

水稻增值玉米释放 内涵外延经营并进

——隆平高科（000998）调研快报

2011年9月26日

推荐/维持

农林牧渔

调研快报

刘家伟	S1480207120048
联系人: 王昕	农林牧渔行业分析师 010-66507312 MSN: wangxin200810@hotmail.com

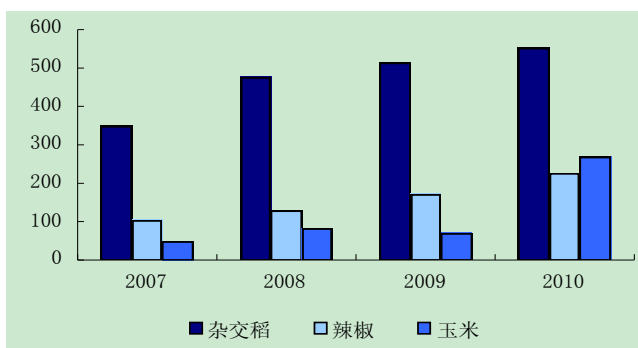
事件:

近期我们拜访了隆平高科,就公司各项业务的发展与相关领导进行了沟通。

1 水稻旗舰地位稳固,玉米拓展成效显著

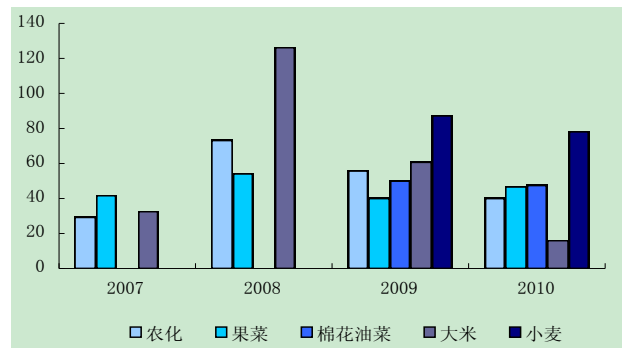
公司是国内领先的种业“育、繁、推一体化”企业,主营以杂交水稻种子为主,近年来干辣椒及制品和玉米种子亦发展迅速,成为公司另一大利润来源。2010年公司水稻种子收入和毛利分别为5.52亿元和1.95亿元,占公司总收入和总毛利的比重为43.13%和52.47%;辣椒及制品是公司传统业务之一,08-10年其收入占比为12.02%、16.37%和17.57%,毛利占比9.6%、14.05%和12.48%;玉米种子是公司近年拓展的重点,随着品种的成熟和投放,玉米业务收入和利润占比逐年提高,从2008年收入0.82亿元、占比7.7%,提高到2010年的2.69亿元,占比21.01%,我们预计未来公司将逐步形成以杂交水稻和玉米为核心,辣椒、果菜、小麦和棉油种子为辅的丰富多样的种业体系。

图 1: 07-10 年公司杂交水稻、玉米和辣椒收入



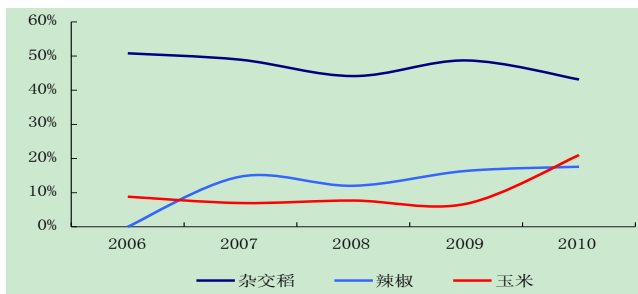
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所 单位: 百万元

图 2: 07-10 年公司农化、果蔬、棉油、大米和小麦收入



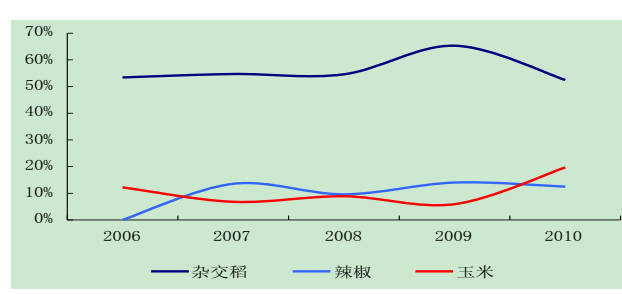
资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所 单位: 百万元

图 3: 07-10 年公司杂交水稻、玉米和辣椒收入占比



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

图 4: 07-10 年公司杂交水稻、玉米和辣椒毛利占比



资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

2 强大的科研实力为公司品种储备提供基础

科研实力是衡量种子企业成长能力的重要指标，由于种子研发投入大且持续，而研发效果可能要数年后才能看到，故过往研发投入的多寡和通过审定品种的数量往往可以衡量一个企业未来的成长潜力。公司每年研发投入总额位居几个种业上市公司之首，研发投入占总收入比重约 5% 左右，07-09 年研发投入分别为 3609.7 万元、4603.3 万元和 6220.1 万元，占比 5.07%、4.26% 和 5.9%。

表 1：公司已通过的认证和所获奖项

品种	已通过认证、所获奖项	推广区域
水稻	“Y 两优 1 号” 2010 年被农业部列为长江流域唯一的两系中稻主推品种，2006 年被农业部认定为“超级稻”示范推广品种；“丰源优 299” 被农业部列为 2010 年度长江流域唯一的中熟晚稻主推品种，湖南省晚稻“超级稻”	长江流域
玉米	“隆平 206”、“利合 16” 等品种通过国家审定	东北、华北、 黄海和淮海
辣椒	“湘研系列辣椒的育成”、“湘研系列辣椒的推广”、“湘研 11~20 号、湘辣 1~4 号辣椒新品种的选育” 等三个项目均获得国家科技进步二等奖	全国
棉花	“湘杂棉 8 号”、“中棉所 70”、“慈抗杂 3 号” 等品种通过国家审定	长江流域

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

表 2：07-09 年公司研发投入及占主营收入比重

项目	2007	2008	2009
研发费用(万元)	3609.7	4603.3	6220.1
营业收入(万元)	71206.5	108130.2	105475
研发费用占营业收入比重	5.07%	4.26%	5.90%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

表 3：08-10 年可比上市公司之荃银高科和神农大丰研发投入及占主营收入比重

公司	项目	2008	2009	2010
荃银高科	研发费用(万元)	340.6	637.85	889.67
	研发费用占比	2.79%	3.89%	4.94%
神农大丰	研发费用(万元)	563.96	859.94	1210.1
	研发费用占比	3.08%	3.02%	3.06%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

3 水稻种子品种做减法，以量换价盈利提升

2008 年公司确定了杂交水稻种子的核心产业地位，刘石加盟后又开始着手调整水稻种子的产品数量和结构，以达到提高水稻盈利水平的作用。目前公司水稻种子已由原来的百余种调整为几十种，同时在这几十个核心品种里“优中选精”，大力推进种质优秀、成长性和推广记录良好的品种如 C 两优 608、淮两优 608、Y 两优等。伴随公司产品结构调整的是公司水稻种子盈利能力的改善，2006-2008 年公司杂交水稻种子毛利率从 22.8% 提高到 27.46%，提高 4.56 个百分点；2009-2011 年中期公司杂交水稻毛利率提升较快，从 34.97% 提高到 42.16%，比 08 年提高了 14.7 个百分点，我们认为公司杂交水稻品种目前正经历一个以量换价的过

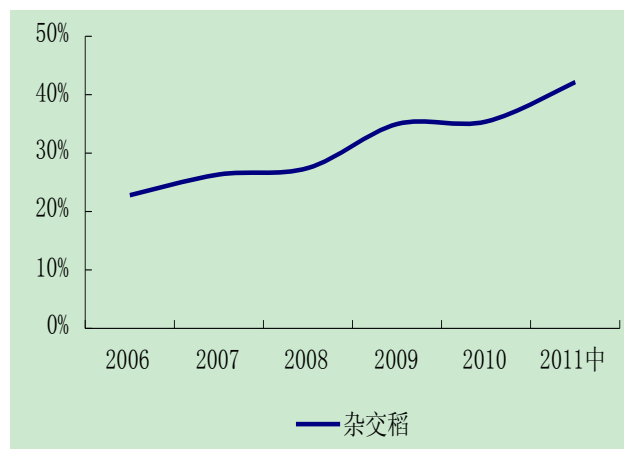
程，通过削减质地一般的种子数量。提高优质品种推广力度，从而提升杂交水稻整体种质水平和盈利能力，未来随着行业整合力度的加强，优秀种子的市场占有率将有较大幅度提高，公司作为拥有众多优质种源的国内杂交水稻种业龙头将充分受益。

表 4: 公司杂交水稻重点主推品种类型、适宜区域和产品特点

品种名称	审定编号	作物类型	适宜区域	产品特点
C 两优 608	湘审稻 2009027 国审稻 2010015	籼型两系 杂交水稻	适宜在江西、湖南、湖北、安徽、浙江、江苏的长江流域稻区（武陵山区除外）以及福建北部、河南南部稻区的稻瘟病、白叶枯病轻发区作一季中稻种植。	株叶形态理想，田间看相突出，后期落色好；熟期早；丰产性、稳产性好；分蘖能力强、分蘖快、匀、成穗率高 从始穗到齐穗较其他品种快；抗倒伏能力；米饭口感好；耐高温能力强；适应性范围广
准两优 608	国审稻 2009032	籼型两系 杂交水稻	适宜在广西中北部、广东北部、福建中北部、江西中南部、湖南中南部、浙江南部的稻瘟病、白叶枯病轻发的双季稻区作晚稻种植	熟期好、季别灵活；丰产、稳产性好；株叶形态好，抗倒伏能力强；穗粒结构均衡；米质优、食味品质好；抗逆能力强；适应范围广
Y 两优 1 号	国审稻 2008001 湘审稻 2006036 渝引稻 2008001	籼型两系 杂交水稻	适宜在海南、广西南部、广东中南部及西南部、福建南部的稻瘟病轻发的双季稻区作早稻种植，以及在江西、湖南、湖北、安徽、浙江、江苏的长江流域稻区（武陵山区除外）和福建北部、河南南部稻区的稻瘟病发区作一季中稻种	稳产、超高产性；株叶形态理想；耐中低肥条件栽培；适应范围广；抗病、抗逆性好；再生能力强；米质好，出米率高、深受米业加工企业青睐；秧龄弹性好、种田效益高。2010、2011 年农业部主导品种均排名第一位

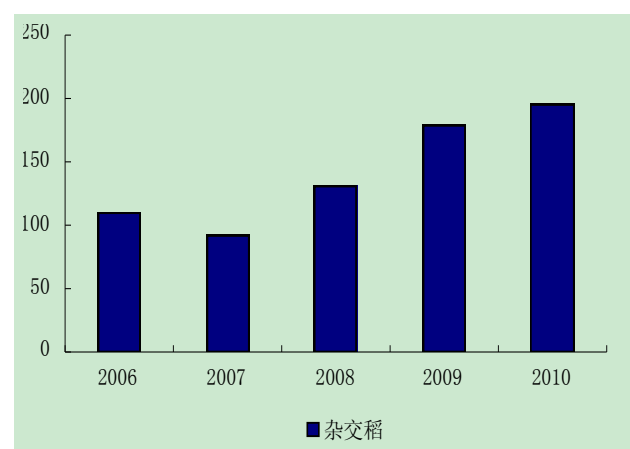
资料来源：公司网站，东兴证券研究所

图 5: 2006-2011 中期公司杂交水稻毛利率



资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图 6: 2006-2010 年杂交水稻毛利额



资料来源：公司公告，东兴证券研究所 单位：百万元

4 安徽隆平 206 产量释放，合资公司建立打造玉米种大战略

2010 年公司确立了玉米种子为公司的战略产业，成立了玉米事业部；2011 年初公司与世界最大的种业集团之一 Vilmorin & Cie 集团控股的 Vilmorin Hong Kong Limited 在长沙签署框架协议，双方将共同投资人民币

2 亿元设立合资公司（隆平出资 60%），从事杂交玉米种子、小麦种子、油脂类作物种子的研究、生产和销售，合资公司成立后将可以排他性地使用 Vilmorin & Cie 集团的杂交玉米自交系以及集团技术（基因材料，包括但不限于自交系和杂交品种），合资公司的设立进一步明确了公司大力发展玉米种子产业的战略。目前公司玉米业务主要来自合资公司经营的利合 16 以及安徽隆平经营的隆平 206，其中安徽隆平从 03 年左右开始打造自有研发队伍，经过几年科研高投入，目前安徽隆平研发的隆平 206 已经进入量产期，我们预计今年隆平 206 将经历快速发展期，成为公司玉米业务的主要贡献者。

表 5：公司玉米重点品种、产品特性和产量表现

品种名称	审定编号	产品特性	产量表现
隆平 206	皖品审 07050572	该品种属中熟玉米杂交种，夏播全生育期 98 天，比对照早 2 天。05 年鉴定结果：高抗弯孢菌叶斑病、茎腐病、瘤黑粉病；抗矮花叶病和玉米螟；中抗大、小叶斑病。06 年定结果：高抗矮花叶病；抗弯孢菌叶斑病、茎腐病；中抗瘤黑粉病、小斑病、玉米螟	05-06 年参加低密度组试验，平均亩产分别为 445.8 千克、545.7 千克，比对照农大 108 增产分别为 9.04%、16.05%；两年区试 13 点次 12 点增产，平均亩产 491.90 千克，比对照平均增产 12.57%，两年增产均达极显著水平；同步生产试验 6 个试点，4 点增产 2 点减产，平均亩产 508.8 千克，比对照增产 8.19%
利合 16	国审玉 2007002	在北方极早熟玉米区出苗至成熟 101 天，比冀承单 3 号晚熟 3 天，需有效积温 2100℃ 左右。经吉林省、黑龙江省农业科学院植物保护研究所两年接种鉴定，高抗瘤黑粉病，中抗茎腐病和弯孢菌叶斑病，感大斑病、丝黑穗病和玉米螟	2005~2006 年参加极早熟玉米品种区域试验，两年平均亩产 517.3 公斤，比对照冀承单 3 号增产 24.6%

资料来源：东兴证券研究所

5 创新营销模式提升行业、公司、经销商和农户四方面价值

以往传统种子公司的销售模式是 B2B，公司在很大程度上依赖经销商，经销商获得较高利润而承担高额研发成本的种子企业则普遍盈利能力不高。经销商选择何种种子既有农户需求因素也有种企返利影响，传统模式里在经销商的宣传下，农户更多的是接受经销商偏好的种子，这就进一步增加了经销商的利润而忽视了对农户种植收益的提高。

刘石加盟公司后提出创新营销模式，通过“体系提升企业价值”的价值营销理念提升了主导产品的盈利能力，增强了农户和经销商的粘性，我们认为公司的价值营销理念主要有以下四个方面的优势：一是提升农户价值，农户使用优质种子虽然成本增加了 50 元，但由此带来的产量增加 60 公斤以上则收入可增加 300 多元，优质高价种子既增加了农户的种植收益也增强了农户对公司产品的粘性；二是提升经销商价值，农户对优良种子需求增加将提升经销商利润，经销商通过召开推广大会和宣传会则进一步促进产品销售；三是提升公司价值，公司从以往的 B2B 转为介于 B2B 和 B2C 之间的模式，通过优质品种来增加农户和经销商粘性，同时经销商要继续经营公司产品就要为公司做推广会和服务，这种方式即降低了公司对经销商的依赖又可利用经销商的渠道优势扩大产品销售范围；四是提升行业价值，以先玉 335 为例，单粒播的推广使得玉米种子市场空间提高了一倍，龙头企业充分受益行业空间提升所带来的市场价值扩大，公司当前的价值营销也将通过推广优质水稻和玉米种子来提升整体行业空间，既促进大环境价值提升也带动具有科研实力和推广优势企业的进一步发展。我们认为公司价值营销模式将公司、经销商和农户利益捆绑，通过提供优质种子和技术服务来提高农户的种植收益，进而带动经销商和公司产品销量增加，最终促进农户、经销商和公司收益和盈利能力提升。

6 种业政策的陆续出台将提高行业集中度，有利于大型公司的发展

今年初国务院常务会议审议通过《关于加快推进现代农作物种业发展的意见》；5月召开全国现代农作物种业工作会议，全面部署加快推进现代农作物种业发展各项工作；8月《农作物种子生产经营许可管理办法》颁布，对种子企业注册资本、固定资产等提出明确要求，种子市场准入门槛大幅提高。我们认为今年各项种业政策的出台尤其是《管理办法》的颁布，将进一步净化行业环境、提高行业集中度，以往多而杂的小种子企业将面临经营停止，而具有“育、繁、推一体化”的大型种子企业将享受行业整合带来的份额提升。对于公司而言，我们认为其在行业整合中将主要考虑两方面因素，一是是否拥有兼具成长和特色的优势品种，二是是否具有现代企业管理和人力资源优势，结合这两方面公司既可以在保持现有优质种子基础上拓展特色种子品类，又可以尽量避免兼并重组后遭遇到的“后整合”问题。

结论：

在种子重要性日渐被重视的背景下，种业政策的陆续出台将有利于行业整合，规模小研发弱的企业将被限制在门槛外，而那些科研实力强大的“育、繁、推”一体化公司将更具竞争力，我们认为公司作为国内研发实力雄厚的种子企业，将享受行业集中度提高所带来的市场份额和价值增加。在杂交水稻方面，公司通过削减大众品种、大力推进核心品种，使得水稻种毛利率逐年上升，我们认为公司未来将继续依靠以量换价策略同时结合价值营销模式，进一步提升杂交水稻业务的盈利水平。公司已将玉米作为战略产业，合资公司的建立有利于公司研发和推广新产品，安徽隆平 206 经过几年的研发已经进入量产阶段，未来将带动公司玉米业务快速发展。刘石总裁倡导的价值营销体系提高了农户收益、调动了经销商的积极性和粘性，提升了公司盈利水平和行业整体价值，我们认为这种改革将带来种子企业对产品经营认识的提升，是公司和行业营销的进步。我们预计 2011-2012 年公司 EPS 分别为 0.49 元和 0.73 元，对应 PE 为 60 倍和 41 倍，鉴于公司研发实力雄厚且治理结构将不断完善，我们中长期看好公司同时给予 35 元目标价，据当前价位尚有近 20% 空间，维持此前“推荐”评级。

表 6：公司盈利预测

万元	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	1,054.75	1,280.40	1,469.44	1,819.76
(+/-)%	32.4%	21.4%	14.76%	23.84%
经营利润 (EBIT)	76.76	121.77	205.58	302.44
(+/-)%	18.72%	58.63%	68.83%	47.11%
净利润	48.47	74.60	136.97	201.36
(+/-)%	10.7%	53.9%	83.60%	47.01%
每股净收益 (元)	0.17	0.27	0.49	0.73

资料来源：东兴证券

分析师简介

刘家伟

经济学博士，食品饮料行业首席研究员，消费品及服务行业研究小组负责人，2007年加盟东兴证券研究所。

王昕

英国伯明翰大学经济学硕士，从事农林牧渔行业研究，2009年加盟东兴证券研究所。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师人的研究观点。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。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级:

以报告日后的 6 个月内, 公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率 15% 以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

回避: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级:

以报告日后的 6 个月内, 行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义:

看好: 相对强于市场基准指数收益率 5% 以上;

中性: 相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间;

看淡: 相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

本报告体系采用沪深 300 指数为基准指数。