

# 苏垦农发 (601952)

证券研究报告

2018年08月16日

## 业绩稳步增长，粮食产业化龙头空间广阔！

### 事件：

公司披露半年报，实现营收 20.65 亿，同增 12.04%，实现归母净利润 2.98 亿元，同增 11.45%。

**理财收益增加是业绩增长主要因素，水稻及种子销售放缓导致扣非利润下滑。**

营业收入较上年同期增加 2.22 亿元，上升 12.04%，主要是因农产品和农资销售收入的增加；公司归母净利润增加 3059 万元，上升 11.45%，主要是因为：1) 理财收益增加 6014 万元，2) 小麦销售增加 9.27 万吨。公司扣非净利润减少 2186 万元，下降 8.54%，主要为上半年水稻销量减少 3.3 万吨，稻种销量减少 9000 吨以及种子市场低迷导致毛利率下降所致。

**全国小麦减产，公司大丰收，小麦价格上涨助推公司业绩增长！**

今年，我国小麦主产区减产：河南部分地区在小麦抽穗时期遭遇倒春寒天气，导致小麦减产甚至部分地区绝收；江淮和江汉等地在小麦收获季节受雨水较多影响导致减产以及小麦品质下降。受此影响，根据 wind 数据，小麦现货价格自 6 月初以来触底上涨，当前价格已经达到 2414 元/吨，较 6 月初 2332 元/吨的价格上涨了 82 元/吨。苏垦农发今年产小麦 47.04 万吨，大丰收，较上年上涨 6.07%，半年度库存尚有 42.91 万吨，同时公司小麦品质良好，小麦价格上涨将有力助推公司业绩增长。

**成长空间广阔，资产质地优良，估值低，配置价值彰显！**

公司经营效率高，是国内少有的具有大规模土地经营经验且能够实现高盈利的公司；此外，公司资产质地优良，根据公司 2017 年年报，公司拥有约 120 万亩耕地，半年报拥有约 5.93 亿货币资金，理财产品余额 11.95 亿，结构性存款 10.05 亿元，合计 27.93 亿。为公司未来产业扩张提供了基础。空间来看，随着国家乡村振兴政策的推进以及土地流转的加速，公司有望通过土地流转带动公司土地经营规模扩张。截止 17 年秋播，公司已经流转的土地面积近 22.63 万亩，公司未来通过流转获得的耕地面积将持续增长，从而打开公司长期成长空间！

从估值来看，对应 18 年的业绩，公司 PE 仅 16 倍，根据 wind 一致预期，可比公司北大荒的 PE 超过 20 倍，公司估值优势明显，叠加小麦价格上涨预期以及未来可能的农业政策催化，我们认为公司当前配置价值较高！

**给予“买入”评级**

预计 2018-2020 年归母净利润 6.87/7.82/9.64 亿元，EPS 为 0.50/0.57/0.70 元，同比增长 23.27%/13.86%/23.26%，考虑到乡村振兴战略为公司带来良好的发展机遇期，投资价值彰显，给予公司“买入”评级，目标价 10 元！

**风险提示：**1、政策变更；2、公司土地流转不达预期；3、生产灾害。

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	4,084.21	4,315.52	4,311.47	4,617.50	5,764.55
增长率(%)	(2.25)	5.66	(0.09)	7.10	24.84
EBITDA(百万元)	511.28	569.51	553.78	679.25	893.22
净利润(百万元)	505.01	557.20	686.86	782.05	963.93
增长率(%)	3.57	10.33	23.27	13.86	23.26
EPS(元/股)	0.37	0.40	0.50	0.57	0.70
市盈率(P/E)	22.81	20.68	16.77	14.73	11.95
市净率(P/B)	4.51	2.22	1.96	1.73	1.51
市销率(P/S)	2.82	2.67	2.67	2.49	2.00
EV/EBITDA	0.00	25.54	19.65	15.84	11.45

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	8.14 元
目标价格	10 元

### 基本数据

A 股总股本(百万股)	1,378.00
流通 A 股股本(百万股)	409.30
A 股总市值(百万元)	11,216.92
流通 A 股市值(百万元)	3,331.73
每股净资产(元)	3.84
资产负债率(%)	20.61
一年内最高/最低(元)	17.64/6.45

### 作者

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

**魏振亚** 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110517080004  
weizhenya@tfzq.com

### 股价走势



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 1 《苏垦农发-公司研究简报:小麦价格上涨,乡村振兴推进,公司迎发展机遇!》 2018-08-07
- 2 《苏垦农发-年报点评报告:乡村振兴战略推进,公司迎来发展机遇期!》 2018-04-20
- 3 《苏垦农发-公司点评:业绩稳健增长,静待乡村振兴战略落地!》 2018-01-16



## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	364.67	572.81	808.87	946.47	1,487.88
应收账款	139.12	171.20	164.14	195.00	237.34
预付账款	280.10	280.59	268.31	318.22	361.00
存货	1,676.25	1,776.31	1,630.67	1,949.19	2,201.57
其他	110.97	2,294.98	1,902.63	1,400.19	903.34
<b>流动资产合计</b>	<b>2,571.10</b>	<b>5,095.89</b>	<b>4,774.62</b>	<b>4,809.06</b>	<b>5,191.12</b>
长期股权投资	0.49	0.00	0.00	0.00	500.00
固定资产	1,231.15	1,329.73	2,098.15	2,946.90	3,667.84
在建工程	39.57	34.15	110.49	156.29	183.78
无形资产	114.95	120.37	116.31	112.25	108.19
其他	43.36	30.41	35.27	32.00	(471.26)
<b>非流动资产合计</b>	<b>1,429.52</b>	<b>1,514.66</b>	<b>2,360.22</b>	<b>3,247.45</b>	<b>3,988.54</b>
<b>资产总计</b>	<b>4,000.62</b>	<b>6,610.55</b>	<b>7,134.84</b>	<b>8,056.50</b>	<b>9,179.67</b>
短期借款	156.78	95.88	100.00	100.00	100.00
应付账款	457.87	557.35	466.63	544.62	637.71
其他	636.02	469.00	473.48	524.18	578.05
<b>流动负债合计</b>	<b>1,250.68</b>	<b>1,122.23</b>	<b>1,040.11</b>	<b>1,168.81</b>	<b>1,315.76</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	128.87	210.64	125.00	130.00	135.00
<b>非流动负债合计</b>	<b>128.87</b>	<b>210.64</b>	<b>125.00</b>	<b>130.00</b>	<b>135.00</b>
<b>负债合计</b>	<b>1,379.54</b>	<b>1,332.87</b>	<b>1,165.11</b>	<b>1,298.81</b>	<b>1,450.76</b>
少数股东权益	66.06	77.02	82.21	88.12	95.41
股本	800.00	1,060.00	1,378.00	1,378.00	1,378.00
资本公积	285.67	2,314.12	1,996.12	1,996.12	1,996.12
留存收益	1,755.01	4,140.66	4,509.52	5,291.57	6,255.50
其他	(285.67)	(2,314.12)	(1,996.12)	(1,996.12)	(1,996.12)
<b>股东权益合计</b>	<b>2,621.07</b>	<b>5,277.68</b>	<b>5,969.73</b>	<b>6,757.69</b>	<b>7,728.90</b>
<b>负债和股东权益总</b>	<b>4,000.62</b>	<b>6,610.55</b>	<b>7,134.84</b>	<b>8,056.50</b>	<b>9,179.67</b>

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	509.03	561.83	686.86	782.05	963.93
折旧摊销	159.09	170.19	109.30	159.51	205.64
财务费用	15.17	6.10	(92.31)	(96.43)	(68.53)
投资损失	0.00	(15.87)	(18.00)	(23.00)	(26.00)
营运资金变动	101.29	(2,201.98)	355.59	238.13	311.57
其它	12.82	2,085.20	5.19	5.91	7.28
<b>经营活动现金流</b>	<b>797.40</b>	<b>605.47</b>	<b>1,046.63</b>	<b>1,066.17</b>	<b>1,393.89</b>
资本支出	206.22	181.62	1,035.64	1,045.00	945.00
长期投资	0.00	(0.49)	0.00	0.00	500.00
其他	(396.21)	(2,595.68)	(1,967.64)	(2,072.00)	(2,369.00)
<b>投资活动现金流</b>	<b>(189.99)</b>	<b>(2,414.55)</b>	<b>(932.00)</b>	<b>(1,027.00)</b>	<b>(924.00)</b>
债权融资	181.24	95.88	125.00	127.00	130.00
股权融资	(13.31)	2,292.45	92.31	96.43	68.53
其他	(602.48)	(371.12)	(95.88)	(125.00)	(127.00)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(434.54)</b>	<b>2,017.22</b>	<b>121.43</b>	<b>98.43</b>	<b>71.53</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>172.87</b>	<b>208.14</b>	<b>236.06</b>	<b>137.60</b>	<b>541.42</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	<b>4,084.21</b>	<b>4,315.52</b>	<b>4,311.47</b>	<b>4,617.50</b>	<b>5,764.55</b>
营业成本	3,268.29	3,459.58	3,406.97	3,640.53	4,528.09
营业税金及附加	3.24	5.04	2.16	2.31	2.88
营业费用	144.17	141.22	146.59	147.76	167.17
管理费用	308.91	319.74	327.67	328.77	403.52
财务费用	13.31	(4.00)	(92.31)	(96.43)	(68.53)
资产减值损失	2.01	1.59	1.60	1.40	1.30
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	15.87	18.00	23.00	26.00
其他	0.00	(200.68)	(36.00)	(46.00)	(52.00)
<b>营业利润</b>	<b>344.28</b>	<b>577.15</b>	<b>536.79</b>	<b>616.17</b>	<b>756.11</b>
营业外收入	175.06	3.69	180.00	200.00	250.00
营业外支出	3.26	3.54	7.00	8.00	10.00
<b>利润总额</b>	<b>516.08</b>	<b>577.30</b>	<b>709.79</b>	<b>808.17</b>	<b>996.11</b>
所得税	7.05	15.47	17.74	20.20	24.90
<b>净利润</b>	<b>509.03</b>	<b>561.83</b>	<b>692.05</b>	<b>787.96</b>	<b>971.21</b>
少数股东损益	4.02	4.64	5.19	5.91	7.28
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>505.01</b>	<b>557.20</b>	<b>686.86</b>	<b>782.05</b>	<b>963.93</b>
每股收益(元)	0.37	0.40	0.50	0.57	0.70

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>成长能力</b>					
营业收入	-2.25%	5.66%	-0.09%	7.10%	24.84%
营业利润	-4.94%	67.64%	-6.99%	14.79%	22.71%
归属于母公司净利润	3.57%	10.33%	23.27%	13.86%	23.26%
<b>获利能力</b>					
毛利率	19.98%	19.83%	20.98%	21.16%	21.45%
净利率	12.37%	12.91%	15.93%	16.94%	16.72%
ROE	19.77%	10.71%	11.67%	11.73%	12.63%
ROIC	14.17%	23.30%	9.08%	9.65%	11.35%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	34.48%	20.16%	16.33%	16.12%	15.80%
净负债率	37.57%	15.80%	11.13%	3.42%	2.92%
流动比率	2.06	4.54	4.59	4.11	3.95
速动比率	0.72	2.96	3.02	2.45	2.27
<b>营运能力</b>					
应收账款周转率	26.02	27.81	25.71	25.71	26.67
存货周转率	2.35	2.50	2.53	2.58	2.78
总资产周转率	1.03	0.81	0.63	0.61	0.67
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益	0.37	0.40	0.50	0.57	0.70
每股经营现金流	0.58	0.44	0.76	0.77	1.01
每股净资产	1.85	3.77	4.27	4.84	5.54
<b>估值比率</b>					
市盈率	22.81	20.68	16.77	14.73	11.95
市净率	4.51	2.22	1.96	1.73	1.51
EV/EBITDA	0.00	25.54	19.65	15.84	11.45
EV/EBIT	0.00	35.99	24.48	20.70	14.88

### 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 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com