

稻种量价齐升 玉米蓄势待发

中性 维持

投资要点:

- 杂交水稻种子毛利占比达到 71.5%
- 利合 16 玉米种子 2012 年后有望显现盈利

报告摘要:

- 2011 上半年净利润大幅增长 155%，Q2 减亏但 Q3 亏损增加。** 2011 上半年公司实现营业收入 7.5 亿元，同比增长 26.6%，营业利润 1.05 亿元，同比增长 171%，净利润 5256 万元，同比增长 155%，每股收益 0.19 元。从单季看，11Q2 单季亏损 191 万元，10Q2 单季亏损 668 万元，大幅减亏。同时，公司前三季度预计盈利 2428-2833 万元，同比增长 200%-250%，其中 Q3 预计亏损 2422-2827 万元，较 10Q3 亏损 1252 万元显著增加。
- 杂交水稻种子龙头地位尽显。** 作为公司的核心业务，杂交水稻种子上半年表现抢眼，实现营业收入 3.99 亿元，同比增长 65.8%，主营业务利润同比增长 94%。杂交水稻种子毛利率达到 42.16%，同比提高 6.12 个百分点。报告期，杂交水稻种子贡献毛利 1.68 亿元，占公司全部业务 2.35 亿元毛利的 71.5%。公司近两年来通过有意识地消减低毛利率水稻种子，增加 Y 两优等高毛利品种，效果显著。
- 玉米种子未来仍有看点。** 报告期玉米种子实现营业收入 6985 万元，同比减少 59%，主要是上年同期北京屯玉并表的影响。剔除北京屯玉因素，玉米种子收入同比增长 4.5%，毛利率增长 11.4%。玉米种子目前仍主要依靠安徽隆平的隆平 206。利合 16 作为第四积温带极早熟品种，竞争对手不多，整体市场空间保守预测在 2000 万亩左右。按 30% 的目标市占率测算，利合 16 未来 3-5 年内有望每年贡献 1.6-2 亿元的收入及 6000-8000 万元的净利润。
- 暂维持中性评级。** 市场对于公司认可度较高，主要源于公司在杂交水稻种子方面具有世界性的地位，其研发实力和行业整合受益度均不可限量。由于水稻种子表现超预期，上调 11/12 年盈利至 0.45/0.69 元，同时引进 13 年预测 1.02 元。种业机会在年内仍是脉冲式的，市场对公司的预期相对充分，估值进一步提升的空间不大，暂维持中性评级。

主要经营指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(万元)	105,475	128,040	151,087	180,549	216,659
净利润(万元)	4,847	7,460	20,822	32,328	47,473
总股本(万股)	27,720	27,720	27,720	27,720	27,720
每股收益(元)	0.17	0.27	0.45	0.70	1.03

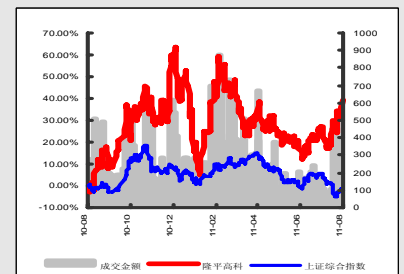
分析师

胡建军 (S1180210010226)

电话: 010-88085982

Email: hujianjun@hysec.com

市场表现



数据来源: Wind 资讯

股东户数

报告日期	股东数	户均持股 (流通股)
20100331	73836	3754
20101231	40809	6792

机构持股汇总

报告日期	20110630	20101231
机构持股(万)	1335	18103
占流通 A 股比	4.82%	65.31%

数据来源: Wind 资讯

相关研究

行业研究*农林牧渔业: 养殖业景气高涨 战略关注种业 2011-6-22

公司研究*隆平高科: 长期趋势向好 短期估值承压 2011-01-15

表：财务模型预测

利润表		万元				
	2009	2010	2011E	2012E	2013E	
营业收入	105,475	128,040	151,087	180,549	216,659	
营业总成本	103,498	118,358	130,448	148,294	168,858	
营业成本	77,975	90,789	99,868	111,852	125,274	
营业税金及附加	117	34	68	85	105	
销售费用	9,619	11,018	12,087	14,444	17,333	
管理费用	11,734	12,854	15,109	18,055	21,666	
财务费用	2,037	2,481	2,266	2,708	3,250	
资产减值损失	2,016	1,182	1,050	1,150	1,230	
营业外净收入	1,425	2,877	1,050	1,420	1,650	
利润总额	8,317	14,060	21,689	33,675	49,451	
净利润	8,082	13,474	20,822	32,328	47,473	
少数股东损益	3,235	6,014	8,329	12,931	18,989	
母公司所有者净利润	4,847	7,460	12,493	19,397	28,484	

现金流量表		万元				
净利润	8,082	13,474	20,822	32,328	47,473	
加：资产减值准备	2,016	1,182	1,050	1,150	1,230	
固定资产折旧	1,613	1,206	1150	1020	980	
无形资产摊销	1,699	1,916	2133	2230	2150	
处置固定资产损失	101	52	85	95	120	
财务费用	2,783	3,069	2,266	2,708	3,250	
存货的减少	-11,586	-8,253	-8050	-8050	-8050	
经营性应收项目减少	15,402	-7,265	-7365	-7365	-7365	
经营性应付项目增加	2,430	12,111	10500	8500	12111	
经营活动流量净额	17,088	15,840	22000	16550	16550	
现金的期末余额	58,326	51,243	54,788	58,480	76,679	
减：现金的期初余额	33,196	58,326	51,243	54,788	58,480	
现金等价物净增加额	25,130	-7,083	3,545	3,691	18,199	

资产负债表		万元				
资产	2009	2010	2011E	2012E	2013E	
货币资金	60,827	54,970	59,500	60,500	56,000	
应收账款	10,616	15,807	13,400	15,400	17,500	
预付款项	12,931	13,002	13,502	14,200	13,800	
应收利息	29	25	80	85	70	
其他应收款	5,827	8,679	9,678	12,000	15,000	
存货	67,806	76,074	79,000	95,000	102,000	
流动资产合计	159,013	170,222	178,160	200,185	209,370	
长期股权投资	10,493	16,972	19,050	20,300	32,000	
固定资产	25,203	32,242	32,455	35,005	46,005	
在建工程	5,077	2,782	2,050	2,020	2,050	
无形资产	15,179	15,670	15,650	15,200	15,650	
长期待摊费用	942	1,351	1,350	1,230	1,350	
非流动资产合计	61,431	73,972	72,555	75,755	99,055	
资产总计	220,444	244,195	250,715	275,940	308,425	

负债与股东权益		万元				
应付账款	10,871	10,631	10,500	10,200	10,650	
预收账款	10,950	17,558	18,558	17,580	16,550	
其他应付款	4,806	11,155	11,500	12,500	11,800	
流动负债合计	100,086	117,219	120,558	120,280	119,000	
专项应付款	2,513	2,178	2,250	2,150	2,060	
其他非流动负债	1,719	1,750	1,763	1,688	1,625	
非流动负债合计	4,347	4,046	4,200	4,210	4,188	
负债合计	104,433	121,265	124,758	124,490	123,188	
股本	27,720	27,720	27,720	27,720	27,720	
资本公积金	53,211	51,952	55,600	59,800	70,500	
少数股东权益	21,304	23,982	23,932	28,776	35,195	
母公司股东权益	94,708	98,948	102,025	122,675	150,042	
股东权益合计	116,011	122,930	125,957	151,450	185,237	
负债和权益合计	220,444	244,195	250,715	275,940	308,425	

分析师简介:

胡建军: 宏源证券研究所农林牧渔业研究员, 经济学硕士, 高级经济师。

主要研究覆盖公司: 登海种业、隆平高科、丰乐种业、壹桥苗业、东方海洋、獐子岛、国联水产、华英农业、新赛股份、雏鹰农牧。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaozen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。