1596	1989	2486
营业税金及附加	1	5	6	7	9
营业费用	164	217	241	301	382
管理费用	176	218	252	315	400
财务费用	109	47	18	2	9
资产减值损失	17	41	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	99	66	66	66	66
营业利润	431	488	784	994	1277
营业外收入	51	39	39	39	39
营业外支出	9	22	22	22	22
利润总额	473	506	802	1012	1294
所得税	6	4	7	9	11
净利润	467	502	795	1003	1283
少数股东损益	(24)	1	1	1	2
归属于母公司净利润	491	501	794	1002	1282
EPS (元)	0.39	0.40	0.63	0.80	1.02

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	12%	14%	23%	25%	27%
营业利润	82%	13%	61%	27%	28%
净利润	36%	2%	59%	26%	28%
获利能力					
毛利率	39.5%	41.3%	43.6%	43.9%	44.7%
净利率	24.2%	21.8%	28.1%	28.3%	28.5%
ROE	20.9%	8.9%	12.7%	14.3%	16.0%
ROIC	15.1%	8.3%	12.4%	13.8%	15.3%
偿债能力					
资产负债率	51.2%	27.3%	20.7%	20.7%	22.1%
净负债比率	21.0%	8.3%	0.4%	0.3%	2.0%
流动比率	1.3	3.0	4.4	4.4	4.1
速动比率	0.6	2.1	2.9	2.9	2.7
营运能力					
资产周转率	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4
存货周转率	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
应收帐款周转率	7.2	7.2	7.8	8.0	8.1
应付帐款周转率	4.6	4.9	4.7	4.8	4.8
每股资料 (元)					
每股收益	0.39	0.40	0.63	0.80	1.02
每股经营现金	0.28	0.25	0.26	0.13	0.12
每股净资产	1.87	4.49	4.97	5.58	6.36
每股股利	0.20	0.15	0.19	0.24	0.31
估值比率					
PE	54.8	53.7	33.9	26.9	21.0
PB	11.4	4.8	4.3	3.8	3.4
EV/EBITDA	16.0	15.8	10.1	8.4	6.7

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

周莎：FRM，南开大学应用数学系硕士，四年消费行业研究经历，曾先后任职于红塔红土基金、国海证券，2016年1月加盟招商证券研发中心，担任农林牧渔分析师。

雷轶：中山大学金融硕士，中山大学地理信息系统学士，2016年加盟招商证券研发中心，从事农林牧渔研究工作。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。