证券研究报告

公司研究——事项点评

北大荒 （600598.sh）

买入 | 增持 | 持有 | 卖出

上次评级：增持，2012.05.03

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

相关研究

《业绩有起色 米价空间大》2012.5
《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

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 9 号院
1 号楼 6 层研究开发中心
邮编：100031

短期利空带来机会

“食用油”风波点评

2012 年 12 月 21 日

事件： 12 月 19 日，《香港经济日报》、《苹果日报》、《星岛日报》等多家香港媒体爆出，香港食用油检测出致癌物，矛头直指“北大荒”。香港食物环境卫生署网站 12 月 18 日的新闻稿称，中国香港食环署上周抽取 39 个食用油样本化验，北大荒香港食用油检出致癌物超标。对此，A 股上市公司北大荒表示，公司不产花生油，不会发公告，不会停牌。

点评：

- **与股份公司无关。**陷入食品安全风波的北大荒（香港）有限公司与 A 股上市公司北大荒股份无直接关联。从公司关系上来看，北大荒（香港）有限公司是北大荒集团的重孙公司，而北大荒集团又是北大荒股份的控股股东，即北大荒（香港）有限公司为北大荒股份的“侄孙”。北大荒股份方面表示公司不生产花生油、大豆油等油脂产品，根本没有报道中的这个产品。

- **不排除存在做空力量。**近年来，国有农产品及食品品牌频受负面报道冲击，从农产品到乳品到酒类在内的食品领域几乎鲜有幸免。据新华网消息，在 18 日召开的茅台集团 2012 年全国经销商大会上，董事长袁仁国透露，“水晶皇”背后有境外资金支持，其做空白酒，实为洋酒进入中国开路。联想起数轮乳业冲击后国产乳业市场信心大减，外资品牌迅速占领市场等鲜活的教训，我们认为应当慎重对待此类负面报道，理性评估其背后的利益用意。

- **城镇化及土地制度政策预期有助于资源类公司价值回归。**即便在资源价格大幅回落的今天，我们仍然坚持看好公司相对低估的资源价值，随着城镇化的大力推进，在农用地资源严重紧迫的背景下，未来土地政策也将朝着有利于农业资源价值回归的方向倾斜。抑制房价重农稳基将是不二的选择。加之一号文件效应以及对新一届领导治国理念的预期，我们认为此次事件恰恰提供了一个良机。

- **盈利预测及评级：**我们预计公司 2012～2014 年 EPS 分别为 0.27/0.36/0.48 元，较前次预测分别下降 23%/43%/46%。下调原因在于调低了大米加工业务的盈利水平以及提高了管理费用。我们根据公司中报及季报数据，分拆分析判断公司大米业务毛利率水平低于此前预期，另外实际管理费用率也高于我们此前预期，因此做出上述调整。基于前述观点，我们维持对公司“增持”评级。

- **风险因素：**机制滞后，大米、麦芽及化肥等产品价格及成本不利变动，突发事件等。

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	15852.60	18304.86	20668.18
增长率 YoY %	41.49	44.25	18.90	15.47	12.91
净利润(百万元)	356.68	440.85	481.02	643.84	857.61
增长率 YoY%	-0.51	23.41	9.11	33.85	33.20
毛利率%	21.92	18.18	16.64	16.67	17.15
净资产收益率 ROE%	6.76	7.76	8.01	9.80	11.72
每股收益 EPS(元)	0.2	0.25	0.27	0.36	0.48
市场一致预期 EPS(元)	0.26	0.24	0.35	0.44	0.59
市盈率 P/E(倍)	41	32	30	22	17
市净率 P/B(倍)	2.6	2.5	2.3	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 12 月 20 日收盘价

资产负债表 单位:百万元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
流动资产	11,783.49	11,246.33	12,161.42	13,320.39	14,784.82
现金	1,417.71	2,209.84	1,426.30	1,072.99	1,139.85
应收账款	20.34	119.00	141.48	163.37	184.46
其它应收款	906.25	1,216.47	1,446.34	1,670.07	1,885.69
预付账款	2,600.32	945.05	1,147.22	1,324.29	1,486.56
存货	6,484.98	5,815.51	7,059.61	8,149.20	9,147.78
其他	353.89	940.47	940.47	940.47	940.47
非流动资产	6,121.18	6,756.14	6,808.47	6,733.51	6,529.99
长期投资	13.10	92.48	92.48	92.48	92.48
固定资产	5,482.81	5,818.75	5,557.94	5,708.92	5,587.79
无形资产	249.16	308.48	300.49	292.17	283.39
其他	376.10	536.43	857.56	639.95	566.33
资产总计	17,904.67	18,002.47	18,969.89	20,053.90	21,314.81
流动负债	11,158.11	11,785.28	12,290.60	12,756.10	13,193.15
短期借款	7,127.20	5,848.33	5,848.33	5,848.33	5,848.33
应付账款	1,083.05	1,176.40	1,428.06	1,648.47	1,850.47
其他	2,947.86	4,760.55	5,014.21	5,259.30	5,494.35
非流动负债	872.53	75.15	75.15	75.15	75.15
长期借款	12.26	10.85	10.85	10.85	10.85
其他	860.28	64.30	64.30	64.30	64.30
负债合计	12,030.64	11,860.43	12,365.75	12,831.25	13,268.30
少数股东权益	274.36	378.20	359.27	333.93	300.19
归属母公司股东权益	5,599.66	5,763.85	6,244.87	6,888.71	7,746.32
负债和股东权益	17904.67	18002.47	18969.89	20053.90	21314.81

重要财务指标 单位:百万元

主要财务指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	9,227.69	13,333.15	15,852.60	18,304.86	20,668.18
同比	41.49%	44.49%	18.90%	15.47%	12.91%
归属母公司净利润	356.68	440.85	481.02	643.84	857.61
同比	-0.51%	23.60%	9.11%	33.85%	33.20%
毛利率	21.92%	18.36%	16.64%	16.67%	17.15%
ROE	6.76%	7.76%	8.01%	9.80%	11.72%
每股收益(元)	0.20	0.25	0.27	0.36	0.48
P/E	40	33	30	22	17
P/B	2.57	2.50	2.31	2.09	1.86
EV/EBITDA	25.32	16.70	14.07	12.36	10.68

利润表 单位:百万元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	9,227.69	13,333.15	15,852.60	18,304.86	20,668.18
营业成本	7,205.01	10,885.61	13,214.35	15,253.89	17,123.05
营业税金及附加	6.60	9.02	11.10	12.81	14.47
营业费用	338.64	371.65	253.64	329.49	372.03
管理费用	1,077.89	1,331.78	1,506.00	1,647.44	1,860.14
财务费用	192.31	229.87	349.27	357.92	363.05
资产减值损失	106.44	108.58	86.80	106.82	122.99
公允价值变动收益	0.00	1.15	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-0.29	-5.93	0.00	0.00	0.00
营业利润	300.51	379.81	431.44	596.48	812.46
营业外收入	62.44	131.74	87.44	93.88	104.35
营业外支出	8.40	60.84	27.10	32.12	40.02
利润总额	354.54	450.71	491.78	658.24	876.79
所得税	6.96	27.21	29.69	39.74	52.93
净利润	347.58	423.50	462.09	618.51	823.86
少数股东损益	-9.10	-17.35	-18.93	-25.33	-33.75
归属母公司净利润	356.68	440.85	481.02	643.84	857.61
EBITDA	882.16	1,213.15	1,440.12	1,638.96	1,897.15
EPS（摊薄）	0.20	0.25	0.27	0.36	0.48

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	-1,958.45	2,096.17	212.72	546.67	878.17
净利润	347.58	423.50	462.09	618.51	823.86
折旧摊销	326.82	372.39	596.79	629.16	668.81
财务费用	200.80	390.05	351.55	351.55	351.55
投资损失	0.29	0.29	5.93	0.00	0.00
营运资金变动	-2,937.45	792.72	-1,280.10	-1,153.60	-1,083.51
其它	103.51	111.58	82.39	101.06	117.46
投资活动现金流	-635.81	-422.31	-644.71	-548.43	-459.76
资本支出	-636.08	-440.42	-644.71	-548.43	-459.76
长期投资	0.00	357.04	0.00	0.00	0.00
其他	0.27	-338.93	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	2,963.39	-863.57	-351.55	-351.55	-351.55
短期借款	40.42	32.29	0.00	0.00	0.00
长期借款	3,386.94	-279.03	0.00	0.00	0.00
其他	463.97	615.51	351.55	351.55	351.55
现金净增加额	369.07	810.43	-783.54	-353.31	66.86

分析师简介

康敬东，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。

农林牧渔业行业重点覆盖公司

公司及代码	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
北大荒	600598	东方海洋	002086	金新农	002548
亚盛集团	600108	益生股份	002458	敦煌种业	600354
好当家	600467	贵糖股份	000833	南宁糖业	000911
海大集团	002311				

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
单丹	010-63081079	18611990152	shandan@cindasc.com
文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
徐吉炉	021-63570071	18602104801	xujilu@cindasc.com
刘晟	0755-82465035	13825207216	liusheng@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±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。