

证券研究报告

公司研究——中报点评

北大荒 (600598.sh)



上次评级: 增持, 2017.3.28

康敬东 行业分析师

执业编号: S1500510120009

联系电话: +86 10 83326739

邮箱: kangjingdong@cindasc.com

相关研究

《北大荒 (600598.SH): 经营现金增长翻番, 公司发展机遇难得》2017.3.28

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

邮编: 100031

盈利下降系转型所致 战略价值低估难维系

2017年8月29日

事件: 公司8月28日发布2017年半年报,上半年年公司实现收入15.05亿元,同比减少10.48%。实现主营业务利润12.75亿元,同比增加6.75%,实现归属母公司的净利润5.24亿元,同比减少11.51%。扣除非经常性损益后损益5.33亿元,同比下降10.13%。特别是公司经营活动产生的净现金15.65亿元,同比下降26.38%。

点评:

- **推进供给侧改革,混改稳步前进:** 年初以来,公司积极调整优化种植业结构,扎实推进农业供给侧结构性改革,共实现总播种面积1042.13万亩,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,继续借助外部力量加快发展绿色有机农业。报告期内,公司经营管理水平持续提升,公司各混改企业改革稳步向前推进。
- **盈利水平短期下降系生产转型及停产因素所致:** 上半年,公司实现营业收入15.05亿元,同比减少1.76亿元,下降10.48%,主要原因系尿素销量同比减少13.63万吨,销售收入同比减少1.71亿元等原因所致;1-6月份公司实现归属于母公司所有者的净利润为5.24亿元,同比减少6,819万元,下降11.51%,主要原因系社会保险缴费基数上调、浩化分公司解除劳动合同补偿、浩化分公司因停产供暖发生人工水电及材料费等导致的管理费用同比增加1.37亿元所致。1-6月份实现基本每股收益(扣除非经常性损益)0.300元,同比减少0.034元/股;加权平均净资产收益率(扣除非经常性损益)8.88%,同比减少0.99个百分点;资产负债率34.65%,比年初增加8.49个百分点。
- **农业方面旱改水提升承包费与粮食经营业务停顿并在。** 农业分公司因旱改水和实物承包费结算价格上升,导致土地承包费收入同比增长2.17%;但另一方面又受市场因素影响,上半年农业分公司未开展粮食经营业务,销售收入下降98.08%。经营活动产生的现金流量净额同比下降26.38%,主要原因系部分农业分公司于上年末预收本年土地承包费较多,形成当年土地承包费收现减少。
- **工贸方面尿素及供暖业务影响收入。** 浩良河化肥分公司上年末将尿素相关资产出资成立浩良河公司,报告期内尿素销量减少13.63万吨,销售收入同比下降88.25%;同时,麦芽公司上年末将供暖相关资产出资成立联营企业龙麦农业公司,本报告期无供暖业务,销售收入同比下降100%。
- **全球战略格局及中国农业困境决定了公司战略价值无可替代。** 当前世界军事冲突地区不断蔓延、冲突强度也不断提高,

非传统性战争手段和格局也日益引发世人忧虑，气象灾害往往超出了自然范畴，生物性威胁尤为突出和隐形。国内农业基础仍然极为薄弱，农业竞争力岌岌可危，自然及非自然灾害频发高发，国内市场对外洞开，农民收入压力空前。我们认为在这种局面下，北大荒的战略地位远为市场参与者所轻视，这种情形不可能长期维系。

- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2017-2019 年每股收益分别为 0.50/0.54/0.65 元，对应 PE 分别为 23/21/18 倍。考虑到在当前局势下公司战略价值，以及公司未来的潜在发展空间，我们维持对公司的“增持”评级。
- **风险因素：**国家相关农业政策不利变化、战略合作不顺利、管理团队的变动等。

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3,654.40	3,094.78	3,384.30	3,232.10	3,323.17
增长率 YoY %	-28.54%	-15.31%	9.36%	-4.50%	2.82%
归属母公司净利润(百万元)	658.74	735.11	886.00	967.89	1,160.41
增长率 YoY%	-17.64%	11.59%	20.53%	9.24%	19.89%
毛利率%	68.39%	79.23%	78.97%	82.23%	81.66%
净资产收益率 ROE%	11.65%	12.82%	14.81%	15.48%	17.57%
每股收益 EPS(元)	0.37	0.41	0.50	0.54	0.65
市盈率 P/E(倍)	31	28	23	21	18
市净率 P/B(倍)	3.7	3.5	3.4	3.2	3.0

资料来源: wind, 信达证券研发中心预测

注: 股价为 2017 年 8 月 28 日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	2,653.72	3,220.89	3,768.06	4,095.66	4,663.04
货币资金	713.16	939.56	1,401.83	1,938.25	2,451.04
应收票据	5.50	11.87	12.98	12.40	12.75
应收账款	93.38	52.50	57.41	54.83	56.38
预付账款	108.22	104.94	116.15	93.76	99.50
存货	1,100.35	859.03	950.82	767.55	814.51
其他	633.12	1,252.98	1,228.87	1,228.87	1,228.87
非流动资产	4,581.02	4,521.36	4,323.33	4,123.52	4,013.58
长期投资	117.31	328.99	328.99	328.99	328.99
固定资产	3,885.54	3,625.68	3,280.31	3,113.79	2,924.26
无形资产	461.00	439.50	428.38	417.29	402.71
其他	117.17	127.19	285.65	263.45	357.62
资产总计	7,234.73	7,742.25	8,091.39	8,219.18	8,676.62
流动负债	1,687.10	1,994.72	2,111.83	2,011.15	2,053.22
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	308.78	248.89	275.49	222.39	235.99
其他	1,378.32	1,745.82	1,836.34	1,788.76	1,817.23
非流动负债	21.16	30.67	7.04	7.04	7.04
长期借款	4.92	4.45	4.45	4.45	4.45
其他	16.24	26.21	2.59	2.59	2.59
负债合计	1,708.26	2,025.38	2,118.87	2,018.19	2,060.27
少数股东权益	-104.10	-124.65	-150.59	-178.94	-212.92
归属母公司股东权益	5,630.57	5,841.52	6,123.11	6,379.93	6,829.27
负债和股东权益	7234.73	7742.25	8091.39	8219.18	8676.62

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	3,654.40	3,094.78	3,384.30	3,232.10	3,323.17
同比	-28.54%	-15.31%	9.36%	-4.50%	2.82%
归属母公司净利润	658.74	735.11	886.00	967.89	1,160.41
同比	-17.64%	11.59%	20.53%	9.24%	19.89%
毛利率	68.39%	79.23%	78.97%	82.23%	81.66%
ROE	11.65%	12.82%	14.81%	15.48%	17.57%
每股收益(元)	0.37	0.41	0.50	0.54	0.65
P/E	31	28	23	21	18
P/B	3.7	3.5	3.4	3.2	3.0
EV/EBITDA	22.18	20.34	16.58	15.57	13.59

利润表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	3,654.40	3,094.78	3,384.30	3,232.10	3,323.17
营业成本	1,155.16	642.89	711.58	574.43	609.57
营业税金及附加	26.63	18.55	23.69	22.62	23.26
营业费用	61.84	34.70	64.30	64.64	66.46
管理费用	1,605.33	1,688.84	1,692.15	1,616.05	1,495.43
财务费用	-22.96	-18.37	-19.88	-20.81	-28.86
资产减值损失	180.43	-0.36	15.70	14.36	7.43
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	22.98	7.29	18.92	18.45	15.98
营业利润	672.71	735.81	915.67	979.26	1,165.87
营业外收入	28.24	46.70	32.25	35.73	38.23
营业外支出	68.45	68.30	87.10	74.62	76.67
利润总额	632.50	714.21	860.82	940.37	1,127.43
所得税	10.68	0.63	0.76	0.83	0.99
净利润	621.82	713.58	860.06	939.55	1,126.43
少数股东损益	-36.93	-21.53	-25.94	-28.34	-33.98
归属母公司净利润	658.74	735.11	886.00	967.89	1,160.41
EBITDA	932.44	1,016.51	1,247.04	1,328.09	1,521.41
EPS (摊薄)	0.37	0.41	0.50	0.54	0.65

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	775.78	1,606.71	1,257.94	1,429.32	1,503.42
净利润	621.82	713.58	860.06	939.55	1,126.43
折旧摊销	313.80	302.30	386.01	387.50	393.77
财务费用	-13.86	0.00	0.21	0.21	0.21
投资损失	-22.98	-7.29	-18.92	-18.45	-15.98
营运资金变动	-317.91	600.40	-7.61	93.78	-19.93
其它	194.92	-2.29	38.17	26.74	18.92
投资活动现金流	-1,037.27	-508.89	-191.04	-181.62	-279.34
资本支出	-212.32	-226.10	-209.96	-200.07	-295.33
长期投资	1,937.37	3,539.21	2,201.92	2,929.12	2,986.87
其他	-2,762.33	-3,822.00	-2,183.00	-2,910.67	-2,970.89
筹资活动现金流	-838.47	-524.42	-604.62	-711.29	-711.29
吸收投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	-143.27	0.00	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	698.07	524.42	604.62	711.29	711.29
现金净增加额	-1099.96	573.41	462.27	536.42	512.79

研究团队简介

康敬东，农业首席分析师，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。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	饶婷婷	010-63081479	18211184073	raotingting@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678592	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-63570071	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	易耀华	0755-82497333	18680307697	yiyaohua@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@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	股票投资评级	行业投资评级
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。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

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。