

## 农林牧渔

2017年07月13日

## 隆平高科 (000998)

——中信拟收购陶氏在巴西的种子业务，海外并购或将拉开序幕

报告原因：强调原有的投资评级

增持（维持）

市场数据：2017年07月12日

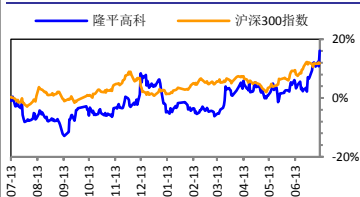
收盘价(元)	23.9
一年内最高/最低(元)	24.43/17.77
市净率	5.1
息率(分红/股价)	0.63
流通A股市值(百万元)	22844
上证指数/深证成指	3197.54 / 10453.19

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2017年03月31日

每股净资产(元)	4.68
资产负债率%	23.51
总股本/流通A股(百万)	1256/956
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



## 相关研究

《隆平高科(000998)点评：大批新品审定通过，强力支撑3-5年业绩稳定增长》2017/07/03

《隆平高科(000998)点评：预计中报主业情况佳，中长期逻辑清晰明确》2017/06/29

## 证券分析师

赵金厚 A0230511040007  
zhaojh@swsresearch.com  
宫衍海 A0230513040003  
gongyh@swsresearch.com

## 研究支持

龔毓幸 A0230516100001  
qongyx@swsresearch.com

## 联系人

龔毓幸  
(8621)23297818×7405  
qongyx@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

## 投资要点：

- 中信旗下农业基金拟收购陶氏的巴西种子业务。美国化学巨头陶氏化学宣布，与中信旗下农业基金 CITIC Agri Fund 达成协议，向对方出售旗下的巴西种子业务，收购交易涉及业务包括陶氏的种子处理厂和种子研发中心，允许使用 Morgan 种子品牌及在一段时间内使用 Dow Sementes 品牌等，作价 11 亿美元，而该业务去年收益约为 2.87 亿美元。
- 陶氏玉米种子在南美市占率位居第三，为满足并购杜邦先锋种业条件忍痛割爱。此前，杜邦先锋与陶氏合并，两者的玉米种子业务在南美的市占率分别为第一和第三，两家公司合并后，其玉米种子业务在过相关反垄断机构审查时可能遇到地方监管部门阻碍。2016 财年，虽然向日葵和棉花种子需求下降，但是由于拉丁美洲玉米种子需求强劲，使得陶氏种子业务收入增长 7% 达 15.27 亿美元，占公司总收入的 3.2%。2016 财年，拟出售的巴西玉米种子业务的收益为 2.87 亿美元。
- 此前，中信入主隆平高科，海外并购意向明确。2016 年 1 月，隆平高科定增引入战略投资者，中信兴业投资、中信建设和新农投资作为一致行动人通过定增合计持有公司 18.79% 股份，成为第一大股东，中信集团为实际控制人。此次收购完成后，隆平高科与陶氏的巴西种子业务成为中信农业基金旗下的两大重要种业资产，未来有望通过注入上市公司的方式进行整合。
- 优质资产注入可期，隆平高科有望迎来三重利好。(1) 中信以 3.8 倍市盈率收购标的资产，如果注入上市公司，则隆平高科在利润增厚的同时估值有望降低。(2) 此次收购有望补充国内玉米种质资源，助力隆平发展玉米种子业务。隆平高科作为中国乃至全球杂交水稻龙头企业，自身也在拓展玉米种子业务：2017 年初审品种中隆平有 9 个新品；第三届国家农作物品种审定委员会审议通过了 171 个玉米新品种，其中隆平有 10 个杂交玉米新品种通过审定。但是较于水稻，玉米育种较为缓慢，主要在于种质资源匮乏，陶氏种质资源或将助力隆平发展玉米种子业务。此外，此次收购交易涉及业务包括陶氏的种子处理厂和种子研发中心，相关的生物育种和转基因育种技术有望得以共享。(3) 隆平的杂交水稻有望拓展巴西市场，国际化拉开序幕。陶氏主打玉米种子，在南美的玉米种子市占率第三；隆平是中国乃至全球杂交水稻龙头，此前已经承担过巴西的国际农业技术合作项目，此次交易有望拓展巴西水稻市场（巴西水稻种植面积约为 235 万公顷）。
- 投资建议：由于此次收购的交易主体是中信旗下农业基金 CITIC Agri Fund，是否注入以及何时注入上市公司存在不确定性，我们维持原有盈利预测不变。预计 2017-19 年公司净利润分别为 7.8/9.8/12.3 亿元，EPS 分别为 0.62/0.78/0.98 元，对应 17-18 年 PE 分别为 39/31X，维持增持评级，建议中长期配置。

## 财务数据及盈利预测

	2016	2017Q1	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,299	820	3,022	3,638	4,460
同比增长率(%)	13.50	24.83	31.43	20.38	22.59
净利润(百万元)	501	231	780	980	1,230
同比增长率(%)	2.05	47.78	55.64	25.64	25.51
每股收益(元/股)	0.40	0.18	0.62	0.78	0.98
毛利率(%)	41.3	45.7	42.4	42.6	42.9
ROE(%)	8.9	3.9	22.0	23.0	23.5
市盈率	60		39	31	24

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

## 财务摘要

百万元, 百万股	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	1,815	2,026	2,299	3,022	3,638	4,460
营业收入同比增长率 (yoy)	-3.68%	11.59%	13.50%	31.40%	20.40%	22.60%
减: 营业成本	1,154	1,226	1,349	1,740	2,088	2,547
毛利率 (%)	36.44%	39.47%	41.34%	42.40%	42.60%	42.90%
减: 营业税金及附加	1	1	5	1	1	2
主营业务利润	661	798	946	1,281	1,549	1,911
主营业务利润率 (%)	36.41%	39.41%	41.13%	42.40%	42.60%	42.90%
减: 销售费用	146	164	217	261	313	376
减: 管理费用	170	176	218	262	288	331
减: 财务费用	100	109	47	53	58	65
经营性利润	245	349	463	705	890	1,140
经营性利润同比增长率 (yoy)	-1.64%	42.67%	32.66%	52.30%	26.20%	28.00%
经营性利润率 (%)	13.48%	17.23%	20.14%	23.30%	24.50%	25.50%
减: 资产减值损失	45	17	41	40	40	40
加: 投资收益及其他	35	99	66	60	60	62
营业利润	236	431	488	725	910	1,162
加: 营业外净收入	90	43	18	80	102	105
利润总额	326	473	506	805	1,012	1,267
减: 所得税	0	6	4	6	7	8
净利润	326	467	502	799	1,005	1,259
少数股东损益	-36	-24	1	19	25	29
归属于母公司所有者的净利润	362	491	501	780	980	1,230
净利润同比增长率 (yoy)	94.35%	35.65%	2.05%	55.70%	25.60%	25.50%
全面摊薄总股本	996	996	1,256	1,256	1,256	1,256
每股收益 (元)	0.36	0.49	0.41	0.62	0.78	0.98
归属于母公司所有者净利润率 (%)	19.94%	24.24%	21.80%	25.80%	26.90%	27.60%
ROE	18.92%	20.86%	8.88%	22.00%	23.00%	23.50%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、财务费用和资产减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益和公允价值变动收益

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润】=主营业务利润-(销售费用+管理费用+财务费用)

【ROE】(摊薄后)=净利润÷所有者权益合计(当年期末值)

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	<a href="mailto:chentao@swsresearch.com">chentao@swsresearch.com</a>
北京	李丹	010-66500610	18930809610	<a href="mailto:lidan@swsresearch.com">lidan@swsresearch.com</a>
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	<a href="mailto:hujy@swsresearch.com">hujy@swsresearch.com</a>
海外	张思然	021-23297213	13636343555	<a href="mailto:zhangsr@swsresearch.com">zhangsr@swsresearch.com</a>
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	<a href="mailto:zhufang@swsresearch.com">zhufang@swsresearch.com</a>

### 股票投资评级说明

#### 证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

#### 行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

## 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。