

投资评级 优于大市 维持

行业景气度低迷，修炼内功为新一轮发展蓄力

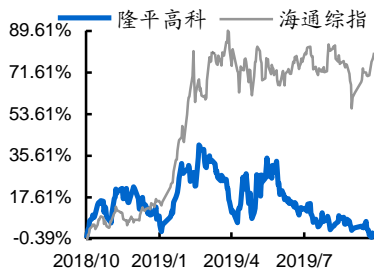
股票数据

10月25日收盘价(元)	12.57
52周股价波动(元)	11.89-17.43
总股本/流通A股(百万股)	1317/965
总市值/流通市值(百万元)	16554/12131

相关研究

《业绩经历短期阵痛，静待中长期趋势拐点》
2018.10.30

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	0.0	-2.8	-7.5
相对涨幅(%)	-0.7	-4.8	-8.7

资料来源：海通证券研究所

分析师:丁频

Tel:(021)23219405

Email:dingpin@htsec.com

证书:S0850511050001

分析师:陈雪丽

Tel:(021)23219164

Email:cxl9730@htsec.com

证书:S0850516080004

分析师:陈阳

Tel:(021)23212041

Email:cy10867@htsec.com

证书:S0850517020002

联系人:孟亚琦

Tel:(021)23154396

Email:myq12354@htsec.com

投资要点:

- **隆平高科发布2019年三季报:**公司前三季度实现营业收入11.99亿元,同比下降17.66%,归属上市公司股东净利润-2.69亿元,同比下降447.90%;第三季度单季实现营业收入-4435万元,归属上市公司股东净利润-3.37亿元。
- **行业景气度低迷,种子主业承压。**经过2018年水稻最低收购价的显著下调,水稻行业去库存效果较为显著,2019年水稻最低收购价未做进一步下调。尽管如此,国内种业整体库存仍处于高位,市场竞争仍然激烈,景气度较为低迷,我们预计趋势性拐点尚需等待。我们认为,公司的晶两优534、晶两优华占等水稻大品种和裕丰303、隆平206等玉米大品种仍是广受市场欢迎的产品,公司的市场份额也处于稳中有升的趋势之中,三季度预收款项同比增长23%;但竞争加剧的行业环境中,公司较难独善其身,主业营业收入延续上半年以来的下滑趋势。
- **费用显著增加,投资亏损扩大。**公司前三季度三项费用率明显上升:管理费用率25.96%、销售费用率18.05%、财务费用率23.81%,分别较去年同期增加11.44pct、3.21pct、15.81pct,我们认为主要是公司前期收购数家公司后并表范围增加所致,另外公司日均贷款额增加、贷款利率上升等因素导致了公司财务费用有较大增长。此外,公司海外投资、金融资产投资产生的亏损环比、同比均有所扩大,也对公司业绩表现产生拖累。
- **修炼内功,蓄力新一轮发展。**公司在行业低谷期加强了自身内功的修炼:通过优化内部资源配置来进一步聚焦主业,切实推进管理变革,推动公司高质量发展。我们认为,公司具有良好的业务基础和较强的核心竞争优势,强大的研发与创新能力支撑了公司的持续稳健发展;公司经营管理水平的改善,有助于公司继续夯实竞争优势,进一步增强可持续发展能力,为行业景气度回升后的新一轮发展蓄足力量。
- **盈利预测与投资建议。**公司短期主业承压,但长期竞争优势并未改变。根据公司2019年中报,公司将通过内部整合、资产剥离等方式,加快对非主业资产的清理。据此,我们假设公司2019~2020年均有望获取资产处置带来的较高收益。我们预计公司2019~2020年归母净利润分别为5.86亿元、5.87亿元,2019~2020年EPS分别为0.44元、0.45元,给予公司2019年25~30倍的PE估值,对应合理价值区间11.00~13.20元,给予“优于大市”评级。
- **风险提示。**行业供过于求越发明显,非主业资产清理进度低于预期,自然灾害。

主要财务数据及预测

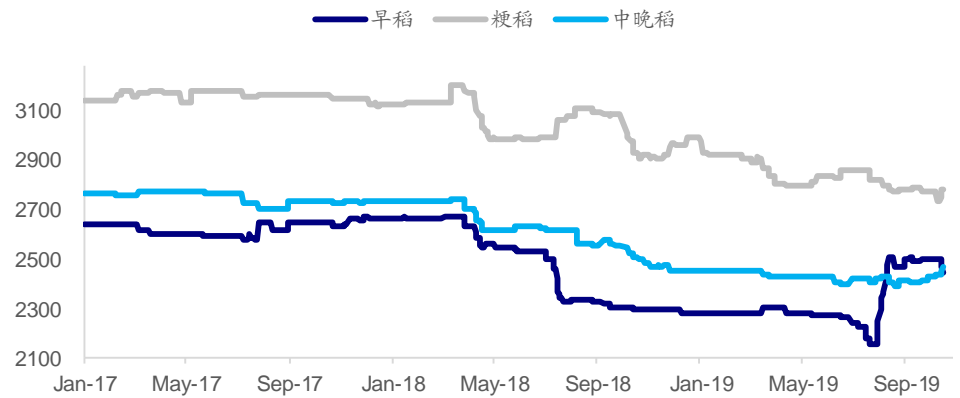
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3190.02	3579.72	3380.05	3830.68	4443.92
(+/-)YoY(%)	38.73%	12.22%	-5.58%	13.33%	16.01%
净利润(百万元)	771.77	791.00	585.77	586.96	780.01
(+/-)YoY(%)	54.00%	2.49%	-25.95%	0.20%	32.89%
全面摊薄EPS(元)	0.59	0.60	0.44	0.45	0.59
毛利率(%)	45.71%	43.59%	42.15%	43.08%	44.17%
净资产收益率(%)	13.02%	11.54%	8.02%	7.83%	10.24%

资料来源:公司年报(2017-2018),海通证券研究所

备注:净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

图1 国内水稻价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 1 2004-2019 年水稻最低收购价格 (元/50 公斤)

	早籼稻	中晚籼稻	粳稻
2004	70	72	79
2005	70	72	80
2006	70	72	76
2007	70	72	75
2008	77	79	82
2009	90	92	95
2010	93	97	105
2011	102	107	128
2012	120	125	140
2013	132	135	150
2014	135	138	155
2015	135	138	155
2016	133	138	155
2017	130	136	150
2018	120	126	130
2019	120	126	130

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 2 隆平高科分项收入预测

	2018	2019E	2020E	2021E
玉米种子业务				
业务收入 (万元)	60283	72339	90424	113030
业务成本 (万元)	36139	41957	49733	58776
毛利率 (%)	40	42	45	48
水稻种子业务				
业务收入 (万元)	212489	172263	185283	208339
业务成本 (万元)	125080	98814	106970	117897
毛利率 (%)	41	43	42	43
向日葵种子				
业务收入 (万元)	14983	16481	18129	19942
业务成本 (万元)	4412	4780	5257	5783
毛利率 (%)	71	71	71	71
杂谷种子				
业务收入 (万元)	8939	10279	11821	13003
业务成本 (万元)	1754	2261	2601	2861
毛利率 (%)	80	78	78	78
农化、棉花、油菜及其他				
业务收入 (万元)	32833	41041	49250	59099
业务成本 (万元)	23697	33654	39400	47280
毛利率 (%)	28	18	20	20
蔬菜瓜果				
业务收入 (万元)	28446	25601	28161	30977
业务成本 (万元)	10852	14081	14081	15489
毛利率 (%)	62	45	50	50
营业合计				
总收入 (百万元)	357972	338005	383068	444392
总成本 (百万元)	201935	195546	218041	248085
毛利率 (%)	43.6	42.1	43.1	44.2

资料来源: 公司年报 (2017-2018), 海通证券研究所

表 3 可比公司 PE 估值

证券代码	证券简称	最新股价 (元)	总市值 (亿元)	EPS (元)			PE(X)		
				2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
002041.SZ	登海种业	8.28	73	0.04	0.10	0.12	207	83	69
300087.SZ	荃银高科	8.72	38	0.16	0.23	0.28	55	38	31
行业平均							131	60	50

资料来源: Wind, 海通证券研究所

注: 最新股价为 2019 年 10 月 25 日价格, 盈利数据来自 Wind 一致预期

财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标 (元)					营业总收入	3579.72	3380.05	3830.68	4443.92
每股收益	0.60	0.44	0.45	0.59	营业成本	2019.35	1955.46	2180.41	2480.85
每股净资产	5.20	5.55	5.69	5.79	毛利率%	43.59%	42.15%	43.08%	44.17%
每股经营现金流	-0.01	1.14	0.70	0.75	营业税金及附加	7.96	7.52	8.52	9.88
每股股利	0.000	0.100	0.300	0.500	营业税金率%	0.22%	0.22%	0.22%	0.22%
价值评估 (倍)					营业费用	359.43	388.71	402.22	422.17
P/E	20.93	28.26	28.20	21.22	营业费用率%	10.04%	11.50%	10.50%	9.50%
P/B	2.42	2.27	2.21	2.17	管理费用	302.87	439.41	440.53	444.39
P/S	4.62	4.90	4.32	3.73	管理费用率%	8.46%	13.00%	11.50%	10.00%
EV/EBITDA	34.63	52.32	35.25	23.73	EBIT	799.00	588.96	799.00	1086.62
股息率 (%)	0.00%	0.80%	2.39%	3.98%	财务费用	359.77	328.90	305.39	214.74
盈利能力指标 (%)					财务费用率%	10.05%	9.73%	7.97%	4.83%
毛利率	43.59%	42.15%	43.08%	44.17%	资产减值损失	45.27	7.42	-7.42	0.00
净利润率	25.23%	19.79%	17.50%	20.04%	投资收益	344.80	450.00	200.00	60.00
净资产收益率	11.54%	8.02%	7.83%	10.24%	营业利润	940.39	702.64	701.02	931.89
资产回报率	5.15%	3.52%	3.56%	5.31%	营业外收支	-0.64	-6.72	-3.68	-5.20
投资回报率	9.82%	7.89%	10.48%	13.78%	利润总额	939.75	695.93	697.34	926.69
盈利增长 (%)					EBITDA	1006.98	809.26	1054.36	1364.76
营业收入增长率	12.22%	-5.58%	13.33%	16.01%	所得税	36.56	27.08	27.13	36.06
EBIT 增长率	-8.63%	-26.29%	35.66%	36.00%	有效所得税率%	3.89%	3.89%	3.89%	3.89%
净利润增长率	1.20%	-25.95%	0.20%	32.89%	少数股东损益	112.18	83.08	83.25	110.62
偿债能力指标					归属母公司所有者净利润	791.00	585.77	586.96	780.01
资产负债率	51.2%	51.7%	49.7%	41.9%					
流动比率	1.60	1.58	1.45	1.35	资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
速动比率	0.91	1.07	0.91	0.58	货币资金	1996.18	3974.25	3100.04	580.01
现金比率	0.45	0.77	0.58	0.13	应收款项	796.52	631.37	715.54	830.09
经营效率指标					存货	2910.35	2479.85	2756.86	3136.72
应收帐款周转天数	68.18	68.18	68.18	68.18	其它流动资产	289.60	326.42	326.42	326.42
存货周转天数	461.50	461.50	461.50	461.50	流动资产合计	7107.16	8184.69	7811.01	5854.41
总资产周转率	0.25	0.21	0.23	0.28	长期股权投资	3033.15	3033.15	3033.15	3033.15
固定资产周转率	2.68	2.16	2.21	2.37	固定资产	1473.13	1771.55	2057.66	2349.92
					在建工程	71.28	95.04	88.83	53.90
					无形资产	1067.49	1147.50	1216.20	1281.29
					非流动资产合计	8256.58	8436.86	8691.40	8833.88
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	资产总计	15363.74	16621.55	16502.41	14688.29
净利润	791.00	585.77	586.96	780.01	短期借款	2557.00	3357.00	2957.00	1457.00
少数股东损益	112.18	83.08	83.25	110.62	应付账款	631.31	398.69	508.16	585.40
非现金支出	253.26	227.72	247.95	278.14	预收账款	644.65	542.30	625.00	746.11
非经营收益	-152.70	-88.07	154.82	196.93	其它流动负债	15.99	37.35	37.35	37.35
营运资金变动	-1018.15	699.17	-150.77	-373.09	流动负债合计	4438.73	5166.70	5372.44	4326.17
经营活动现金流	-14.40	1507.67	922.21	992.61	长期借款	3351.24	3351.24	2751.24	1751.24
资产	-594.65	-407.47	-513.59	-425.82	其它长期负债	82.47	76.78	76.78	76.78
投资	-324.66	0.00	0.00	0.00	非流动负债合计	3433.71	3428.02	2828.02	1828.02
其他	1682.93	450.00	200.00	60.00	负债总计	7872.44	8594.72	8200.45	6154.19
投资活动现金流	763.62	42.53	-313.59	-365.82	实收资本	1316.97	1316.97	1316.97	1316.97
债权募资	1168.00	794.31	-1000.00	-2500.00	普通股股东权益	6853.53	7305.99	7497.86	7619.38
股权募资	42.40	0.00	0.00	0.00	少数股东权益	637.77	720.84	804.09	914.72
其他	-850.95	-366.44	-482.83	-646.83	负债和所有者权益合计	15363.74	16621.55	16502.41	14688.29
融资活动现金流	359.45	427.87	-1482.83	-3146.83					
现金净流量	1108.66	1978.07	-874.22	-2520.03					

备注: 表中计算估值指标的收盘价日期为 10 月 25 日

资料来源: 公司年报 (2018), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

丁频 农林牧渔行业
陈雪丽 农林牧渔行业
陈阳 农林牧渔行业

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息,本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解,清晰准确地反映了作者的研究观点,结论不受任何第三方的授意或影响,特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司: 新希望,生物股份,普莱柯,海大集团,益生股份,中牧股份,仙坛股份,登海种业,正邦科技,唐人神,中联生物,民和股份,禾丰牧业,通威股份,温氏股份,隆平高科,圣农发展,立华股份

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准,报告发布日后6个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅;	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;香港市场以恒生指数为基准;美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司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。

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。

市场有风险,投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考,不构成投资建议,也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下,海通证券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并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送,未经海通证券研究所书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。