

农业/必需消费

隆平高科 (000998)

新品支持内生增长，国际化有望加速落地

	王乾 (分析师)	钱浩 (研究助理)	谢芝优 (研究助理)
	021-38676675	021-38674925	021-38674763
	wangqian@gtjas.com	qianhao@gtjas.com	xiezhijou@gtjas.com
证书编号	S0880515020001	S0880115080191	S0880116040005

本报告导读：

公司隆两优、晶两优等系列新品种陆续上市支撑内生增长，国际化战略、外延式扩张支撑公司实现跨越发展。战略加速落地将继续巩固公司行业地位，维持“增持”评级。

投资要点：

- **维持“增持”评级。**随着隆两优、晶两优系列推广，公司杂交水稻业务保持快速稳定增长，农业服务模板有助于增加客户粘性和提升市占率，国际化、外延式扩张落地，公司未来发展将打开新空间，维持2016-18年公司EPS分别为0.53元/0.84元/1.15元，目标价32.55元，“增持”评级。
- **隆两优、晶两优系列优势品种支撑内生增长。**隆两优、晶两优系列在产量、抗性和米质口感上表现优异，以双品系同步推进的战略逐步替代Y系品种，当前主推的隆两优华占、晶两优华占销量增速超过50%，毛利率高达60%，后续品种晶两优1212和隆两优534也极具潜力，研发和品种优势支撑业绩平稳快速增长。
- **营销体系下沉，大力发展农业服务一体化。**通过扩充营销队伍、推广“隆商通”app和建立信息化网络增强对客户的农业服务，提高客户粘性、准确把握产品需求，有利于未来进一步提高市场占有率、提升公司的竞争力。
- **国际化战略、外延扩张支持公司跨越发展。**东南亚地区水稻种植面积大且杂交稻渗透率低，估算杂交稻种子市场空间有300-800亿元，海外市场潜力较大。中信集团战略入主后，公司资本实力等得到极大扩充，国际化战略落地、外延式扩张将支持公司跨越发展。
- **风险提示：**制种风险、新品种研发和推广风险、政策风险等

评级：增持

上次评级：增持

目标价格：32.55

上次预测：32.55

当前价格：19.10

2016.09.22

交易数据

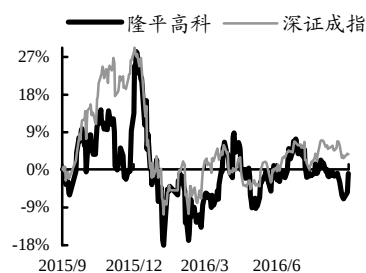
52周内股价区间(元)	15.42-25.70
总市值(百万元)	23,993
总股本/流通A股(百万股)	1,256/831
流通B股/H股(百万股)	0/0
流通股比例	66%
日均成交量(百万股)	912.67
日均成交值(百万元)	177.81

资产负债表摘要

股东权益(百万元)	5,308
每股净资产	4.23
市净率	4.5
净负债率	-0.91%

EPS(元)	2015A	2016E
Q1	0.12	0.12
Q2	0.03	0.00
Q3	-0.04	0.03
Q4	0.29	0.38
全年	0.39	0.53

52周内股价走势图



升幅(%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-3%	-1%	-1%
相对指数	1%	-4%	-4%

相关报告

《内生增长稳定，海外市场大幕将启》
2016.08.24

《业绩增长符合预期，关注战略落地》
2016.04.08

《种业国家队，战略蓝图勾勒更趋清晰》
2016.01.31

《上半年业绩靓丽，战略画卷逐步展开》
2015.08.19

财务摘要(百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	1,815	2,026	2,503	3,318	4,484
(+/-)%	-4%	12%	24%	33%	35%
经营利润(EBIT)	344	458	637	915	1,323
(+/-)%	2%	33%	39%	44%	45%
净利润	362	491	663	1,055	1,445
(+/-)%	94%	36%	35%	59%	37%
每股净收益(元)	0.29	0.39	0.53	0.84	1.15
每股股利(元)	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20

利润率和估值指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营利润率(%)	19.0%	22.6%	25.4%	27.6%	29.5%
净资产收益率(%)	18.9%	20.8%	23.5%	28.7%	29.3%
投入资本回报率(%)	15.3%	15.3%	22.7%	24.7%	33.8%
EV/EBITDA	45.1	36.0	27.4	19.5	13.0
市盈率	66.3	48.9	36.2	22.7	16.6
股息率(%)	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

模型更新时间: 2016.09.21

股票研究

必需消费

农业

隆平高科 (000998)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 32.55

上次预测: 32.55

当前价格: 19.10

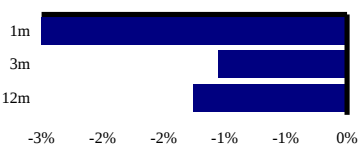
公司网址

www.lpht.com.cn

公司简介

公司以世界杂交水稻之父-袁隆平院士的名字命名,袁隆平院士是公司名誉董事长和股东公司已成为中国农业产业化的重点龙头企业,国家创新型星火科技龙头企业,“隆平高科”、“湘研”商标被认定为中国驰名商标,隆平高科牌水稻种子被评为中国名牌产品,在2010年中国种业骨干企业排名中名列第一,被誉为中国种业第一品牌。公司是首批拥有完整科研、生产、加工、销售、服务体系的“育繁推一体化”的种业企业之一。

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

15.42-25.70

市值 (百万)

23,993

财务预测 (单位: 百万元)

损益表

营业总收入

营业成本

税金及附加

销售费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润

资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形资产及其他资产

资产合计

流动负债

非流动负债

股东权益

投入资本(IC)

现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额

财务指标

成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利率

收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

PB

EV/EBITDA

P/S

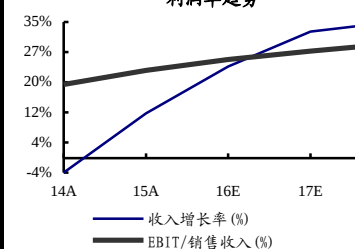
股息率

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业总收入	1,815	2,026	2,503	3,318	4,484
营业成本	1,154	1,226	1,446	1,838	2,404
税金及附加	1	1	1	1	2
销售费用	146	164	197	266	358
管理费用	170	176	222	298	397
EBIT	344	458	637	915	1,323
公允价值变动收益	1	0	0	0	0
投资收益	35	99	72	81	73
财务费用	100	109	35	19	-5
营业利润	236	431	673	976	1,401
所得税	0	6	8	8	15
少数股东损益	-36	-24	52	-31	-4
净利润	362	491	663	1,055	1,445
货币资金、交易性金融资产	573	632	811	796	1,290
其他流动资产	19	15	0	0	0
长期投资	361	373	373	373	373
固定资产合计	775	917	939	954	986
无形资产及其他资产	612	1,140	1,062	1,162	1,234
资产合计	4,105	5,024	5,552	6,568	8,009
流动负债	1,564	2,055	2,095	2,283	2,478
非流动负债	521	515	487	489	492
股东权益	1,918	2,358	2,822	3,679	4,925
投入资本(IC)	2,251	2,956	2,776	3,668	3,872
NOPLAT	344	452	630	907	1,309
折旧与摊销	91	94	65	71	77
流动资金增量	-121	-50	-12	-776	-100
资本支出	-254	-309	42	-131	-125
自由现金流	60	187	724	73	1,161
经营现金流	276	350	687	221	1,311
投资现金流	-233	-452	113	-50	-52
融资现金流	-30	158	-623	-186	-765
现金流净增加额	13	56	178	-15	494
收入增长率	-3.7%	11.6%	23.6%	32.6%	35.1%
EBIT 增长率	1.7%	33.1%	38.9%	43.7%	44.7%
净利润增长率	94.3%	35.6%	35.1%	59.1%	36.9%
利润率					
毛利率	36.4%	39.5%	42.2%	44.6%	46.4%
EBIT 率	19.0%	22.6%	25.4%	27.6%	29.5%
净利率	19.9%	24.2%	26.5%	31.8%	32.2%
净资产收益率(ROE)	18.9%	20.8%	23.5%	28.7%	29.3%
总资产收益率(ROA)	8.8%	9.8%	11.9%	16.1%	18.0%
投入资本回报率(ROIC)	15.3%	15.3%	22.7%	24.7%	33.8%
存货周转天数	403	372	392	389	384
应收账款周转天数	43	51	41	45	46
总资产周转天数	798	822	771	667	593
净利润现金含量	0.76	0.71	1.04	0.21	0.91
资本支出/收入	14%	15%	-2%	4%	3%
资产负债率	50.8%	51.2%	46.5%	42.2%	37.1%
净负债率	30.6%	37.0%	6.2%	6.5%	-16.2%
PE	66.3	48.9	36.2	22.7	16.6
PB	9.9	8.1	6.7	5.2	3.9
EV/EBITDA	45.1	36.0	27.4	19.5	13.0
P/S	10.5	9.4	7.6	5.7	4.2
股息率	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%

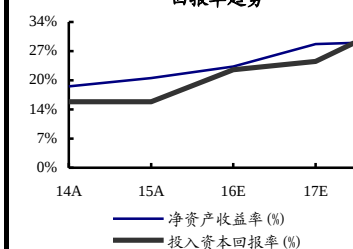
股票绝对涨幅和相对涨幅



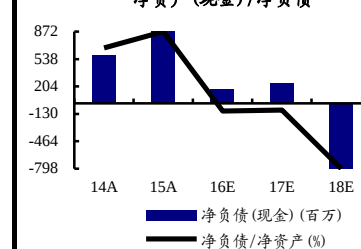
利润趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债

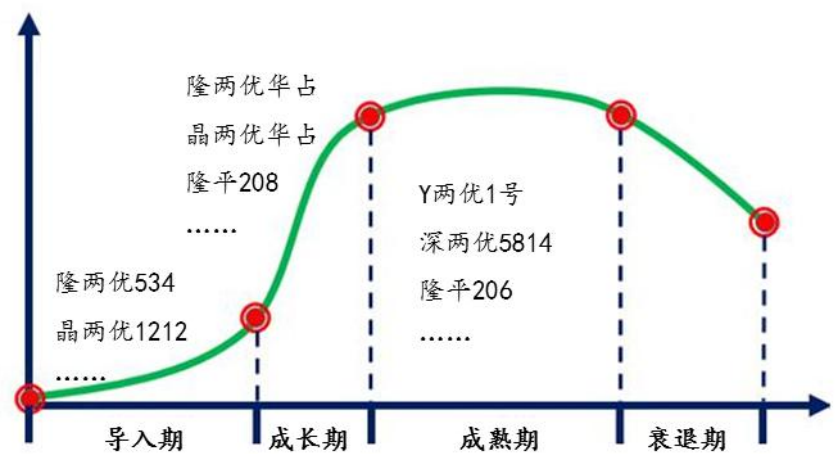


1. 品种优势+营销体系变革，内生增长动力强劲

1.1. 品种优势突出，支撑业绩增长

公司作为国内种业龙头，以“3+X”的品种战略，主要经营杂交水稻、杂交玉米和蔬菜三大核心品种以及小麦、棉花、油菜等辅助品种。凭借突出的研发能力，公司在行业高库存、产品同质化带来的竞争加剧的形势下，依旧能够保持快速平稳增长。公司产品梯队完备，储备品种充足，主推新品种隆两优、晶两优系列在产量和抗性等方面表现优异，成为未来公司业绩的主要增长动力。

图 1 公司产品梯队完备



数据来源：国泰君安证券研究

➤ 水稻种子

2015年公司杂交水稻种子的销售收入为10.9亿元，占比达53.8%，毛利率在40%以上，其中隆两优、晶两优系列的毛利率更是高达60%。未来杂交水稻种子销量的增长主要来源于两个方面：一是优势品种的推广提高公司在杂交水稻种子上的市场占有率，这一比例在未来2-3年内有望从15%提高到30%；二是随着研发技术的进步和生产集约化程度的提高，杂交水稻市场规模有望进一步扩大。

在原有优势品种保持稳定的情况下，新品种隆两优、晶两优系列推广面积增长迅速。不同于之前主推某单一品种的策略，公司采取双品系同步推广，打造销量超过千万公斤级的两大品系，快速占领市场逐步取代Y系品种。新品种以高产、高抗和米质优为主要优势，其中隆两优华占和晶两优华占表现最为突出，销量增速在50%以上，未来也看好隆两优534和晶两优1212。

表 1: 主推品种在产量和抗性上具有明显优势

品种	亲本	通过审定	产量表现	主要优势	适宜地区
隆两优 华占	隆科 638S × 华占	2015 国审/赣、湘省审 2016 湘省审	区域试验平均亩产 646.7 千克, 比丰两优四号增产 8.4%; 生产试验平均亩产 625.9 千克, 比丰两优四号增产 6.5%	高产、抗倒伏、米质优	江西、湖南、湖北、安徽、浙江、江苏、重庆贵州等省
晶两优 华占	晶 4155S × 华占	2015 湘省审 2016 国审/赣省审	区域试验平均亩产 612.2 千克, 比 II 优 838 增产 5.3%。生产试验平均亩产 628.8 千克, 比 II 优 838 增产 8.7%。	高产、抗性好	海南、广东、广西、福建、云南、贵州等省
隆两优 534	隆科 638S × R534	2016 国审/湘省审	区试平均亩产 510.58 千克, 比博优 998 增产 10.57%; 生产试验平均亩产 489.19 千克, 比博优 998 增产 13.53%	多穗、高产、抗性强	海南、广东、广西等省
晶两优 1212	晶 4155S × R1212	2016 国审	区试平均亩产 510.58 千克, 比博优 998 增产 10.57%; 生产试验平均亩产 494.17 千克, 比博优 998 增产 14.08%	高产、抗高温、结实率高	海南、广东、广西、福建等省

数据来源: 国家水稻数据中心, 国泰君安证券研究

目前我国的水稻生产中杂交稻与常规稻的种植面积几乎相当, 与常规稻相比, 杂交稻的主要劣势在于米质口感较差, 而优势是高产。但是在较粗放的经营模式下, 杂交稻在大田种植中的产量表现难以达到试验田中的水平, 加之常规稻种子价格更低且可自留种, 二者在种植效益上的差异并不显著。但是随着技术进步和种植专业化程度的提高, 杂交稻的优势逐步凸显, 未来杂交稻的渗透率将逐步提升。

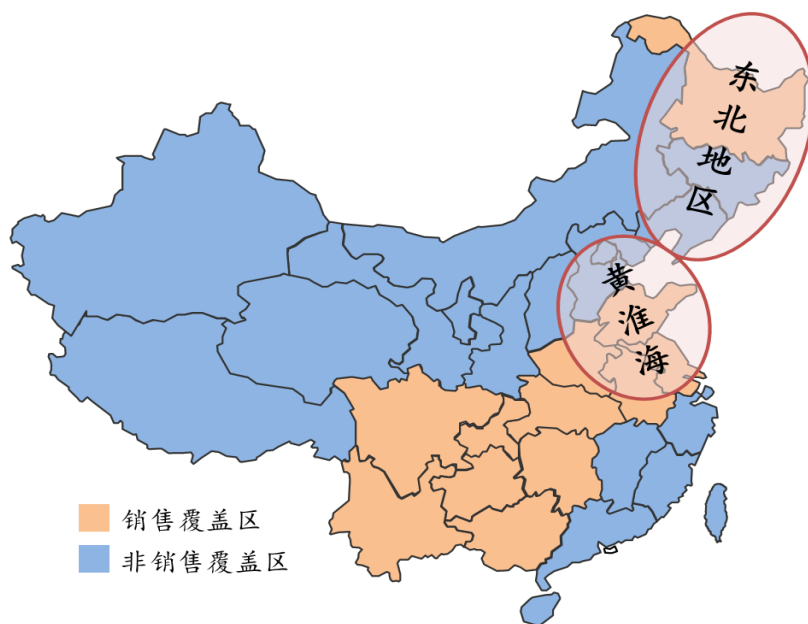
表 2: 杂交稻的主要优势

优势	对新型农业经营主体在规模化生产中的作用
高产	更符合种粮大户增产增收的需求
抗倒伏	适宜机械化生产、收割
口感改善	新研发的杂交稻品种在口感上逐步改善, 与常规稻的差异逐渐减小
农业服务	生产杂交稻的种企推广农业服务一体化帮助农户联系下游加工企业, 解决销售问题, 有利于杂交稻的推广

数据来源: 国泰君安证券研究

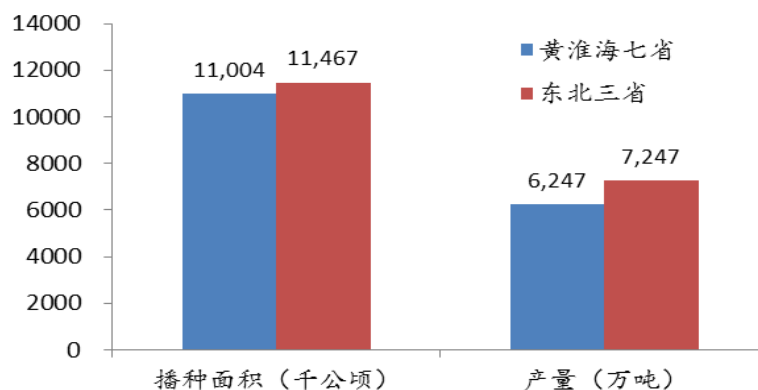
➤ 玉米种子

图 2 玉米种子将逐步向东北市场发展



数据来源：公司官网，国泰君安证券研究

图 3 东北三省市场空间略高于黄淮海地区



数据来源：国家统计局，国泰君安证券研究

➤ 蔬菜种子

蔬菜不同于水稻、玉米等大田作物，具有较强的地域性，因此公司未来在蔬菜种子上的业绩增长主要来自于外延并购。目前已并购的德瑞特是蔬菜种子中的业内翘楚，在品种研发和推广上实力较强，其业绩增速较快但受限于体量小，对公司整体业绩提升效果不显著。

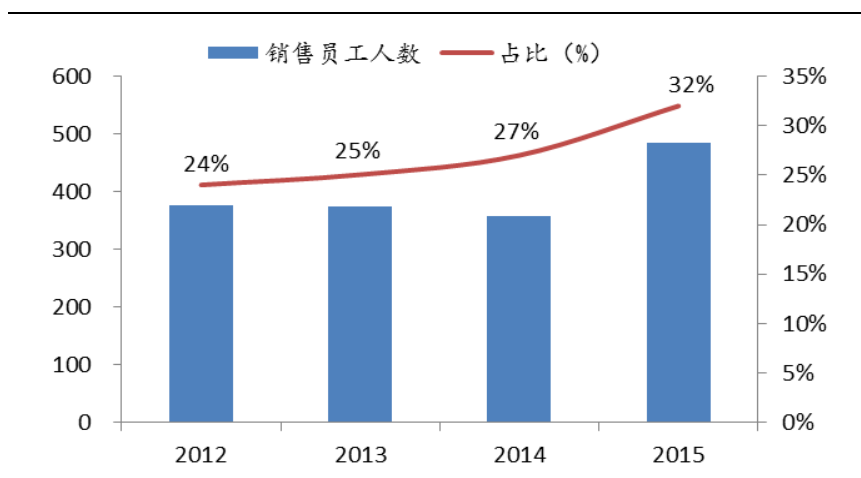
1.2. 营销体系下沉，发展农业服务

从 2016 年中报来看，公司销售费用大幅提升，这主要是因为公司正在积极扩充销售团队，在营销上由原来“公司-经销商-农户”的结构向“公司-大户”+“公司-经销商-小农户”双线并行的结构调整。同时采用“隆商通”APP，该系统可以进行定兑业务，零售商管理，提货、发

货、调货、退货，库存管理，示范户管理等功能；未来还将开发出对账结算、活动管理、渠道管理、宣传促销品管理、数据统计分析等功能。线上线下相融合的方式不仅有利于公司更实时准确地了解产品需求，也有助于公司为农户提供服务，提高种子的使用效率。

随着城镇化水平的逐步提高和土地流转加速，我国农业生产逐步向集约化规模化方向发展，在种植业上，种粮大户、合作社等新型经营主体的数量和比例逐渐提高，他们对提升产量和种植效益的需求更为强烈，农资企业发展农业服务是未来的一大方向，公司发展农业服务一体化和建立信息化网络不仅有助于提高客户粘性，也是对现有产销体系的延伸。

图 4 公司销售人员数量在员工中占比增至 32%



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

表 3: 种粮大户和合作社产粮占比合计超过 20%

类型	项目	内容	项目	内容
种粮大户	种粮大户数	68.2 万户	占农户比例	0.28%
	经营耕地面积	1.34 亿亩	占总耕地比例	7.30%
	粮食产量	1492 亿斤	占粮食总产比例	12.70%
	平均亩产	486 公斤	高出全国平均	133 公斤
粮食生产合作社	数量	5.59 万个	入社人员	515 万人
	经营耕地面积	7218 万亩	占总耕地比例	4.00%
	粮食产量	971 亿斤	占粮食总产比例	8.20%
	平均亩产	545 公斤	高出全国平均	192 公斤

数据来源：农业部，国泰君安证券研究

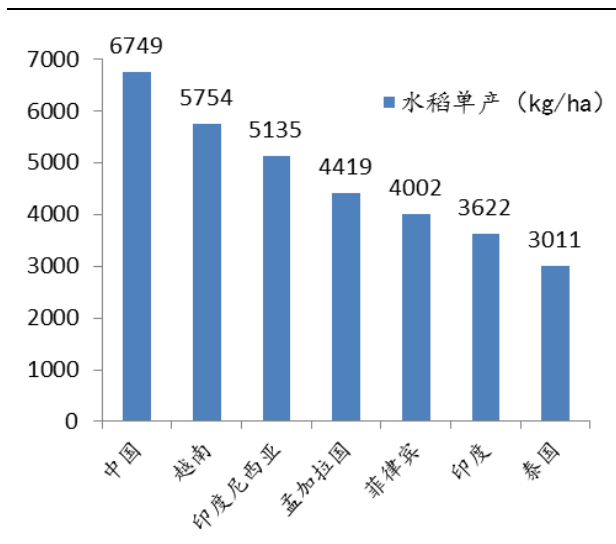
2. 布局多年蓄势待发，海外市场大幕将启

2.1. 育种技术领先，东南亚市场前景广阔

国内市场竞争加剧，为寻求新的利润增长动力，公司瞄准以东南亚诸国为主的海外市场，推广杂交水稻技术和种子，率先开启国内种企的国际化之路。公司进驻海外市场主要有三方面的优势：一是技术优势突出，我国的水稻单产显著高于东南亚各国，而在杂交水稻育种方

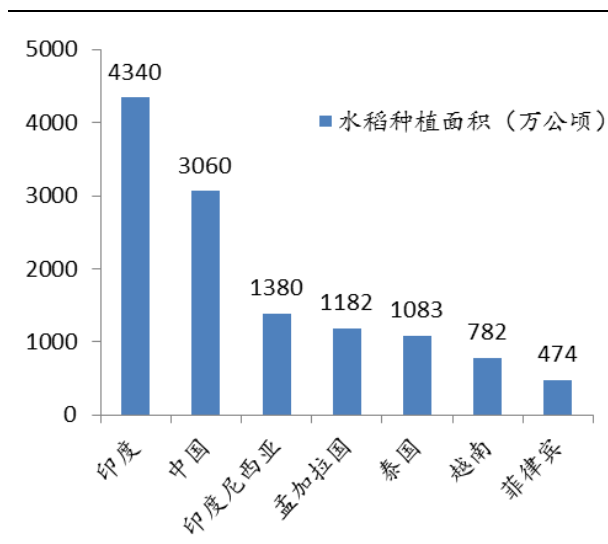
面，我国的技术更是达到世界领先水平，国外的种业巨头如孟山都、杜邦先锋等，大多以经营玉米、大豆种子为主，在水稻种子上布局较少。二是东南亚各国水稻种植面积较大但杂交稻渗透率很低（不足10%），市场空间广阔。三是公司实际控制人中信集团在海外布局广阔，能为公司提供资源和资金上的实际帮助，有利于缓解公司在进入初期遇到的困境。

图 5 我国水稻单产明显高于东南亚各国



数据来源：FAO，国泰君安证券研究

图 6 印度水稻种植面积超过中国 42%



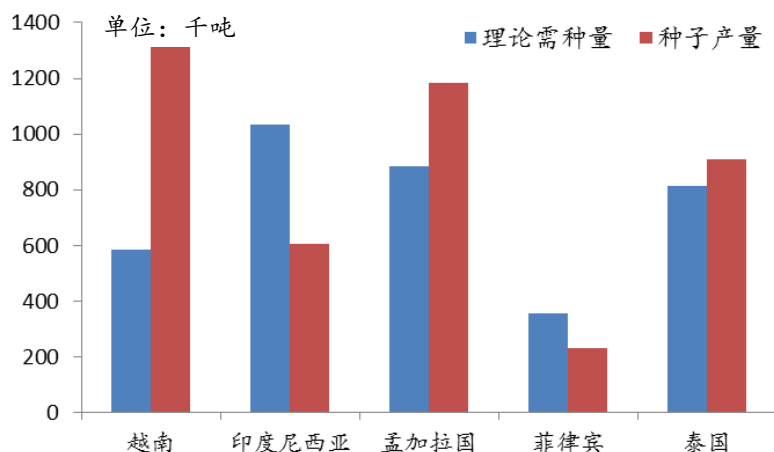
数据来源：FAO，国泰君安证券研究

2.2. 品种逐步落地，打开成长新空间

由于种子对不同的生长环境适应程度不同，加之进驻海外可能遇到的政策阻力和来自于当地种业公司的抵制，公司需要首先布局研发，获得相应的本土化品种后再以并购、直接或合资设厂等方式进行推广销售。海外市场的开拓需要数年甚至数十年的投入，具有较高风险和壁垒。目前公司在菲律宾已有 3 个品种获批商业化推广，未来还需要一定时间制种和改变消费者习惯，短期来看海外市场开始放量后增速很快但体量小，长期来看空间巨大。

根据东南亚各国当前的水稻种植面积，以常规稻每亩用种量约 5 斤左右计算，再对照各国的水稻种子产量，菲律宾和印尼存在较大缺口。再以杂交稻每亩用种量 2.5 斤左右计算，当杂交水稻渗透率在 20%-50% 时，粗略估算东南亚的杂交水稻市场空间为 300-800 亿元。

图 7 印尼和菲律宾常规稻种子生产供需存在较大缺口



数据来源: FAO, 国泰君安证券研究

表 4 预计东南亚杂交水稻市场空间为 300-800 亿元

国家	水稻种植面积 万公顷	杂交稻渗透率 20%		杂交稻渗透率 50%	
		需种量 千吨	市场空间 亿元	需种量 千吨	市场空间 亿元
印度	4340	325.5	162.8	813.8	406.9
印尼	1380	103.5	51.8	258.8	129.4
孟加拉	1182	88.7	44.3	221.6	110.8
泰国	1083	81.2	40.6	203.1	101.5
越南	782	58.7	29.3	146.6	73.3
菲律宾	474	35.6	17.8	88.9	44.4
合计	9241	693.1	346.5	1732.7	866.3

数据来源: FAO, 国泰君安证券研究

3. 盈利预测与估值

随着隆两优、晶两优系列的推广, 杂交水稻业务保持快速稳定增长, 加之海外市场品种逐步落地, 公司未来业绩将打开成长新空间, 假设 2016-18 年杂交水稻业务营收增速分别为 30%/40%/40%, 综合毛利率为 42%/45%/46%, 预计净利润分别为 6.63 亿元/10.55 亿元/14.45 亿元, 预计 2016-18 年公司 EPS 分别为 0.53 元/0.84 元/1.15 元, 参考行业平均估值, 给予公司 2017 年 40 倍 PE, 目标价 32.55 元。

表 3 可比公司盈利预测与估值情况 (股价为 2016 年 9 月 20 日, 可比公司盈利预测均为 wind 一致预期)

股票代码	公司名称	股价	EPS			PE			PEG
			2016E	2017E	2018E	2016E	2017E	2018E	
002041	登海种业	17.41	0.56	0.70	0.89	31.37	24.78	19.65	0.93
600313	农发种业	5.76	0.12	0.14	0.16	47.84	40.88	35.40	2.41
300087	荃银高科	12.07	0.10	0.12	0.14	122.17	97.97	85.24	3.97
600371	万向德农	15.93	0.10	0.12	0.13	160.58	132.97	124.94	6.38

平均						90.49	74.15	66.31	3.42
中值						85.01	69.43	60.32	3.19
000998	隆平高科	19.10	0.53	0.84	1.15	36.04	22.74	16.61	0.39

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

4. 风险提示

制种风险、新品种研发和推广风险、政策风险等

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		