

隆平高科 (000998)

十年磨一剑，脱胎换骨在当下

1、对标医药，高壁垒&高增长是种业高估值的根源

不论是对标历史区间、国内同行还是国际种企，隆平高科当前 38 倍的估值都不算高。种业的行业属性类似于医药，估值对标可以参照医药行业。而且向前 A 股医药龙头恒瑞医药估值已经超过 50 倍！

1) 种业技术壁垒高。首先，法律上品种权的排他性保护是种企生存及壮大的前提。其次，种子研发需要长期大量的资金、人才投入。2012 年，全球种业研发投入达到 42.95 亿美元，占销售收入的比例达到 12.88%。巨额的投入也是国际种企大多脱胎于化工、医药集团的主要原因。一方面在渠道、研发上具备协同效应，另一方面，也只有化工、医药集团的收入体量能够支撑长期巨额的研发支出，并主导并购。最后，种业研发需要长期的历史积淀。除非育种技术出现革命性创新，否则形成技术优势的龙头企业将强者恒强，后进入者很难获得发展壮大机会。

2) 种业研发高风险带来高回报，也意味着高估值。育种研发周期长，一方面，高投入不一定能带来高投入，如巴斯夫与孟山都开发的转基因小麦项目。另一方面，一旦研发路线出现偏差，企业将错过至少 5-8 年的发展期。与高风险对应的是高回报。一旦抓住品种的更新换代机遇，新品种将迅速放量，推动盈利的高增长。爆款品种的高增长可能性，是高估值的另一重要来源。

2、最好的发展期，脱胎换骨在当下

1) 海外并购窗口期，跨越式发展可期！由于 2012 年以来国际大宗农产品价格的持续低迷，全球种业进入第三轮并购高峰期。从 2015 年以来，陶氏与杜邦合并、拜耳收购孟山都、中国化工收购先正达，巨头间整合不断。巨无霸之间的整合，将不可避免出于通过反垄断审查考虑而剥离资产。目前国内种业只有隆平高科一家做好了迎接这一战略机遇期的准备！抓住这一战略机遇期，预计三五年后的隆平大概率实现快速发展。这也是市场对种业白马最大的预期差所在。

2) 新一轮内生增长启动期，相对低基数，高增长。公司已经初步建立了现代种业育种体系，长期的研发投入与积累让公司抓住了水稻第四代品种换代的产业机遇。公司隆两优、晶两优系列品种销售情况良好，预计 15/16-17/18 销售季，隆、晶两优系列产品销量将达 700 万、1600 万、2600 万公斤，成为公司内生增长的主动动力！

投资建议：公司当前处于最好的发展期，未来 3 年成长路径明确。品种换代下内生低基数高增长，海外并购窗口期带来跨越式发展机遇。我们预计，2017-2018 年公司净利润分别为 8.65 亿、10.85 亿元，同比增长 72.53%、25.53%，对应 EPS0.69、0.86 元。给予 18 年 40 倍市盈率，目标价 34 元！

风险提示：政策风险；自然灾害风险；

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	2,025.82	2,299.41	3,013.71	3,690.76	4,570.94
增长率(%)	11.59	13.50	31.06	22.47	23.85
EBITDA(百万元)	626.11	646.67	990.80	1,175.95	1,420.54
净利润(百万元)	491.07	501.16	864.64	1,085.39	1,309.61
增长率(%)	35.65	2.05	72.53	25.53	20.66
EPS(元/股)	0.39	0.40	0.69	0.86	1.04
市盈率(P/E)	60.45	59.23	34.33	27.35	22.67
市净率(P/B)	12.61	5.26	4.82	4.36	3.89
市销率(P/S)	14.65	12.91	9.85	8.04	6.49
EV/EBITDA	38.96	41.24	29.24	24.41	19.83

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	农林牧渔/种植业
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	25.23 元
目标价格	34 元
上次目标价	29 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,256.19
流通 A 股股本(百万股)	955.81
A 股总市值(百万元)	31,693.79
流通 A 股市值(百万元)	24,115.21
每股净资产(元)	4.68
资产负债率(%)	26.71
一年内最高/最低(元)	25.98/17.95

作者

吴立 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517010002
wuli1@tfzq.com

刘哲铭 分析师
SAC 执业证书编号：S1110517070002
liuzheming@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《隆平高科-半年报点评:2017 年半年报点评:增长延续，种业龙头稳步前行！》
2017-08-21
- 《隆平高科-公司点评:海外并购迈出第一步，跨越式发展机遇期已现！》
2017-08-16
- 《隆平高科-公司点评:公告点评：研发优势凸显，开启种业龙头成长新阶段》
2017-07-02

1. 种业估值水平普遍较高

从历史估值区间来看，以预测当年净利润为基数，隆平高科的历史估值下限在 24 倍，高位达到 138 倍，中枢在 52 倍。2012 年之后，公司估值中枢有了系统性下移。2012 年以来，公司的估值下限 28 倍，上限 88 倍，中枢在 39 倍左右。按 2017 年 8.6 亿的净利润计算，目前隆平高科的估值为 36 倍。总体来看，还是处于历史估值中枢以下。

图 1：隆平高科历史估值



资料来源：wind、天风证券研究所

图 2：2012 年以来隆平高科估值中枢 39 倍



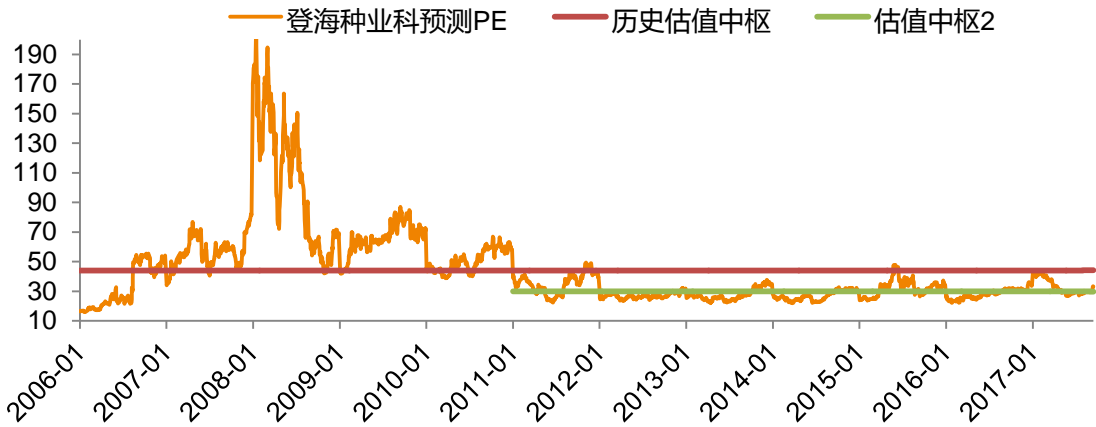
资料来源：wind、天风证券研究所

隆平高科国内的对标公司为登海种业。2006 年以来，登海种业历史估值下限 17 倍，上限 204 倍，中枢为 44 倍。长周期的估值差异，反应出来的其实是两家企业在水稻、玉米领域育种技术的领先度差异。国内杂交水稻育种技术处于全球领先地位。登海种业的玉米育种技术虽然在国内居于领先，但与国际种企相比，还是有一定差距。

2011 年之后，登海种业的估值中枢也有系统性的下移，对应于估值中枢约 30 倍市盈率。与隆平 30% 的估值差距进一步扩大，除了技术差异以外，还包含了两家并购预期带来的估值差异。隆平外延式并购战略明确，而登海更多的还是依赖于自身的技术突破。

当前，受农业供给侧改革影响，预计 2017 年登海种业业绩大概率下滑。按 17 年 4 亿元的净利润计算，登海当前估值 33 倍，高于估值中枢。也就是说，对标登海种业，隆平高科的估值并没有偏高。

图 3：登海种业历史市盈率



资料来源：wind、天风证券研究所

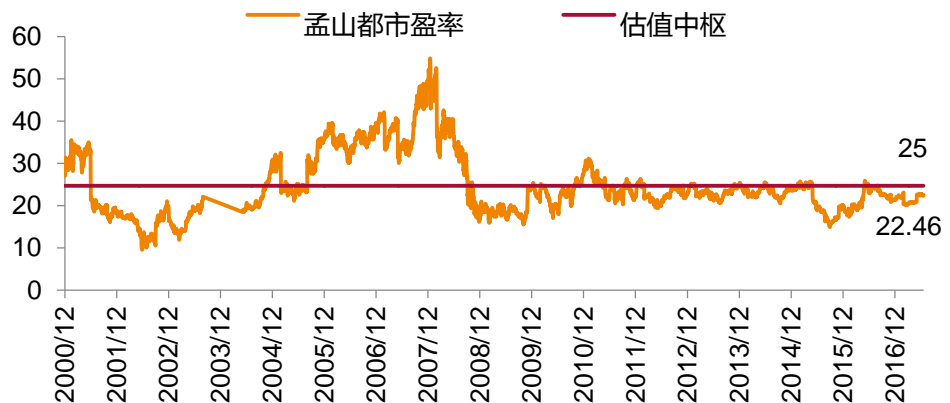
图 4：2011 年以来登海种业估值中枢是 30 倍



资料来源：wind、天风证券研究所

横向对比国际种子企业，国际种子企业大部分在上市时就已经进入成熟期。例如，孟山都 2000 年上市时，其收入规模已经达到 16.08 亿美元。即使这样，在他们业绩相对高增长期，也都经历了一轮 30-40 倍以上的高估值阶段。此后随着业务增速的放缓，尤其是 2012 年全球农产品价格回落，估值开始逐渐回落至 20 倍左右。

图 5：孟山都历史市盈率表现



资料来源：Bloomberg、天风证券研究所

图 6：先正达历史市盈率表现



资料来源：Bloomberg、天风证券研究所

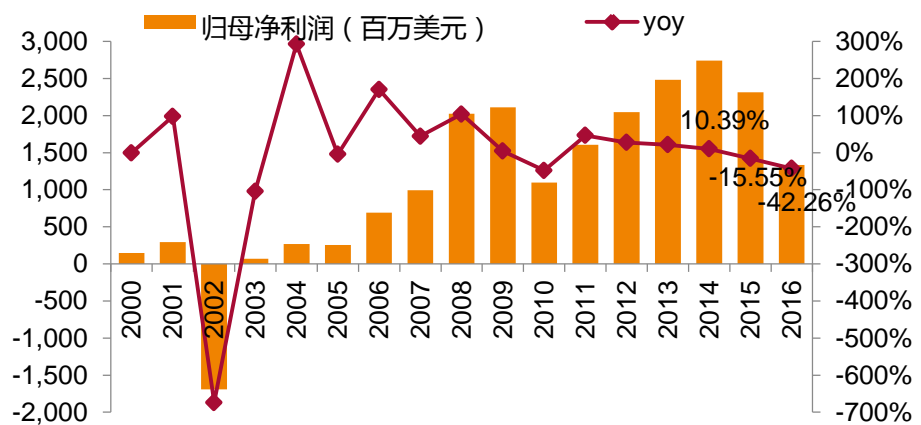
图 7：先锋种业历史市盈率表现



资料来源：Bloomberg、天风证券研究所

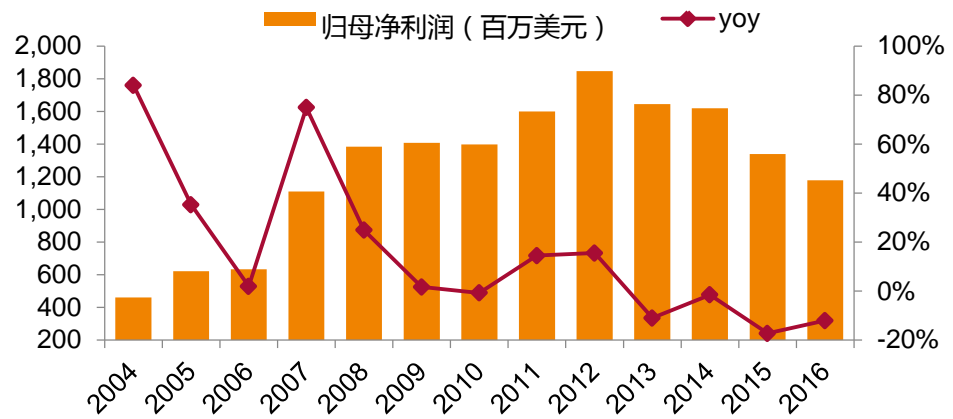
目前，先正达市盈率 36 倍，孟山都 22 倍。考虑到这两家过去几年的盈利一直处于下降趋势，而对于不管长期还是短期都面临新一轮盈利快速增长的隆平高科，我们认为，回归 40 倍以上的估值中枢并不过分。

图 8：2015 年起孟山都盈利开始下滑



资料来源：Bloomberg、天风证券研究所

图 9：先正达 2013 年起盈利持续下滑



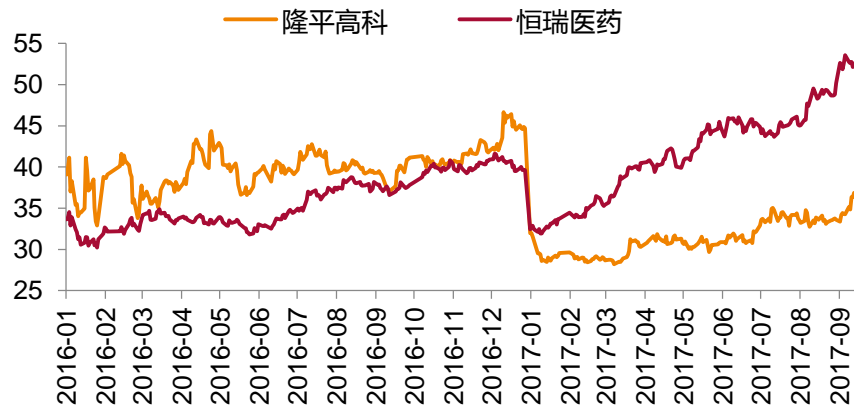
资料来源: Bloomberg、天风证券研究所

那么问题来了,为什么种业的估值都这么高呢?种业竞争壁垒是基于法律对于植物品种权的保护基础之上,随着公司长期的技术沉淀以及持续的资金支持才逐渐形成的。一旦龙头形成垄断优势,市场后来者可以凭借一两个新品获得生存空间,却难以做大。

2. 对标医药, 高壁垒&高增长带来高估值

与传统农业低壁垒、低技术含量的刻板印象不同,种业是农业的芯片,高度依赖研发投入与积累,研发周期长风险大,但同时一旦爆款出现,则业绩极具爆发性。这种特性,跟医药行业的原研药研发是极为类似的。这也是为何有一类国际种业巨头的背后其实是医药集团,如刚刚收购孟山都的拜耳。因此,行业属性意味着,种业的估值对标应该是医药行业——一个同样常年高估值的行业。但是当下,种业龙头的估值却远低于医药龙头企业。

图 10: 隆平高科与恒瑞医药市盈率对比



资料来源: wind、天风证券研究所

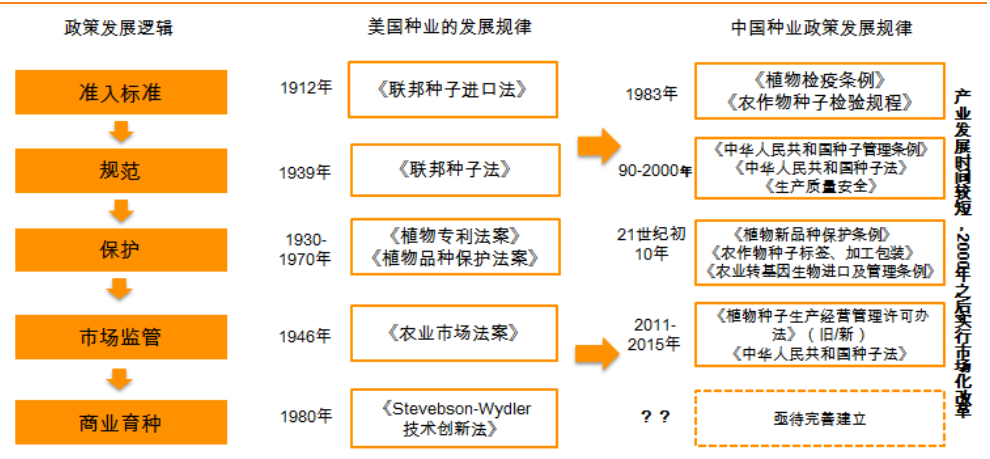
2.1. 技术壁垒是高估值的根源

2.1.1. 品种权保护是技术壁垒的基石

种业的品种权建立在法律排他性保护的基础之上的。1939年《联邦种子法》的颁布,是美国种业商业化运作的开始。之所以2000年是国内种子行商业化的原年,根源就在于2000年颁布的《种子法》里明确提出了对植物新品种权的认定与保护。2015年的新《种子法》则进一步强化了对植物新品种权的保护。

虽然当前国内在种子执法问题上仍存在不少的缺陷,导致套牌、冒牌生产情况普遍,但是对于企业层面的竞争而言,这种套牌是无法直接公开以企业名义销售的,企业的品种权保护是其生存壮大的前提。

图 11：种业政策发展逻辑

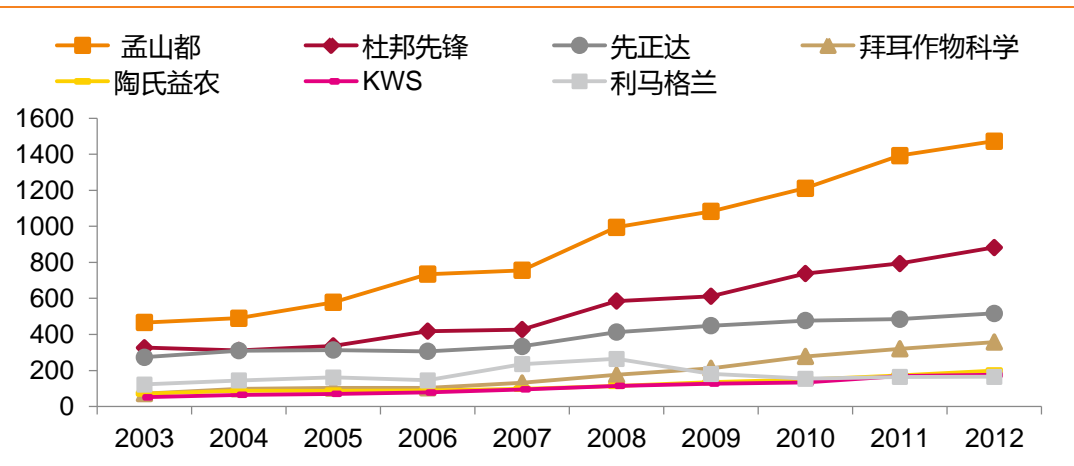


资料来源：天风证券研究所整理

2.1.2. 长期的资金、人才投入是种业构建壁垒保证

一方面，种业研发需要长期的资金、人才投入。根据彭博社数据，2012年，全球品牌种子研发投入42.95亿美元，占当年销售收入的比例为12.88%。其中，孟山都投入14.73亿美元，占当年净销售额的14.72%；杜邦先锋达到8.83亿元，占当年销售净额的15.38%；先正达投入5.17亿美元，占比26.23%。

图 12：品牌市场研发投入（单位：百万美元）



资料来源：Bloomberg、天风证券研究所

表 1：品牌市场研发投入（占净销售%）

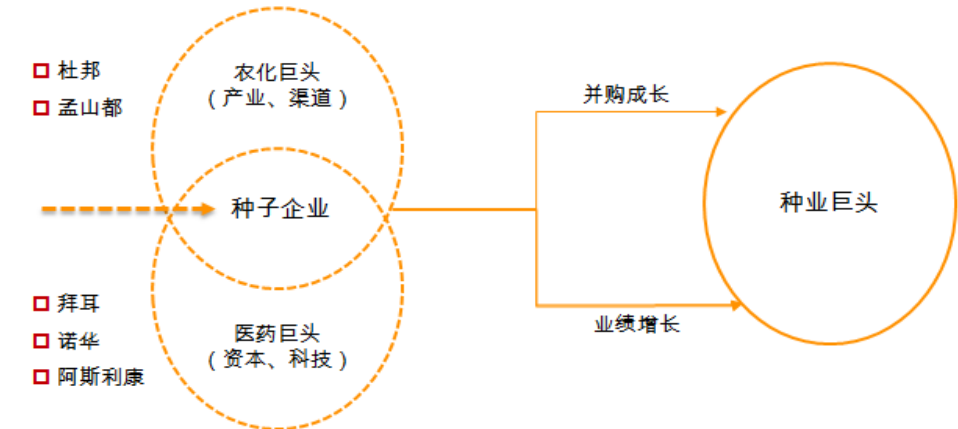
	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
全球	12.63%	12.17%	12.28%	13.74%	13.44%	14.29%	13.79%	13.97%	13.47%	12.88%
拜耳作物科学	12.63%	12.17%	12.28%	13.74%	13.44%	14.29%	13.79%	13.97%	13.47%	12.88%
先正达	21.24%	25.32%	24.45%	22.37%	25.79%	26.50%	30.28%	35.64%	29.77%	26.23%
孟山都	25.49%	25.02%	17.42%	17.56%	16.53%	16.91%	17.47%	17.01%	15.23%	14.58%
陶氏益农	23.64%	17.48%	17.77%	18.11%	14.77%	15.01%	14.98%	15.64%	16.23%	14.72%
KWS	34.12%	38.67%	32.12%	29.47%	28.82%	23.70%	21.03%	17.84%	12.01%	15.38%
杜邦先锋	10.65%	10.39%	10.94%	12.56%	13.84%	16.43%	17.88%	14.62%	14.82%	14.24%
利马格兰	14.54%	11.91%	12.08%	15.03%	12.83%	14.53%	12.97%	13.71%	12.69%	12.17%
Sakata 坂田	16.48%	16.54%	17.23%	14.04%	24.58%	25.88%	15.44%	10.92%	9.62%	9.38%
Dlf Trifolium	9.40%	8.89%	7.75%	9.02%	8.48%	8.62%	8.66%	9.25%	8.78%	8.30%
Takii 泷井	8.37%	8.32%	8.29%	8.27%	8.09%	7.84%	8.12%	8.00%	7.59%	6.95%
其他	6.72%	6.75%	6.58%	7.02%	6.20%	7.04%	6.88%	7.31%	7.06%	6.94%

资料来源：Bloomberg、天风证券研究所

巨额的资金投入也是为何国际上最主要的种业公司均发源于化工或医药集团。对于农化集

团而言，其天生就与种子行业具有协同效应，产业协同使得其具有渠道优势，加上农化行业巨大的市场空间使得农化企业能够有足够的资本实力来支持种业研发以及主导并购。典型的的就是杜邦公司并购先锋种业，孟山都从农药领域向种子延伸。而医药集团向种子的延伸，则是建立在其生物分子科研技术上与育种的共性而产生协同效应。

图 13: 种业巨头成长轨迹



资料来源：天风证券研究所整理

2.1.3. 技术沉淀强化企业核心竞争力

另一方面，育种需要长时间的技术积淀。这种技术沉淀将使得企业的竞争优势越来越明显。以玉米为例，目前国内玉米品种已经发展到了第 6.5 代。在这 6.5 代中，有 3.5 代跟李登海有密切关系。其中，掖单 2 号、掖单 13 号是由莱州农学院选育而成，郑单 958 的核心父本昌 7-2 则是昌维农科所的昌单 7 号上选育而成。先玉 335 虽然是其子公司登海先锋选育而成，但在先玉 335 的美系血缘（父本 DH382 是在 X1132X（先玉 335 在国内的品种参试代号）为基础才经 8 代选育而成）基础之上，公司育成了当前黄淮海地区又一个超级大品种登海 605。这种技术上的积淀，是登海最核心的市场竞争力。

表 2: 玉米品种更替

代次	代表品种	亲本	成为大品种年份	特点	育种单位(人)
第一代	中单 2 号	母本莫 17 × 父本自 330	1984 年	开启了中国杂交玉米单交种时代	中国农科院
第二代	丹玉 13	母本莫 17HT × 父本 E28	1988 年	开启了中国稀植大穗时代	丹东农科院
第三代	掖单 2 号	母本掖 107 × 父本黄早 4	1992 年		莱州农科院
第四代	掖单 13	母本掖 478 × 父本丹 340	1996 年	开启了中国紧凑型玉米时代	李登海
第五代	农大 108	母本 178 × 父本黄 C	2001 年	在广适和高抗紧凑型玉米又上了新台阶	许启凤
第六代	郑单 958	母本郑 58 × 父本昌 7-2	2005 年	开启了中国玉米密植时代	褚纯信
第六代半	先玉 335	母本 PH6WC × 父本 PH4CV	2010 年	开启了中国玉米单粒播变革	先锋种业(柏大鹏)

资料来源：农业部、天风证券研究所

杂交水稻育种也是如此。杂交水稻的两系育种，从本质上来讲，就是组配父本与母本。其核心就在于种质资源。一个优质的种质亲本，通过不同的组配方式，可以将新品种的推广面积成倍的放大，形成超级大品种。拥有优质的独创性种质资源，是杂交水稻育种公司最重要的核心竞争力，也是其成长的根基。这种优势将随着公司的技术沉淀而越发的明显。

此前，国内最有影响力应用最广的恢复系是 93-11。先后组配出全国杂交水稻推广面积排名第一的品种两优培九（2007 年）、丰两优 1 号（2008 年）、扬两优 6 号（2009 年）和 Y 两优 1 号（2010 年）。在 93-11 衍生品种，如出安选 6 号（组配新两优 6 号）、丰 986、Q026、3076 R18 等，与蜀恢 527、明恢 86、明恢 63 等其他品种构成当前重要两系恢复系品种。从 2016 年开始，华占开始替代 93-11,C 两优华占、晶两优华占、隆两优华占成为国内推广面积前三大品种。由于华占的种质资源并不具备独占性，因此，对于大企业之间的竞争而言，母本不育系的品种优势则更为的重要。

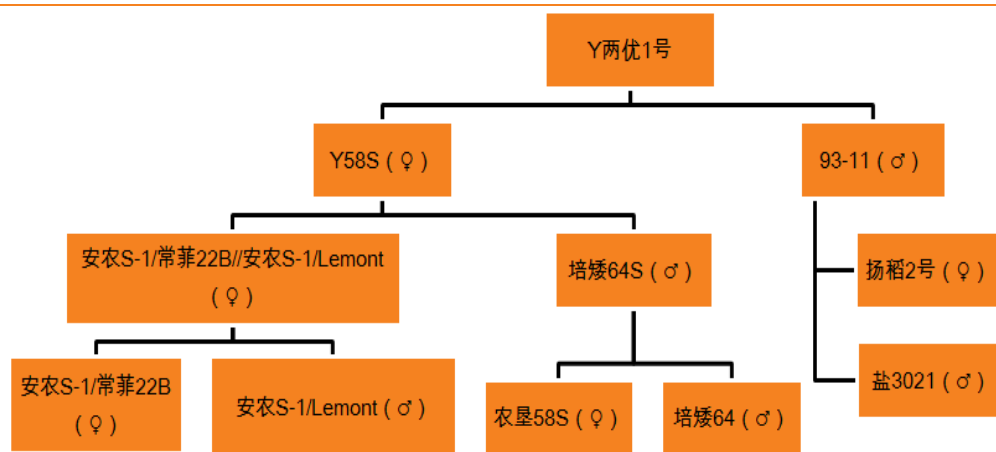
国内当前中稻品种正在经历第四代品种换代。除了当前的第四代换代是以恢复系华占替代9311为标志，前三代品种换代均是由不育系种质的改进带来的。与恢复系的配组自由不同，不育系的选育范围则相对较窄，也就构成了国内杂交水稻育种技术的主要差异来源。国内最早的二系不育系是**农垦 58S**，经衍生及后续改良分为三大系列，即**培矮 64S**系列、**广占 63S**系列及**Y58S**系列。培矮 64S、广占 63S、Y58S 是这三次换代的核心种质资源。其中，Y58S 是湖南杂交水稻研究中心选育而成的。在当前的第四次换代中，隆平高科利用其在 Y58S 上的技术积累，选育出以隆科 638S、晶 4155S 为核心的隆两优、晶两优系列品种，进一步巩固其在杂交水稻育种领域中的领先地位。

表 3：杂交中稻品种更替

代次	核心种质	代表品种	亲本	选育单位
第一代	培矮 64S × 93-11	两优培九	培矮 64S × 93-11	江苏省农业科学院
第二代	广占 63S × 93-11	丰两优 1 号	丰 39S × 丰恢 6 号	丰乐种业
第三代	Y58S × 93-11	扬两优 6 号	广占 63-4S × 93-11	江苏里下河地区农业科学研究所
第四代	培矮 64S × 华占	Y 两优 1 号	Y58S × 93-11	湖南省杂交水稻研究中心
		深两优 5814	Y58S × 丙 4114	国家杂交水稻工程技术研究中心
	培矮 64S × 华占	C 两优华占	C815S × 华占	金色农华
	Y58S × 华占	晶两优华占	晶 4155S × 华占	隆平高科

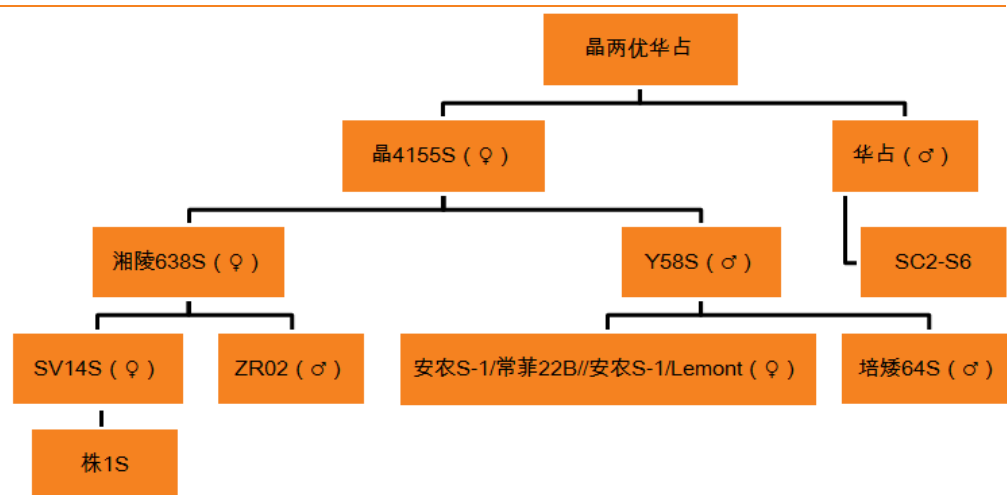
资料来源：国家水稻数据中心、天风证券研究所

图 14：Y 两优 1 号谱系



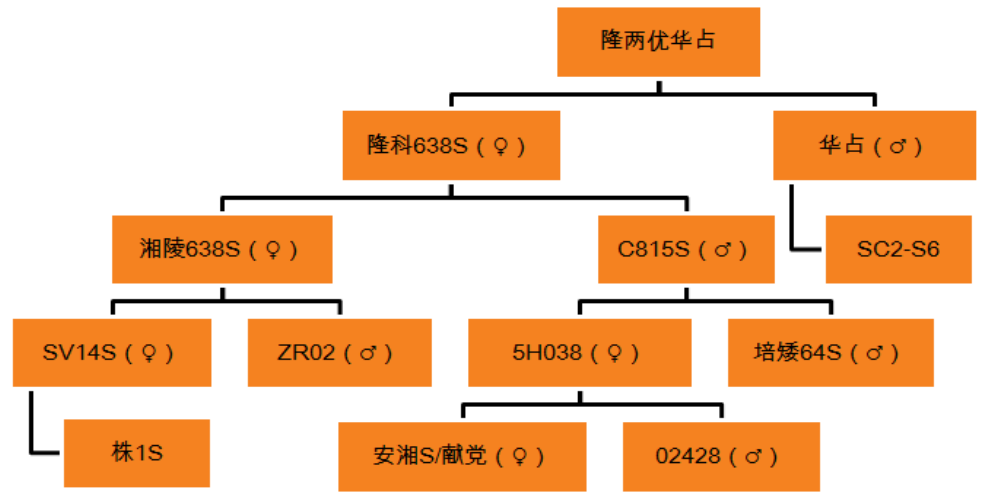
资料来源：农业部、天风证券研究所

图 15：晶两优华占谱系



资料来源：农业部、天风证券研究所

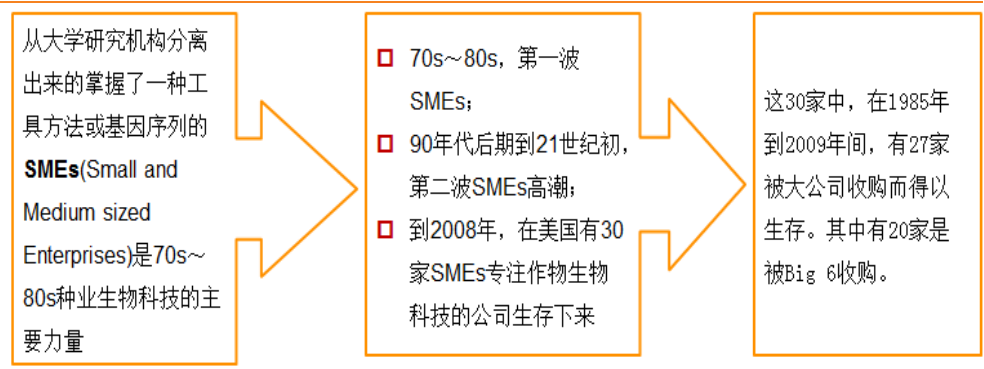
图 16：隆两优华占谱系



资料来源：农业部、天风证券研究所

在资金投入及技术沉淀的支持下，龙头公司的技术垄断优势越发明显，而后进入者的超越难度将越来越小。例如，美国是种业科技高度发达的国家，而先进的科技主要掌握在“Big 6”手中。70年代开始，推动种业生物技术的主要力量来自于从大学研究机构分离出来的掌握了一种工具或基因序列的SMEs (Small and Medium sized Enterprises)。经过两轮SMEs高潮，到2008年仅剩下30家存活下来。在这30家中，有27家是被大公司收购而得以生存。其中有20家就是被“Big 6”收购。

图 17：“big 6”科研实力获得途径



资料来源：天风证券研究所整理

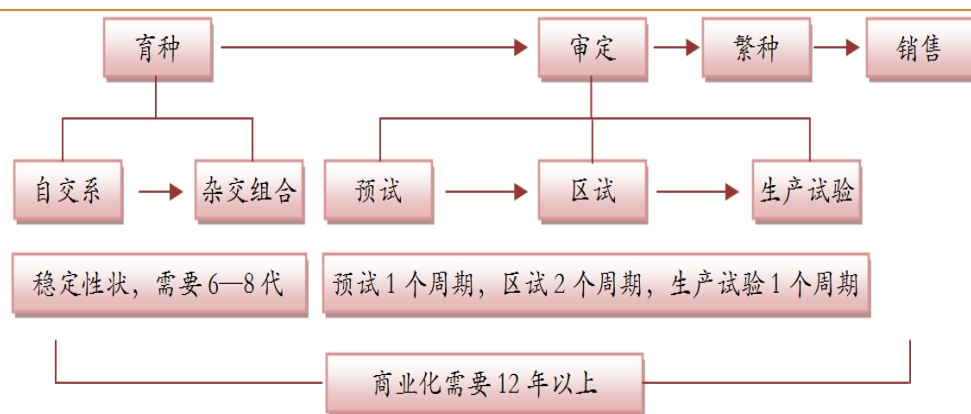
在这种技术垄断优势下，除非革命性育种技术的出现，否则，龙头企业的地位就将难以撼动。典型案例是就80年代孟山都通过突破性的转基因育种技术，一举超过在传统杂交育种时代占据领先优势的先锋种业，成为全球第一大种子企业。而先锋种业在错过技术变迁之后，就难以实现翻盘，最后只能被杜邦多收购。

2.2. 种业研发风险高回报是高估值的另一来源

育种风险根源于其超长的品种研发周期。一方面，高研发投入不一定意味着高产出。例如，2004年其，孟山都和巴斯夫就已经制定了转基因小麦的研发计划。后因市场担忧而暂时搁浅。2010年，孟山都和巴斯夫表示将再次启动共同研发转基因小麦的计划，并将研发预算从15亿美元提高到25亿美元。但是，到目前为主，转基因小麦的研发依旧难见成效。

另一方面，研发背后的品种更替决定了企业的兴起与衰落。由于国内一个新品种的商业化推广需要极长的时间，因此，错过了一轮品种的更替大潮，就意味着公司至少将错过5-8年的发展期。虽然现在育繁推一体化企业在品种审定上有绿色通道的便捷，但是2年生产试验，外加3年市场导入期，品种断层带来的巨额机会成本，对于所有种企而言，均无法承受。

图 18：育种周期长，风险大

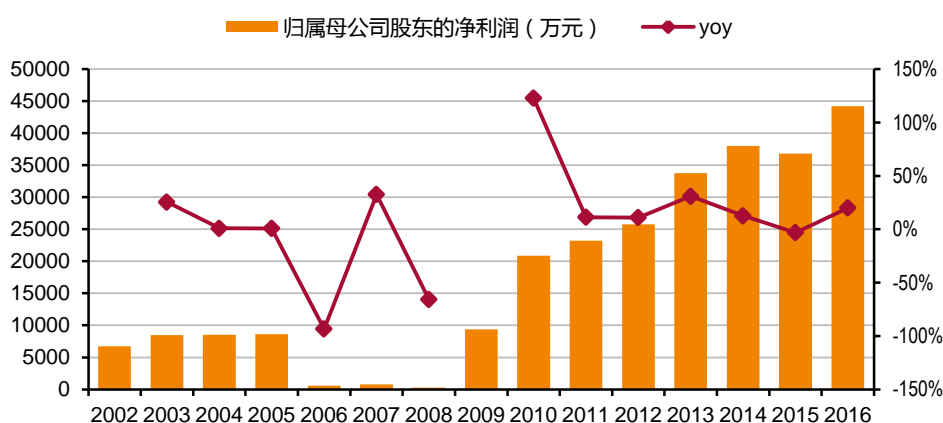


资料来源：天风证券研究所整理

与高风险相对应的是高回报。若研发路线正确，抓住了品种换代的产业机遇，那么对企业而言则是将是盈利的快速爆发！例如，当前杂交水稻的第四代品种换代，正是推动隆平水稻种子销量及净利润快速增长的主要原因。我们预计 2016/2017-2018/19 销售季，公司水稻种子销量分别为 700 万、1600 万、2500 万公斤。2017 年公司水稻种子预计贡献净利润 5.2 亿元，同比 2016 年 3 亿元增长超 70%！

登海种业上市以来的发展历程完美的品种研发中的风险与回报。2006-2008 年，公司传统优势品种掖单系列品种老化，新品种登海超试系列推广不如人意，在崛起的郑单 958 的打击下，公司净利润下滑严重，在亏损边缘挣扎。但是，随着先玉 335 在 2008 年开始进入爆发期，公司经营也迎来重生。2009 年，公司净利润从 2008 年的 260.2 万增加到 9362.06 万元，暴增 3498.02%。先玉 335 的良好表现，为公司的品种研发带来宝贵的缓冲期。2013 年起，公司自主研发品种登海 605 开始崭露头角，接棒略显疲态的先玉 335，利用郑单 958 长期种植后大面积出现的锈病、青枯病的品种替代机遇，一举成为黄淮海地区又一超级大品种，重新担起推动公司业绩增长的大任。

图 19：种的更替导致登海种业盈利能力的巨幅波动



资料来源：公司公告、天风证券研究所

总之，研发的高风险意味着高增长率可能性，高增长是种业高估值的另一源头。

3. 最好的时代，脱胎换骨在当下

我们反复强调，隆平高科目前处于最好的发展期，也应该是估值重回高位的时期。

3.1. 海外并购窗口期，跨越式发展可期！

早在 3 月 19 日我们发布的公司跟踪报告《低估值白马，投资价值凸显！》中，就在强调，

受线性思维影响，投资者对于公司的外延式并购成长之路存在极大的预期差。即使到今天，在公司收购陶氏在巴西的部分玉米种子业务之后，市场对此的理解依然是有偏差的。投资者并没有充分意识到，**公司当前面临的，并不仅仅只是一个普通简单的并购成长期，而是一个能够实现跨越式增长的千载难逢的战略窗口期！**

回顾历史，国际种业已经经历了两轮并购高潮期：

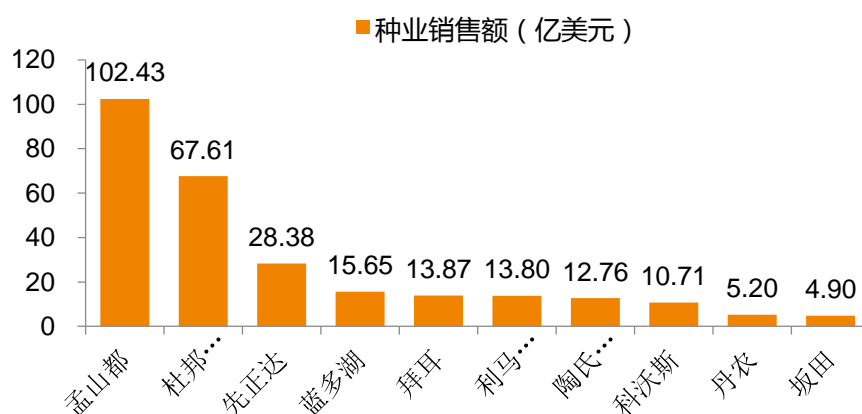
第一次并购浪潮(60 年代末-70 年代)：农业机械化与化学农业为代表的第一次绿色革命，给农化企业带来超额利润。60 年代末期，竞争加剧导致种子行业利润率的降低。同期，玉米种粮比达到 25:1，种子企业发展放缓。70 年代中期，主要是投资于制药和化工企业等的少数大公司，通过并购活动进入迅速扩张的种子产业，并购主导了整个种子产业。

第二次并购浪潮（90 年代）：该阶段生物科技迅猛发展，并首先在医药和种业领域得到应用。生物育种成为育种的重要手段。通过第一次并购，拉大了巨头和中小种企的差距。这阶段的并购有两类型，一是种子公司之间横向并购。一项技术或基因可以用于多种作物，避免重复研发的高额费用。例如，抗虫基因特性产品（Bt）基因可以不仅使用于基因棉花育种，也可应用于转基因玉米育种。二是种子公司和生物科技公司之间的纵向并购，生物科技公司需要以种质资源为载体来研发，研发成果则通过种业得以在市场上实现经济价值。如孟山都，通过将转基因种子与农药业务实现对接。

不过，2015 年以来，**国际种业有进入第三轮并购浪潮的特征**。本轮并购浪潮的核心特点在于大型种业集团的强强整合。2012 年以来，国际谷物市场持续的低迷盘整，产业增速开始减缓，通过既有市场规模越来越难以维持业绩增长。因此，国际种业巨头开始寻求抱团取暖的机会，开展了新一轮的并购。2015 年 12 月 11 日，**陶氏与杜邦率先宣布合并，随后中国化工宣布收购先正达，拜耳宣布收购孟山都，全球种业即将重新划分**。如果这三起超级大并购得到全球各主要国家监管当局的批准，全球的种业格局将发生重大的变化。合并后孟山都/拜耳，杜邦/陶氏将形成明显的双寡头格局。

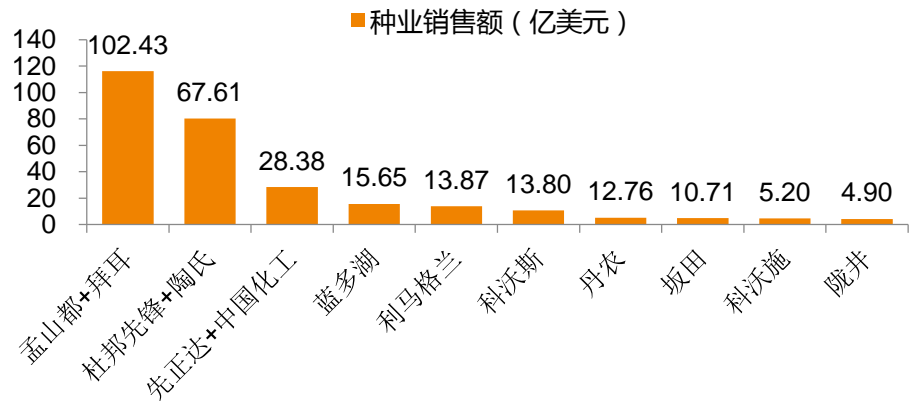
在国际种业巨头加强联合的产业大趋势的背景下，关系到国家粮食安全问题的中国种业，隆平高科作为被刚被收编的国家队，通过并购实现做大做强则显得更为迫切。

图 20：2015 年全球种业前 10 强的种业销售额



资料来源：世界农化网、天风证券研究所

图 21：并购后 2015 年全球种业前十强



资料来源：世界农化网、天风证券研究所

需要重点指出的是，这轮并购高潮，对公司而言，并不仅仅只是倒逼公司加快做大做强这么简单，而是为公司打开了跨越式成长的大门！

公司能够顺利收购陶氏在巴西的玉米业务，一方面，是中信入主隆平之后，得到了中信的大量资金支持其海外并购。这也是全球种业巨头“资本+国际化”成长路径的中国版。另一方面，陶氏之所以要剥离其在巴西业务，是为了满足巴西经济保卫委员会就陶氏与杜邦的全球整体合并反垄断审查要求。而在当下，随着三大种业巨头的相继整合，面临同样反垄断审查的机会绝对仅仅只有这么一次！陶氏和杜邦的整合，需要剥离其巴西的玉米业务，那拜耳收购孟山都呢？就不会有同样的烦恼？更别说中国化工收购先正达之后，同样作为中字头央企控股的企业，其合作难道不应该是理所当然水到渠成的吗？而且，隆平高科现在所欠缺的，正好是国际领先的玉米育种技术及积累。一旦后续新的合作出现，公司不仅玉米育种短板得到根本性的弥补，还一举进入了国际种子市场，为后续的国际化成长阶段打下基础。这一切，在 2015 年三大巨头各自整合之前，是完全无法想象的。换句话说，若非整合存在法律上的压力，否则隆平高科即使有资本，也难以获得这些巨头的海外资产，尤其是其在技术研发上的积累。而这种海外并购的窗口期，也只在这两三年内打开。所以说，当前是隆平高科的海外并购窗口期，也是实现跨越式发展的战略机遇期。从全行业来看，预计国内目前只有隆平高科做好了迎接这一历史性机会的准备。抓住这一历史性机遇，三年后的隆平一定不是投资者现在看到的隆平！这也是当前投资者对于隆平最大的预期差所在！

3.2. 新一轮内生成长启动期：低基数，高增长

公司拥有庞大的科研机构。但其中最重要的是国家杂交水稻工程技术研究中心，也即湖南杂交水稻研究中心，在杂交水稻的研发上处于国际领先水平。研发团队由中国工程院院士袁隆平先生领导。两个中心实行“两块牌子，一套人马”的统一运行体制。

但更关键的不是公司的研发团队实力强大，而是公司已经初步建立了现代育种体系。在过去，国内育种研发更多的是依赖于育种家个人的尝试，有一个育种技术人员带头立项，各自寻找合适的组配方式。这种育种方式不仅存在大量的重复试验，而且组配效率极低。这也是为何业内一直诟病种业单靠小舢板再怎么拼凑也成不了航空母舰的原因。而公司目前已经初步建立了育种研发的流水线体系，不再由单一育种人员独立育种，而是发挥工业化育种优势，通过明确分工，提高育种效率。公司每年组配选育的数量相较此前有了数十倍的提升。

6月，第三届国家农作物品种审定委员会审定通过 178 个水稻新品种和 171 个玉米新品种，其中，公司及下属公司自主培育或与他方共同培育的 61 个水稻新品种和 10 个玉米新品种通过审订，占到审订品种的 34%、6%，彰显公司在水稻育种育种领域的研发优势。

在此背景下，伴随着国内的第四代水稻种子换代潮的到来，公司此前积累的技术优势在开始得到市场的奖励。目前组配出来的品种隆两优华占、晶两优华占已经成为全国杂交水稻

推广面积前三的品种，而隆两优、晶两优系列品种也从今 16/17 销售季起进入爆发式增长其。我们预计，公司隆两优、晶两优系列品种的销售规模，15/16 销售季为 700 万公斤，16/17 销售季 1600 万公斤，17/18 销售季 2600 万公斤。新一代品种的放量，将成为未来 3 年公司盈利内生性增长的最主要支撑。

而当下仅仅只是内生性增长的起步期。起点基数低，正式增长最快的时期！

4. 投资建议

当前阶段，国内种子企业的相对高估值，是由其产业特征所决定的。不论是国内比较还是国际比较，作为国内最有潜力成为国际种业巨头的企业，隆平高科当前的估值水平仍有进一步提升的空间。

我们认为，公司当前处于最好的发展期，未来 3 年成长路径明确。品种换代下内生低基数高增长，海外并购窗口期带来跨越式发展机遇。我们预计，2017-2018 年公司净利润分别为 8.65 亿、10.85 亿元，同比增长 72.53%、25.53%，对应 EPS0.69、0.86 元。给予 18 年 40 倍市盈率，目标价 34 元

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	632.39	1,167.81	1,068.25	1,331.02	1,870.27
应收账款	564.24	523.33	816.10	721.72	1,182.84
预付账款	84.70	99.03	127.63	166.84	184.65
存货	1,297.82	1,520.74	1,913.40	2,242.65	2,977.18
其他	15.17	1,651.00	1,151.97	751.33	451.43
流动资产合计	2,594.32	4,961.91	5,077.35	5,213.55	6,666.37
长期股权投资	252.32	281.59	781.59	1,181.59	1,481.59
固定资产	781.48	876.30	900.59	904.57	896.72
在建工程	135.19	113.70	81.85	65.93	57.96
无形资产	658.47	870.05	819.38	768.71	718.03
其他	601.98	839.27	760.43	768.09	768.35
非流动资产合计	2,429.44	2,980.91	3,343.85	3,688.89	3,922.65
资产总计	5,023.76	7,942.82	8,421.20	8,902.44	10,589.02
短期借款	1,003.80	615.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	559.84	520.19	857.50	800.95	1,257.86
其他	491.17	511.28	786.41	671.81	1,069.34
流动负债合计	2,054.81	1,646.48	1,643.90	1,472.77	2,327.20
长期借款	37.74	30.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	447.99	449.38	447.99	448.45	448.61
其他	29.20	41.81	32.02	34.34	36.06
非流动负债合计	514.92	521.19	480.01	482.79	484.66
负债合计	2,569.74	2,167.67	2,123.91	1,955.56	2,811.87
少数股东权益	99.62	133.16	134.80	135.84	137.08
股本	996.10	1,256.19	1,256.19	1,256.19	1,256.19
资本公积	38.19	2,813.99	2,763.31	2,771.24	2,782.85
留存收益	1,362.09	4,387.81	4,906.29	5,554.85	6,383.87
其他	(41.97)	(2,816.00)	(2,763.31)	(2,771.24)	(2,782.85)
股东权益合计	2,454.02	5,775.15	6,297.29	6,946.88	7,777.15
负债和股东权益总	5,023.76	7,942.82	8,421.20	8,902.44	10,589.02

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	467.42	501.77	864.64	1,085.39	1,309.61
折旧摊销	94.08	121.72	108.23	112.62	116.49
财务费用	110.47	58.56	9.45	(17.99)	(24.01)
投资损失	(98.91)	(65.82)	(114.80)	(67.10)	(15.38)
营运资金变动	(258.56)	(1,948.77)	414.63	(42.73)	(45.18)
其它	35.60	1,646.47	2.65	0.47	1.41
经营活动现金流	350.11	313.93	1,284.80	1,070.67	1,342.95
资本支出	720.29	567.66	559.79	447.68	348.28
长期投资	15.26	29.28	500.00	400.00	300.00
其他	(1,187.91)	(2,863.87)	(1,446.15)	(1,237.28)	(994.71)
投资活动现金流	(452.36)	(2,266.93)	(386.36)	(389.61)	(346.43)
债权融资	1,504.18	1,104.79	461.67	461.36	460.94
股权融资	(86.13)	3,013.00	(36.71)	48.26	57.74
其他	(1,259.80)	(1,647.50)	(1,422.97)	(927.91)	(975.95)
筹资活动现金流	158.25	2,470.28	(998.01)	(418.29)	(457.27)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	56.00	517.28	(99.56)	262.77	539.25

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2,025.82	2,299.41	3,013.71	3,690.76	4,570.94
营业成本	1,226.29	1,348.82	1,663.91	2,013.68	2,518.63
营业税金及附加	1.06	4.74	2.89	3.54	4.39
营业费用	163.96	217.45	275.75	319.25	365.68
管理费用	176.22	218.09	286.30	332.17	365.68
财务费用	109.25	47.29	9.45	(17.99)	(24.01)
资产减值损失	17.09	40.74	18.00	25.27	28.00
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.92	(0.61)	0.10
投资净收益	98.91	65.82	114.80	67.10	15.38
其他	(197.82)	(131.64)	(231.44)	(132.97)	(30.96)
营业利润	430.86	488.10	873.12	1,081.32	1,328.06
营业外收入	51.17	39.29	20.00	30.00	12.00
营业外支出	8.62	21.62	18.00	16.08	18.57
利润总额	473.41	505.78	875.12	1,095.24	1,321.50
所得税	5.99	4.01	8.75	8.76	10.57
净利润	467.42	501.77	866.37	1,086.48	1,310.93
少数股东损益	(23.65)	0.61	1.73	1.09	1.31
归属于母公司净利润	491.07	501.16	864.64	1,085.39	1,309.61
每股收益(元)	0.39	0.40	0.69	0.86	1.04

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	11.59%	13.50%	31.06%	22.47%	23.85%
营业利润	82.45%	13.29%	78.88%	23.84%	22.82%
归属于母公司净利润	35.65%	2.05%	72.53%	25.53%	20.66%
获利能力					
毛利率	39.47%	41.34%	44.79%	45.44%	44.90%
净利率	24.24%	21.80%	28.69%	29.41%	28.65%
ROE	20.86%	8.88%	14.03%	15.94%	17.14%
ROIC	22.09%	17.19%	16.20%	19.35%	22.19%
偿债能力					
资产负债率	51.15%	27.29%	25.22%	21.97%	26.55%
净负债率	14.48%	7.50%	-1.67%	8.55%	2.10%
流动比率	1.26	3.01	3.09	3.54	2.86
速动比率	0.63	2.09	1.92	2.02	1.59
营运能力					
应收账款周转率	4.02	4.23	4.50	4.80	4.80
存货周转率	1.62	1.63	1.76	1.78	1.75
总资产周转率	0.44	0.35	0.37	0.43	0.47
每股指标(元)					
每股收益	0.39	0.40	0.69	0.86	1.04
每股经营现金流	0.28	0.25	1.02	0.85	1.07
每股净资产	1.87	4.49	4.91	5.42	6.08
估值比率					
市盈率	60.45	59.23	34.33	27.35	22.67
市净率	12.61	5.26	4.82	4.36	3.89
EV/EBITDA	38.96	41.24	29.24	24.41	19.83
EV/EBIT	45.16	49.82	32.83	26.99	21.60

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com