

证券研究报告

公司研究——年报点评

北大荒 (600598.sh)

康敬东 行业分析师

执业编号: S1500510120009

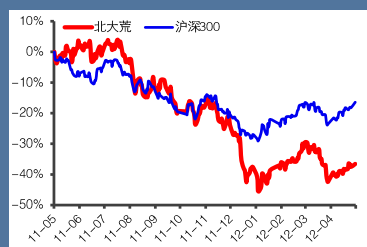
联系电话: +86 10 63081261

邮箱: kangjingdong@cindasc.com



上次评级时间: 2011.04.24

北大荒相对沪深300表现



资料来源: 信达证券研发中心

公司主要数据

52周内股价波动区间 7.34~14.56

最近一月涨跌幅(%) 10.13

总股本(亿股) 17.78

流通A股比例(%) 100%

总市值(亿元) 156.61

资料来源: 信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街九号院
一号楼六层研究开发中心

邮编: 100031

相关研究

- 《农产品产量预期提高 价格反弹》2012.3
- 《最后的金矿 最后的防线》2012.2
- 《农业稳 天下安》2011.6
- 《全国大粮仓 拜托东北》2010.4
- 《2011年农业策略报告》2010.12

业绩有起色 米价空间大

2011 年年报点评

2012 年 5 月 3 日

本期内容提要:

- ◇ **盈利能力有所提升, 负债率下降。**2011 年公司收入增长 44.25%、营业利润增长 25.82%、利润总额增长 26.63%、归属于上市公司股东的净利润增长 23.41%; 加权平均净资产收益率 7.74%, 比上年增加 1.22 个百分点。资产负债率 65.88%, 同比降低 1.13 个百分点。
- ◇ **化肥业务扭亏抵销米业亏损增加。**2011 年公司化肥业务扭亏增盈 1.75 亿元, 纸业扭亏增盈 5776 万元, 与此同时大米业务亏损增加 1.26 亿元, 麦芽业务亏损增加 1801 万元, 米糠油亏损增加 1214 万元。上述业务合计减少亏损 7604 万元, 折合每股增益 0.042 元。
- ◇ **费用控制见效。**从 08 年以来公司三项费用中除了 09 年的销售费用率从 3.7%提高至 4%之外, 08 年以来公司三项费用率均呈逐步下降的走势。在公司负债率较高的背景下, 财务费用率仍能保持下降趋势实属难得。
- ◇ **投资建议。**米价提高 1%将带来近 5 分钱的业绩增长。如果大米价格调控放松, 将带来公司业绩的大幅提升。近年来随着公司大力扩展米业上下游, 我们认为公司未来有望分享前期投入带来的收益。维持“增持”评级。

公司报告首页财务数据

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
主营业务收入(百万元)	9227.69	13333.15	16063.54	18285.98	20200.68
增长率 YoY %	41.49	44.25	20.74	13.84	10.47
净利润(百万元)	356.68	440.85	613.31	1130.86	1574.81
增长率 YoY%	-0.51	23.41	40.37	84.39	39.26
毛利率%	21.92	18.18	18.02	18.88	20.40
净资产收益率 ROE%	6.76	7.76	10.61	19.44	26.86
每股收益 EPS(元)	0.20	0.25	0.35	0.64	0.89
市场一致预期 EPS(元)	0.34	0.12	0.21	0.28	0.32
市盈率 P/E(倍)	44	35	23	14	10
市净率 P/B(倍)	2.8	2.7	2.4	2.1	1.9

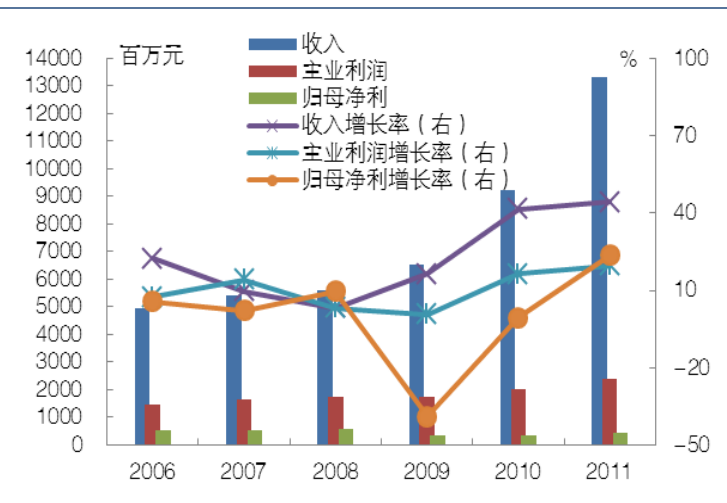
资料来源: wind, 信达证券研发中心预测 注: 股价为 2012 年 5 月 2 日收盘价

经营业绩有所起色

盈利能力有所提升 负债率下降

2011 年公司实现营业收入 133 亿元,比上年增长 44.25%、营业利润 3.80 亿元,比上年增长 25.82%、利润总额 4.51 亿元,比上年增长 26.63%、归属于上市公司股东的净利润 4.41 亿元,比上年增长 23.41%、基本每股收益 0.25 元,比上年增长 22.65%;加权平均净资产收益率 7.74%,比上年增加 1.22 个百分点。2011 年末公司资产总额 180 亿元,比上年基本持平;净资产 57.64 亿元,比上年增长 2.22%;每股净资产 3.24 元,比上年增长 2.21%;资产负债率 65.88%,同比降低 1.13 个百分点。

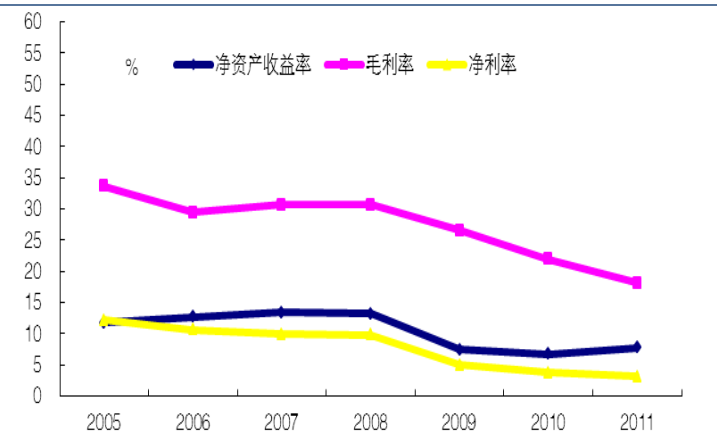
图 1: 收入及利润增长情况



资料来源: wind, 信达证券研发中心

尽管净资产收益水平开始拐头,但毛利率和净利润率仍然处于下降通道。这主要是由于公司大米业务规模扩张较大,同时负债水平相对较高,且受到大米加工成本上升,终端价格受到国家调控所至。我们认为公司盈利水平尽管仍然在低位,但总体业绩已经开始转好。另外,公司大米销售规模的扩大体现了公司绿色品牌的市场吸引力,在食品安全日益严峻的背景下,这无疑是公司未来的利润增长的动力所在。

图 2：盈利能力变动

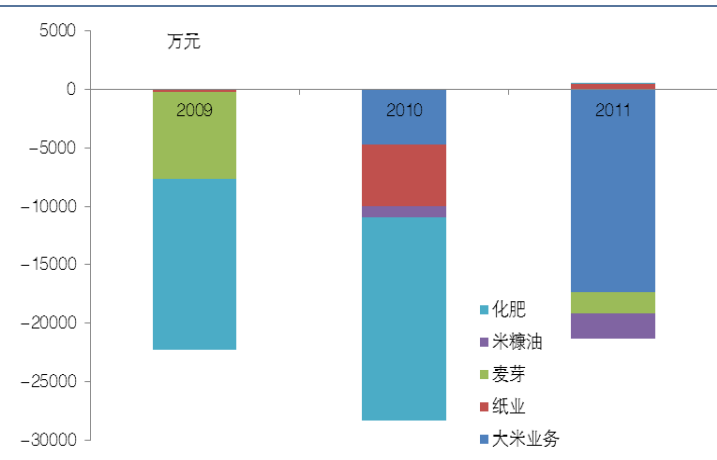


资料来源：wind, 信达证券研发中心

化肥业务扭亏抵销米业亏损

2011 年公司化肥业务扭亏增盈 1.75 亿元，纸业扭亏增盈 5776 万元，与此同时大米业务亏损增加 1.26 亿元，麦芽业务亏损增加 1801 万元，米糠油亏损增加 1214 万元。上述业务合计减少亏损 7604 万元，折合每股增益 0.042 元。

图 3：主要业务盈利变动

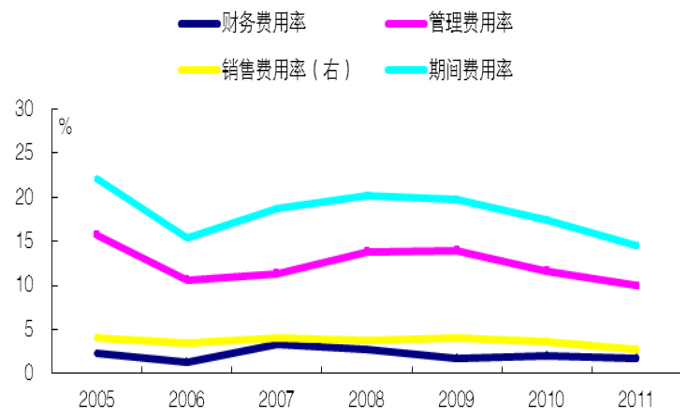


资料来源：wind, 信达证券研发中心预测

08 年以来期间费用率全线下降

2011 年公司期间费用率为 14.5%，2008–2010 年公司期间费用率依次分别为 20.3%、19.8%、17.4%。从中我们可以看出近年来公司在内部管理方面确有成效。事实上从 08 年以来公司三项费用中除了 09 年的销售费用率从 3.7%提高至 4%之外，08 年以来公司三项费用率均呈逐步下降的走势。在公司负债率较高的背景下，财务费用率仍能保持下降趋势实属难得。

图 4：期间费用率变动



资料来源：wind，信达证券研发中心预测

米业是看点 调控放松概率大

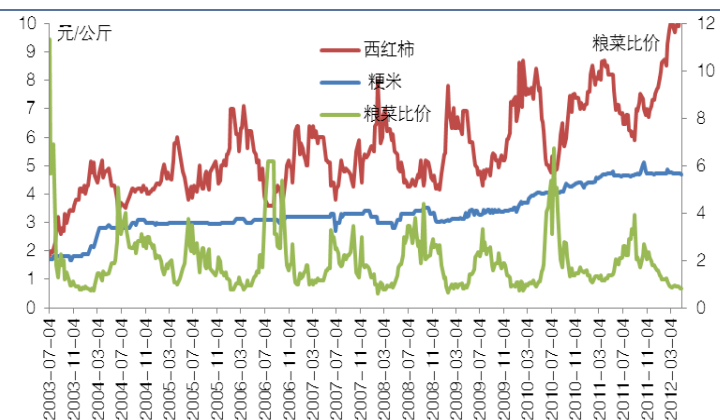
米业对价格弹性大

根据当前公司米业销售规模，我们初步测算米价提高 1%将带来近 5 分钱的业绩增长。如果大米价格调控放松，将带来公司业绩的大幅提升。近年来随着公司大力扩展米业上下游，我们认为公司未来有望分享前期投入带来的收益。

米价低估严重

当前中国粮食安全形势越发吃紧，进口粮食几乎占了国内消费的 2 成，粮食自主的压力显而易见。从另一个角度来看，长期以来大幅上涨的农产品几乎全是经济作物，从棉花到橡胶到蔬菜和水果无不见证了这一点。下图为国内西红柿与米价的走势比对，通过米价与西红柿比价我们可以看出，粮菜比价仅从 2003 年以来就从 11: 1 下降到 0.8: 1，我们认为，长此以往必然影响粮食自主能力，事实上这种比价也一定会得以修正。而目前这种修正的可能性越来越大。我们预计在未来两年内这种修正的力度或将超出大众的想法。

图 5：国内西红柿与米价的走势对比



资料来源: wind, 信达证券研发中心预测

投资建议

我们坚持认为北大荒长期被低估，在粮食安全形势紧迫的背景下，当前大米价格远未体现其应有价值，未来空间较大。尽管米业亏损仍在加大，但化肥及纸业的减亏已经弥补了大米业务的亏损，公司主业总体亏损在减少，盈利机会逐渐增加，公司也正在走出谷底。预期未来粮食价格调控将开始放松，受益于米价的回归以及公司米业规模效应，我们预计公司业绩将保持稳定增长势头。维持“增持”评级不变。建议长期投资者重点关注。

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2011	2012E	2013E	2014E		2011	2012E	2013E	2014E
主营业务收入	13304.7	16063.5	18286.0	20200.7	经营活动产生的现金流				
主营业务成本、税金	10894.6	13168.4	14833.5	16079.6	归属母公司所有者的净利润	423.5	691.4	1145.8	1594.6
主营业务利润	2410.1	2895.2	3452.5	4121.1	少数股东权益	(17.3)	339.0	561.7	781.8
其他业务利润	(4.8)	0.0	0.0	0.0	折旧及摊销	362.9	326.3	337.5	348.7
销售费用	371.7	401.6	457.1	505.0	坏账准备	0.0	63.7	75.5	65.0
管理费用	1331.8	1445.7	1462.9	1616.1	应收账款的减少/(增加)	600.6	(282.9)	(334.9)	(288.5)
财务费用	229.9	304.4	300.5	285.6	存货的减少/(增加)	682.2	(678.5)	(821.2)	(614.5)
资产减值损失及其它	108.6	0.0	0.0	0.0	待摊费用和其他流动资产的	0.0	(390.7)	(314.8)	(271.2)
营业利润	363.4	743.4	1231.9	1714.5	其他长期资产的减少/(增加)	4.1	0.0	0.0	0.0
营业外收支	70.9	0.0	0.0	0.0	应付账款的增加/(减少)	(490.0)	272.6	199.7	149.4
利润总额	434.3	743.4	1231.9	1714.5	预提费用的增加/(减少)	0.0	0.0	0.0	0.0
减:所得税	27.2	22.3	37.0	51.4	其他流动负债的增加/(减少)	390.1	888.6	638.8	531.9
净利润	407.1	721.1	1195.0	1663.0	其他长期负债的增加/(减少)	0.0	0.0	0.0	0.0
减:少数股东损益	(17.3)	(29.7)	(49.2)	(68.5)	其它	140.2	0.0	0.0	0.0
归属母公司所有者的净利润	436.9	691.4	1145.8	1594.6	经营活动产生的现金流净	2096.2	1229.7	1488.1	2297.2
资产负债表 (百万元)	2011	2012E	2013E	2014E	投资活动产生的现金流				
现金及现金等价物	2211.0	1823.2	1823.2	1823.2	收回投资与投资收益	469.4	0.0	0.0	0.0
应收帐款	2137.7	2420.5	2755.4	1554.8	资本投资	779.7	335.9	335.9	335.9
存货	5815.5	6494.0	7315.2	7929.7	其它	112.0	(8.3)	0.0	0.0
其他流动资产	1884.4	2275.1	2589.9	2861.1	投资活动产生的现金流净	(422.3)	(327.7)	(335.9)	(335.9)
流动资产合计	11246.3	12467.4	13862.7	14971.9	筹资活动产生的现金流				
固定资产	6105.7	6130.8	6144.6	6147.3	吸收投资收到的现金	32.3	0.0	0.0	0.0
无形资产	308.5	293.1	277.6	262.2	支付股利	615.5	670.7	1111.4	1546.7
其它非流动资产	341.9	341.9	341.9	341.9	取得借款收到的现金	(279.0)	(627.4)	(40.8)	(414.5)
资产总计	18002.5	19233.1	20626.9	21723.3	其它	1.3	0.0	0.0	0.0
短期借款	5848.3	5558.0	5517.2	5102.7	筹资活动产生的现金流净	(863.6)	(1298.1)	(1152.2)	(1961.2)
应付帐款	1306.4	1579.0	1778.7	1928.1	现金的净流入/(净流出)	810.4	(396.1)	0.0	0.0
其他流动负债	4630.5	5519.2	6157.9	6689.8	现金期初余额	1323.1	2209.8	1813.8	1813.8
流动负债合计	11785.3	12656.2	13453.9	13720.7	现金期末余额	2133.5	1813.8	1813.8	1813.8
长期借款	10.8	10.8	10.8	10.8					
其他非流动负债	64.3	64.3	64.3	64.3	主要财务指标	2011	2012E	2013E	2014E
非流动负债合计	75.1	75.1	75.1	75.1	ROE	7.6%	12.0%	19.7%	27.2%
负债合计	11860.4	12731.4	13529.0	13795.8	ROA	2.4%	3.6%	5.6%	7.3%
归母公司所有者权益合计	5763.9	5784.6	5819.0	5866.8	已获利息倍数	2.9	1.75x	3.08x	4.54x
少数股东权益	378.2	717.2	1278.9	2060.7	资产负债率	65.9%	66.2%	65.6%	63.5%
所有者权益合计	6142.0	6501.8	7097.9	7927.5	流动比率	95.4%	98.5%	103.0%	109.1%
负债和股东权益总计	18002.5	19233.1	20626.9	21723.3	固定资产/总资产	33.9%	31.9%	29.8%	28.3%

分析师简介

康敬东，北京大学光华管理学院 MBA，2000 年进入证券公司从事行业及上市公司分析工作。长年从事农业及食品行业研究，准确把握住了近年来糖价及猪价机会，正确判断了国内乳业的形势。力求客观、独立，注重风险控制，倾向长期分析视角。

重点覆盖公司

北大荒 (600598)	亚盛集团 (600108)	益生股份 (002458)	金新农 (002548)
好当家 (600467)	东方海洋 (002086)	贵糖股份 (000833)	敦煌种业 (600354)

机构销售联系人

姓名	电话	手机	邮箱
袁泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
张华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准

本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）；

时间段：报告发布之日起 6 个月内。

股票投资评级

买入：股价相对强于基准 20% 以上；

增持：股价相对强于基准 5%~20%；

持有：股价相对基准波动在 $\pm 5\%$ 之间；

卖出：股价相对弱于基准 5% 以下。

行业投资评级

看好：行业指数超越基准；

中性：行业指数与基准基本持平；

看淡：行业指数弱于基准。

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。