

证券研究报告

农林牧渔

推荐 (首次)

证券分析师

王华

投资咨询资格编号
S1060511010015
0755-22621039
wanghua505@pingan.com.cn

联系人

徐伟民

一般证券资格编号
S0120110080027
Xuweimin979@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

隆平高科 (000998)

质地优良，估值底部遇政策春风

近日，我们调研了隆平高科。相比同行，公司科研实力雄厚、优秀品种众多，经营管理模式持续改进，对出口或国际化思路清晰。我们认为，公司将在 2012 年政策兑现中成为第一获益股，收入增长超预期可能性大。

- **全业务，政策受益第一股。**隆平高科业务目前已涵盖水稻、玉米两大种业核心业务，且品种特征与行业发展特征相符：水稻多优势品种，玉米隆平 206 品质优良。2011 密集出台政策效果即将全面显现，全业务特征将使公司成为种业政策受益第一股，2012 年超预期增长可能性大。
- **水稻种子业务质地优良。**公司目前拥有 Y 两优 1 号、两优 1128、C 两优 608、准两优 608、深两优 5814、Y 两优 8 号等一大批优秀杂交水稻知名品种。其中 Y 两优 1 号 2010 年已成为杂交稻种第一品种，推广面 458 万亩，预计 2012 年推广面积能达到 800-900 万亩左右，较 2010 年翻番。
- **玉米种子业务逐渐融入第一梯队。**公司拥有的杂交玉米种子品种隆平 206 表现良好，2012 年销售量预计增长 50%，达到 1000 万公斤，逐渐融入登海、敦煌构成的第一梯队。携手利马格兰，其在东北春播区和黄淮海夏播区新品种的育种研发有望为隆平高科的玉米种子业务增长提供新引擎。
- **科研实力雄厚。**依托湖南杂交水稻研究中心和亚华种业科学研究院，隆平高科稻种研发实力雄厚，三系、两系种子资源库异常丰富，其中，公司拥有的不育系 Y58S，在两系水稻制种的质量控制上，拥有较大优势，使得公司的两系超级稻种质量更为上乘。
- **管理模式持续改进。**近年来公司管理、销售和研发体系都发生了较多改变。目前，隆平高科对子公司的业务进行了更多专业化定位，四川隆平主推 Y 两优 8 号、亚华种业主推深两优 5814、安徽隆平主推玉米品种，管理模式持续改进。
- **雄窥海外。**公司对出口业务的理解是，出口不如国际化。出口既有内部限制：两系不允许出口，三系审后 5 年方可出口；又有外部限制。为减少对外依赖，印度、印尼、孟加拉等国对水稻种子进口都有严格限制；使得出口规模未来有限。公司选择是走国际化路线，即通过成立合资公司方式，使得杂交稻种出口业务研发在外、生产在外、销售在外，利润归内，类似先锋在中国。目前公司已经在菲律宾、印尼等国家成立了合资公司，我们认为前景乐观。
- **估值底部，质地优良遇政策春风，给予“推荐”评级。**近期公司股价调整充分，优良的业务质地叠加可期的政策春风（1 号文件，品种审定修订等），我们认为这是隆平高科买入的机会。预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.51、0.78、1.05 元，对应 PE 分别为 42.6、27.8、20.5 倍，继续给予公司“推荐”评级。

重要财务指标	单位:百万元			
	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1,280	1,484	1,930	2,421
YoY(%)	21.4	15.9	30.0	25.5
净利润(百万元)	75	140	215	291
YoY(%)	53.9	87.9	53.5	35.1
毛利率(%)	29.1	36.0	38.1	38.9
净利率(%)	5.8	9.4	11.2	12.0
ROE(%)	7.5	12.6	16.7	19.1
EPS(摊薄/元)	0.27	0.51	0.78	1.05
P/E(倍)	80.1	42.6	27.8	20.5
P/B(倍)	6.0	5.4	4.6	3.9

核心信息附录

图表1 Y两优1号收入假设及盈利预测 单位:百万元

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
制种面积(万亩)	1.5	2.0	2.8	4.0	4.7
亩均制种量(公斤)	150	150	150	150	150
销量(万公斤)	91.6	257.4	350	495	640
销售单价(元/公斤)	36	40	50	54	56
推广面积(万亩)	-	458	600	850	1200
亩均用种量(公斤/亩)	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5
销售收入(百万元)	33	103	175	267	358
单位成本(元/公斤)	10	11.5	14	16	18
毛利(百万元)	24	73	126	188	243
毛利率	72%	71%	72%	70%	68%
毛利占比	9%	20%	24%	26%	26%

资料来源:平安证券研究所

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	1702	1823	2323	2882	营业收入	1280	1484	1930	2421
现金	550	594	772	968	营业成本	908	950	1195	1478
应收账款	158	182	235	295	营业税金及附加	0	1	1	2
其他应收款	87	99	126	155	营业费用	110	134	167	206
预付账款	130	143	179	222	管理费用	129	148	184	228
存货	761	791	995	1227	财务费用	25	27	25	21
其他流动资产	17	15	16	15	资产减值损失	12	14	15	15
非流动资产	740	786	784	780	公允价值变动收益	0	-1	-0	-0
长期投资	170	206	206	206	投资净收益	25	40	40	40
固定资产	322	362	371	380	营业利润	122	249	382	512
无形资产	157	145	133	120	营业外收入	29	16	18	19
其他非流动资产	91	73	74	74	营业外支出	10	9	8	9
资产总计	2442	2610	3107	3662	利润总额	141	256	392	522
流动负债	1172	1121	1284	1396	所得税	6	13	20	22
短期借款	688	674	761	769	净利润	135	242	372	500
应付账款	106	114	143	177	少数股东损益	60	102	157	209
其他流动负债	378	333	380	450	归属母公司净利润	75	140	215	291
非流动负债	40	31	35	37	EBITDA	182	310	444	571
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.27	0.51	0.78	1.05
其他非流动负债	40	31	35	37					
负债合计	1213	1152	1319	1434	主要财务比率				
少数股东权益	240	342	499	707	会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
股本	277	277	277	277	成长能力				
资本公积	520	520	520	520	营业收入	21.4%	15.9%	30.0%	25.5%
留存收益	194	320	495	726	营业利润	58.6%	104.6%	53.3%	34.0%
归属母公司股东权	989	1116	1289	1521	归属于母公司净利润	53.9%	87.9%	53.5%	35.1%
负债和股东权益	2442	2610	3107	3662	获利能力				
					毛利率(%)	29.1%	36.0%	38.1%	38.9%
					净利率(%)	5.8%	9.4%	11.2%	12.0%
					ROE(%)	7.5%	12.6%	16.7%	19.1%
					ROIC(%)	11.7%	19.7%	24.7%	28.0%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	49.7%	44.1%	42.5%	39.2%
					净负债比率(%)	56.72%	58.64%	57.69%	53.69%
					流动比率	1.45	1.63	1.81	2.06
					速动比率	0.79	0.91	1.02	1.16
					营运能力				
					总资产周转率	0.55	0.59	0.68	0.72
					应收账款周转率	9	8	9	9
					应付账款周转率	8.44	8.63	9.29	9.21
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.27	0.51	0.78	1.05
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.57	0.49	0.56	0.95
					每股净资产(最新摊薄)	3.57	4.02	4.65	5.49
					估值比率				
					P/E	80.07	42.61	27.75	20.54
					P/B	6.04	5.35	4.63	3.93
					EV/EBITDA	34	20	14	11

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	158	135	154	262
净利润	135	242	372	500
折旧摊销	35	34	37	39
财务费用	25	27	25	21
投资损失	-25	-40	-40	-40
营运资金变动	-34	-121	-257	-281
其他经营现金流	23	-8	17	24
投资活动现金流	-156	-37	5	6
资本支出	69	27	27	27
长期投资	-67	36	0	0
其他投资现金流	-153	26	32	33
筹资活动现金流	-73	-53	19	-72
短期借款	8	-13	86	9
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-13	0	0	0
其他筹资现金流	-68	-40	-67	-80
现金净增加额	-71	44	178	197

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10% 以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5% 至 10% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券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。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2012 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257