

隆平高科 (000998)

种业政策受益第一股

推荐 (维持)

现价: 23.15 元

主要数据

行业	农林牧渔
公司网址	www.lpht.com.cn
大股东/持股	长沙新大新威迈农业有限公司/17.24%
实际控制人/持股	Vilmorin Hong Kong Limited/9.86%
总股本(百万股)	277
流通 A 股(百万股)	277
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	64.53
流通 A 股市值(亿元)	64.53
每股净资产(元)	3.44
资产负债率(%)	46.6

行情走势图



相关研究报告

《公司调研简报-隆平高科(000998): 质地优良, 估值底部遇政策春风》2012年1月11日

证券分析师

王华 投资咨询资格编号
S1060511010015
0755-22621039
Wanghua505@pingan.com.cn

研究助理

徐伟民 投资咨询资格编号
S0120110080027
xuweimin979@pingan.com.cn

投资要点

■ 量利齐升, 2012 公司净利润增速预计能达到 54%

公司净利润增速 2011、2012 年预计有 88%、54%，高增长源于公司杂交稻种的量利齐升和玉米种子销售增长。随着公司杂交稻种新品推出力度加大，公司杂交稻种在品种数量、品质、覆盖范围等方面的巨大优势更加明显，2011、12 杂交稻种预计增长 36%、28%。新品销量扩张、占比提高使得公司杂交稻种的毛利水平不断上升。此外，公司玉米种子业务也正处于快速增长状态。

■ 政策受益第一股

2012 年种子行业最大的事情就是政策显效，省级企业 96% 将受波及，影响巨大。隆平目前在水稻种子领域领先优势明显，在玉米种子领域奋起直追，相较同行，业务涵盖范围和影响力冠盖全行业，拥有承接政策红利的最好条件，将受益最大，很有可能实现超预期增长。

■ 杂交稻种继续领跑

拥有与杂交稻种行业发展特征匹配的品种布局、雄厚的科研实力、较灵活的研发运作，公司杂交稻种龙头地位不容撼动。随着优质新品的持续推出、销售层面的不断改革、高瞻远瞩国际化战略的深入推进，公司杂交稻种业务继续领跑态势明显，量的扩张和毛利提升将是公司杂交稻种业务未来三年的主流特征。

■ 玉米种子奋起直追

公司玉米业务 2010 年大幅增加 134%，隆平 206 快速增长是主要原因。良好的抗病害特性、单产无明显劣势，我们认为隆平 206 拥有成为区域主流品种的潜质，预计 2012 年销售能达到 1000 万公斤。随着与马利格兰合作的深入，公司玉米种子业务有望厚积薄发，奋起直追，逐步融入玉米种子行业第一梯队。

■ 少数股东权益解决尚待时日

公司少数股东权益问题一直是市场关注的焦点之一，随着公司盈利规模增大，问题也在蓄积。虽然公司少数股东权益 2011 年进展值得欣喜，但鉴于公司倾向和问题解决的复杂性，我们认为彻底解决尚待时日。

■ 预计 11-13 年 EPS 为 0.51、0.78、1.05 元，“推荐”

■ 风险提示

制种风险。公司两系水稻制种对温度有一定要求，如果制种时期温度发生剧烈变化，可能导致种子质量不合格。

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1,055	1,280	1,484	1,930	2,421
YoY(%)	-2.5	21.4	15.9	30.0	25.5
净利润(百万元)	48	75	140	215	291
YoY(%)	10.7	53.9	87.9	53.5	35.1
毛利率(%)	26.1	29.1	36.0	38.1	38.9
净利率(%)	4.6	5.8	9.4	11.2	12.0
ROE(%)	5.1	7.5	12.6	16.7	19.1
EPS(摊薄/元)	0.17	0.27	0.51	0.78	1.05
P/E(倍)	132.4	86.0	45.8	29.8	22.1
P/B(倍)	6.8	6.5	5.8	5.0	4.2

正文目录

一、 2012 政策受益第一股	5
1.1 2012 政策显效	5
1.2 全业务，最受益	6
1.3 深度思考	7
二、 杂交稻种继续领跑	7
2.1 品种布局符合行业发展特征	7
2.2 科研实力雄厚	9
2.3 杂交稻种主推品种增长迅速	10
2.4 国际化战略高瞻远瞩	12
2.5 量增利升	13
三、 玉米种子奋起直追	14
4.1 玉米种子行业竞争：一个品种吃天下	14
4.2 隆平 206 奋起直追	15
4.3 携手利马格兰，厚积薄发	16
四、 其他业务稳步提升	18
4.1 辣椒业务	18
4.2 瓜果蔬菜种子	18
4.3 小麦棉花种子	19
五、 少数股东权益解决需时日	19
5.1 少数股东权益现状	19
5.2 影响	20
5.3 对公司少数股东权益看法	20
5.4 解决	21
六、 业绩预测	22
6.1 收入成本拆分及预测	22
6.2 盈利预测汇总	23
七、 估值、投资建议及风险提示	23
7.1 估值	23
7.2 投资建议	24
7.3 风险提示	24

图表目录

图表 1	新《农作物种子生产经营许可管理办法》大大提高了行业准备门槛	5
图表 2	新《农作物种子生产经营许可管理办法》影响巨大	5
图表 3	2012 显效	6
图表 4	主营业务收入 单位：百万元	6
图表 5	收入结构	6
图表 6	毛利构成	6
图表 7	各品种毛利率	6
图表 8	隆平高科种子业务总体均衡性最好	7
图表 9	优势水稻种子推广面积小 单位：万亩	8
图表 10	优势稻种推广面积占比不断减小	8
图表 11	公司优势品种众多 单位：个	8
图表 12	品质优良 单位：公斤/亩	8
图表 13	推广面积排名变化显示出玉米品种竞争优势转化迅 单位：万亩	9
图表 14	公司品种开发连续性好，后备足 单位：个	9
图表 15	公司研发人员众多 单位：人	9
图表 16	公司研发投入大 单位：万元	9
图表 17	公司自主研发品种数第一 单位：个	10
图表 18	公司国审品种数第一 单位：个	10
图表 19	长江中下游地区是我国水稻集中种植区	10
图表 20	Y 两优 1 号适宜种植区域涵盖了我国主要水稻作区	11
图表 21	杂交稻种 2010 年前十大品种推广面积 单位：万亩	11
图表 22	Y 两优 1 号收入假设及盈利预测 单位：万亩、公斤、百万元	11
图表 23	我国稻米单产世界排名第一 单位：公斤/亩	12
图表 24	公司种子出口行业排名第一 单位：万元	12
图表 25	出口业务约占公司收入的 16%	12
图表 26	国际玉米种子龙头企业市场份额	13
图表 27	国际大豆种子龙头企业市场份额	13
图表 28	国际棉花种子龙头企业市场份额	13
图表 29	隆平高科市场份额的乐观估计	13
图表 30	公司新旧品种毛利率对比	14
图表 31	公司杂交稻种毛利率变化及推测	14
图表 32	第一品种推广面积是第十名的 10 倍多	14
图表 33	前三大品种推广面积占比不断扩大	14
图表 34	黄淮海夏播玉米区约占我国玉米种植面积的 40%	15
图表 35	较目前黄淮海区主流品种，隆平 206 对玉米常见病害有较好的抵抗效果	15
图表 36	较目前黄淮海区主流品种，隆平 206 两年区试均产处于中上水平	15

图表 37	公司玉米种子业务 2010 年有了突飞猛进的提升	16
图表 38	隆平 206 盈利预测及假设	16
图表 39	推广面积排名变化显示出玉米品种竞争优势转化迅速 单位：万亩	17
图表 40	利马格兰是全球第四大种子公司	17
图表 41	2006 年销售收入为 14.75 亿美元 单位：亿美元	17
图表 42	公司辣椒业务收入增长基本维持在 30% 左右	18
图表 43	公司瓜果蔬菜种子业务 2011 年预计增长 20%	18
图表 44	公司小麦棉花种子业务 2011 年预计增长 13%	19
图表 45	公司股权结构	19
图表 46	主要子公司营业利润占比	20
图表 47	主要子公司净利润贡献占比	20
图表 48	公司利润增长，少数股东权益也在不断增加	20
图表 49	公司 2011 年在少数股东权益问题上有所进展	21
图表 50	公司收入成本拆分及预测	22
图表 51	公司盈利预测汇总表 单位：百万元	23
图表 52	隆平高科历史估值（动态 PE）	24
图表 53	隆平高科历史估值描述统计	24

一、 2012 政策受益第一股

相比同行，隆平高科具有雄厚的科研实力，众多优秀的种子品种，种子业务全，质地优良。随着 2011 年密集出台的重大政策效果显现，我们认为，公司有望在 2012 年政策兑现中成为第一获益股，收入增长很有可能超出市场预期。

1.1 2012 政策显效

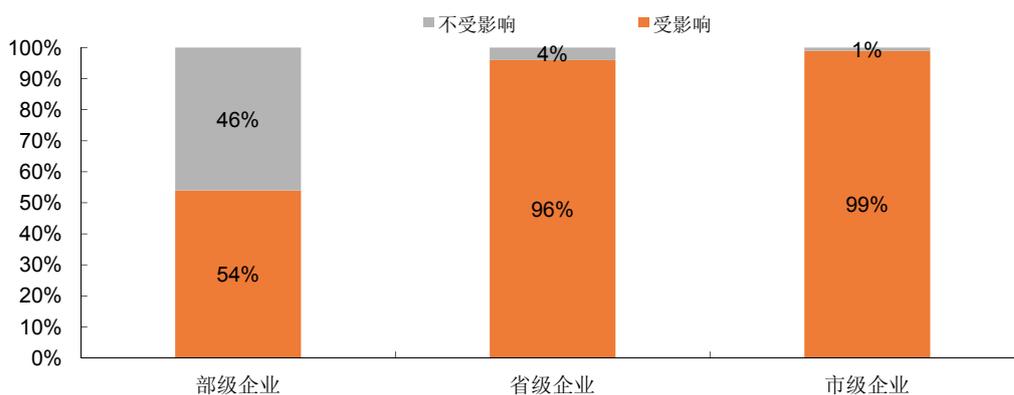
2011 年是种业政策年，期间出台了許多对种业发展影响深远的重大政策，新《农作物种子生产经营许可管理办法》最有代表性。其提高了种子行业准入门槛，尤其杂交种子，为现有种子上市公司带来三大利好：市场份额增加机会、议价能力提高机会、廉价兼并收购机会，影响巨大，但 2012 年真正效果显现才逐步显现。

图表1 新《农作物种子生产经营许可管理办法》大大提高了行业准备门槛

许可	细分类别	原管理办法	新管理办法
生产 许可 证	杂交稻/杂交玉米种子及其亲本种子	亲本种子：注册资本≥100万元；杂交种子：注册资本≥500万元	注册资本≥3000万元
	其他主要农作物种子		注册资本≥500万元
经营 许可 证	杂交水稻/杂交玉米及其亲本种子	注册资本 500 万元以上	注册资本≥3000万元，固定资产≥1000万元，总加工能力≥10吨/h
	杂交种子以外种子	注册资本 100 万元以上	注册资本≥500万元，固定资产≥250万元
	种子进出口	注册资本 1000 万元以上	注册资本≥3000万元，固定资产≥1000万元
	选育、生产、经营相结合，即“育繁推”一体化	注册资本 3000 万元以上，自有品种销量占总经营量 50%以上	注册资本 > 1 亿元，固定资产≥5000万元，主要农作物种子基地 5000 亩以上，应有 2 个以上国审品种或 5 个以上省审品种

数据来源：平安证券

图表2 新《农作物种子生产经营许可管理办法》影响巨大



数据来源：平安证券

图表3 2012显效

《农作物种子生产经营许可管理办法》生效时间安排

施行之日前已取得农作物种子生产许可证，且有效期在本办法施行之日起至2012年4月1日届满的企业，其种子生产许可证的有效期自动延展至2012年4月1日；已取得农作物种子经营许可证，且有效期在本办法施行之日起至2012年9月25日届满的企业，其种子经营许可证的有效期自动延展至2012年9月25日。

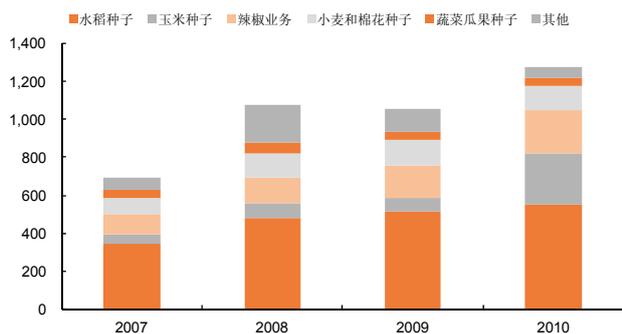
数据来源：平安证券

1.2 全业务，最受益

杂交稻种和杂交玉米种子是种子行业的两大主要品种，占整个种子行业市场规模的85%以上份额，其他小麦、棉花、瓜果、蔬菜等种子品种市场份额占比较小。

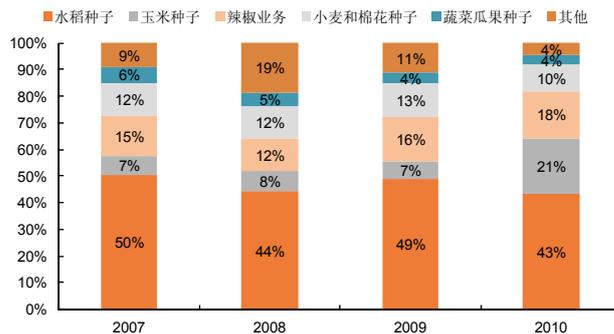
隆平业务全面发展。杂交稻种是隆平高科的主力品种，在公司营业收入中占据重要地位，收入贡献在40%以上，毛利润的贡献在50%以上；玉米种子近年来快速增长，2010年扣除北京屯玉并表收入，实现增长134%（北京屯玉并表收入大约1亿），毛利贡献近20%，未来有可能成为公司收入另一增长极，“双腿”格局有逐渐成型之势；其他种子业务较为稳定，尽管占比持续减少，但收入规模并无缩减。

图表4 主营业务收入 单位：百万元



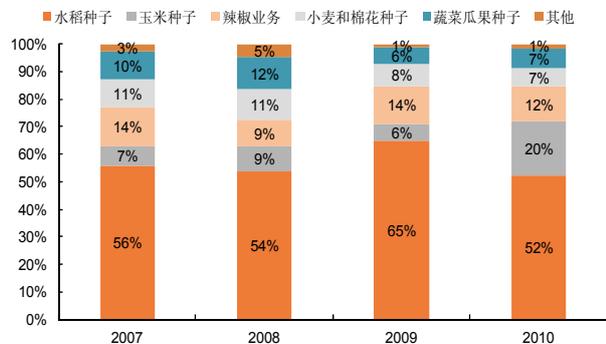
数据来源：公司年报，平安证券

图表5 收入结构



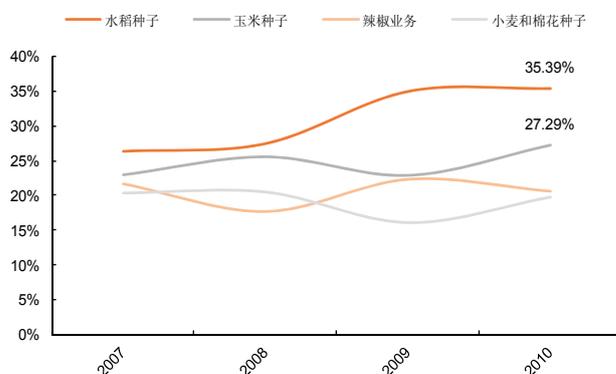
数据来源：公司年报，平安证券

图表6 毛利构成



数据来源：公司年报，平安证券

图表7 各品种毛利率



数据来源：公司年报，平安证券

最受益。由于新《农作物种子生产经营许可管理办法》涉及范围广泛，其中杂交种子业务的生产经营许可门槛提高幅度尤为大。作为全业务，种子业务收入行业第一，杂交种子占比高，杂交稻种行业领先，玉米种子业务提升迅速的隆平高科必将成为当然的最受益股。

图表8 隆平高科种子业务总体均衡性最好

公司名称	种子收入 (亿元)	玉米种子收入占比	水稻种子收入占比	核心品种	备注
隆平高科	12.76	21%	43%	Y 两优 1 号、隆平 206	水稻优势明显,玉米全力追赶
荃银高科	1.77	0	92.78%	新两优 6 号	水稻种子为主业
敦煌种业	10.56	66.46%	0	先玉 335、吉祥 1 号	玉米种子为主业
登海种业	9.04	96.39%	0	先玉 335、登海 602	玉米种子为主业
神农大丰	3.95	4%	88%	暂无	具有水稻制种优势
丰乐种业	5.43	19%	20%	丰两优 1 号、浚单 20	业务均衡,规模较小
万向德农	5.31	93%	0%	郑单 958、浚单 20	玉米种子为主业

资料来源：公司公告，平安证券

1.3 深度思考

可期政策减少。由于 2011 政策密集出台，留给后续可预期政策的想象空间较为有限，除了种子审定标准外，种子行业发展的重大政策都几乎已经涉及到，补贴、扶持、知识产权保护、减少市场恶性竞争等已经应有尽有。由此，市场也已经发现政策推动逻辑可能难以持续，种业投资需要新的动力。在没有新动力或催化剂下，回归业绩、重新估值似乎是必然选择。

重新估值。市场认为种业重新估值有两种选择：EPS 提升或股价下降。由于市场整体情绪似乎并不看好 2011 出台政策效果，感觉 EPS 提升无望，所以目前似乎选择后者的氛围较浓。

超预期。我们认为市场之所以不看好 2011 年出台政策的效果原因有二：一是难以估计实际效果的大小，二是没有观察到迹象。但历史经验表明，重大制度变革带来的影响都是巨大的，甚至会改变社会行业发展的轨迹，而且也都是短期内难以发现很显著变化的，原因时间太短。而目前种业所正经历的变革也正是制度上的，所以我们认为其影响必然是巨大的，而且就前面数字来看影响也必然不小，2012 年种业个股很有可能因此出现超预期的增长。隆平目前在水稻种子领域领先优势明显，在玉米种子领域奋起直追，相较同行，业务涵盖范围和影响力冠盖全行业，是最有可能实现超预期的个股。

二、 杂交稻种继续领跑

作为杂交水稻龙头，公司有诸多优势保持在该业务上继续领跑。

2.1 品种布局符合行业发展特征

2.1.1 杂交稻种行业特征要求企业有多个优势品种。

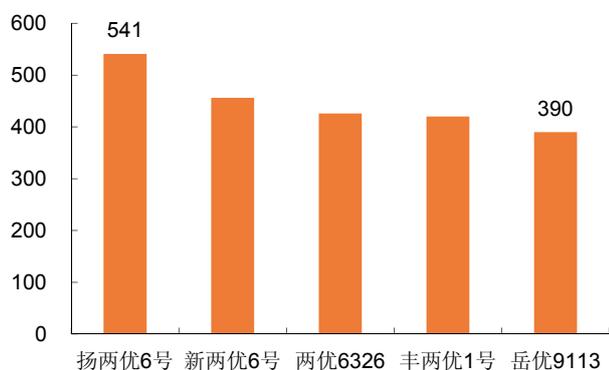
由于气候适应性差和土地耕作承受力问题，水稻品种的单品适种面积一般较小。专业上讲，单品种水稻种子的适合种植面积一般在 2-3 个维度。另外，一个品种水稻在同一块田地种植两年就须更换（俗称，轮作），不然就会出现减产等种植衰退现象，也是造成水稻单品适种面积较小的原因。

单品适种面积较小使得优势水稻种子单品种推广面积较小，且有继续缩小态势。2009 年第一大杂交水稻品种实际推广面积仅有 541 万亩，是玉米第一大品种推广面的 8%左右。而且优势水稻品种的

推广面积有不断缩小的趋势，2001 年前五大杂交水稻种子的合计推广面积占杂交水稻种植总面积的比例为 19%左右，2009 这一数字仅为 9%左右，8 年间下滑了近 10%。

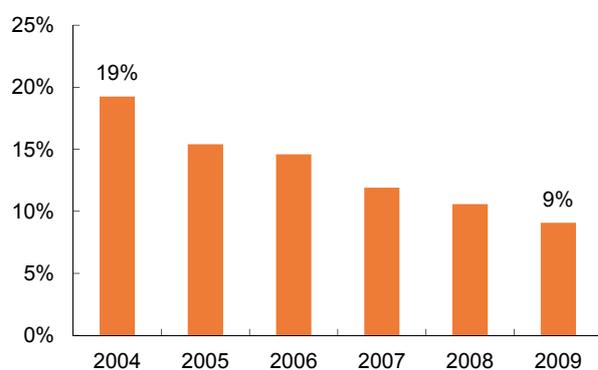
图表9 优势水稻种子推广面积小

单位：万亩



数据来源：公司年报，平安证券

图表10 优势稻种推广面积占比不断减小



数据来源：公司年报，平安证券

优势单品推广面积小使得同时拥有多个优势种子资源对水稻种子企业很重要。拥有多个优势品种才能拥有较大的推广面积，拥有较高市场占有率和巨大的种子销售量。

2.1.2 公司优势品种行业最多。

作为行业龙头，隆平拥有众多优势水稻种子品种，且品质优良，仅 2005-2010 年就有 32 个品种通过国审，行业排名第一。目前除公司主推的 Y 两优 1 号、两优 1128、C 两优 608、准两优 608 外，四川隆平主推的 Y 两优 8 号、亚华种业主推的深两优 5814 都是极为出众的优秀品种。

图表11 公司优势品种众多

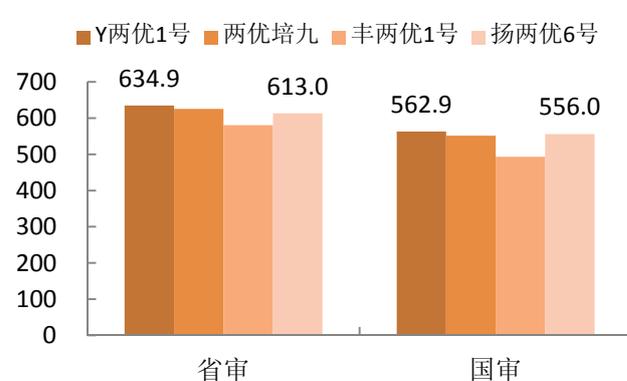
单位：个



数据来源：公司年报，平安证券

图表12 品质优良

单位：公斤/亩



数据来源：公司年报，平安证券

2.1.3 稻种品种替代速度很快，要求企业后继品种足

杂交稻优势品种替代非常快。例如，金优 207 在 2004 年之前是我国玉米种植推广面积的老大，2004 年种植推广面积为 1079 万亩，但 2005 年开始被两优培九超越，到 2009 排名已经退出了前五，两优培九也在 2008 年被丰两优 1 号超越。2009 年刚成为推广面积第一的扬两优 6 号也在 2010 年被 Y 两优 1 号所取代。

杂交稻优势品种生命周期：进入期 2-3 年；持续期 3-4 年；衰退期：2-3；合计 7-10 年。

图表13推广面积排名变化显示出玉米品种竞争优势转化迅速

单位：万亩

推广排名	2004	推广排名	2005	推广排名	2006	推广排名	2007	推广排名	2008	推广排名	2009
品种	面积	品种	面积	品种	面积	品种	面积	品种	面积	品种	面积
金优 207	1079	两优培九	985	两优培九	1157	两优培九	706	丰两优 1 号	551	扬两优 6 号	541
两优培九	1007	II 优 838	779	金优 402	802	金优 207	630	扬两优 6 号	549	新两优 6 号	456
II 优 838	807	冈优 725	761	金优 207	681	丰两优 1 号	597	金优 207	506	两优 6326	426
冈优 725	803	金优 207	752	金优 463	625	扬两优 6 号	570	两优培九	497	丰两优 1 号	420
金优 402	732	金优 402	574	丰两优 1 号	600	金优 402	474	天优 998	393	岳优 9113	390

资料来源：中国农技推广中心，平安证券研究所

非常快的优势品种淘汰速度加上优势品种单品推广面积小使得稻种企业必须同时开发出多个下一代优势品种跟进。

2.1.4 隆平后继品种充足

2010 年隆平高科国审通过品种有 6 个，其中两系品种 4 个。

图表14公司品种开发连续性好，后备足

单位：个

	国审	两系	两系品种名录
2006	6	3	陆两优 996、两优 0293、准两优 527
2007	3	2	准两优 1102、株两优 211
2008	4	4	准两优 893、陵两优 268、陆两优 819、Y 两优 1 号
2009	3	1	准两优 608
2010	6	4	陵两优 472、陵两优 211、C 两优 608、隆两优 340

数据来源：农技中心，平安证券

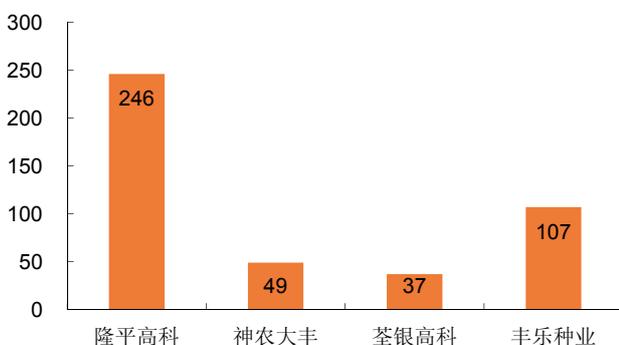
2.2 科研实力雄厚

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关全球，三系、两系种子资源库异常丰富，除此之外，公司研发还有以下特点。

重投入。公司拥有杂交稻种上市公司中最多的研发人员和研发经费投入。

图表15公司研发人员众多

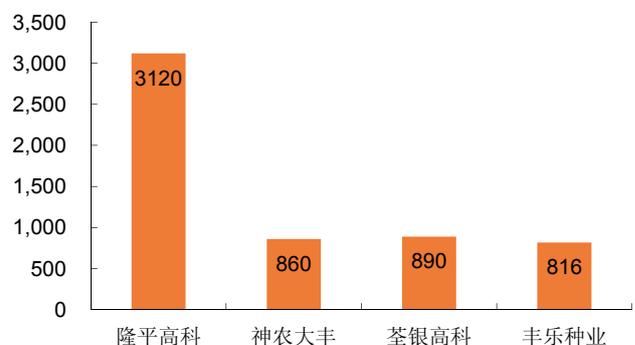
单位：人



数据来源：公司资料，平安证券

图表16公司研发投入大

单位：万元



数据来源：公司2010年报，平安证券

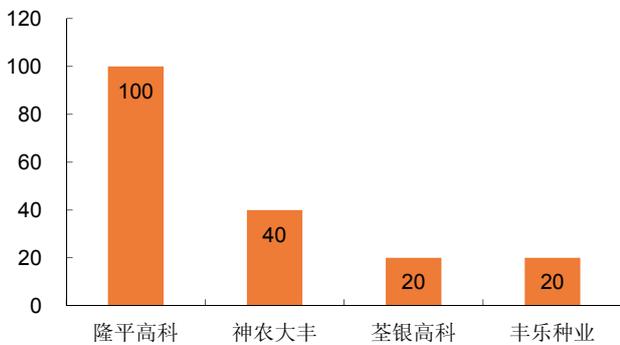
善联合。2011年11月9日，公司发布公告：隆平高科与公司第二大股东湖南杂交水稻研究中心签署《全面合作协议书》，双方互相对对方开放科研平台、共享科研资源信息（包括开放种质资源库、科研基地、育种实验室等），中心将其全部杂交水稻科技成果交由隆平高科独家进行产业化测评、开发研究以及商业推广开发，并由公司以双方名义共同申报成果、品种审定。合作协议有效期15年，到期自动续约，公司每年向中心支付1000万人民币合作资金，**研发成果对第三方具有完全排他性。**

四两千斤。公司第二大股东湖南杂交水稻研究中心是我国最著名杂交水稻研究机构，杂交水稻之父“袁隆平先生”便供职于此。中心历来是隆平高科重要的育种研发支持平台，子公司湖南隆平近两年主推的Y两优1号和两优1128，以及亚华种业主推的深两优5184均是中心的育种研究成果。尽管以往中心对隆平高科的育种研发提供了大力支持，但其权属关系并不明晰，中心将其他部分品种提供给隆平高科以外的第三方使用，培育了其他竞争对手。此次签署《全面合作协议书》使得双方的育种科研平台高度融合，育种效率将大幅提升，公司与中心的品种权使用费固化和显性化，同时大幅降低品种使用费。

成果丰硕。在同行中隆平自主研发品种数第一，通过国审品种数第一。

图表17公司自主研发品种数第一

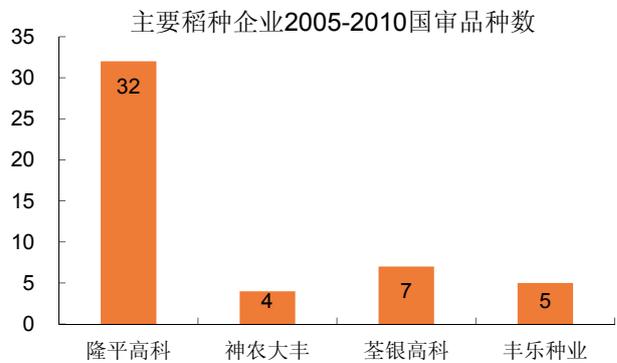
单位：个



数据来源：公司年报，平安证券

图表18公司国审品种数第一

单位：个

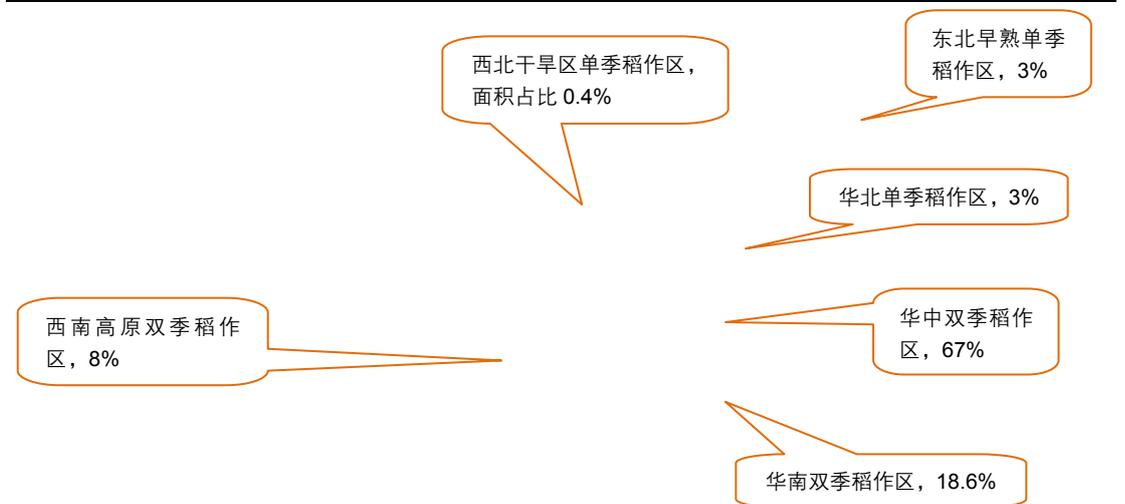


数据来源：公司年报，平安证券

2.3 杂交稻种主推品种增长迅速

目前公司杂交水稻主推品种有Y两优1号、两优1128、C两优608、准两优608，子公司四川隆平的Y两优8号、亚华种业的深两优5814，推广形势喜人，其中Y两优1号表现尤其好。

图表19长江中下游地区是我国水稻集中种植区



资料来源：平安证券研究所

图表20 Y两优1号适宜种植区域涵盖了我国主要水稻作区

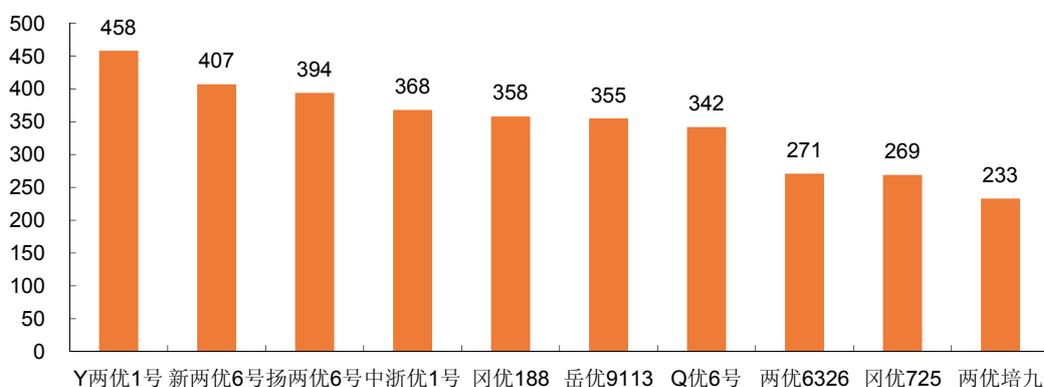
品种	审核单位	适宜种植区域
Y 两优 1 号	湖南省审	海南、广西南部、广东中南及西南部、福建南部的稻瘟病轻发的双季稻区作早稻种植，以及长江流域稻区（武陵山区除外）和福建北部、河南南部稻区的稻瘟病、白叶枯病轻发区作一季中稻种植。
	国审	
两优培九	江苏省审	适宜贵州、云南、四川、重庆、湖南、湖北、江西、安徽、江苏、浙江、上海以及河南信阳、南阳地区、陕西汉中地区等一季稻区种植，广西桂南和中造地区的高肥水平田块分别作早、中造种植。
	国审	
丰两优 1 号	安徽省审	适宜在安徽省作一季中稻种植。
扬两优 6 号	江苏省审	长江流域稻区（武陵山区除外）以及河南南部稻区的稻瘟病轻发区作一季中稻种植。
	贵州省审	
	国审	

资料来源：农技中心，平安证券研究所

2010 年 Y 两优 1 号推广面已达到 458 万亩，成为杂交稻种推广第一品种。

图表21 杂交稻种2010年前十大品种推广面积

单位：万亩



资料来源：农技中心，平安证券研究所

预计 2011 年推广面积在 600 万亩左右，2012 年推广面积能达到 800-900 万亩左右，较 2010 年翻一番。

图表22 Y两优1号收入假设及盈利预测

单位：万亩、公斤、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

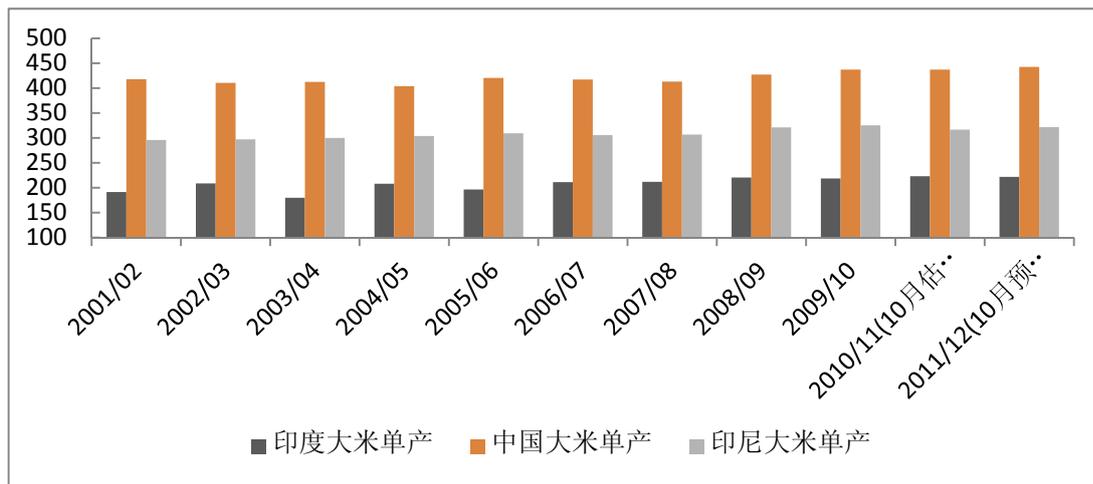
2.4 国际化战略高瞻远瞩

出口是我国杂交稻种行业最具潜力的增长来源。由于我国杂交稻种推广已达到极限，大幅增加已不可能。但全球除中国外水稻种植面积约为 19.6 亿亩，且杂交种子推广还处于初始阶段，如果我国种子企业在除中国外的国际水稻种子市场占有率能够提高到 5%，就是近 1 亿亩推广面积，相当于目前国内水稻种子市场规模的 40%。

2002-2010 年中国杂交稻种出口额年均复合增长 39.5%，技术优势是我国杂交稻种出口增长迅速的内在原因。

图表23我国稻米单产世界第一

单位：公斤/亩



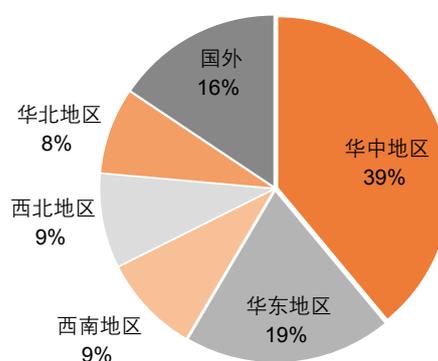
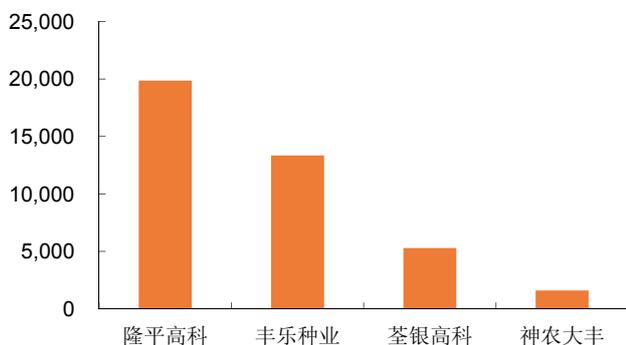
资料来源：USDA，平安证券研究所

隆平站的更高。虽然出口业务位居行业第一，但公司对出口业务的理解是，出口不如国际化。隆平认为出口既有内部限制：两系不允许出口，三系审后 5 年方可出口；又有外部限制：印度、印尼、孟加拉等国对水稻种子进口都有严格限制；出口规模未来有限。公司的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，其中菲律宾合资公司已经步入第四年，根据先锋经验，未来 2-3 年将开始大幅贡献利润，我们认为前景乐观。

图表24公司种子出口行业排名第一

单位：万元

图表25出口业务约占公司收入的16%



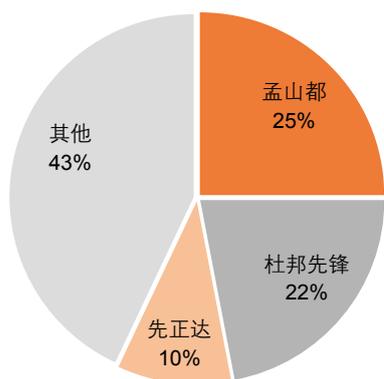
数据来源：公司年报，平安证券

数据来源：公司年报，平安证券

2.5 量增利升

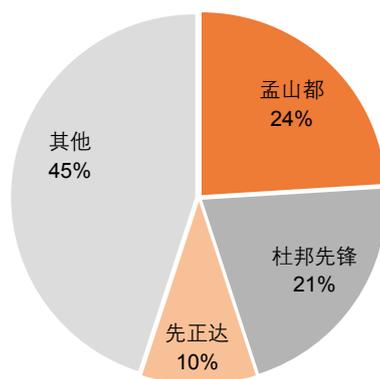
量增。根据其他种子品种的国际经验，龙头企业的市场份额基本都在 20%以上，作为拥有诸多前述优势的国际稻种行业龙头企业，未来隆平高科杂交稻种业务市场份额也应在 20%以上才算合理，但根据我们比较乐观的估计，目前隆平高科的国内市场份额也大约才 7%，即使按照国内市场来算，未来增长也应有 2 倍空间。

图表26 国际玉米种子龙头企业市场份额



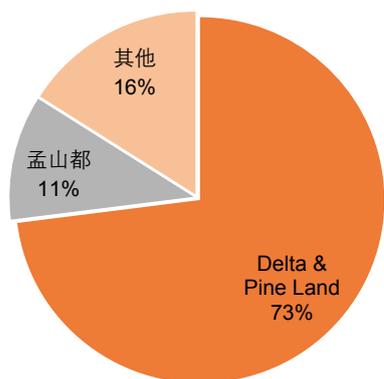
数据来源：公司年报，平安证券

图表27 国际大豆种子龙头企业市场份额



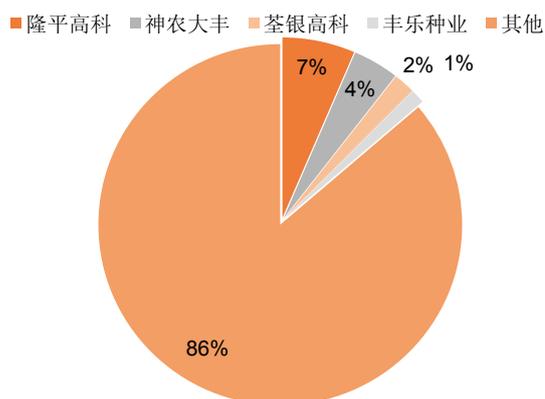
数据来源：公司年报，平安证券

图表28 国际棉花种子龙头企业市场份额



数据来源：公司年报，平安证券

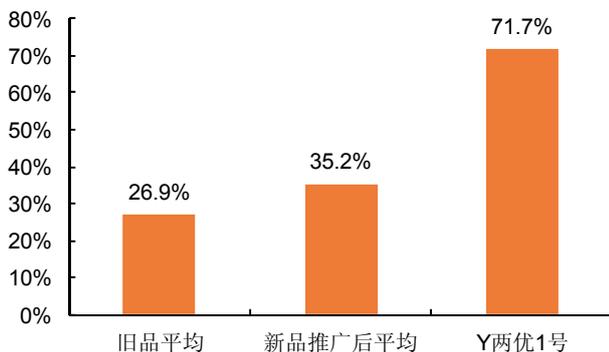
图表29 隆平高科市场份额的乐观估计



数据来源：公司年报，平安证券

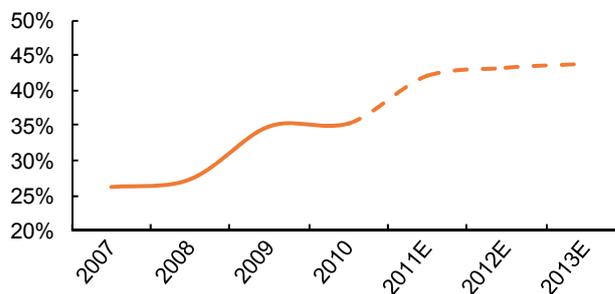
利升。公司主推的新品种毛利率大幅高于已有品种毛利率，随着新品种推广扩大，销售量和收入占比增加，公司杂交稻种业务毛利水平有进一步提升趋势。

图表30公司新旧品种毛利率对比



数据来源：公司年报，平安证券

图表31公司杂交稻种毛利率变化及推测



数据来源：公司年报，平安证券

三、玉米种子奋起直追

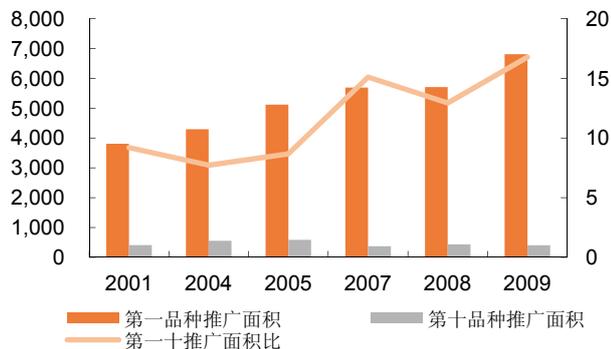
顺应玉米种子行业特征，公司玉米种子业务采用单品策略奋起直追。

4.1 玉米种子行业竞争：一个品种吃天下

玉米本身气候适应性强，使得玉米种子单品适种面积巨大。玉米对气候适应性强，一个种子品种的适合种植面积往往在亿亩以上，几乎可以覆盖我国所有玉米种植区。

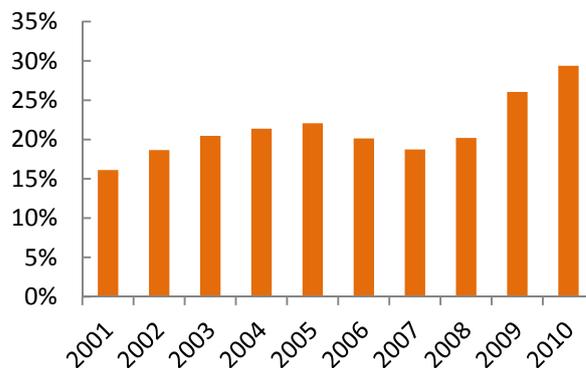
适种面积巨大，使得优势单品的实际推广面积巨大，且有继续扩大趋势。例如 2009 年玉米第一种子品种郑单 958 的推广面积达到 6810 万亩，占到全国玉米种植面积的 15%以上，是第十名推广面积的 16.77 倍。而且需要指出的是优势单品推广面积扩大趋势还在继续，前三大品种推广面积占比从 2001 年的 16%扩大到 2009 年的 29%，第一品种推广面积与第十品种的比例从 2001 年的 9.2 倍提升到了 16.77 倍。

图表32第一品种推广面积是第十名的10倍多



数据来源：公司年报，平安证券

图表33前三大品种推广面积占比不断扩大



数据来源：公司年报，平安证券

优势种子品种资源成为玉米种子企业第一生命线。拥有优势品种就等于拥有巨大的推广面积，拥有巨大的推广面积就等于拥有较高市场占有率和巨大的种子销售量。先玉 335 以一个品种养活了敦煌和登海两家上市公司。

4.2 隆平 206 奋起直追

隆平 206 是公司目前主推的玉米品种（主要由子公司安徽隆平负责），2007 年通过安徽省审，2009 年被河南列入引种目录，2011 年陆续通过山东和河北审定，适合黄淮海夏播玉米区种植。

图表34黄淮海夏播玉米区约占我国玉米种植面积的40%

黄淮海夏播玉米区，玉米种植面积 1.92 亿亩。

资料来源：农业部，平安证券

隆平 206 在抗病性能方面拥有较大优势。

图表35较目前黄淮海区主流品种，隆平206对玉米常见病害有较好的抵抗效果

	矮花叶病	弯孢菌叶斑病	茎腐病	瘤黑粉病	大斑病	小斑病	玉米螟	倒伏
隆平 206	高抗	抗	抗	中抗	-	中抗	中抗	-
郑单 958	高抗	-	感	抗	抗	抗	-	抗
先玉 335	感	中抗	高抗	中抗	感	感	感	-
浚单 20	高抗	中抗	中抗	-	感	抗	抗	-

资料来源：农技中心，平安证券

隆平 206 在增产能力方面无明显劣势。

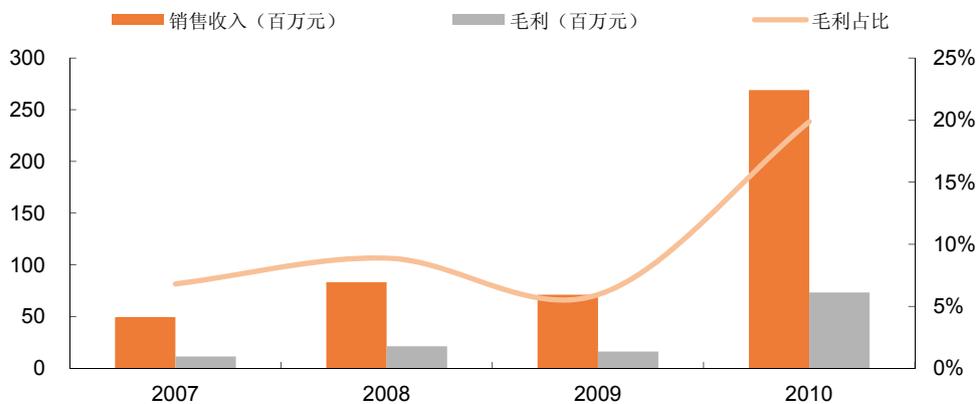
图表36较目前黄淮海区主流品种，隆平206两年区试均产处于中上水平

	审定范围	两年区试均产（公斤）	参照系	增产	生产试验产量（公斤）	比对照增产	生育期
隆平 206	河南审定	591.6	郑单 958	3.50%			101 天
郑单 958	国审	580.6	掖单 19	21.80%	587.1	7%	96 天
先玉 335	国审	579.5	农大 108	11.30%	509.2	4.70%	98 天
浚单 20	国审	612.7	农大 108	9.19%	588.9	10.73%	97 天

资料来源：农技中心，平安证券

在隆平 206 销售的带动下，2010 年公司玉米种子业务销售收入和毛利都有了大幅增加。销售收入增长 2.8 倍（扣除北京屯玉并表收入，为 1.34 倍），毛利增加 3.5 倍，玉米种子业务毛利占比由 6% 增加到了 20%。

图表37公司玉米种子业务2010年有了突飞猛进的提升



资料来源：公司公告，平安证券

我们认为隆平 206 具备成为区域性主流品种的能力，预计 2012 年销售在 1000 万公斤左右。

图表38隆平206盈利预测及假设

隆平 206	2010	2011E	2012E	2013E
销量 (万公斤)	450	670	1000	1350
销售单价(元/公斤)	15	17	19	20
销售收入 (百万元)	68	114	190	270
单位成本 (元/公斤)	6.4	7	7.8	8.6
销售成本 (百万元)	29	47	78	116
毛利 (百万元)	39	67	112	154
毛利率	57%	59%	59%	57%
毛利占比	10.47%	12.54%	15.25%	16.32%

资料来源：平安证券

4.3 携手利马格兰，厚积薄发

玉米优势品种淘汰也较快。例如，农大 108 在 2001 年之前是我国玉米种植推广面积的老大，2001 年种植推广面积为 3810 万亩，但 2002 年开始就被郑单 958 超越，到 2009 年排名降至第四位，种植推广面积缩小到 718 万亩。而先玉 335 在 2007 年开始销售，2009 年实际推广面积便挤进前三，达到 1692 万，2010 年达到 2879 万亩。

玉米优势品种生命周期：进入期：2-3 年；持续期：5-7 年；衰退期：5-7 年；合计 12-17 年。

图表39 推广面积排名变化显示出玉米品种竞争优势转化迅速

单位：万亩

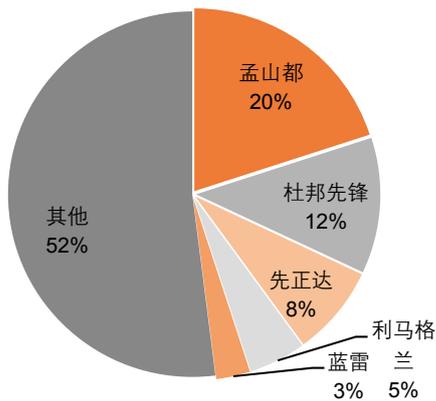
推广排名 品种	2001 面积	推广排名 品种	2004 面积	推广排名 品种	2005 面积	推广排名 品种	2007 面积	推广排名 品种	2008 面积	推广排名 品种	2009 面积
农大 108	3810	郑单 958	4295	郑单 958	5117	郑单 958	5691	郑单 958	5704	郑单 958	6810
豫玉 22	1097	农大 108	2720	农大 108	2177	浚单 20	1646	浚单 20	2458	浚单 20	3678
鲁单 50	961	鲁单 981	1144	鲁单 981	1035	鲁单 981	1332	鲁单 981	883	先玉 335	1692
农大 3138	956	四单 19	1108	四单 19	952	农大 108	1092	先玉 335	816	农大 108	718
四单 19	956	豫玉 22	980	东单 60	854	聊玉 18	612	农大 108	760	聊玉 18	549
龙单 13	879	沈单 16	693	沈单 16	783	四单 19	573	聊玉 18	637	中科 4 号	537
中单 2 号	608	龙单 13	655	聊玉 18	662	东单 60	542	中科 4 号	551	鲁单 981	512
掖单 13 号	607	鑫玉 6 号	639	豫玉 22	651	中科 4 号	510	星垦 3	534	金海 5 号	492
掖单 2 号	399	东单 60	617	登海 11 号	612	沈单 16	461	四单 19	469	四单 19	442
本玉 9 号	414	登海 11 号	556	龙单 13	590	鑫玉 16	377	东单 60	441	鑫玉 16	406

资料来源：中国农技推广中心，平安证券研究所

较快的优势品种淘汰速度加上优势品种单品推广面积巨大对玉米种子开发下一代优势替代品种提出了非常高要求。

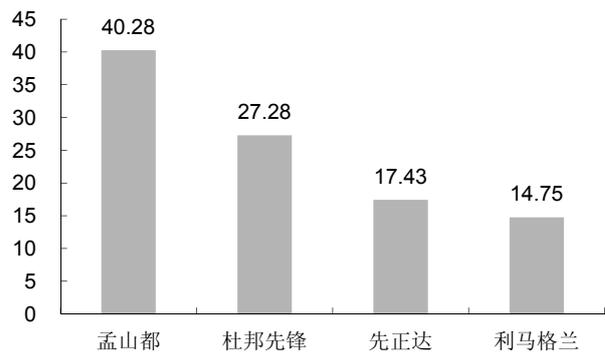
携手利马格兰，公司有望利用其在玉米种子领域的研发优势，厚积薄发。其在东北春播区和黄淮海夏播区新品种研发有望为隆平高科的玉米种子业务增长提供新引擎。

图表40 利马格兰是全球第四大种子子公司



数据来源：公司年报，平安证券

图表41 2006年销售收入为14.75亿美元 单位：亿美元



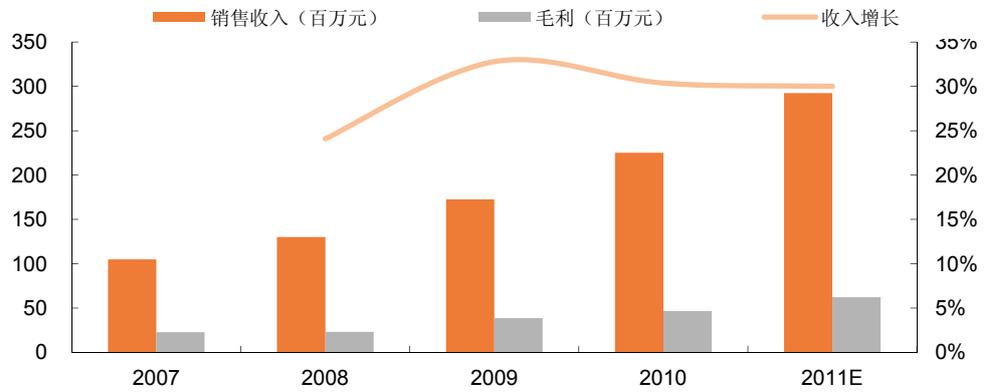
数据来源：公司年报，平安证券

我们认为在隆平 206 持续畅销和利马格兰研发支持的协助下，公司玉米种子业务有望快速突破，逐步追赶并融入由登海、敦煌等公司构成的玉米种子经营第一团队，成为公司另一增长极，逐步形成“双腿”发展格局。

四、 其他业务稳步提升

4.1 辣椒业务

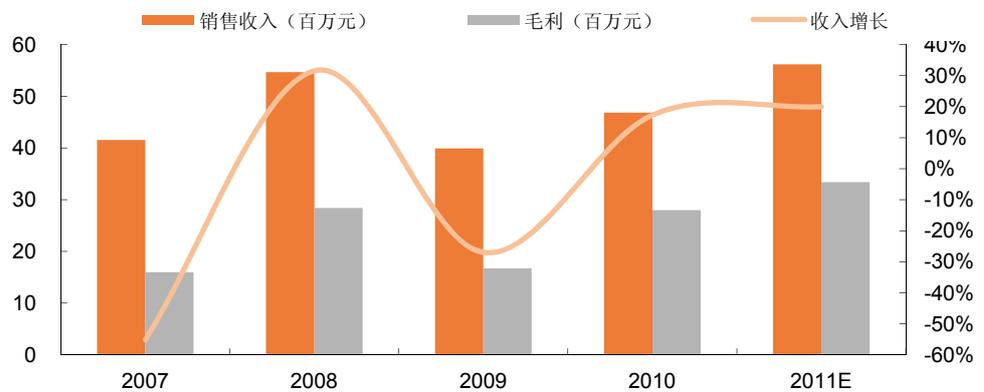
图表42公司辣椒业务收入增长基本维持在30%左右



数据来源：公司年报，平安证券

4.2 瓜果蔬菜种子

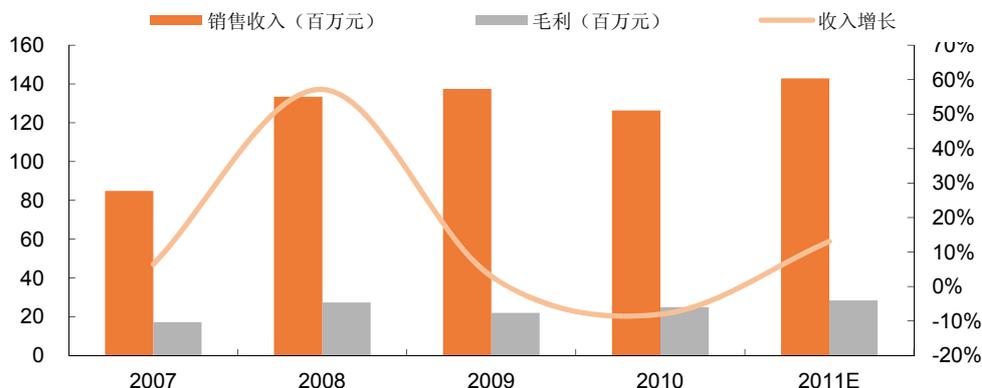
图表43公司瓜果蔬菜种子业务2011年预计增长20%



数据来源：公司年报，平安证券

4.3 小麦棉花种子

图表44公司小麦棉花种子业务2011年预计增长13%



数据来源：公司年报，平安证券

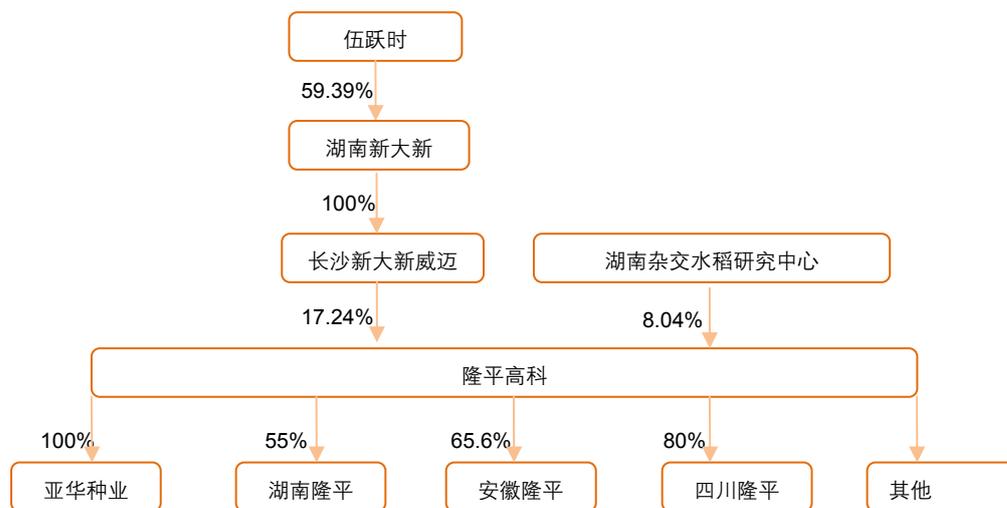
五、 少数股东权益解决需时日

5.1 少数股东权益现状

公司大股东为长沙新大新威迈农业股份有限公司，持有公司 17.24%的股权，实际控制人为伍跃时，间接持有公司 10%的股权。

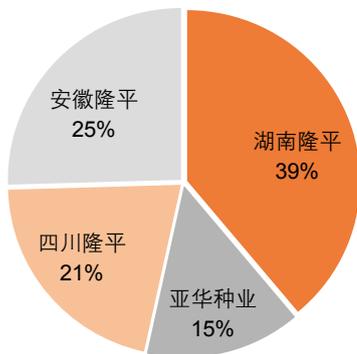
公司下属主要控股子公司都不同程度的存在少数股东权益问题。公司目前利润主要来源于四个控股子公司，亚华种业、湖南隆平、安徽隆平、四川隆平，持有子公司股份份额分别是 100%、55%、65.6%、80%。其中，11年 10月 27日，公司公告拟将持有的 20%亚华种业股份转让给亚华种业董事会成员及高级管理人员，形成类股权激励，同时拟受让湖南隆平 5%-10%的股权，但由于具体方案并没有确定，暂时仍以以前数据表述（若按公告，公司持有亚华种业 80%股份）。

图表45公司股权结构



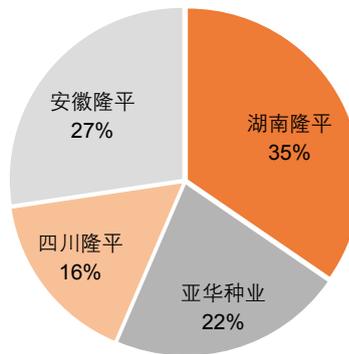
资料来源：公司资料，平安证券研究所

图表46主要子公司营业利润占比



数据来源：公司年报，平安证券

图表47主要子公司净利润贡献占比



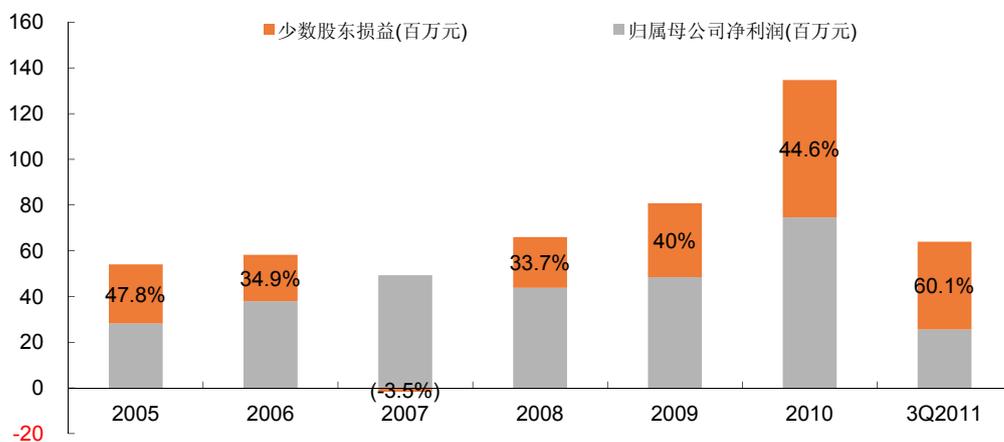
数据来源：公司年报，平安证券

5.2 影响

根据公司治理理论，对公司拥有控制权的少数股东存在转移公司利润的动机和能力，可能使得公司利润低于真实盈利水平（公司没有动力释放业绩）。

公司少数股东权益占比有增加的趋势，随着公司盈利规模扩大，其规模在加速扩大，2011年3季度的少数股东损益占比甚至超过了归属母公司利润（原因：三季度销售淡季，公司只花钱，显然母公司花的多了）。我们认为这将使得少数股东权益问题更加严重。

图表48公司利润增长，少数股东权益也在不断增加



注：2005年数据为旧会计准则下结果。数据来源：公司公告，平安证券

5.3 对公司少数股东权益看法

公司理解：正面。 公司认为少数股东权益存在有三大正面效果：在短期利益损害长期利益情况下，少数股东权益存在，能使少数股东保持长短期利益一致性；在股权激励缺失的情况下，有助于留住人才；在行业风险较大时，有助于分散母公司经营风险。

资本市场：负面。 资本市场认为少数股东权益存在是公司利润释放的主要障碍，甚至怀疑子公司存在隐藏利润行为。

5.4 解决

市场预期。逐步提高各个子公司持股比例，待时机成熟，换股合并所有少数股东股权，子公司管理层全部拥有隆平高科股权，真正实现与公司共成长。或定向发行股份收购少数股东权益。

我们：变少数股东控制为监督也能解决问题。我们认为少数股东权益问题的核心还在于另外一个条件：拥有对子公司的控制权。如果加强子公司控制，使得少数股东不具备控制子公司的能力，这一问题不仅能够很好的解决，而且还会大大增加子公司运作的监督力量。

尚待时日。由于上市公司是解决少数股东权益的主题，少数股东权益是否解决以及如何解决主要取决于上市公司的意愿。基于公司对少数公司权益的偏正面理解，我们认为公司在解决少数股东权益方面动力还不足，彻底解决尚待时日。

图表49公司2011年在少数股东权益问题上有所进展

时间	事件
2011年4月	收购28%四川隆平股权，完成后持股80%，收购市盈率6.4倍。
2011年10月	拟将持有的20%亚华种业股份转让给亚华种业董事会成员及高级管理人员，形成类股权激励，同时拟受让湖南隆平5%-10%的股权（收回）。

资料来源：公司公告，平安证券

六、业绩预测

6.1 收入成本拆分及预测

图表50公司收入成本拆分及预测

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
水稻种子业务						
销售收入(百万元)	477.04	513.75	552.25	751.6	962.85	1190.72
增长率(YOY)	36.9%	7.7%	7.5%	36.1%	28.1%	23.7%
销售成本(百万元)	346.07	334.07	356.83	435.84	545.89	668.52
毛利率	27.5%	35.0%	35.4%	42.0%	43.3%	43.9%
毛利占比	54.6%	65.3%	52.9%	59.1%	56.8%	55.4%
玉米种子业务						
销售收入(百万元)	83.24	71.2	269.06	179.06	286.48	415.5
增长率(YOY)	67.8%	-14.5%	277.9%	-33.4%	60.0%	45.0%
销售成本(百万元)	61.92	54.89	195.63	90.6	133.57	192.82
毛利率	25.6%	22.9%	27.3%	49.4%	53.4%	53.6%
毛利占比	8.9%	5.9%	19.9%	16.6%	20.8%	23.6%
辣椒业务						
销售收入(百万元)	129.99	172.62	225.02	292.52	375.65	457.06
增长率(YOY)	24.1%	32.8%	30.4%	30.0%	28.4%	21.7%
销售成本(百万元)	106.95	133.97	178.54	230.31	293.37	356.98
毛利率	17.7%	22.4%	20.7%	21.3%	21.9%	21.9%
毛利占比	9.6%	14.1%	12.6%	11.7%	11.2%	10.6%
小麦和棉花种子						
销售收入(百万元)	133.47	137.44	126.38	142.93	168.08	198.98
增长率(YOY)	57.2%	3.0%	-8.1%	13.1%	17.6%	18.4%
销售成本(百万元)	106.15	115.43	101.45	114.54	132.4	156.4
毛利率	20.5%	16.0%	19.7%	19.9%	21.2%	21.4%
毛利占比	11.4%	8.0%	6.7%	5.3%	4.9%	4.5%
蔬菜瓜果种子						
销售收入(百万元)	54.67	39.92	46.82	56.18	67.42	80.9
增长率(YOY)	31.6%	-27.0%	17.3%	20.0%	20.0%	20.0%
销售成本(百万元)	26.27	23.21	18.84	22.79	27.24	32.82
毛利率	52.0%	41.9%	59.8%	59.4%	59.6%	59.4%
毛利占比	11.8%	6.1%	7.6%	6.3%	5.5%	5.1%
其他						
销售收入(百万元)	200.18	117.24	57.02	61.9	69.46	78.07
增长率(YOY)	-	-41.43%	-51.36%	8.56%	12.21%	12.40%
销售成本(百万元)	188.47	114.05	51.49	56.18	62.97	70.69
毛利率	5.8%	2.7%	9.7%	9.2%	9.3%	9.5%
毛利占比	4.88%	1.16%	1.50%	1.07%	0.88%	0.78%

资料来源：公司资料、平安证券研究所

6.2 盈利预测汇总

预计公司 2011-2013 年 EPS 分别 0.51、0.78、1.05 元，对应前一交易日 PE 为 45.8、29.8 和 22.1 倍。

图表51公司盈利预测汇总表

单位：百万元

会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1055	1280	1484	1930	2421
营业成本	780	908	950	1195	1478
营业税金及附加	1	0	1	1	2
营业费用	96	110	134	167	206
管理费用	117	129	148	184	228
财务费用	20	25	27	25	21
资产减值损失	20	12	14	15	15
公允价值变动收益	1	0	-1	-0	-0
投资净收益	56	25	40	40	40
营业利润	77	122	249	382	512
营业外收入	14	29	16	18	19
营业外支出	8	10	9	8	9
利润总额	83	141	256	392	522
所得税	2	6	13	20	22
净利润	81	135	242	372	500
少数股东损益	32	60	102	157	209
归属母公司净利润	48	75	140	215	291
EBITDA	132	182	310	444	571
EPS (元)	0.17	0.27	0.51	0.78	1.05

资料来源：公司资料、平安证券研究所

七、 估值、投资建议及风险提示

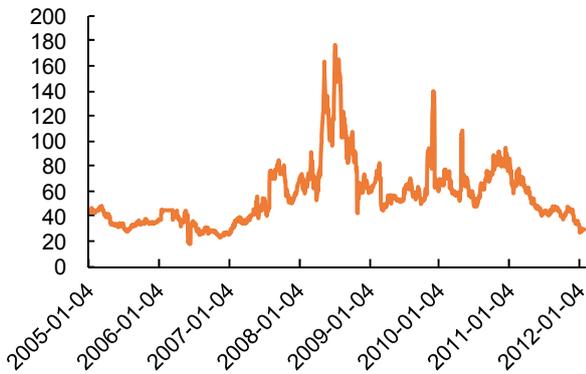
7.1 估值

隆平高科目前股价对应 2011-2013 年 PE 为 45.8 倍、29.8 倍和 22.1 倍，高于行业平均水平，我们认为隆平高科的估值溢价主要来自于科研力量、三系两系种子资源、行业地位等公司综合发展潜力。用什么能够更好对此进行测量，并给出一个合理的估值依据？我们认为历史估值可以提供参考。利用四分位方法，我们给出了公司供参考的估值范围。

上限。可以使用中位数、平均值以及众数三个指标来确定估值上限，其中众数稳定性最好，而且数值最低，我们将其作为隆平高科的估值上限，PE 为 44.64 倍，对应 2012 年合理股价 34.82 元/股。

下限。隆平高科 PE 低四分位数为 37.45 倍，对 2012 年股价 29.11 元/股。

图表52隆平高科历史估值（动态PE）



数据来源：公司年报，平安证券

图表53隆平高科历史估值描述统计

低四分位	37.45	最大值	176.6
众数	44.64	最小值	17.63
中位数	52.29	标准差	25.47
平均值	56.45	峰度	3.36
高四分位	68.34	偏度	1.57

数据来源：公司年报，平安证券

7.2 投资建议

推荐。综合估值分析，我们将隆平高科的目标价定为 29.11—34.82 元/股，相对目前股价，具有较高的安全边界，继续给予“推荐”评级。

时机。由于种子生产销售具有季节性（一般 7—9 月为制种季，可以观察种子企业制种情况；10 月为预付款销售阶段，可以观察种子预销售情况；11-12 月及来年一季度主要为分销阶段。），按历史情况，6—8 月是种子行业投资布局的最佳时机。但今年受市场情绪影响，隆平估值目前过低（参见隆平高科历史估值及描述统计分析），建议可提前布局。

7.3 风险提示

制种风险。两系水稻制种对温度要求，如果制种时期温度发生重大变化，可能导致种子质量不合格，进而导致制种失败，会对公司业绩产生较大影响。

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	86.0	45.8	29.8	22.1
					P/B	6.5	5.8	5.0	4.2
					EV/EBITDA	86.0	45.8	29.8	22.1

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