

# 隆平高科 (000998)

## —新品放量+外延并购推动业绩增长

投资评级 买入 评级调整 评级不变 收盘价 27.10 元

### 投资要点:

**1、价格提升催生千亿级市场。**基于我国为传统农业大国，庞大的作物种植面积是支撑我国种子行业的基础。同是，我国种子产品价格一路上涨（统计显示，2004-2016 年我国三大粮食作物每亩种子费用投入从 21.1 元增长到 60.7 元，增幅达 202%，年均提价幅度为 15.6%），成就了我国种子行业千亿级市场。

**2、集中度提升空间巨大，龙头企业市场份额有待提高。**2015 年我国种业 CR10 和 CR50 市场份额分别为 18%和 35%，根据农业部规划，2020 年我国种业 CR50 市场份额将提升到 60%。同时从全球来看，2014 年全球 CR4 市场占有率为 50%左右,显著高于国内水平。由此可见，不管是从农业部的规划指标或者国际成熟市场的数据，我国种子行业当前的市场集中度均具有较大的提升空间，龙头企业市场份额有望持续扩大。

**3、股东背景+研发实力+激励机制为公司做大做强民族种业奠定基础。**就种子行业而言，政策导向是决定行业发展的关键因素，品种研发是决定企业成长的关键因素。在研发实力和激励机制方面，隆平高科在业内均处于前列，而中信的入主极大提升了公司战略高度，更好的把握了政策导向和获取政策扶持，为公司做大做强民族种业奠定了基础。

**4、盈利预测与投资建议。**预计 2017-2019 年 eps 分别为 0.60 元、0.81 元、1.03 元，对应当前股价的 PE 为 44、32、25，给予“买入”投资评级。

发布时间：2018 年 1 月 9 日

### 主要数据

52 周最高/最低价(元)	28.45/19.31
上证指数/深圳成指	3409.48/11382.72
50 日均成交额(百万元)	259.02
市净率(倍)	6.03
股息率	0.55%

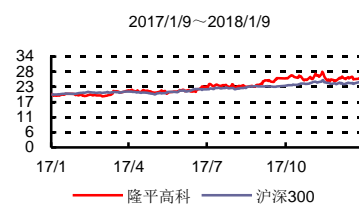
### 基础数据

流通股(百万股)	955.81
总股本(百万股)	1256.19
流通市值(百万元)	25902.58
总市值(百万元)	34042.88
每股净资产(元)	4.49
净资产负债率	38.42%

### 股东信息

大股东名称	湖南新大新股份有限公司
持股比例	11.49%
国元持仓情况	

### 52 周行情图



### 相关研究报告

- 《国元证券公司研究-隆平高科 (000998) 2010 年报点评: 业绩略低预期, 高速增长趋势不改》, 2011-4-15
- 《国元证券公司研究-隆平高科 000998 公司调研报告: 扬帆起航的种业航母》, 2011-2-16
- 《国元证券公司研究-隆平高科中报点评-战略调整初显端倪、主业发展步入快车道》, 2010-8-5

### 联系方式

研究员: 周家杏  
 执业证书编号: S0020511030015  
 电话: 021-51097188-1920  
 电邮: zhoujiaxing@gyzq.com.cn  
 地址: 中国安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券 (230000)

## 目录

第 1 部分 公司概况 .....	错误! 未定义书签。
第 2 部分 公司经营分析 .....	错误! 未定义书签。
第 3 部分 我国种子行业分析 .....	错误! 未定义书签。
3.1 价格提升催生千亿级市场 .....	错误! 未定义书签。
3.2 行业集中度提升有待提高 .....	错误! 未定义书签。
3.3 品种“井喷”加快产品结构调整 .....	错误! 未定义书签。
3.4 行业步入大整合、大并购时期 .....	错误! 未定义书签。
第 4 部分 公司核心竞争力 .....	错误! 未定义书签。
4.1 股东背景 .....	错误! 未定义书签。
4.2 研发储备 .....	错误! 未定义书签。
第 5 部分 盈利预测与投资建议 .....	错误! 未定义书签。
5.1 盈利预测基本假设 .....	错误! 未定义书签。
5.2 投资建议 .....	错误! 未定义书签。
第 6 部分 风险提示 .....	错误! 未定义书签。

## 图表目录

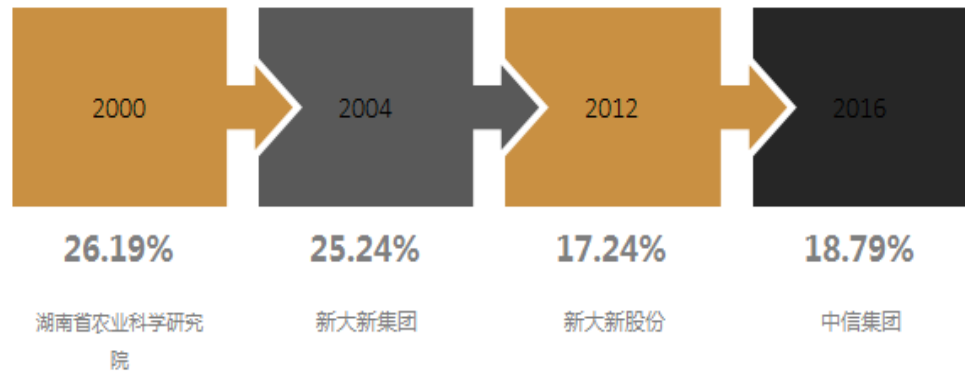
图 1:中信集团成为公司实际控人 .....	4
图 2:公司与实际控制人之间的产权及控制关系图 .....	4
图 3:水稻、玉米为公司核心主营产品 .....	5
图 4: 公司收入、净利润呈现稳步增长态势 .....	6
图 5 公司盈利能力较强 .....	6
图 6: 水稻种子业务增长较快、玉米种子业务增长一般 .....	6
图 7 主营产品销售毛利率维持高位, 盈利能力 .....	6
图 8: 研发、储备带来新品爆发式增长 .....	7
图 9: 产品线齐全(涵盖了大田作物、蔬菜瓜果以及经济作物)、重点突出(水稻种子) .....	7
图 10:种子价格一路上涨,年均提价幅度为 15.6% .....	9
图 11: 产能过剩+门槛提高造成经营主体逐步下降 .....	9
图 12:我国种子行业集中度具有较大的提升空间 .....	10
图 13 美国主要农产品种子 CR4 在 80%左右 .....	10
图 14:2017 年玉米国审品种是过去多年平均的 5.1 倍 .....	11
图 15:2017 年水稻国审品种翻倍增长,绿色通道贡献绝大部分 .....	11
图 16: 欧美处于种业强势地位, 行业分化加剧 .....	11
图 17: 种业步入大并购、大整合时代 .....	11
表 1:我国种子行业市场达到千亿级别 .....	8
表 2:我国种业上市企业控制关系 .....	13
表 3:中信入主后开启的并购事项一栏 .....	14
表 4:公司股权激励到位 .....	14
表 5:公司主营业务盈利预测 .....	16
表 6:公司盈利预测表 .....	16

## 第 1 部分 公司概况

公司由湖南省农业科学院作为主发起人，联合湖南杂交水稻研究中心、湖南东方农业产业有限公司、中国科学院长沙农业现代化研究所、湖南省郴州种业发展有限公司以及袁隆平先生以发起方式于 1995 年设立，于 2000 年 5 月上市，后经过股权分置、股份分红、增发新股，截止 2017 年 6 月 30 日，本公司股本总数 12.56 亿股。

自上市以来公司实际控制人经历了多次变化，上市之初，公司控股股东为湖南省农业科学院（持股 26.19%）；2004 年，湖南省农业科学院将其持有的隆平高科 25.24% 的国有法人股股份共计 2,650 万股转让给新大新集团，新大新集团成为公司控股股东（持股 25.24%）；2012 年，公司控股股东新大新威迈（原新大新集团）被其股东新大新股份吸收合并，新大新股份合法承继新大新威迈持有公司的 4780 万股股份，成为公司控股股东（持股 17.24%）；2016 年，中信兴业投资、中信建设和信农投资通过非公开增发合计持有公司股份 23599 万股，公司的实际控制人变更为中信集团（持股 18.79%），最终控制人为中国财政部。

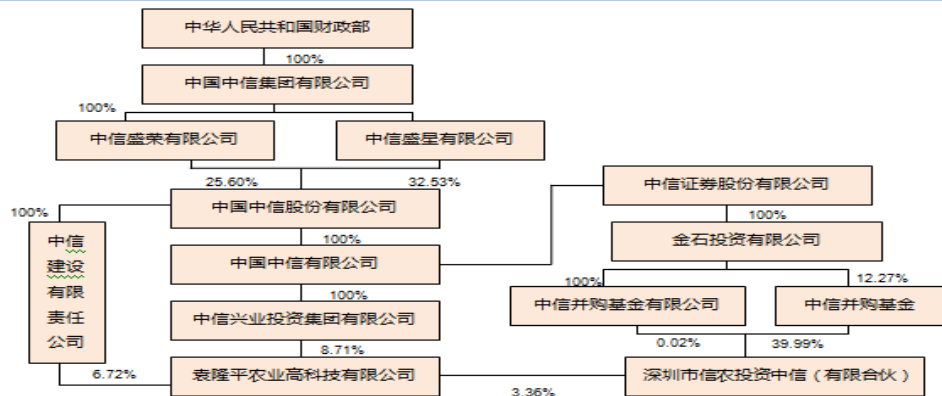
图 1: 中信集团成为公司实际控制人



资料来源：wind、国元证券研究中心

截止至 2017 年三季报，公司总股本为 12.56 亿股，流通股本为 9.56 亿股，前十大股东持股比例为 44.17%，股权集中度不高。截止 2017 年三季报，公司控股股东为中信集团，持股比例为 18.79%，最终实际控制人为国家财政部。

图 2: 公司与实际控制人之间的产权及控制关系图

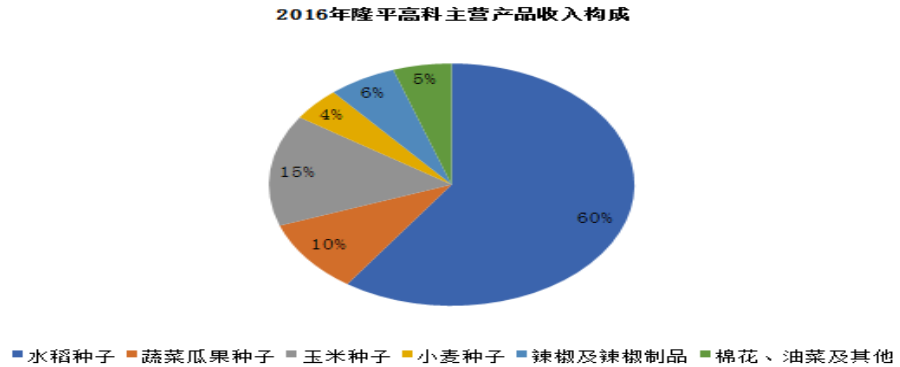


资料来源：公司财报、国元证券研究中心

公司主营业务为种子的研发、生产与销售，主营产品主要包括水稻、玉米、辣椒、棉花以及其他经济作物种子。经过多年的发展，公司已成为全国“育繁推一体化”龙头企业，

水稻种子和辣椒种子位居行业第一，玉米种子正处于积极储备阶段。截止 2016 年年报，公司实现主营产品收入为 22.99 亿元，其中水稻种子、玉米种子、蔬菜瓜果种子、小麦种子、辣椒及辣椒制品、棉花和油菜及其他分别实现收入为 13.72 亿元、3.42 亿元、2.26 亿元、1.02 亿元、1.38 亿元和 1.19 亿元。

图 3:水稻、玉米为公司核心主营产品



资料来源: wind、国元证券研究中心

## 第 2 部分 公司经营分析

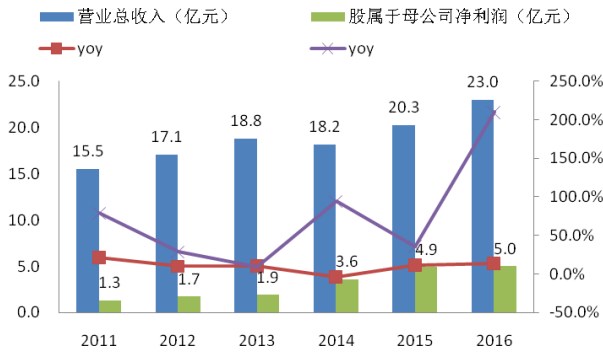
公司是我国育种行业具有“育繁推”一体化资质的龙头企业，在水稻育种方面处于行业乃至国际领先地位。经过多年的发展，公司品种基本涵盖了大田作物（水稻、玉米、小麦）、蔬菜类（辣椒、瓜果类等）以及经济作物（棉花、油菜等）。2016 年，中信集团的入主提升了企业的战略高度，开启了外延式拓展步伐，公司竞争优势更加突出，未来有望成为振兴民族种业的领头羊。

从主营业务收入来看，2011-2016 年，公司营业收入从 15.5 亿元增长到 23 亿元，年均增长率为 9.7%，增长平稳。其中，杂交水稻种子业务增长较快，营收从 7.3 亿元增长到 13.7 亿元，增长 87.7%，年均增幅为 17.5%；玉米种子没有较大的增长，2011-2016 年，该业务收入维持在 3-4 亿元的规模；蔬菜瓜果增长较快，2011-2016 年，该业务收入从 0.3 亿元增长到 2.3 亿元，低基数和收购导致该业务出现了较大的增长；2011-2016 年，经济作物种子和小麦种子基本上维持在一个亿左右的规模。由此可见，水稻种子、玉米种子以及蔬菜瓜果种子已成为公司核心主营产品，是公司主营业务收入的主要来源。

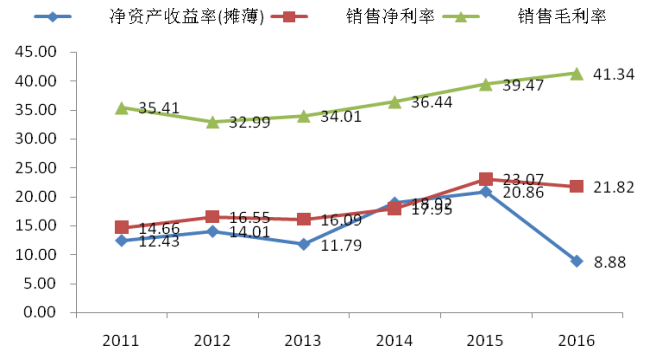
从主营业务盈利能力来看，近 5 年来，公司的销售毛利率维持在 30%以上且呈现稳步上升态势，2016 年毛利率进一步提升到 41%；近 5 年，销售净利率也是呈现稳步提升，特别是近 2 年的销售净利率均维持在 20%左右；近 5 年，净资产收益率（摊薄）维持在 10%以上且呈现稳步上升态势，2016 年净资产收益率的下降主要是因为报告期内的资产周转率和权益乘数的下降造成的。结合上述，可以得出，公司的主营业务（种子业务）具有较强的盈利能力，这主要是因为种子业务处于农业产业链上游，具有较高的技术壁垒。

图 4: 公司收入、净利润呈现稳步增长态势

图 5 公司盈利能力较强



数据来源：国家统计局、wind、国元证券研究中心

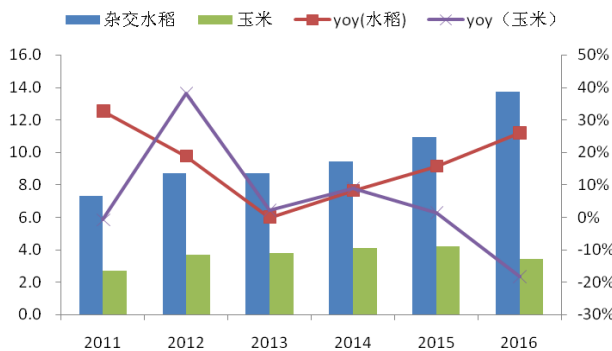


数据来源：wind、国元证券研究中心

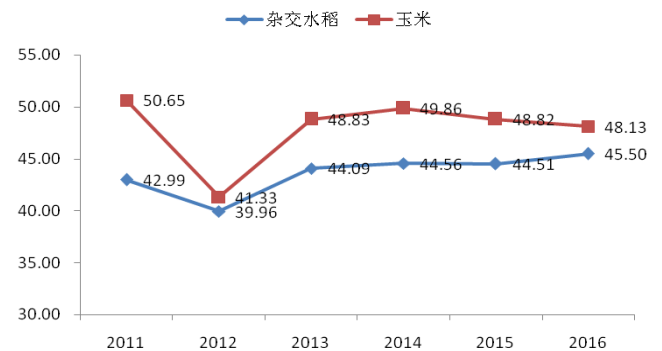
分产品来看：1) 水稻种子业务。水稻种子业务是公司核心业务，2011-2016 年营收从 7.3 亿元增长到 13.7 亿元，增长 87.7%，年均增幅为 17.5%；2011-2016 年，水稻业务营业毛利从 3.2 亿元增长到 6.2 亿元，增幅达 93.8%，年均增幅达 18.8%；2011-2016 年，该业务的毛利率分别为 50.65%、41.33%、48.83%、49.86%、44.51%和 48.13%，维持在较高的水平。综合上述，公司水稻种子业务成长性和盈利能力均维持在较高的水平。2) 玉米种子业务。2011-2016 年，玉米种子业务营收从 2.7 亿元增长到 3.4 亿元，增幅 25.9%，年均增幅在 5.2%；2011-2016 年，玉米种子业务营业毛利从 1.4 亿元增长到 1.6 亿元，增幅达 14.3%，年均增幅达 2.9%；2011-2016 年，玉米业务的毛利率分别为 42.99%、39.96%、48.82%、44.56%、44.51%和 45.50%，毛利率维持在较高的水平。综合上述，公司玉米业务盈利能力较强，但业务成长性一般，主要因为玉米业务是公司后来新增业务，在种质资源储备、品种选育上需要一定的时间缓冲，还有国家调减玉米种植面积影响了行业的发展。

图 6：水稻种子业务增长较快、玉米种子业务增长一般

图 7 主营产品销售毛利率维持高位，盈利能力强



数据来源：国家统计局、wind、国元证券研究中心



数据来源：wind、国元证券研究中心

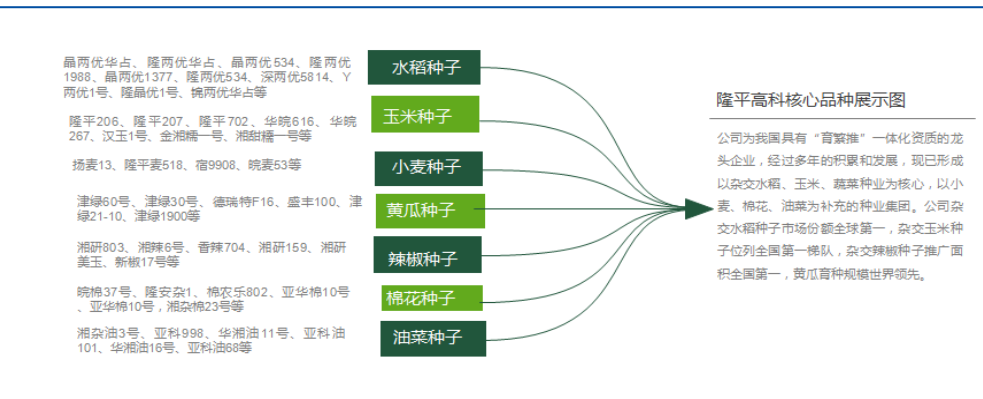
从品种构建来看，公司主要品种系列包括水稻、玉米、小麦、黄瓜、辣椒、油菜、棉花等。水稻种子包括晶两优华占、隆两优华占、晶两优 534、隆两优 1988、晶两优 1377、隆两优 534、深两优 5814、Y 两优 1 号、隆晶优 1 号、锦两优华占等；玉米种子包括隆平 206、隆平 207、隆平 702、华皖 616、华皖 267、汉玉 1 号、金湘糯一号、湘甜糯一号等；小麦种子包括扬麦 13、隆平麦 518、宿 9908、皖麦 53 等；黄瓜种子包括津绿 60 号、津绿 30 号、德瑞特 F16、盛丰 100、津绿 21-10、津绿 1900 等；辣椒种子包括湘研 803、湘辣 6 号、香辣 704、湘研 159、湘研美玉、新椒 17 号等；油菜种子包括湘杂油 3 号、亚科 998、华湘油 11 号、亚科油 101、华湘油 16 号、亚科油 68 等；棉花种子包括皖棉 37 号、隆安杂 1、棉农乐 802、亚华棉 10 号、亚华棉 10 号，湘杂棉 23 号等；

**图 8：研发、储备带来新品爆发式增长**



数据来源：wind、国元证券研究中心

**图 9：产品线齐全（涵盖了大田作物、蔬菜瓜果以及经济作物）、重点突出（水稻种子）**



数据来源：wind、国元证券研究中心



## 第 3 部分 我国种子行业分析

### 3.1 价格提升催生千亿级市场

国家统计局公布的全国粮食生产数据显示:2017 年全国粮食总产量 12358 亿斤,比 2016 年增加 33 亿斤,增长 0.3%。粮食生产再获丰收,属历史上第二高产年。落实到种植面积上,2017 年,全国谷物播种面积 13.94 亿亩(其中玉米 5.32 亿亩,稻谷 4.53 亿亩,小麦 3.60 亿亩)豆类播种面积 1.55 亿亩(大豆播种面积 1.17 亿亩),薯类播种面积 1.34 亿亩。此外,2016 年我国蔬菜播种面积达到 3.35 亿亩,油类作物种子面积达 1.41 亿亩,棉花种植面积为 0.50 亿亩。

我们用农产品平均每亩种子投入费用为测算行业市场容量的依据,据 wind 资讯统计显示,2016 年我国三大粮食(水稻、玉米、小麦)、蔬菜、豆类、薯类、油料、棉花亩种子投入费用分别为 60.73 元(水稻:57.47 元,玉米:56.56 元,小麦:68.16 元)、197.59 元、36.76 元(这里选取大豆)、398.6 元(选取马铃薯)97.56 元(选取的是油菜和花生)和 54.50 元。整个行业市场容量测试如下:

表 1: 我国种子行业市场达到千亿级别

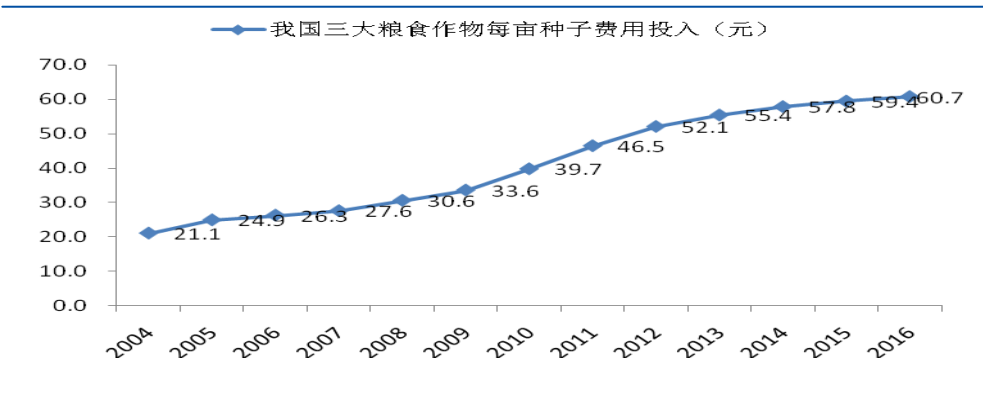
	水稻	玉米	小麦	蔬菜	豆类	薯类	油类	棉花
播种面积 (亿亩)	4.53	5.32	3.60	3.35	1.55	1.34	2.12	0.50
亩种子投入 (元/亩)	57.47	56.66	68.16	197.59	36.76	398.60	97.56	54.50
总投入 (亿元)	260.34	301.43	245.38	661.92	56.98	534.12	206.83	27.25
合计	2294.25							

数据来源: wind、国元证券研究中心

另一方面，据农民日报资讯，2015 年全国主要农作物种子市值合计 840.26 亿元。根据业内专家估算，花生、瓜类、蔬菜、花卉类作物的市值约 280 亿元，其他类种子市值（杂粮、甘蔗、水果苗木等）约 50 亿元，全国种子市场总规模约 1170.26 亿元。

长期来看，由于我国耕地面积呈现小幅下降趋势，那么支持种子市场逐步变大的因素主要是种子价格的提升。统计显示，2004-2016 年我国三大粮食作物每亩种子费用投入从 21.1 元增长到 60.7 元，增幅达 202%，年均提价幅度为 15.6%。

图 10：种子价格一路上涨，年均提价幅度为 15.6%



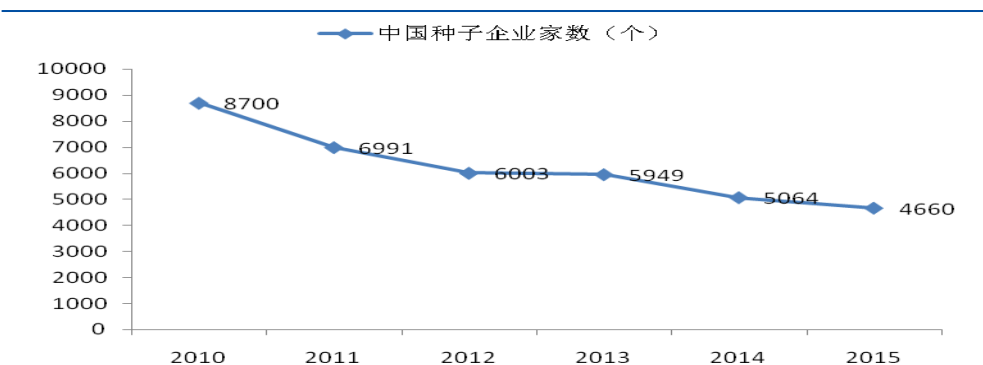
数据来源：wind、国元证券研究中心

未来种子商品化率和种粮比价是提高是推动行业增长的驱动因素。统计显示：1) 美国主要粮食作物种子和粮食价格比为 30:1，而我国为 3:1；美国种子成本占种植业产值比重为 6%，而我国仅为 1.5%（中国产业信息网）。2) 我国良种商品化率未来提升空间有限（农业部数据显示我国良种覆盖率超过 96%），但品种更新换代带来的替换空间巨大（特别是品种审定绿色通道带来新品种大量涌现）。

### 3.2 行业集中度提升有待提高

随着种子产业门槛的不断提高，我国种子企业的数量在加速下滑，持证企业数量由 2010 年 8700 家下降到 2015 年底的 4660 家，降幅达到 46.4%。据数据显示，2016 年，我国种企净资产 1 亿元以上的企业数量达到 341 家，较 2012 年增加一倍多，其中净资产 10 亿元以上的企业由 2012 年的 7 家增加到 2016 年的 15 家。由此可见，我国种子行业呈现市场集中度不断提升、强者恒强竞争格局不断显现的特征，但行业竞争主体家数仍较多，未来行业集中度仍具有较大的提升空间。

图 11：产能过剩+门槛提高造成经营主体逐步下降





数据来源: wind、国元证券研究中心

行业集中度方面,2015年我国种业 CR10 和 CR50 市场份额分别为 18%和 35%,比 2011 年分别提高 3 个百分点和 5 个百分点。根据农业部规划,2020 年我国种业 CR50 市场份额将提升到 60%。

全球来看,2014 年全球 CR4 市场占有率为 50%左右,显著高于国内水平。由此可见,不管是从农业部的规划指标或者国际成熟市场的数据,我国种子行业当前的市场集中度均具有较大的提升空间。

图 12: 我国种子行业集中度具有较大的提升空间

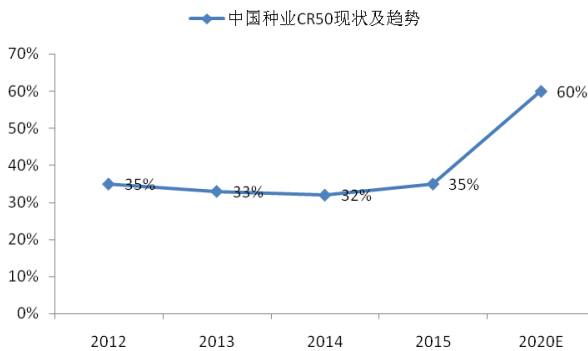
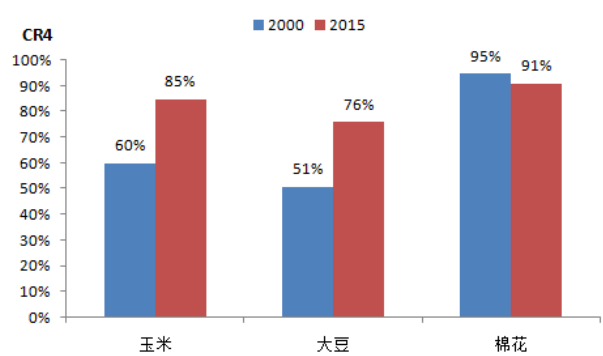


图 13 美国主要农产品种子 CR4 在 80%左右



数据来源: 国家统计局、wind、国元证券研究中心

数据来源: USDA、国元证券研究中心

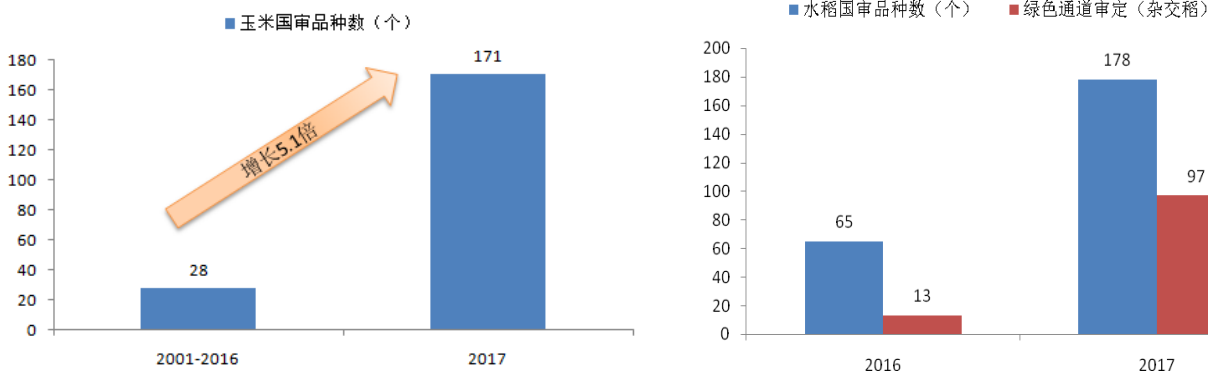
### 3.3 品种“井喷”加快产品结构调整

产业政策改革和行业产学研对接推动了品种井喷。政策方面,2014年5月《国家级水稻玉米品种审定绿色通道试验指南》试行实施大大缩短了品种选育时间。2016年新的《中华人民共和国种子法》、《主要农作物品种审定办法》颁布实施,新的规章制度减少了审定品种种类,拓宽了试验渠道、简化了试验程序和引种程序,推进了品种跨区域登记备案制度。另一方面,国家鼓励种子科研单位研究成果市场化推广,鼓励事业单位种业骨干人才、技术、资源向种子企业流动,使产业基础研究与研究成果市场化推广有机结合,极大地丰富了种子企业的种质资源乃至品种的储备,为新品推出奠定了基础。

品种选育方面,统计显示,2017年国审玉米品种 171 个,是前 16 年(2001-2016 年)平均每年通过审定品种数量的 5.1 倍(中国化肥信息网)。水稻方面,2017 年国家共审定水稻品种 178 个(2011-2015 年国审品种维持在年均 40 个左右),其中杂交籼稻品种 160 个(绿色通道审定的品种总计 97 个,占比 60.6%;2016 年由绿色通道通过审定的品种数量仅为 13 个,占比 22.0%),同比增长 171.2%。由此可见,政策推动育种步入品种“井喷”时代,品种更新换代将更加频繁,种子资源储备和研发实力(背后是资本实力)是未来种子企业维持新品种高产出的基础,也是赢得消费市场的基础(未来品种选育将以市场化需求为导向)。

图 14: 2017 年玉米国审品种是过去多年平均的 5.1 倍

图 15: 水稻国审品种翻倍增长,绿色通道贡献绝大部分



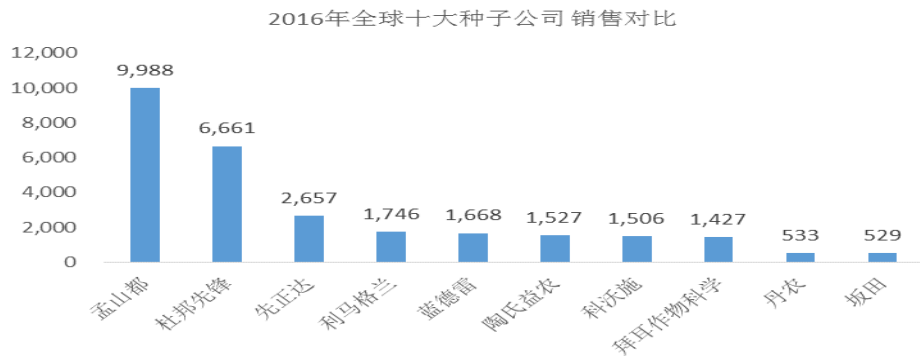
数据来源：国元证券研究中心

数据来源：国元证券研究中心

### 3.4 行业步入大整合、大并购时期

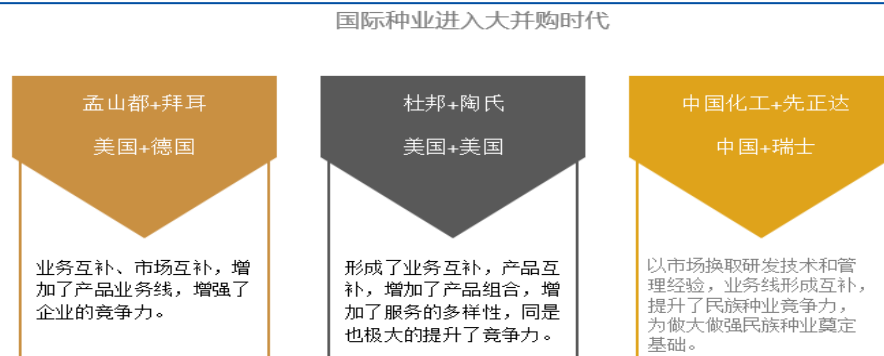
从国际上市场来看，孟山都+拜耳、杜邦+陶氏、中国化工+先正达收购事项开启了国际种业大并购、大整合时代。从国内市场来看，国家主导种业强国战略，在政策推动下，跨国并购成为大型国企做大做强民族种业首选。中种集团（中国种子集团有限公司）母公司中化集团（中国中化集团公司）以 430 亿美元现金收购世界种业巨头瑞士先正达公司，成为我国种业规模最大、影响力最强的海外并购案例。中粮集团通过收购了荷兰 Nidera（依德兰）公司进入种子行业；中信集团通过非公开增发控股隆平高科进入种子行业，后者拟收购陶氏益农育种种子业务；中农发集团（农发种业）通过多年的并购迅速成为拥有全资及控股子公司 19 家、境内外上市公司 4 家的大型种子集团，成为目前唯一以种业为主营业务的央企上市公司。综合上述，不管是国际市场还是国内市场，种业已步入大整合、大并购时代。

图 1:6：欧美处于种业强势地位，行业分化加剧（百万美元）



数据来源：wind、国元证券研究中心

图 17：种业步入大并购、大整合时代



数据来源：wind、国元证券研究中心

对于种业进入大整合、大并购时代的驱动因素的理解：1) 种业自身发展遇到了行业天花板；2) 全球粮食价格持续下降导致农业经营主体盈利困难，带来上游种子等农资行业经营环境恶化；3) 竞争更加白热化、全球化。整合带来资源互补，提高竞争壁垒、提升规模效应，顺应了行业发展规律（其中，很多整合方案带有政府主导意义）；4) 我国农作物育种在个别方面处于全球领先（比如水稻育种），但是育种整体水平与国际强国相比存在较大差距，为了实现民族种业强国目标，一方面加大科研投入（周期较长，见效慢），另一方面积极寻求海外并购（周期短，见效快），长短效措施有效结合，逐步增加我国种业的国际竞争力。

## 第 4 部分 公司核心竞争力

我国种子行业是一个市场容量大（千亿级别）、政策关联性强、市场集中度低、市场竞争激烈以及市场开放度低的行业。未来，伴随着农业供给侧改革、做强做大民族种业战略以及国家乡村振兴战略的逐步实施，市场集中度提升和农资一体化服务将成为我国种子行业面临的机遇和挑战。首先，集中度提升是趋势。国家主导振兴民族种业，研发投入

的持续加强显示出国家对于种业的重视程度。随着我国粮价市场化改革的逐步推进以及全球大宗农产品价格持续走低，农资企业面临的竞争压力不断增强，寻求规模优势成为农资企业稳定盈利的支撑点，行业整合带来集中度提升是大势所趋，行业龙头收益显著。其次，农资一体化服务是顺应市场需求。农业规模化带来新型农业经营主体的崛起，未来农资产品可能仅仅是一种载体，嫁接在农资产品上的农资一体化服务才是企业盈利源泉。

就种子行业而言，政策导向是决定行业发展的关键因素，品种研发是决定企业成长的关键因素。首先，政策导向是全行业的方向标，但政策扶持的差异性在不断加强，龙头企业以及国家队背景企业有望享受政策红利。其次，品种研发是基础，是决定企业持续增长的源动力。当前我国种子企业的盈利来源主要集中在产品销售上（增值服务相对落后），在产品同质化严重的基础上，营销在企业的发展过程中也起到了至关重要的作用。结合上述，我们认为，政策、研发和营销是当前衡量种子企业竞争优势的主要指标。

#### 4.1 股东背景

当前，我国种业上市公司的企业类型主要分为民营和国有两种，国有企业又分为地方性和央企两种类型。种业民营上市企业主要包括荃银高科、登海种业、万向德农、神农基因等；种业国有上市企业主要包括丰乐种业、敦煌种业、隆平高科、农发种业等。就种业而言，产业政策是影响行业发展的核心因素，而股东背景会产生如下影响：1) 对政策解读和行业发展前景等认识的深度和高度不同；2) 资本运作水平不同；3) 受益政策扶持力度不同。我们认为，当前，国家明确提出了民族种业振兴战略，做大做强民族种业势在必行，国内种业处于产业政策大力扶持期，行业龙头及具有核心竞争优势的企业理所当然成为国家扶持的重点，也是做大做强民族种业的落脚点。另一方面，基于我国种业当前的经营现状，外延式发展空间有限，内延式发展将成为行业主要发展趋势，并购重组将成为行业内延式发展重要方式，而资本运作水平在企业并购重组过程中无疑是至关重要的，股东背景的不同必然带来资本运作水平的不同。

表 2：我国种业上市企业控制关系图

公司名称	企业类型	控股股东	实际控制人
丰乐种业	国有	合肥市建设投资控股(集团)有限公司	合肥市国有资产监督管理委员会
隆平高科	国有	中信集团	中华人民共和国财政部
敦煌种业	国有	酒泉地区现代农业(控股集团)有限责任公司	酒泉市行政事业单位国有资产管理局
农发种业	国有	中国农垦(集团)总公司	国务院国有资产监督管理委员会
荃银高科	民营	张琴	张琴
神农基因	民营	黄培劲	黄培劲
万向德农	民营	万向三农集团有限公司	鲁冠球
登海种业	民营	莱州市农业科学院	李登海

资料来源：公司公告、国元证券研究中心整理

从股东背景来看，隆平高科的控股股东为中信集团、实际控制人为国家财政部，股东背景属于央企级别，行业内与之能够匹配的仅为农发种业，而农发种业的研发水平不如隆平高科。

从控股股东的资本运作水平来看，隆平高科的控股股东为中信集团，中信集团是金融与实业并举的大型综合性跨国企业集团，主营涉及到多个产业领域，在国内外具有较强的市场影响力，在国内外资本运作上同样具有绝对的优势。

结合上述，隆平高科本身研发技术处于国内领先，而中信的入主极大地提升了公司的战略高度，同是中信在资本运作上的优势将弥补农业企业在资本运作上的先天的劣势。与

此同时，中信的入主使隆平高科正式成为国家队种业企业，振兴民族种业的战略的实施必将大力扶持具有核心竞争优势的国家队种业企业。可以说，中信入主隆平高科为企业赢得了政策支持、提升了公司战略高度，开启公司新一轮发展周期。

表 3：中信入主后开启的并购事项一栏

首次披露日	交易标的	交易买方	交易总价值(万元)
2017-11-30	陶氏益农玉米种子业务	隆平高科、中信产业基金	4 亿美元
2017-11-13	河北巡天 51%股权	隆平高科	37,791.00
2017-11-13	三瑞农科 49.45%股权	隆平高科	51,521.26
2017-08-23	惠民科技 47.51%股权	隆平高科	9,345.02
2017-06-14	金稻种业 80%股权	隆平高科	12,398.00
2017-03-15	惠民农业 32.49%股权	隆平高科	7,097.21
2016-10-28	广西恒茂 51%股权	隆平高科	21,073.00
2016-08-25	隆平金谷 9%股权	隆平高科	1,591.30
2015-06-30	德瑞特 80%股权;绿丰公司 80%股权	隆平高科	36,062.18
2015-05-21	隆平高科 18.72%股权	中信集团	279,180.00

资料来源：公司公告、国元证券研究中心整理

#### 4.2 研发储备

依托湖南省农业科学院以及袁隆平先生，经过多年的积累，隆平高科在杂交水稻育种领域已处于领先地位。对于农业企业的员工来说，工作环境相对艰苦且薪酬相对较低，如何留住并吸引人才是农业企业发展的关键。近年来，隆平高科运营机制不断灵活，核心人员均有大额股权，特别是中信入主后，公司的管理更加规范，运营更加灵活，市场影响力显著提升。从长远角度来看，股权激励是农业企业留住、吸引人才最核心的机制，而央企背景的企业很少能够做到员工股权化，隆平高科具有央企背景且股权激励到位，这是公司在运营机制上具有的核心优势，也是公司留住并吸引人才的关键。

表 4：公司股权激励到位

姓名	职务	期末持股数(股)
廖翠猛	董事,总裁,执行委员会主任	23,455,336
张秀宽	董事,决策委员会委员,执行总裁	18,342,960
袁隆平	名誉董事长	13,371,430
龙和平	原产业总监	6,492,452
青志新	原副总裁,原执行委员会委员	3,900,000
伍跃时	常务副董事长,决策委员会主任	556,585
袁定江	副董事长,决策委员会委员	331,100
毛长青	副董事长,决策委员会委员	280,000
马德华	副总裁,执行委员会委员	65,000

资料来源：公司公告、国元证券研究中心

多年以来，我国育种行业的种质资源多储备于科研院所等单位，由于之前国家在科研成果市场转化方面存在种种限制，导致我国育种领域长期处于产学研与市场脱节，种子企业种子资源储备有限，而大量的资源储备都在科研单位手里，这一现状严重影响了我国育种行业的发展，基于此，近年来国家产业政策逐步放开，鼓励科研单位研究成果市场化推广，鼓励事业单位种业骨干人才、技术、资源向种子企业流动，使产业基础研究与研究成果市场化推广有机结合，极大丰富了种子企业的种质资源乃至品种储备，为大量品种推出奠定了基础。但是问题是科研院所会选择什么样的企业来转化研究成果呢？首先大企业、龙头企业是毋庸置疑的。另一方面，灵活的激励机制是科研单位选择合作的另一重要因素，正如上面所说，对于农业企业来说，仅仅通过工资收入很难吸引并留



住人才（毕竟工资收入有限且相对较低），股权激励（或类股权激励）、资产证券化是科研单位考虑合作的另一重要条件。

基于隆平高科市场影响力以及灵活的激励机制，在国家鼓励科研单位研究成果市场化推广以及行业整合的过程中均具有明显的优势，市场参与者更加愿意被隆平收购或者与隆平合作，这极大地丰富了隆平高科的种质资源储备、壮大了公司的科研人才储备，为公司未来的发展打下了直观重要的基础。

从公司 2017 年半年报也可以看出，报告期内国家共计审定水稻品种 178 个，其中公司获得国家审定的水稻品种达 61 个，占比达到 34.27%；玉米品种 171 个，其中公司获得国家审定的玉米品种 10 个，占比 5.85%。获得省级审定水稻品种 29 个，玉米品种 3 个，棉花品种 2 个；育成黄瓜品种 5 个（正在办理登记）。

## 第 5 部分 盈利预测与投资建议

### 5.1 盈利预测基本假设

1) 水稻种子业务。公司水稻新品种两优系列和隆两优系统处于成长期，同是我国种子行业处于新品集中爆发期，更新换代更加频繁，产品结构调整带来行业整体盈利提升，预计公司水稻种子业务收入将保持较高增速，毛利率将呈现小幅增长态势。

2) 玉米种子业务。玉米市场改革利空的边际效应逐步下降、畜禽养殖业放量以及玉米去库存持续推进，玉米市场有望步入回暖周期。公司在玉米业务上积极寻求外延式拓展，特别是在国际化方面拟收购陶氏益农玉米种子业务，极大的提升了公司玉米业务市场竞争力，为玉米业务长期发展奠定了基础，预计收入将保持稳步增长、毛利率将维持稳定。

3) 其他业务。公司外延式并购还涉及到蔬菜种子业务，同是随着经济作物新品种不断推出，将带动该业务稳步增长，预计该业务收入保持平稳增长，毛利率平稳。

**表 5：公司主营业务盈利预测**

	项目	2016	2017E	2018E	2019E
水稻种子业务	营业收入	1372.10	1989.545	2785.363	3620.9719
	同比增速 (%)	25.96%	45.00%	40.00%	30.00%
	营业成本	747.79	1070.38	1481.81	1915.49
	毛利率 (%)	45.50	46.20	46.80	47.10
玉米种子业务	营业收入	341.87	220	253	303.6
	同比增速 (%)	-18.2	-35.65	15.00	20.00
	营业成本	177.33	126.50	138.64	162.43
	毛利率 (%)	48.13	42.50	45.20	46.50
其他业务	营业收入	585.44	702.53	807.91	912.94
	同比增速 (%)	13.15%	20.00%	15.00%	13.00%
	营业成本	423.33	507.23	580.89	654.57
	毛利率 (%)	27.69	27.8	28.1	28.3
	营业收入	2299.41	2912.07	3846.27	4837.51



合计	同比增速 (%)	13.50%	26.64%	32.08%	25.77%
	营业成本	1348.45	1704.10	2201.34	2732.49
	毛利率 (%)	41.36%	41.48%	42.77%	43.51%

资料来源：国元证券研究中心

## 5.2 投资建议

公司的研发技术、管理水平以及激励机制均处于行业前列，在国家振兴民族种业战略的推动下，行业景气有望持续提升，行业龙头收益显著。同是，中信集团的入主提升了公司战略高度，开启了公司外延拓展预期，为公司长远发展奠定了基础，新品增长和外延并购将成为公司未来业绩增长驱动因素。预计 2017-2019 年实现归属于母公司所有者净利润分别为 7.59 亿、10.18 亿、12.86 亿，eps 分别为 0.60 元、0.81 元、1.03 元，对应当前股价的 PE 为 44、32、25，给予“买入”评级。

表 6：公司盈利预测表

利润表	单位:百万元			
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2299	2912	3846	4838
营业成本	1349	1704	2201	2732
营业税金及附加	5	4	5	7
营业费用	217	255	342	433
管理费用	218	268	354	448
财务费用	47	-18	-12	-10
资产减值损失	41	34	33	35
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	66	72	74	72
营业利润	488	737	997	1265
营业外收入	39	54	49	49
营业外支出	22	16	17	17
利润总额	506	775	1029	1297
所得税	4	6	9	11
净利润	502	769	1019	1286
少数股东损益	1	10	2	-2
归属母公司净利润	501	759	1018	1288
EBITDA	657	847	1142	1439
EPS (元)	0.40	0.60	0.81	1.03

资料来源：天软科技、国元证券研究中心整理

## 第 6 部分 风险提示

- 1 产业政策导向发生重大改变
- 2 并购项目盈利不及预期

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
<b>流动资产</b>	4962	5022	5670	6571	<b>营业收入</b>	2299	2912	3846	4838
现金	1168	1387	1065	1005	营业成本	1349	1704	2201	2732
应收账款	334	426	564	708	营业税金及附加	5	4	5	7
其它应收款	190	293	380	467	营业费用	217	255	342	433
预付账款	99	131	164	205	管理费用	218	268	354	448
存货	1521	1950	2528	3148	财务费用	47	-18	-12	-10
其他	1651	834	970	1038	资产减值损失	41	34	33	35
<b>非流动资产</b>	2981	3071	3437	3723	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	282	264	268	269	投资净收益	66	72	74	72
固定资产	876	1181	1431	1640	<b>营业利润</b>	488	737	997	1265
无形资产	611	700	790	886	营业外收入	39	54	49	49
其他	1212	926	948	928	营业外支出	22	16	17	17
<b>资产总计</b>	7943	8093	9107	10294	<b>利润总额</b>	506	775	1029	1297
<b>流动负债</b>	1646	1227	1481	1753	所得税	4	6	9	11
短期借款	615	0	0	0	<b>净利润</b>	502	769	1019	1286
应付账款	314	381	486	611	少数股东损益	1	10	2	-2
其他	718	846	995	1142	<b>归属母公司净利润</b>	501	759	1018	1288
<b>非流动负债</b>	521	510	513	515	<b>EBITDA</b>	657	847	1142	1439
长期借款	30	30	30	30	<b>EPS (元)</b>	0.40	0.60	0.81	1.03
其他	491	480	483	485					
<b>负债合计</b>	2168	1737	1994	2268	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	133	143	144	142	<b>会计年度</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
股本	1256	1256	1256	1256	<b>成长能力</b>				
资本公积	2814	2814	2814	2814	营业收入	13.5%	26.6%	32.1%	25.8%
留存收益	1574	2143	2898	3813	营业利润	13.3%	51.0%	35.2%	27.0%
归属母公司股东权益	5642	6213	6968	7884	归属于母公司净利润	2.1%	51.5%	34.1%	26.6%
<b>负债和股东权益</b>	7943	8093	9107	10294	<b>获利能力</b>				
					毛利率	41.3%	41.5%	42.8%	43.5%
<b>现金流量表</b>					净利率	21.8%	26.1%	26.5%	26.6%
					ROE	8.9%	12.2%	14.6%	16.3%
					ROIC	10.1%	14.2%	16.0%	17.7%
<b>会计年度</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	<b>偿债能力</b>				
<b>经营活动现金流</b>	314	1182	381	710	资产负债率	27.3%	21.5%	21.9%	22.0%
净利润	502	769	1019	1286	净负债比率	30.24%	1.73%	1.50%	1.32%
折旧摊销	122	128	157	184	流动比率	3.01	4.09	3.83	3.75
财务费用	47	-18	-12	-10	速动比率	2.04	2.50	2.12	1.95
投资损失	-66	-72	-74	-72	<b>营运能力</b>				
营运资金变动	-338	443	-732	-704	总资产周转率	0.35	0.36	0.45	0.50
其它	47	-68	23	27	应收账款周转率	7	7	7	7
<b>投资活动现金流</b>	-2267	-165	-453	-407	应付账款周转率	4.94	4.91	5.08	4.98
资本支出	359	325	327	328	<b>每股指标 (元)</b>				
长期投资	-29	-55	10	4	每股收益(最新摊薄)	0.40	0.60	0.81	1.03
其他	-1937	104	-116	-75	每股经营现金流(最新摊薄)	0.25	0.94	0.30	0.57
<b>筹资活动现金流</b>	2470	-797	-250	-363	每股净资产(最新摊薄)	4.49	4.95	5.55	6.28
短期借款	-389	-615	0	0	<b>估值比率</b>				
长期借款	-8	0	0	0	P/E	65.70	43.37	32.35	25.56
普通股增加	260	0	0	0	P/B	5.84	5.30	4.73	4.18
资本公积增加	2776	0	0	0	EV/EBITDA	49	38	28	23
其他	-169	-182	-250	-363					
<b>现金净增加额</b>	518	219	-323	-60					

## 国元证券投资评级体系：

(1) 公司评级定义		(2) 行业评级定义	
	二级市场评级		
买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上		

### 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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺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操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。特此声明。

### 证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》（Z23834000），国元证券股份有限公司具有以下业务资质：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务。

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

### 一般性声明

本报告仅供国元证券股份有限公司（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客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn