

审慎推荐-A (维持)

北大荒 600598.SH

目标估值: 13.44-14.70 元

当前股价: 10.89 元

2017年04月28日

工贸改革成效初显, 收入确认业绩大增

基础数据

上证综指	3152
总股本(万股)	177768
已上市流通股(万股)	177768
总市值(亿元)	194
流通市值(亿元)	194
每股净资产(MRQ)	3.4
ROE(TTM)	14.7
资产负债率	39.2%
主要股东	黑龙江北大荒农垦集团
主要股东持股比例	64.14%

股价表现



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《北大荒(600598.sh)点评报告-工贸业务拐点已至, 受益农垦改革》2017-03-28
- 2、《北大荒(600598.sh)点评报告-业绩短期承压, 长期弹性巨大》2016-10-30
- 3、《北大荒(600598)——土地收入稳增, 改革成效渐近》2016-08-26

周莎

0755-82960734
zhousha@cmschina.com.cn
S1090516020002

研究助理

雷轶

075583218146
leiyi@cmschina.com.cn

公司是农垦改革受益股, 2012年以来大力推行工贸建板块改革, 加减法并用, 剥离负向资产, 积极引入战投, 改革效果已逐步体现。而公司近期参股设立电子商务公司, 着力打造新的业务增长点, 是对全新业务模式的一次探索。

□ 工贸改革成效初显, 一季度业绩大幅增长

一季度公司实现收入 6.17 亿, 同增 13.44%, 归母净利润 2.43 亿, 同增 182.01%。利润大幅增加主要是地租收入提前确认, 工贸板块成本降低。

收入端: 公司在今年一季度提前完成《农业生产承包协议》签定工作, 地租板块收入同比增长 50%。**成本端:** 2012 年以来公司大力推行工贸建板块改革, 目前已先后引入 4 家战略投资者, 并分别成立了 3 家合资企业, 甩掉了多年来的沉重包袱。报告期内洪泽阳光对浩化公司进行停产改建, 生产炭基复合肥, 收入和成本同比分别下降 82%和 87%; 麦芽公司以资产出资成立的龙麦农业公司, 其供暖收入和成本也同比下降 100%。

□ 农垦改革提速, 公司多方受益

随着土地确权工作的稳步推进, “三权分置”落地, 农垦改革不断深入, 公司作为农垦系统的领头羊, 将从两方面受益。①由企业化、多元化主导的市场化改革将提升公司经营效率从而带动业绩增长。②集团化改革将引导垦区内土地资源注入和优势资源整合, 增强公司整体实力、提升盈利能力。

□ 设立电子商务公司, 探索全新业务模式

今年 1 月公司宣告与中南建设设立电子商务公司, 公司以技术和资源入股, 占股 20%。本次合作最大的特点是借助区块链和物联网技术, 实现产品全程可追溯。目前试点 1 万亩, 如果效果良好, 未来将覆盖公司 1296 万亩土地。

□ **盈利预测与估值:** 我们预计公司 2017-2019 年的归母净利润分别为 7.38/7.57/7.72 亿元, 对应 EPS 为 0.42/0.43/0.43 元。给予 2017 年 32-35 倍 PE 得出目标价 13.44-14.70, 较现价具有 23%-34%的上涨空间, 给予“审慎推荐-A”评级。

风险提示: 农垦改革进度低于预期, 粮价持续下跌, 合作项目不达预期。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	3654	3095	3000	3004	3026
同比增长	-29%	-15%	-3%	0%	1%
营业利润(百万元)	671	736	739	757	772
同比增长	-19%	10%	0%	2%	2%
净利润(百万元)	657	735	738	757	772
同比增长	-17%	12%	0%	2%	2%
每股收益(元)	0.37	0.41	0.42	0.43	0.43
PE	29.5	26.3	26.2	25.6	25.1
PB	3.4	3.3	3.4	3.1	2.9

资料来源: 公司数据、招商证券 注: 2015-2017 股本均为 17.78 亿股。

盈利预测与估值

(1) 盈利预测

我们预计公司 2017-2019 年的归母净利润分别为 7.38/7.57/7.72 亿元，对应 EPS 为 0.42/0.43/0.43 元。给予 2017 年 32-35 倍 PE 得出目标价 13.44-14.70，较现价具有 23%-34% 的上涨空间，给予“审慎推荐-A”评级。

表 1：各季度业绩回顾

(百万元)	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1
营业收入	982	544	1137	690	724	617
营业毛利	-154	79	501	190	-41	240
营业费用	19	10	12	9	3	6
管理费用	610	269	341	424	655	345
财务费用	-15	-1	-8	-6	-2	-6
投资收益	6	4	5	7	-8	1
营业利润	-148	82	506	197	-50	241
归母净利润	-176	86	506	204	-61	243
EPS (元)	-0.10	0.05	0.28	0.11	-0.03	0.14
主要比率	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1
毛利率	66.9%	65.7%	73.8%	89.4%	88.2%	95.1%
营业费用率	2.0%	1.9%	1.0%	1.3%	0.5%	0.9%
管理费用率	62.1%	49.5%	30.0%	61.5%	90.4%	55.8%
营业利润率	-15.1%	15.1%	44.5%	28.6%	-6.9%	39.0%
有效税率	-4.5%	0.2%	0.0%	0.0%	-0.2%	0.1%
净利率	-17.9%	15.8%	44.5%	29.6%	-8.5%	39.4%
YoY	15Q4	16Q1	16Q2	16Q3	16Q4	17Q1
收入	-10.3%	-14.6%	-9.1%	-12.0%	-26.3%	13.4%
归属母公司净利润	-58.0%	-44.6%	12.5%	-10.2%	-65.1%	182.0%

资料来源：公司数据、招商证券

表 2：销售收入结构预测

单位：百万元	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	2793	2708	2711	2731
土地承包	2502	2504	2517	2530
农产品及农用物资	61	49	39	31
房地产	14	14	28	57
工业品及其他	216	140	126	114
收入增长率	-13.0%	-3.1%	0.1%	0.8%
土地承包	1.2%	0.1%	0.5%	0.5%
农产品及农用物资	-62.9%	-20.0%	-20.0%	-20.0%
房地产	-93.0%	0.0%	100.0%	100.0%
工业品及其他	-41.9%	-35.0%	-10.0%	-10.0%
毛利率	87.6%	91.2%	91.8%	91.9%
土地承包	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
农产品及农用物资	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%
房地产	20.8%	20.8%	20.8%	20.8%
工业品及其他	-27.1%	-27.1%	-27.1%	-27.1%

资料来源：公司数据、招商证券

表 3：盈利预测简表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3654	3095	3000	3004	3026
营业成本	1155	643	588	576	578
营业税金及附加	27	19	18	18	18
营业费用	62	35	34	34	34
管理费用	1605	1689	1637	1639	1651
财务费用	(23)	(18)	(9)	(13)	(20)
资产减值损失	180	(0)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	23	7	7	7	7
营业利润	671	736	739	757	772
营业外收入	28	47	47	47	47
营业外支出	68	68	68	68	68
利润总额	631	714	717	735	750
所得税	11	1	1	1	1
净利润	620	714	717	735	750
少数股东损益	(37)	(22)	(22)	(22)	(23)
归属于母公司净利润	657	735	738	757	772
EPS (元)	0.37	0.41	0.42	0.43	0.43

资料来源：公司数据、招商证券

(2) 估值对比

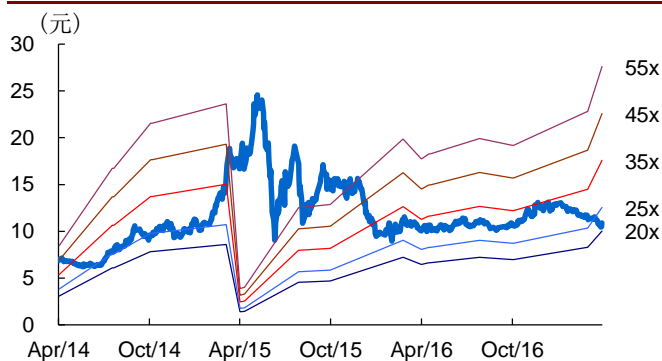
表 4：估值对比表

公司简称	最新股价	EPS (元)			盈利增长率 (%)			PE			PB (MRQ)	ROE (TTM)	市值 (亿)
		15	16	17E	15	16	17E	15	16	17E			
北大荒	10.89	0.04	0.17	0.23	39%	423%	34%	265	64	47	3.71	12.58%	194
海南橡胶	5.74	-0.25	0.02	-	-3513%	107%	0%	-23	368	-	3.41	0.76%	226
亚盛集团	4.88	0.06	0.04	0.07	-41%	-36%	5%	77	126	74	2.37	1.61%	95
平均					-1172%	165%	13%	107	186	60	3.16	4.99%	

资料来源：公司数据、招商证券 *注：海南橡胶、亚盛集团 EPS 预测为 wind 一致预测

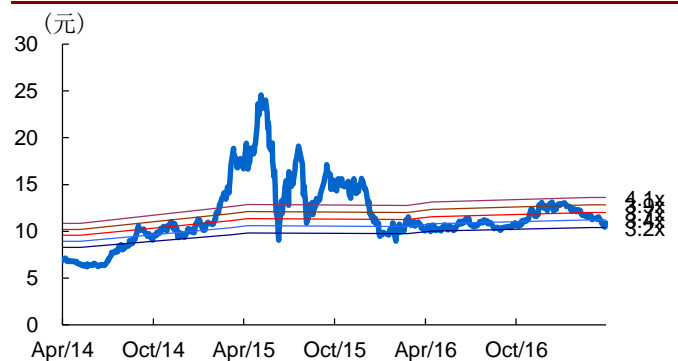
(3) PE-PB Band

图 1：北大荒历史 PE Band



资料来源：贝格数据、招商证券

图 2：北大荒历史 PB Band



资料来源：贝格数据、招商证券

风险提示

农垦改革进度低于预期，粮价持续下跌，合作项目不达预期。

参考报告：

- 1、《北大荒(600598.sh)-工贸业务拐点已至，受益农垦改革》2017-03-28，3月27日，公司发布2016年年报，全年实现营收30.95亿元，同减15.31%；归母净利润7.35亿元，同增11.59%。<http://0x9.me/gYh4f>
- 2、《北大荒-业绩短期承压，长期弹性巨大》2016-10-30，10月27日，公司发布三季报，前三季度实现营收23.71亿元，同减11.25%；归母净利润7.97亿元，同减4.58%。单三季度实现营收6.9亿元，同减11.96%，归母净利润2.04亿元，同减10.22%。<http://t.cn/RfoL3m6>
- 3、《北大荒-土地收入稳增，改革成效渐近》2016-08-28，8月24日，公司发布中报，上半年实现营收16.8亿，同减11%；归母净利润5.92亿，同减2.48%。<http://t.cn/RtsPVMa3>
- 4、《现代农业专题报告之二-农垦改革，箭在弦上》2016-08-12，2016年作为深化农垦改革关键之年，在集团化、企业化、多元化的改革路径下，北大荒、海南橡胶、亚盛集团等农垦系上市公司迎来历史性发展机遇。<http://t.cn/RtlzyzA>

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	2654	3221	3276	4070	4873
现金	713	940	1269	2076	2869
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	6	12	12	12	12
应收款项	93	53	7	7	7
其它应收款	335	289	281	281	283
存货	1100	859	678	664	666
其他	406	1069	1030	1029	1037
非流动资产	4581	4521	4195	3893	3615
长期股权投资	117	329	329	329	329
固定资产	3886	3626	3348	3091	2852
无形资产	461	439	396	356	320
其他	117	127	122	117	114
资产总计	7235	7742	7471	7963	8487
流动负债	1687	1995	1895	1874	1876
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	309	249	228	223	224
预收账款	562	917	839	822	824
其他	816	829	829	829	829
长期负债	21	31	31	31	31
长期借款	5	4	4	4	4
其他	16	26	26	26	26
负债合计	1708	2025	1926	1905	1907
股本	1778	1778	1778	1778	1778
资本公积金	2420	2420	2420	2420	2420
留存收益	1433	1644	1493	2028	2574
少数股东权益	(104)	(125)	(146)	(168)	(191)
归属于母公司所有者权益	5631	5842	5691	6226	6772
负债及权益合计	7235	7742	7471	7963	8487

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	776	1607	1181	987	971
净利润	657	735	738	757	772
折旧摊销	314	302	325	299	274
财务费用	(14)	0	(9)	(13)	(20)
投资收益	(23)	(7)	(7)	(7)	(7)
营运资金变动	(136)	663	471	(5)	(9)
其它	(22)	(86)	(338)	(43)	(39)
投资活动现金流	(1037)	(509)	29	29	29
资本支出	(216)	(235)	21	21	21
其他投资	(821)	(274)	7	7	7
筹资活动现金流	(838)	(524)	(880)	(208)	(207)
借款变动	28	336	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(2)	0	0	0	0
股利分配	(889)	(889)	(889)	(222)	(227)
其他	25	28	9	13	20
现金净增加额	(1100)	573	329	807	792

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3654	3095	3000	3004	3026
营业成本	1155	643	588	576	578
营业税金及附加	27	19	18	18	18
营业费用	62	35	34	34	34
管理费用	1605	1689	1637	1639	1651
财务费用	(23)	(18)	(9)	(13)	(20)
资产减值损失	180	(0)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	23	7	7	7	7
营业利润	671	736	739	757	772
营业外收入	28	47	47	47	47
营业外支出	68	68	68	68	68
利润总额	631	714	717	735	750
所得税	11	1	1	1	1
净利润	620	714	717	735	750
少数股东损益	(37)	(22)	(22)	(22)	(23)
归属于母公司净利润	657	735	738	757	772
EPS (元)	0.37	0.41	0.42	0.43	0.43

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	-29%	-15%	-3%	0%	1%
营业利润	-19%	10%	0%	2%	2%
净利润	-17%	12%	0%	2%	2%
获利能力					
毛利率	68.4%	79.2%	80.4%	80.8%	80.9%
净利率	18.0%	23.8%	24.6%	25.2%	25.5%
ROE	11.7%	12.6%	13.0%	12.2%	11.4%
ROIC	11.5%	12.5%	13.2%	12.3%	11.4%
偿债能力					
资产负债率	23.6%	26.2%	25.8%	23.9%	22.5%
净负债比率	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
流动比率	1.6	1.6	1.7	2.2	2.6
速动比率	0.9	1.2	1.4	1.8	2.2
营运能力					
资产周转率	0.5	0.4	0.4	0.4	0.4
存货周转率	0.9	0.7	0.8	0.9	0.9
应收帐款周转率	27.3	42.4	100.3	408.4	409.7
应付帐款周转率	3.1	2.3	2.5	2.6	2.6
每股资料 (元)					
每股收益	0.37	0.41	0.42	0.43	0.43
每股经营现金	0.44	0.90	0.66	0.56	0.55
每股净资产	3.17	3.29	3.20	3.50	3.81
每股股利	0.50	0.50	0.12	0.13	0.13
估值比率					
PE	29.5	26.3	26.2	25.6	25.1
PB	3.4	3.3	3.4	3.1	2.9
EV/EBITDA	15.2	14.4	13.7	13.9	14.1

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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。

周莎：FRM，南开大学应用数学系硕士，四年消费行业研究经历，曾先后任职于红塔红土基金、国海证券，2016年1月加盟招商证券研发中心，担任农林牧渔分析师。

雷轶：中山大学金融硕士，中山大学地理信息系统学士，2016年加盟招商证券研发中心农林牧渔小组。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。