

苏垦农发(601952)

公司研究/深度报告

产业化粮食种植企业，政策催化迎利好

深度研究报告/农林牧渔行业

2017 年 10 月 20 日

报告摘要：

● 粮食产业化全产业链企业，业绩稳健

苏垦农发是江苏省具有完整农业产业链的农业上市公司，目前我国具有全产业链的上市公司较少，具有较高的品牌价值。公司在资源整合、完善产业链和产业升级等方面在全国农垦系统均处于领先地位。公司通过其 3 家全资子公司及 19 家分公司形成农作物种植、良种育繁、农产品加工及销售的规模化全产业链，产量水平在稻麦种植领域位于全国农垦企业前列。

● 农业改革持续推进，政策扶持粮食产业化经营

苏垦农发作为种植板块产业化地区领军企业，随着后续政策的不断落地将迎来明确的发展机会。近年来国家对于农业发展的极度重视，连续 13 年以中央一号文件形式进行支持。苏垦农发是我国粮食产业化领军企业，属于 9 月初国务院办公厅印发的《关于加快推进农业供给侧结构性改革大力发展粮食产业经济的意见》的重点扶持目标企业。随着“十九大”召开以及进入四季度农业政策密集出台期，农林牧渔板块整体都将迎来政策性主题机会。

● 土地确权渐近尾声，土地流转深化企业迎利好

明年为土地流转结束窗口期，预计年底农村承包地确权将基本完成，土地流转改革有望继续深化。苏垦农发是国内土地流转领军企业，截至 2017 年半年报发布时，通过土地流转获得耕地近 22 万亩。随着土地流转推进，公司的规模可以得到进一步扩张，增加生产的规模效益，深化品牌优势，市占率有望继续上升。据 8 月 8 日农业部宣布的最新数据，截至 7 月底，全国农村承包地确权面积已完成 10.5 亿亩，约占二轮家庭承包耕地面积的 80%。山东、宁夏、安徽、四川 4 省、区已基本完成。今年新增北京、天津等 6 个省份开展整省试点，整省试点省份已达到 28 个，农村承包地确权登记颁证试点基本在全国全面铺开。

● 统一经营占比提升，后续利润释放可期

伴随土地流转深化，统一经营模式的种植面积逐年扩大，发包经营面积逐年减少，后续的生产效率将继续得到提升。公司通过土地流转拓展的耕地，大部分统一经营模式，可提高农业生产效率及效益。公司与江苏省、县政府签订的土地流转协议近 140 万亩，目前仅完成 22 万亩（2016 年末数据），后期随土地流转推进将继续扩张耕地面积，增加集体种植比例可提高生产利润，后续存在利润释放空间。

● 盈利预测

预计公司 17-19 年 EPS 分别为 0.57、0.64 和 0.72 元，对应 PE 分别为 26.7X、23.8X 和 21.1X，首次覆盖，给予强烈推荐评级。

● 风险提示

1) 政策推进不及预期或发生变化；2) 自然灾害及环境污染；3) 农产品价格大幅波动；4) 承包耕地情况变化。

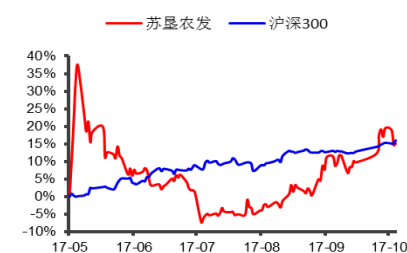
强烈推荐 首次评级

合理估值： 18—22 元

交易数据 2017-10-19

收盘价(元)	15.22
近 12 个月最高/最低(元)	19.65/11.18
总股本(百万股)	1060.00
流通股本(百万股)	260.00
流通股比例(%)	24.53%
总市值(亿元)	161.33
流通市值(亿元)	39.57

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：wind，民生证券研究院

分析师：陈柏儒

执业证号： S0100512100003

电话： 010-85127729

邮箱： chenbairu@mszq.com

研究助理：汪玲

执业证号： S0100117030004

电话： (8610)85127665

邮箱： wangling@mszq.com

分析师：闫晓丹

执业证号： S0100517070002

电话： 010-85127650

邮箱： yanxiaodan@mszq.com

盈利预测与财务指标

项目/年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	4,084	4,576	5,033	5,622
增长率 (%)	-2.3%	12.0%	10.0%	11.7%
归属母公司股东净利润 (百万元)	505	608	681	767
增长率 (%)	3.6%	20.3%	12.0%	12.7%
每股收益 (元)	0.48	0.57	0.64	0.72
PE (现价)	33.3	26.7	23.8	21.1
PB	5.0	5.0	4.1	3.5

资料来源：公司公告、民生证券研究院

目录

一、土地流转领军企业，粮食产业全产业链公司	4
（一）我国农垦系上市公司，国有区域领军企业	4
（一）全产业链规模化生产，营收利润稳中有升	5
二、农业改革是趋势，粮食产业受扶持	9
（一）全产业链规模化生产，营收利润稳中有升	9
（二）推进农垦发展改革，规模化种植是趋势	10
（三）土地确权积极推进，土地流转有望深化	11
三、土地流转和粮食产业化双驱动，政策催化业绩增长可期	12
（一）全产业链经营规模效益凸显，国家政策重点扶持目标	12
（二）土地流转领军企业，土地资源优势明显	13
（三）统一经营模式占比逐年提升，生产效率提高成本优势凸显	14
四、盈利预测	16
五、风险提示	17
插图目录	19
表格目录	19

一、土地流转领军企业，粮食产业全产业链公司

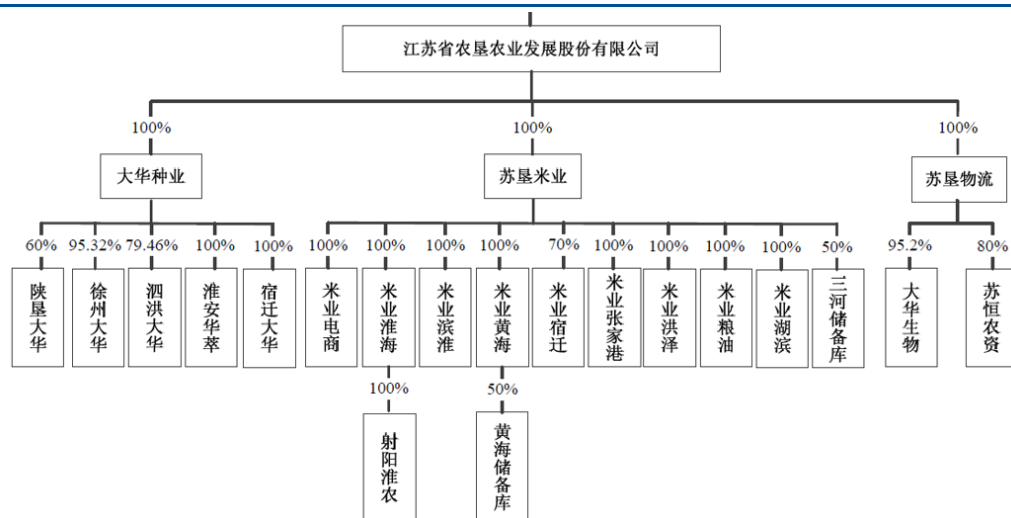
(一) 我国农垦系上市公司，国有区域领军企业

苏垦农发 (601952) 位于江苏省，是拥有全产业链的农垦系统公司上市公司。苏垦农发控股股东为江苏农垦集团，江苏省人民政府持有农垦集团 100% 股份，授权江苏省国资委代表省政府履行出资人职责，因此公司实际控制人为江苏省国资委。

公司主营业务包括：稻麦种植、种子生产、大米加工和农产品销售。公司生产基地主要集中在江苏省内，跨越江苏省南北区域且以沿海区域为主，是江苏省规模最大的国有农业企业，拥有农作物种植、良种繁育、农产品加工及销售的规模化全产业链。**截至 2016 年末，苏垦拥有 119 万亩自主经营规模化种植基地，其中包括 97.6 万亩承包耕地，21.7 万亩流转农村土地，是我国土地流转的领军企业。**

苏垦农发前身为江苏省弶港农场，2011 年 11 月成立江苏省农垦农业发展有限公司。2012 年 12 月，江苏农垦实施农业资源战略重组，企业化改革成为江苏省农垦农业发展股份有限公司。农垦农发旗下有三家全资子公司：江苏省大华种业集团有限公司、江苏省农垦米业集团有限公司和江苏苏垦物流有限公司，有 19 家分公司，已经形成规模化的种植产业链，并且产量水平在稻麦种植领域位于全国农垦企业前列。

图 1：苏垦农发旗下三家全资子公司及 19 家分公司，已形成规模化种植产业链，产量水平处前列



资料来源：招股说明书，民生证券研究院

苏垦农发于 2017 年 5 月完成 IPO，发行新股 2.6 亿股，发行价格 9.32 元，共募集资金净额 22.88 亿元；其全称为江苏省农垦农业发展股份有限公司，控股股东为农垦集团（发行前持股 93.14%，发行后持股比例为 67.84%）。全国目前具有完整农业产业链的上市公司较少，因此苏垦农发具有较高的品牌价值。另外，苏垦农发在资源整合、完善产业链和产业升级等方面在全国农垦系统均处于领先地位。

图 2：公司前十大股东情况

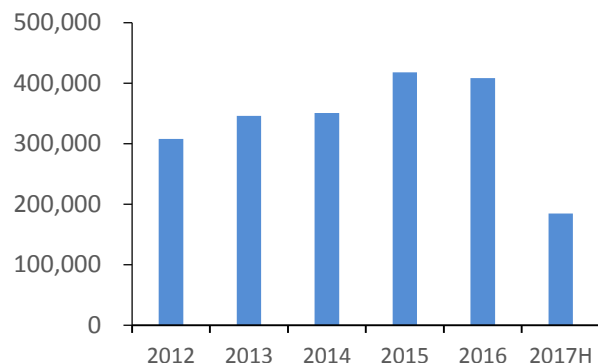
排名	股东名称	方向	持股数(股)	持股数变动(股)	占总股本比例(%)	持股比例变动(%)	股本性质
1	江苏省农垦集团有限公司	-	719,151,097		67.8400		限售流通A股
2	全国社会保障基金理事会转持一户	-	26,000,000		2.4500		限售流通A股
3	北京航天产业投资基金(有限合伙)	-	24,156,738		2.2800		限售流通A股
4	江苏农垦诚鼎创业投资合伙企业(有限合伙)	-	12,794,644		1.2100		限售流通A股
5	上海千壹股权投资中心(有限合伙)	-	9,372,440		0.8800		限售流通A股
6	上海诚鼎创盈投资合伙企业(有限合伙)	-	8,525,081		0.8000		限售流通A股
7	中国农业银行股份有限公司-新华行业轮换灵活配置混合型证券投资基金	新进	6,519,584		0.6200		A股流通股
8	中国工商银行股份有限公司-新华泛资源优势灵活配置混合型证券投资基金	新进	1,918,825		0.1800		A股流通股
9	高月霞	新进	984,900		0.0900		A股流通股
10	UBS AG	新进	827,300		0.0800		A股流通股
合 计			810,250,609		76.4300		

资料来源：wind，民生证券研究院

(一) 全产业链规模化生产，营收利润稳中有升

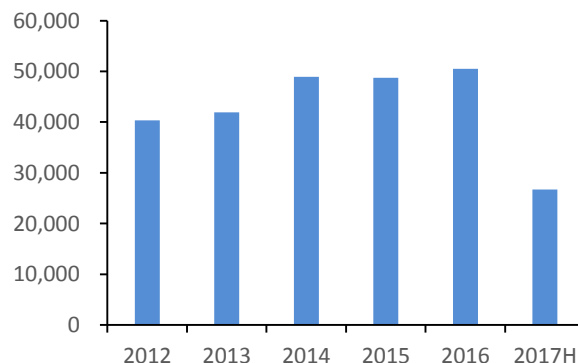
公司自成立以来营业收入及归母净利润一直缓步上升，2017 年上半年营业收入 18.43 亿元，同比增速 13.21%，归母净利润 2.67 亿元，同比增速 14.67%。公司三项费用保持在平稳水平，IPO 后财务费用下降明显。从盈利能力来看，公司毛利率和净利率自 2015 年开始持续回升，2017 年上半年毛利率为 20.74%，净利率 14.61%。

图 3：公司营业收入基本呈缓步上升（万元）



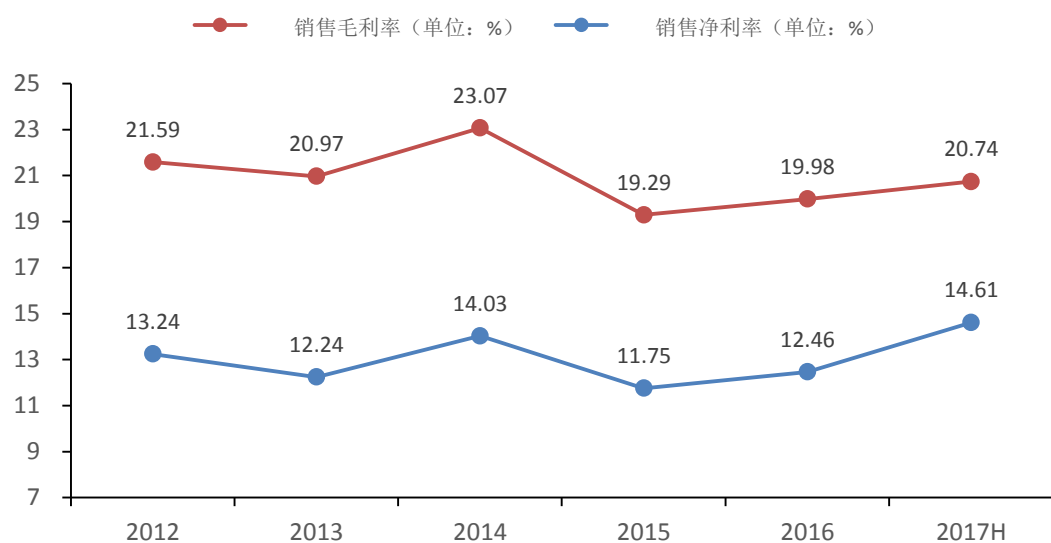
资料来源：wind，民生证券研究院

图 4：公司归母净利润基本呈缓步上升（万元）



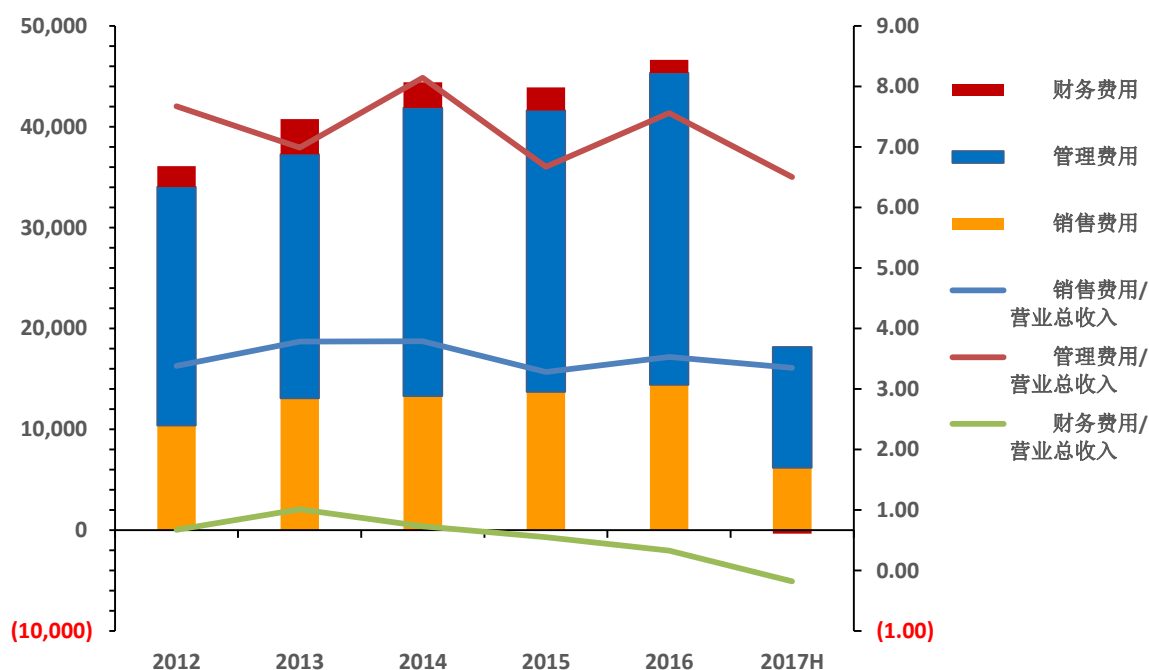
资料来源：wind，民生证券研究院

图 5：公司利润率基本呈缓步上升



资料来源：民生证券研究院整理

图 6：公司三费平稳，IPO 后财务费用下降明显(万元)



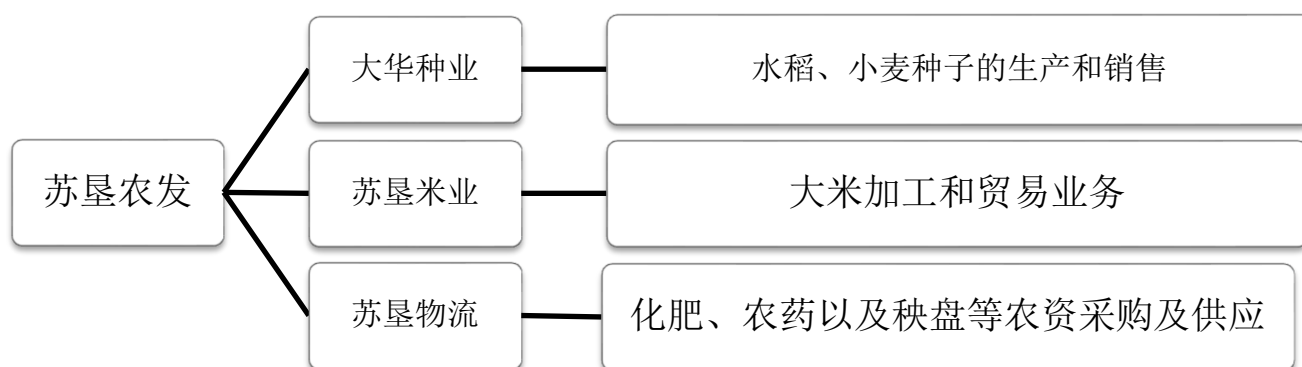
资料来源：民生证券研究院整理

1、公司主营业务

苏垦农发以种业、米业为核心，通过下属子公司分工经营，形成“企业+基地+市场”的全产业链农业产业化经营模式。公司主营业务包括稻麦种植、种子生产、大米加工及其产品销售，其核心资源优势为自主经营种植基地，并且拥有农作物种植、良种育繁、农产品加工及销售的规模化全产业链。以自主生产粮食为基础，通过承包和流转土地从事稻麦原粮（含商

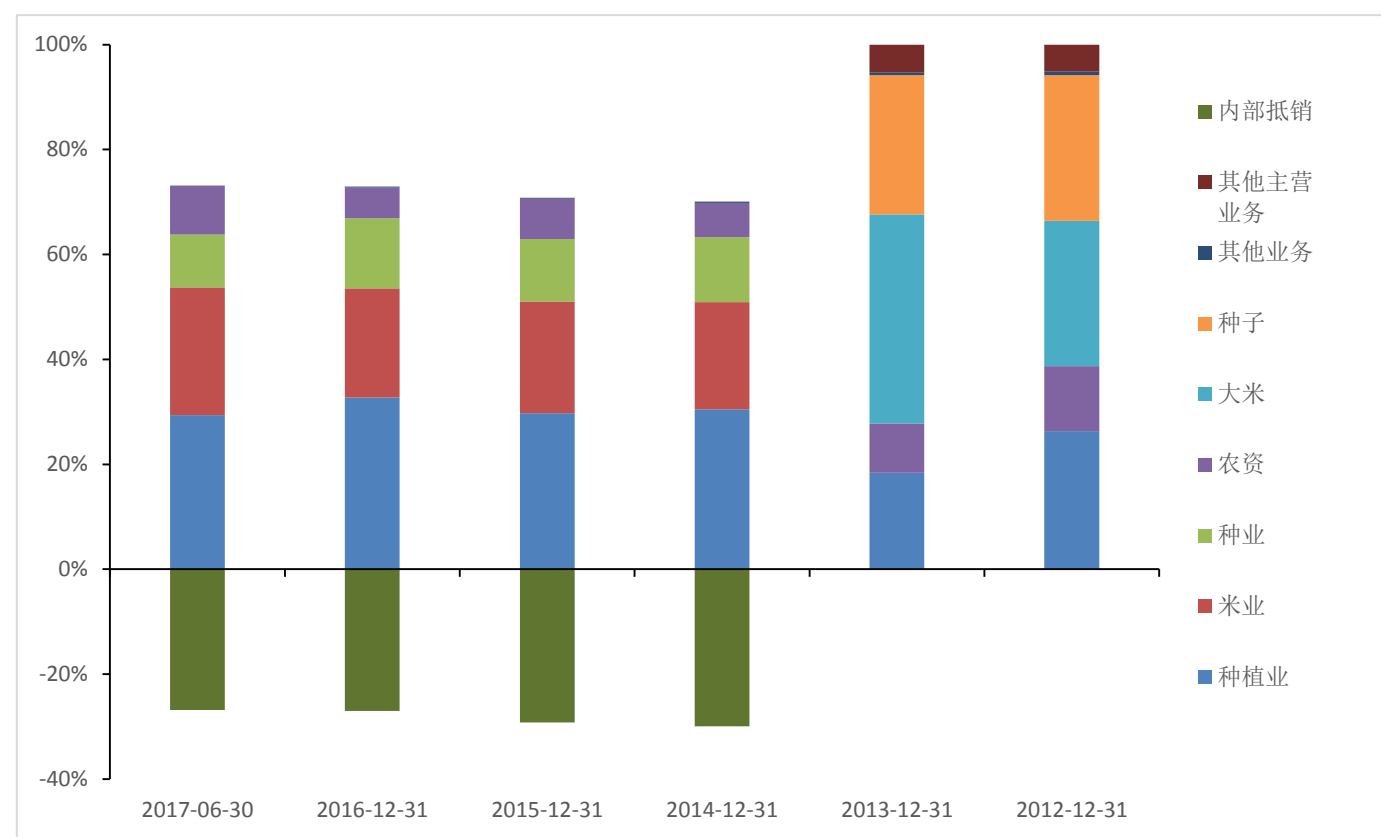
品粮和种子原粮) 种植。其全产业链布局如下: 苏垦物流 (农资供应) - 大华种业 (稻麦种子生产) - 自营种植基地 (种植生产) - 苏垦米业 (大米加工)。

图 7: 苏垦农发旗下三家子公司, 全产业链布局完成



资料来源: 民生证券研究院整理

图 8: 公司各项业务占比, 种植业占整体业务主要部分(%)



资料来源: wind, 民生证券研究院

公司主要产品包括大米、种子, 小麦、大麦以及稻谷等农产品, 同时还从事部分土地发包业务和农资贸易业。

种子产品主要包括水稻种子 (主要为粳稻)、小麦种子、大麦种子等; 其中, 小麦种子和水稻种子是苏垦农发的主导种子产品。

大米产品分为民用米和工业米，民用米产品是消费者或餐饮企业等直接消费的大米，工业米产品是作为酒类、米粉以及膨化食品等下游产品生产制造原材料的大米。

民用米产品是公司重点产品和重要利润来源，主要为中高档粳米，主要销往江浙沪区域，部分销往广东、福建等其他十余省市，与苏果超市有限公司、浙江物美超市、卜蜂莲花（或称易初莲花）超市、欧尚（中国）投资有限公司以及杭州联华华商集团有限公司等大型连锁超市建立了稳定的业务合作关系。

公司通过不同层次的产品体系分别对应不同目标客户群体及需求，形成了差异化的品牌群。其中，“苏垦”系列目的是苏垦米业塑造企业形象，定位为具有核心竞争力的产品；主要产品包括有机米、富硒米、南粳系列以及清香糯米等特色品种的大米。“苏垦+X”系列产品定位于中高端市场，是公司主力品牌产品，针对不同市场、客户群推出差异化产品。三特、海月等系列是苏垦米业多品牌运作的体现，目的在于提升市场占有率，扩大销售规模，主要包括三特及其旗下的苏北米、海月米等品牌。

工业米业务是苏垦米业的战略性业务，公司与亨氏联合有限公司、贝因美集团、百威英博啤酒、青岛啤酒、江苏洋河酒厂股份有限公司等大型食品企业或酒类企业建立了稳定的合作关系。

图 9：公司与多家大型食品及酒类企业拥有稳定合作关系



资料来源：民生证券研究院整理

2、公司未来发展战略

公司未来将继续发展现代化农业经营，有机结合以种业、米业为主营业务，种植业、加工业、农资与服务业，向现代农业转变，并通过多产业并举的全产业链发展战略发展为纵向一体化全产业链现代农业企业集团。

表 1：公司未来发展战略

深化全产业链优势	以种业、米业为主，多产业并举的全产业链发展
	加强公司农产品及加工品的物流链和信息链管理，提升产业链整体效用、效能
战略性整合提升规模效益	省内实施加强型战略，做大做实省内市场，积极拓展国内国际市场
	顺应土地流转趋势，扩大区域外种植业基地规模
	建立区域基地，整合周边各类资源，实现产业协同发展优势
	通过兼并收购和战略联盟，实现各产业快速扩张
研发领先技术，提升核心竞争力	通过对技术的研发，提升农业综合生产能力，形成成本和经济优势
	通过开发新技术和新产品，来培育新的经济增长点，提升公司的核心竞争力

资料来源：民生证券研究院整理

二、农业改革是趋势，粮食产业受扶持

（一）全产业链规模化生产，营收利润稳中有升

9 月初国务院办公厅印发《关于加快推进农业供给侧结构性改革大力发展粮食产业经济的意见》，明确提出**培育壮大粮食产业化龙头企业和创新粮食产业发展方式**。

培育粮食产业化龙头企业：国家将重点扶持具有核心竞争力和行业带动力的粮食产业化龙头企业，引导支持龙头企业与新型农业经营主体和农户构建稳固的利益联结机制，引导优质粮食品种种植，带动农民增收致富。支持符合条件的龙头企业参与承担政策性粮食收储业务；在确保区域粮食安全的前提下，探索创新龙头企业参与地方粮食储备机制。

创新粮食产业发展方式：促进全产业链和产业聚焦发展。鼓励粮食企业发展“产购储加销”一体化模式，构建从田间到餐桌的全产业链。同时发展粮油食品产业集聚区，以全产业链为纽带，整合现有粮食生产、加工、物流、仓储、销售以及科技等资源，打造一批优势粮食产业集群。

近年来国家出台的政策及中央一号文件一直聚焦于农业发展，大力推荐产业融合，扶持粮食产业化龙头企业发展。我们认为随后续政策的陆续落地及推进，苏垦农发作为全产业链粮食产业化龙头将迎来良好投资机会。

表 2：近 3 年中央 1 号文件主要内容

2016 年 树立和落实“创新、协调、绿色、开放、共享”的发展理念

大力推进农业现代化

2015 年 延续农村改革和农业现代化思路

全面深化改革，主动适应经济发展新常态

推动新型工业化、信息化、城镇化和农业现代化同步发展

在提高粮食生产能力上挖掘新潜力

2014 年 全面深化农村改革，加快推进农业现代化

坚决破除体制机制弊端

坚持农业基础地位不动摇

加快推进农业现代化

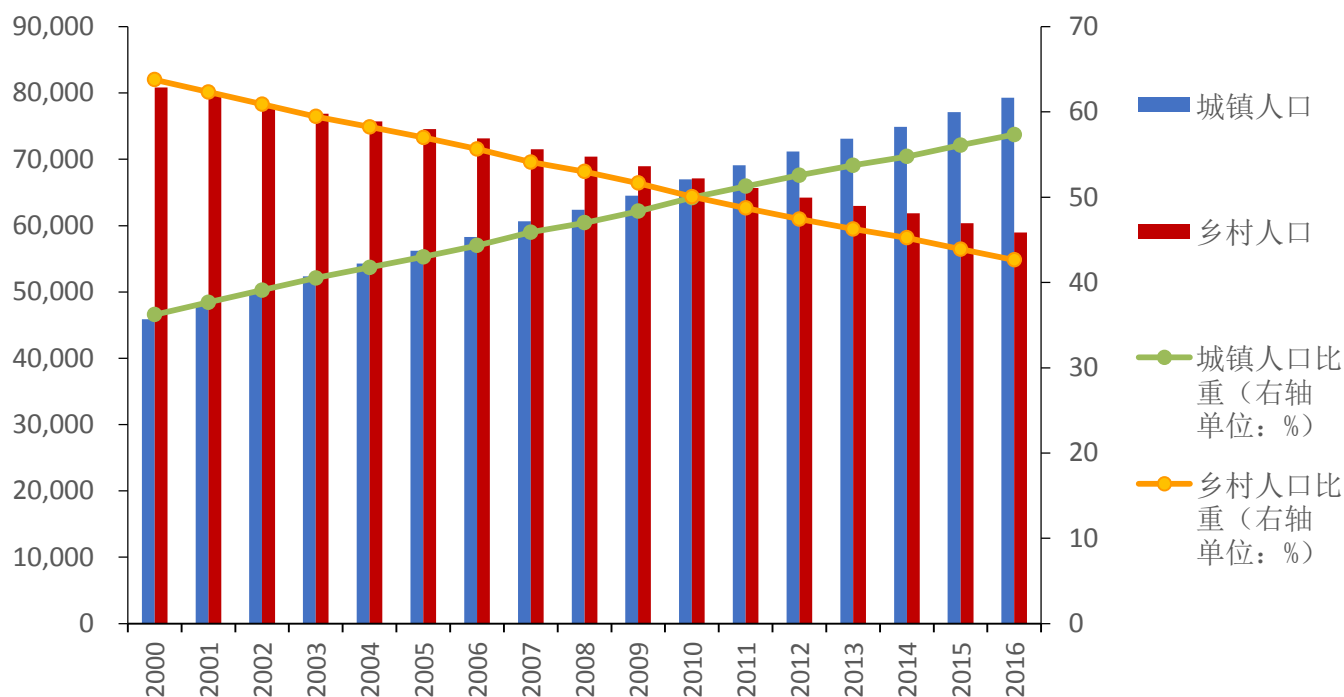
资料来源：民生证券研究院整理

（二）推进农垦发展改革，规模化种植是趋势

国内农业生产成本偏高，规模化种植是我国农业生产的趋势和发展方向。目前，国家对于规模经营主体扶持力度较大，鼓励将松散土地集中流转，搞规模化经营，并通过补贴给生产大户等能起到带动作用的经营主体来调动更多积极性。之前我国以小农经济为主，单户经营，规模较小，生产效率底下，且抗风险能力极弱，而世界农业发达国家粮食生产基本都是规模化生产、经营。将碎片化的土地集中经营，进行机械化生产能提高生产效率、降低生产成本，适应当前经济的发展，这也是一直以来国家的政策导向所在。

城镇化进程加快，推动传统农业向现代化规模经营转型。近年来随我国的城镇化水平不断提高，从土地供给上升和粮食供需缺口扩大两方面推动了传统农业向现代化、规模化转型。一方面是城镇化可以促进农村土地资源集中和有效利用，促进农业经营规模化；另一方面，当农村人口向城镇转移时，粮食生产者减少而粮食消费者不变，粮食供需缺口进一步扩大，传统农业低效模式无法满足产量需求。同时，我国正处于工业化进程之中，劳动力成本持续上升，现代化、规模化种植是绝对趋势。

图 10：自 2000 年起农村人口持续向城镇转移，乡村人口比重直线下降(单位：万人)

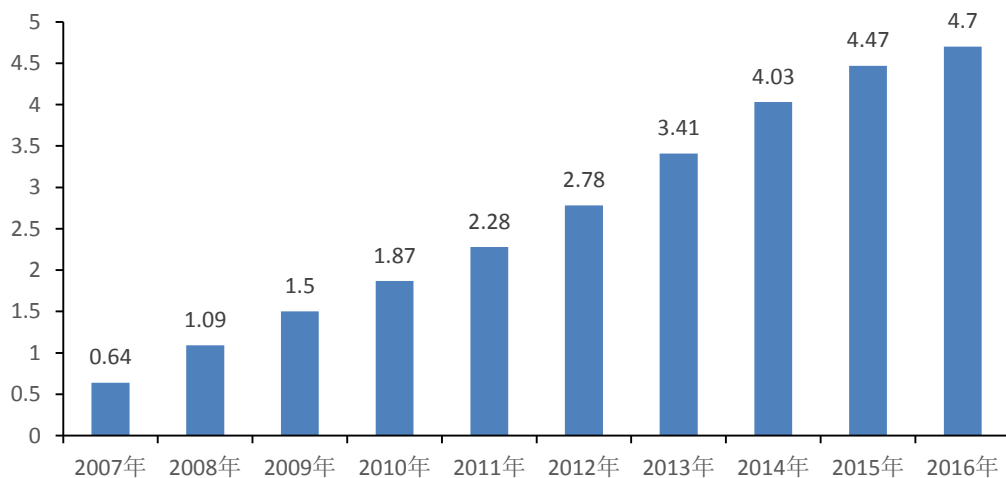


资料来源：wind，民生证券研究院

（三）土地确权积极推进，土地流转有望深化

三权分置打破土地流转壁垒，盘活土地经营有助土地流转。之前我国规模化因土地流转不畅通导致农业生产成本偏高，竞争力低下。近两年的政策不断加码，尤其是施行“三权分置”明晰了农村土地产权关系，有利于促进土地资源的合理利用为土地流转打破了固有壁垒，随我国土地流转面积的不断上升，规模化经营得以推动。

图 11：我国土地流转面积逐年增长明显（亿亩）



资料来源：土流网，民生证券研究院

2016 年 10 月末中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《关于完善农村土地所有权承包
本公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

权经营权分置办法的意见》要求在 2020 年年底前基本完成农村土地产权制度改革任务。此《意见》的提出,将促进全国土地流转进一步深化,规模化产业链的价值将继续提升。另外,随着土地产权界定清晰、土地流转市场形成后,土地资源将进一步升值,因此拥有较大土地资源上市公司价值也将进一步提升。

根据 8 月 8 日农业部宣布的最新数据,截至 7 月底,全国农村承包地确权面积已完成 10.5 亿亩,约占二轮家庭承包耕地面积的 80%。山东、宁夏、安徽、四川 4 省、区已基本完成。今年新增北京、天津等 6 个省份开展整省试点,整省试点省份已达到 28 个,农村承包地确权登记颁证试点基本在全国全面铺开。预计明年底,农村承包地确权将基本完成。土地确权后明确了权属,提高交易市场活跃度并且有效规范流转过程和降低流转成本,为企业进行土地流转、规模化经营扫清了障碍,随着后续政策的不断落地,土地流转相关企业将迎来爆发式机会。

三、土地流转和粮食产业化双驱动,政策催化业绩增长可期

目前国家重点扶持粮食产业化龙头企业,苏垦农发作为江苏省地区土地流转及粮食产业化的领军企业是相关政策直接受益者。公司在全产业链一体化经营、优质耕地资源、农业科技、品质管理和食品安全等方面具备了行业领先的优势,构成了公司在业内脱颖而出的核心竞争力。目前,公司已基本建立纵向一体化管控和全产业链协同发展的经营管理模式。随着公司全产业链一体化经营优势的逐步体现,公司盈利能力已呈现持续提升趋势。

根据公司 2017 年半年报,公司实现合并营业收入 18.43 亿元,净利润 2.69 亿元,归属上市公司股东净利润 2.67 亿元,与上年同期比,同口径分别增长 13.21%、15.49%、14.67%,整体经营业绩呈现稳中向好态势。

(一) 全产业链经营规模效益凸显,国家政策重点扶持目标

目前,国家重点扶持农业生产规模化经营,鼓励粮食生产规模化、产业化推,叠加农垦改革的推进,苏垦农发作为全产业链的农业上市公司属于政策重点扶持目标。苏垦农发通过自有的约 120 万亩种植基地及 3 家全资子公司完成稻麦种植-种子生产-大米加工及其产品销售的全产业链规模化业务,产量水平在稻麦种植领域位于全国农垦企业前列。

苏垦农发已基本建立纵向一体化管控和全产业链协同发展的经营管理模式,同时公司建立了法人治理结构和较为完备的内控制度。苏垦农发资源、资产、资金和人员实现公司统一管控;突出种业、米业两大核心产业,产业发展实现整体布局,下属子公司进行专业化分工经营,构建“企业+基地+市场”的全产业链农业产业化经营模式,实行种植过程“五统一管理”,即统一作物和品种布局、统一种子和农资供应、统一农业生产措施、统一农机作业标准以及统一农产品销售。

公司在农作物播种之前就已经根据大华种业和苏垦米业的市场销售需求基本确定了农产品品种和数量以及用途等,种植生产的稻谷、小麦等农产品大部分销售给全资子公司大华种业和苏垦米业。一方面可以保证销量稳定,同时可以保证公司种子产品和大米产品的品质。苏垦农发不断延伸的产业链既提升了公司抗风险能力,也提高了盈利能力。2017 年半年

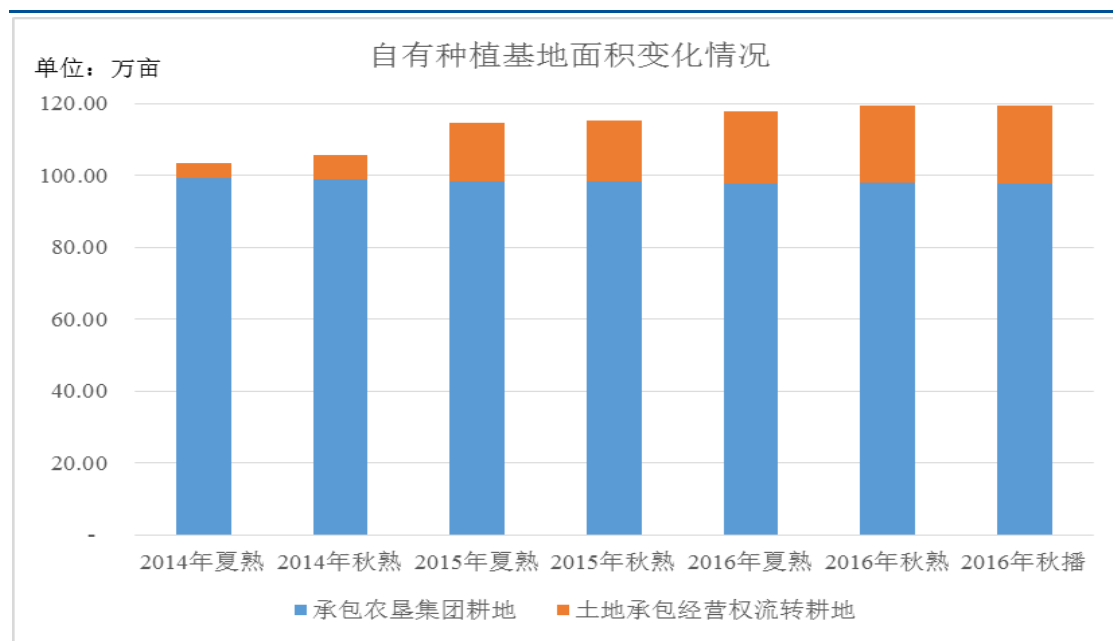
报显示，苏垦米业、大华种业订单种植面积持续增长，水稻种自主品种繁育 7.7 万亩，比上年提高 42.6%，全产业链一体化优势进一步体现。

（二）土地流转领军企业，土地资源优势明显

随土地流转推进，苏垦将继续实现经营规模的扩张。苏垦农发通过承租母公司江苏农垦集团的自主优质生产基地约 100 万亩，同时通过土地流转持续增加耕地面积。截至 2017 年夏收，流转土地播种面积已达约 22 万亩。公司与江苏省各市、县政府已签订土地流转协议规模在 140 万亩左右，因此公司后续持续通过土地拓展耕地面积预期明确，为后续公司业绩持续增长奠定了基础。

公司自主经营基地全部位于江苏省内，主要集中于苏北淮河流域和长江流域，纵向跨越江苏省南北。

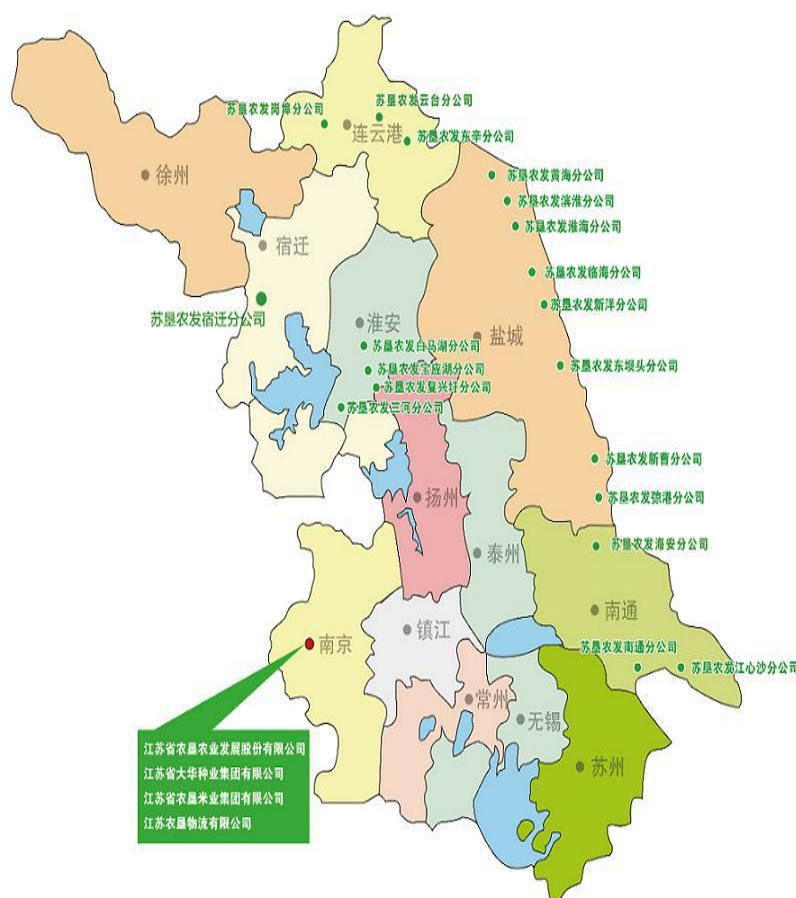
图 12： 公司自主经营种植基地面积逐年扩大，通过流转获取耕地占比逐年增加



资料来源：招股说明书，民生证券研究院

公司所拥有的土地资源较为优质：**一是土地规模连片**，农作物品种和布局统一，土地集约化经营程度高，为苏垦农发种业、米业的发展和农资供应提供了坚实的基地支撑；**二是农业基础设施及配套设施齐全**，农技推广体系健全，技术能力较强，农业产出率较高；**三是农业标准化水平高**，基地生产实行投入品的统一供应和规范化使用，构筑了农产品的质量安全保障屏障；**四是农业机械化程度高**，稻麦生产从播种到收获基本实现机械化，生产成本低、生产效率高。

图 13： 公司土地连片，利于规模化生产

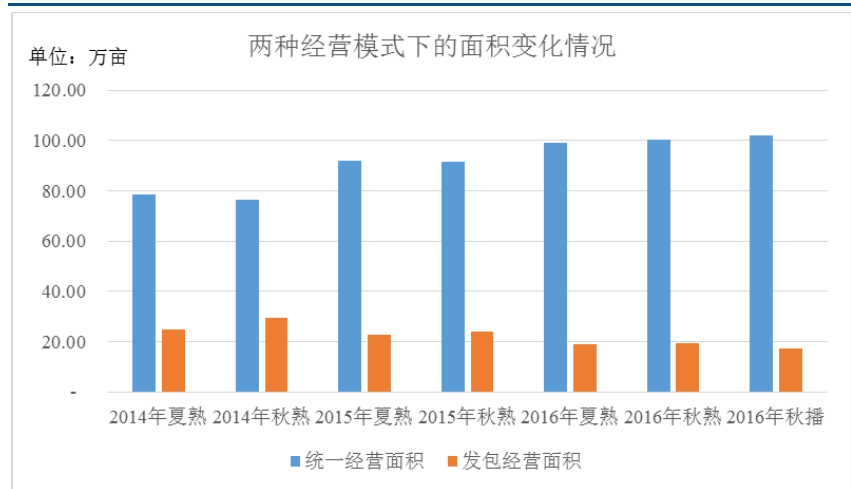


资料来源：招股说明书，民生证券研究院

（三）统一经营模式占比逐年提升，生产效率提高成本优势凸显

苏垦农发种植业务采取统一经营和发包经营两种经营模式经营自主种植基地。公司通过土地流转拓展的耕地，除很小部分边角地带采用发包经营模式外，其余拓展耕地均采用统一经营模式中的集体种植模式经营。统一经营模式相对于发包模式具有规模化经营、机械化操作、标准化生产以及集约化管理等优势，可提高农业生产效率及效益。通过优化调整，公司统一经营模式的种植面积逐年扩大，发包经营面积逐年减少，后续的生产力将继续得到提升。

图 14： 公司统一经营模式的种植面积逐年扩大，发包经营面积逐年减少



资料来源：招股说明书，民生证券研究院

统一经营模式适用于大田作物和集中连片便于机械化操作的土地，生产标准化、机械化程度高。公司对统一经营模式下的种植过程实行“五统一管理”，即统一作物和品种布局、统一种子和农资供应、统一农业生产措施、统一农机作业标准以及统一农产品销售。五统一模式可以有效提高苏垦农发终端产品对市场需求的契合度，提升综合运营效率，有效的加强了成本管控，降低生产成本，使土地效益的到充分释放，符合从“靠天吃饭的自然式”逐步转向以订单农业、精准农业等为代表的现代化农业的发展趋势。

发包经营模式不易于规模化生产且管理难度大，发包模式占比逐年下降。此模式下农工向苏垦农发缴纳土地承包费后取得土地承包经营权，公司每年与农工签订《土地承包协议》，农工在缴纳土地承包费后自行组织生产、自担成本、独享收益。

表 3：公司核心竞争力分析

全产业链一体化经营优势 资源、资产、资金和人员实现公司统一管控

种业、米业为核心产业，产业发展实现整体布局

“企业+基地+市场”的全产业链经营模式

优质耕地资源优势

自主经营种植基地近 100 万亩优质生产基地

流转土地播种面积已达约 22 万亩

土地规模连片，农作物品种和布局统一，土地集约化经营程度高

基础配套设施齐全，技术能力强，产出率高

品质管理和食品安全优势

标准化高，生产投入品统一供应和规范化使用，农产品的质量有保障

建设农产品质量追溯系统，实现从消费者到种植田头的信息追溯

农业科技优势

农业机械化程度高，从播种到收获基本实现机械化，生产成本低、生产效率高

专设农业科学研究院负责研发工作

品牌优势

多年市场积累，品牌在江苏地区乃至华东地区具有较高知名度

大华种业及苏垦米业均连年进入农业部发布的“农业产业化国家重点龙头企业”清单

市场优势

国家及江苏省政府持续颁布的临时收储政策使公司产品具有销售渠道优势

米业采取“民用+工业+储备”的多元模式，市场覆盖多省市及地区；是国内外多家知名大型连锁超市和食品生产企业的主要大米供应商

政策支持优势

国家连续十三年以中央一号文件的形式支持农业发展

国家最低收购价政策保障公司农产品销售的利润空间

国家农业政策支持积极推动公司长远发展

资料来源：民生证券研究院整理

四、盈利预测

公司是地方粮食产业化的领军企业，是具有完整农业产业链的农业上市公司，目前我国具有全产业链的上市公司较少，品牌价值比较高。另外，公司是土地流转领军企业，随着土地确权进入尾声，土地流转不断推进，公司后续将进一步扩张，提高统一经营的占比，生产效率会进一步提升，增加规模效益。“十九大”之后进入四季度农业政策密集出台期，作为种植板块产业化地区领军企业，政策的不断落地将给公司带来比较明确的发展机会。

公司目前营业收入增长主要来源于土地流转带动土地经营的扩张。目前，公司拥有耕地近 120 万亩，去年共流转土地近 22 万亩。公司已签的土地流转协议面积为 140 万亩，预期公司未来将持续通过土地流转获得耕地，增加规模。我们预计公司后续业绩年增长率在 10%-15% 左右。预计公司 17-19 年 EPS 分别为 0.57、0.64 和 0.72 元对应 PE 分别为 26.7X、23.8X 和 21.1X，首次覆盖，给予强烈推荐评级。

五、风险提示

1) 政策推进不及预期或发生变化；2) 自然灾害及环境污染；3) 农产品价格大幅波动；4) 承包耕地情况变化。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	4,084	4,576	5,033	5,622
营业成本	3,268	3,660	4,100	4,592
营业税金及附加	3	2	3	4
销售费用	144	162	174	197
管理费用	309	307	282	292
EBIT	360	444	475	537
财务费用	13	0	0	0
资产减值损失	2	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	344	444	475	537
营业外收支	172	180	225	250
利润总额	516	624	700	787
所得税	7	12	14	14
净利润	509	612	686	773
归属于母公司净利润	505	608	681	767
EBITDA	519	598	637	706

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	365	984	1585	2241
应收账款及票据	129	190	194	218
预付款项	280	309	340	387
存货	1676	1985	2178	2457
其他流动资产	110	110	110	110
流动资产合计	2571	3593	4421	5430
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	1231	1290	1334	1382
无形资产	0	0	0	0
非流动资产合计	1430	1452	1390	1334
资产合计	4001	5045	5811	6764
短期借款	157	157	157	157
应付账款及票据	200	217	244	278
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	1251	1423	1503	1683
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	129	129	129	129
非流动负债合计	129	129	129	129
负债合计	1380	1552	1632	1812
股本	800	1060	1060	1060
少数股东权益	66	70	76	82
股东权益合计	2621	3493	4179	4952
负债和股东权益合计	4001	5045	5811	6764

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入增长率	-2.3%	12.0%	10.0%	11.7%
EBIT 增长率	-7.4%	23.5%	7.0%	13.1%
净利润增长率	3.6%	20.3%	12.0%	12.7%
盈利能力				
毛利率	20.0%	20.0%	18.5%	18.3%
净利润率	12.4%	13.3%	13.5%	13.7%
总资产收益率 ROA	12.6%	12.0%	11.7%	11.3%
净资产收益率 ROE	19.8%	17.8%	16.6%	15.8%
偿债能力				
流动比率	2.1	2.5	2.9	3.2
速动比率	0.7	1.1	1.5	1.8
现金比率	0.3	0.7	1.1	1.3
资产负债率	0.3	0.3	0.3	0.3
经营效率				
应收账款周转天数	13.2	14.6	13.8	13.9
存货周转天数	194.2	198.0	193.9	195.3
总资产周转率	1.0	1.0	0.9	0.9
每股指标 (元)				
每股收益	0.5	0.6	0.6	0.7
每股净资产	3.2	3.2	3.9	4.6
每股经营现金流	1.0	0.3	0.4	0.5
每股股利	0.0	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	33.3	27.9	24.9	22.1
PB	5.0	5.0	4.1	3.5
EV/EBITDA	32.3	27.0	24.4	21.1
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	509	612	686	773
折旧和摊销	161	154	162	169
营运资金变动	112	(230)	(147)	(173)
经营活动现金流	797	355	476	519
资本开支	215	(4)	(125)	(137)
投资	(4)	0	0	0
投资活动现金流	(190)	4	125	137
股权募资	7	260	0	0
债务募资	(223)	0	0	0
筹资活动现金流	(435)	260	0	0
现金净流量	173	619	601	656

资料来源：公司公告、民生证券研究院

插图目录

图 1: 苏垦农发旗下三家全资子公司及 19 家分公司, 已形成规模化种植产业链, 产量水平处前列.....	4
图 2: 公司前十大股东情况.....	5
图 3: 公司营业收入基本呈缓步上升 (万元)	5
图 4: 公司归母净利润基本呈缓步上升 (万元)	5
图 5: 公司利润率基本呈缓步上升.....	6
图 6: 公司三费平稳, IPO 后财务费用下降明显(万元)	6
图 7: 苏垦农发旗下三家子公司, 全产业链布局完成.....	7
图 8: 公司各项业务占比, 种植业占整体业务主要部分(%)	7
图 9: 公司与多家大型食品及酒类企业拥有稳定合作关系	8
图 10: 自 2000 年起农村人口持续向城镇转移, 乡村人口比重直线下降(单位: 万人)	11
图 11: 我国土地流转面积逐年增长明显 (亿亩)	11
图 12: 公司自主经营种植基地面积逐年扩大, 通过流转获取耕地占比逐年增加	13
图 13: 公司土地连片, 利于规模化生产	14
图 14: 公司统一经营模式的种植面积逐年扩大, 发包经营面积逐年减少	15

表格目录

表 1: 公司未来发展战略	9
表 2: 近 3 年中央 1 号文件主要政策内容.....	10
表 3: 公司核心竞争力分析.....	16

分析师与研究助理简介

陈柏儒，北京交通大学技术经济学硕士，2012年加盟民生证券研究院，从事轻工行业及上市公司研究。

汪玲，农林牧渔行业组组长，中央财经大学会计硕士。五年大型资产管理公司从业经验，2017年加入民生证券。

闫晓丹，农林牧渔行业分析师，墨尔本大学金融学硕士。三年证券公司从业经验，2017年加入民生证券。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。