

2017年08月29日

北大荒 (600598.SH)

调整业务结构，改革有望提升经营质量！

■事件：8月28日，公司发布了2017年半年报，报告期内实现营业收入15.05亿元，同比减少10.48%；实现归属于上市公司股东的净利润5.24亿元，同比减少11.51%。

■我们的分析和判断：

1. **公司结构调整造成业绩下滑。**根据公司半年报，报告期内营业收入下降的原因有：1) 浩良河化肥分公司以尿素资产出资成立浩良河公司，尿素销量减少13.63万吨，同比下滑88.25%；2) 农业分公司未开展粮食业务，造成营业收入下降98.08%；3) 麦芽公司供暖相关资产出资成立龙麦农业公司，报告期内无供暖收入。

2. **农业现代化是大势所趋，推进农业产业提质增效。**我国农业面临“食品安全+粮食安全”困局，土地资源稀缺以及务农人口的减少，决定了我国农业必须走以提高农业效率为核心的农业现代化道路。公司加快绿色有机基地和物联网项目建设步伐：根据公司2017年半年报，有机作物面积达78.44万亩；绿色作物种植面积达536.39万亩。同时公司推进食品安全追溯体系建设，构建全程可控、在控的实时可视管理网络，报告期内公司与中南建设区块链农业发展有限合伙企业合作成立黑龙江北大荒区块链数字农业股份有限公司，正式开启农业互联网发展模式。

3. **公司与佳沃集团强强联手打造品牌农业，土地价值有望重估：**公司和佳沃集团均是农业里的龙头标杆企业，公司的优势在于稀缺、优质的土地资源，丰富的产品资源，优秀的种植人才，佳沃集团的优势在于品牌、营销、企业管理、互联网技术等。根据公司公告，2016年佳沃北大荒公司在八五六分公司完成了2万亩有机稻田、绿色稻田基地种植。北大荒与佳沃集团联手，有望打造高端品牌农业，释放出北大荒土地价值。

4. **北大荒迎“农垦改革+国企改革”双拐点！**农垦系统作为农业中的国家队，具有规模化、自动化程度高等优势，势必扮演改革标兵角色。深改组已通过农垦改革意见，农垦改革将全面提速！公司引入战略投资者，提高企业经营效率：2016年公司下属的北大荒纸业公司、北大荒龙垦麦芽公司、浩良河化肥分公司三个长期亏损的企业先后引入4家战略投资者，分别成立三家合资企业，实现体制机制的变革，开启

公司快报

证券研究报告

农产品加工及流通

投资评级 **买入-A**

维持评级

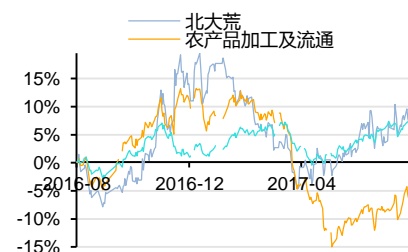
6个月目标价：**13.00元**

股价(2017-08-28) **11.63元**

交易数据

总市值(百万元)	20,674.42
流通市值(百万元)	20,674.42
总股本(百万股)	1,777.68
流通股本(百万股)	1,777.68
12个月价格区间	10.12/13.13元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	1.97	0.47	-4.58
绝对收益	5.44	8.59	4.95

李佳丰

分析师

SAC 执业证书编号：S1450516040001

lijf3@essence.com.cn

021-35082017

相关报告

- 北大荒：业绩高增长，改革有望提升经营质量！/李佳丰 2017-04-27
- 北大荒：业绩符合预期，改革有望提升经营质量！/李佳丰 2017-03-27
- 北大荒：掌控稀缺土地资源，有望成为农垦改革标兵/李佳丰 2017-02-05

■**投资建议：**我们预计公司 2017-2019 年实现归属于母公司净利润 8.7 亿元、9.7 亿元、11.3 亿元；对应 2017-2019 年 EPS 分别为 0.49 元、0.55 元、0.64 元。考虑到公司土地资源的稀缺性，以及变革的潜力，我们给予“买入-A”评级，6 个月目标价 13 元。

■**风险提示：**改革力度不及预期。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	3,654.4	3,094.8	3,172.1	3,489.4	4,012.8
净利润	658.7	735.1	872.9	973.7	1,132.4
每股收益(元)	0.37	0.41	0.49	0.55	0.64
每股净资产(元)	3.17	3.29	3.38	3.49	3.62
盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	31.4	28.1	23.7	21.2	18.3
市净率(倍)	3.7	3.5	3.4	3.3	3.2
净利润率	18.0%	23.8%	27.5%	27.9%	28.2%
净资产收益率	11.7%	12.6%	14.5%	15.7%	17.6%
股息收益率	2.5%	2.9%	3.4%	3.8%	4.4%
ROIC	14.8%	15.1%	17.8%	17.9%	22.5%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3,654.4	3,094.8	3,172.1	3,489.4	4,012.8	成长性					
减:营业成本	1,155.2	642.9	634.4	680.4	722.3	营业收入增长率	-28.5%	-15.3%	2.5%	10.0%	15.0%
营业税费	26.6	18.6	19.0	20.9	24.1	营业利润增长率	-19.7%	9.4%	17.9%	12.1%	15.7%
销售费用	61.8	34.7	34.9	36.6	42.1	净利润增长率	-17.6%	11.6%	18.7%	11.6%	16.3%
管理费用	1,605.3	1,688.8	1,644.1	1,808.5	2,126.8	EBITDA 增长率	-21.3%	5.7%	18.1%	12.6%	14.8%
财务费用	-23.0	-18.4	-17.7	-19.1	-16.9	EBIT 增长率	-26.5%	10.7%	18.4%	12.1%	16.2%
资产减值损失	180.4	-0.4	-	-	-	NOPLAT 增长率	-26.9%	12.2%	17.1%	12.1%	16.2%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	9.7%	-0.7%	11.8%	-7.6%	18.9%
投资和汇兑收益	23.0	7.3	10.0	10.0	10.0	净资产增长率	-2.0%	3.4%	2.1%	2.5%	2.9%
营业利润	672.7	735.8	867.3	972.0	1,124.4	利润率					
加:营业外净收支	-40.2	-21.6	-38.4	-35.1	-32.3	毛利率	68.4%	79.2%	80.0%	80.5%	82.0%
利润总额	632.5	714.2	828.9	936.8	1,092.1	营业利润率	18.4%	23.8%	27.3%	27.9%	28.0%
减:所得税	10.7	0.6	9.7	11.0	12.8	净利润率	18.0%	23.8%	27.5%	27.9%	28.2%
净利润	658.7	735.1	872.9	973.7	1,132.4	EBITDA/营业收入	26.2%	32.7%	37.6%	38.5%	38.4%
						EBIT/营业收入	17.7%	23.2%	26.8%	27.3%	27.6%
						运营效率					
						固定资产周转天数	397	437	422	406	370
						流动资产周转天数	-6	31	45	18	21
						流动营业资本周转天数	299	342	310	280	261
						应收帐款周转天数	47	45	52	48	48
						存货周转天数	121	114	86	88	86
						总资产周转天数	762	871	841	793	725
						投资资本周转天数	447	550	566	523	478
						投资回报率					
						ROE	11.7%	12.6%	14.5%	15.7%	17.6%
						ROA	8.6%	9.2%	11.6%	11.2%	13.7%
						ROIC	14.8%	15.1%	17.8%	17.9%	22.5%
						费用率					
						销售费用率	1.7%	1.1%	1.1%	1.1%	1.1%
						管理费用率	43.9%	54.6%	51.8%	51.8%	53.0%
						财务费用率	-0.6%	-0.6%	-0.6%	-0.5%	-0.4%
						三费/营业收入	45.0%	55.1%	52.4%	52.3%	53.6%
						偿债能力					
						资产负债率	23.6%	26.2%	17.6%	27.8%	21.7%
						负债权益比	30.9%	35.4%	21.4%	38.6%	27.7%
						流动比率	1.57	1.61	1.82	1.39	1.57
						速动比率	0.92	1.18	1.28	0.93	1.06
						利息保障倍数	-28.22	-39.06	-48.06	-49.78	-65.41
						分红指标					
						DPS(元)	0.30	0.34	0.39	0.44	0.51
						分红比率	79.6%	82.2%	80.0%	80.0%	80.0%
						股息收益率	2.5%	2.9%	3.4%	3.8%	4.4%

资产负债表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	713.2	939.6	500.9	1,058.5	321.0
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	428.8	341.9	569.5	359.0	714.3
应收票据	5.5	11.9	29.4	13.1	21.9
预付帐款	108.2	104.9	41.7	129.5	66.5
存货	1,100.3	859.0	658.8	1,056.6	860.2
其他流动资产	297.7	963.6	436.1	565.8	655.1
可供出售金融资产	21.0	21.0	21.0	21.0	21.0
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	117.3	329.0	329.0	329.0	329.0
投资性房地产	-	-	-	-	-
固定资产	3,885.5	3,625.7	3,820.0	4,057.3	4,200.9
在建工程	40.8	53.3	196.0	238.8	221.6
无形资产	461.0	439.5	433.1	426.8	420.4
其他非流动资产	55.4	52.9	48.3	35.8	30.7
资产总额	7,234.7	7,742.3	7,083.7	8,291.2	7,862.6
短期债务	-	-	-	-	3.7
应付帐款	866.4	740.2	468.9	968.3	600.7
应付票据	-	-	0.8	0.1	0.3
其他流动负债	820.7	1,254.6	759.6	1,320.0	1,080.2
长期借款	4.9	4.5	-	-	-
其他非流动负债	16.2	26.2	19.0	20.5	21.9
负债总额	1,708.3	2,025.4	1,248.3	2,308.9	1,706.8
少数股东权益	-104.1	-124.7	-178.3	-226.1	-279.2
股本	1,777.7	1,777.7	1,777.7	1,777.7	1,777.7
留存收益	3,851.7	4,061.5	4,236.0	4,430.8	4,657.3
股东权益	5,526.5	5,716.9	5,835.4	5,982.3	6,155.8

现金流量表

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	621.8	713.6	872.9	973.7	1,132.4
加:折旧和摊销	313.8	302.3	343.8	391.3	435.0
资产减值准备	180.4	-0.4	-	-	-
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	-13.9	-	-17.7	-19.1	-16.9
投资损失	-23.0	-7.3	-10.0	-10.0	-10.0
少数股东损益	-36.9	-21.5	-53.6	-47.8	-53.0
营运资金的变动	-545.1	14.4	-222.1	684.4	-794.5
经营活动产生现金流量	775.8	1,606.7	913.2	1,972.4	692.9
投资活动产生现金流量	-1,037.3	-508.9	-664.4	-655.1	-545.1
融资活动产生现金流量	-838.5	-524.4	-687.5	-759.8	-885.2

业绩和估值指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
EPS(元)	0.37	0.41	0.49	0.55	0.64
BVPS(元)	3.17	3.29	3.38	3.49	3.62
PE(X)	31.4	28.1	23.7	21.2	18.3
PB(X)	3.7	3.5	3.4	3.3	3.2
P/FCF	216.1	26.9	66.5	15.1	95.6
P/S	5.7	6.7	6.5	5.9	5.2
EV/EBITDA	26.5	20.3	16.7	14.4	13.0
CAGR(%)	14.2%	14.8%	4.3%	14.2%	14.8%
PEG	2.2	1.9	5.5	1.5	1.2
ROIC/WACC					
REP					

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

李佳丰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。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“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn	
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn	
	章政	021-35082861	zhangzheng@essence.com.cn	
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
温鹏		010-83321350	wenpeng@essence.com.cn	
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯			

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034