

## 政策利好, 公司稳步向上

### 投资要点

- **事件:** 公司发布三季报, 2017年前三季度共实现营业收入 28.1 亿元, 同比上升 5.1%, 归属于上市公司股东的净利润为 3.9 亿元, 同比上升 13.8%。
- **双模式经营, 未来有望提升净利率水平。** 苏垦农发是江苏农垦集团下唯一的农业板块上市公司, 主要业务为稻麦产业链, 业务主要集中在江苏地区。目前公司拥有 120 万亩规模化种植基地, 其中承包农垦集团 100 万亩, 流转农村土地约 22 万亩, 而已签订合作土地面积达到 140 万亩。目前公司经营模式主要分为两种, 其中约 100 万亩由公司根据市场行情统一规划, 农工进行统一种植; 剩余约 20 万亩公司以发包模式承包给农民, 由农民自行规划种植。未来公司将陆续收回土地进行统一模式规划, 有望提升公司净利率水平。
- **根据行情调整种植策略, 公司利润有所保障。** 由于公司自有大米加工厂, 2016 年公司水稻共 50 万吨产量, 直接销售 30 万吨, 20 万吨再加上公司采购的一共 30 万吨进行了大米加工。其中 20 万吨是民用米, 10 万吨是去加工做了工业用米。大小麦业务由于用种量比较大, 因此 30 万吨的产量中 20 万吨作为种子进行销售, 剩余直接贩卖。公司每年年初会由下游子公司根据市场行情上报需求, 由总公司统一规划后安排农工进行种植, 我们认为这种模式将大幅提升土地利用效率。同时每年根据行情规划的模式也对公司的经营利润有一定保障。
- **政策利好, 未来流转土地面积有望快速提升。** 自国家 2009 年提出土地确权起, 预计 2018 年为土地流转结束窗口期。我们认为未来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, 且公司拥有的 100 万亩土地为统一模式下经营, 是各大农垦系上市企业中与国家推行的规模化机械化种植指导方针最为贴近的企业。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。另外, 每年的四季度为农业政策密集期, 其中规模化机械化种植为近年来国家农业的重要指导方针。而随着土地确权政策的逐渐落地, 种植业板块将迎来主题性机会。
- **盈利预测与投资建议。** 预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.55 元、0.62 元、0.70 元, 对应动态 PE 分别为 27 倍、24 倍、21 倍, 给予公司 2018 年 30 倍估值, 对应目标价 18.6 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:** 农产品价格或大幅波动、土地流转推进或不及预期。

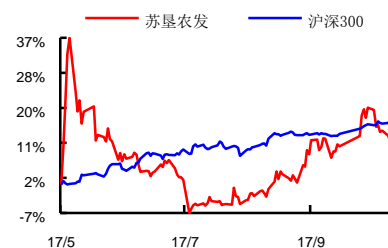
指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	4084.21	4161.58	4268.21	4406.70
增长率	-2.25%	1.89%	2.56%	3.24%
归属母公司净利润(百万元)	505.01	580.90	659.47	739.84
增长率	3.57%	15.03%	13.53%	12.19%
每股收益 EPS(元)	0.48	0.55	0.62	0.70
净资产收益率 ROE	19.42%	18.49%	19.23%	19.75%
PE	31	27	24	21
PB	6.04	5.05	4.62	4.23

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 朱会振  
执业证号: S1250513110001  
电话: 023-63786049  
邮箱: zhzh@swsc.com.cn  
联系人: 徐卿  
电话: 021-68415832  
邮箱: xuq@swsc.com.cn

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	10.60
流通 A 股(亿股)	2.60
52 周内股价区间(元)	12.45-18.43
总市值(亿元)	158.36
总资产(亿元)	61.85
每股净资产(元)	4.75

### 相关研究

## 目 录

<b>1 公司基本情况简介</b> .....	<b>1</b>
1.1 国有现代农业企业，特色布局全产业链.....	1
1.2 公司业务稳定，营收利润稳中有升.....	1
<b>2 盈利预测与估值</b> .....	<b>3</b>
2.1 盈利预测.....	3
2.2 相对估值.....	4

## 图 目 录

图 1: 公司的股权结构及其子公司情况 .....	1
图 2: 公司 2017 年 1-9 月主要产品的产销量情况 (单位: 万吨) .....	2
图 3: 公司 2012 至 2017 年 1-9 月销售毛利率和净利率的变化 .....	2
图 4: 公司 2012 至 2017 年 1-9 月营业收入及其同比增速 .....	2
图 5: 公司 2012 至 2017 年 1-9 月归母净利润及其同比增速 .....	2

## 表 目 录

表 1: 分业务收入及毛利率 .....	3
表 2: 可比公司相对估值表 .....	4
附表: 财务预测与估值 .....	5

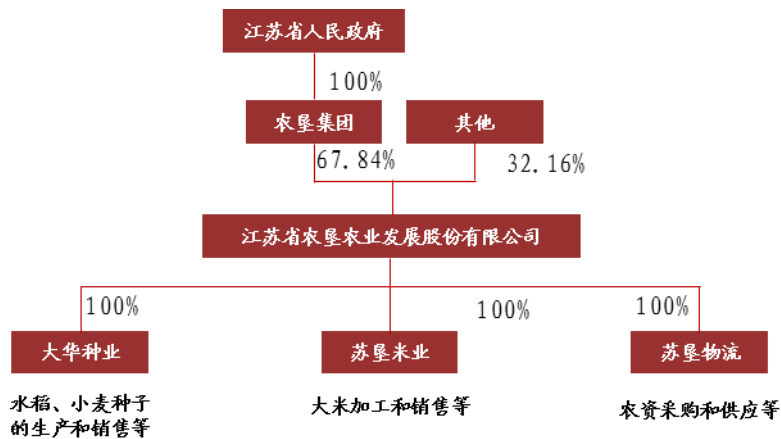
## 1 公司基本情况简介

### 1.1 国有现代农业企业，特色布局全产业链

苏垦农发是一家以自主经营种植基地为核心资源优势的农作物种植、良种繁育、农产品加工及销售全产业链规模化的国有大型农业企业。公司始终坚持以“自主经营基地”、“规模化”和“全产业链”为自己的发展特点，并且在水稻种植和大米加工方面逐渐建立农产品质量追溯体系，从而实现从消费者到稻谷原粮生产田间的信息追溯，监管食品安全。

苏垦农发是国有企业，其最大股东为江苏省人民政府全资持有的农垦集团，占有公司68%的股份。公司旗下有三家全资子公司：大华种业、苏垦米业和苏垦物流，形成了全面的、规模化的稻麦种植产业链，其中大华种业主营水稻、小麦种子的生产和销售，苏垦米业主营大米加工和销售贸易，苏垦物流主营化肥、农药以及秧盘等农资采购和供应。

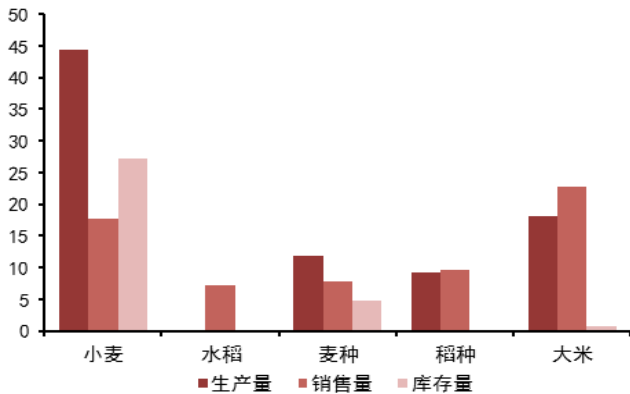
图 1：公司的股权结构及其子公司情况



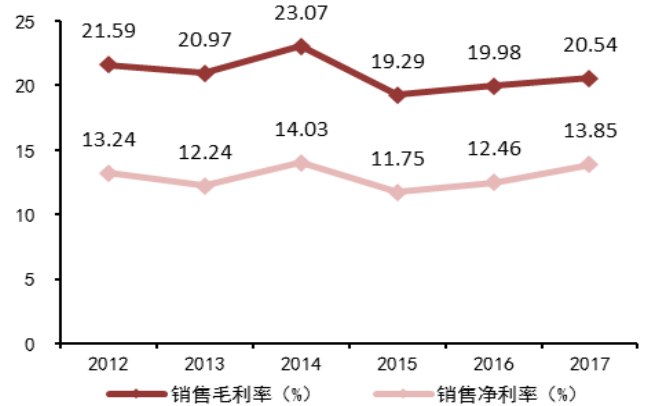
数据来源：Wind，公司公告，西南证券整理

### 1.2 公司业务稳定，营收利润稳中有升

公司的主营业务为稻麦种植、种子生产、大米加工及其产品销售，其产量水平位于全国稻麦种植领域企业前列。从公司2017年1-9月的经营数据来看，其主要销售的产品有小麦、水稻、麦种、稻种和大米，其中大米的销售量最多，达22.8万吨，小麦其次，达17.7万吨。而且，相比去年同期，公司小麦、水稻和麦种的销量分别增长17.25%、26.99%和15.57%。由此可见，公司产品销量具有稳步提升的态势。另外，就生产量而言，2017年1-9月份生产小麦最多，高达44.4万吨，同比增长40.79%。

**图 2: 公司 2017 年 1-9 月主要产品的产销量情况 (单位: 万吨)**


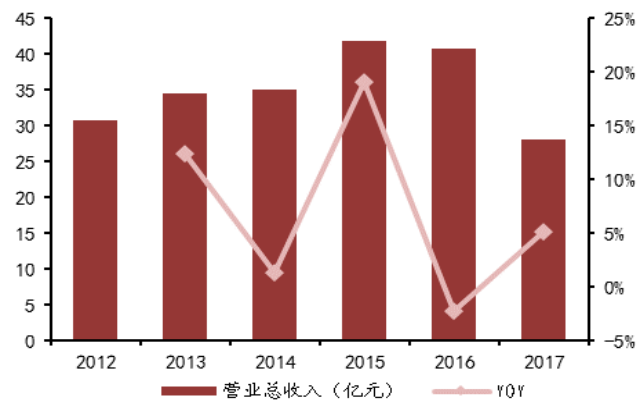
数据来源: 公司公告, 西南证券

**图 3: 公司 2012 至 2017 年 1-9 月销售毛利率和净利率的变化**


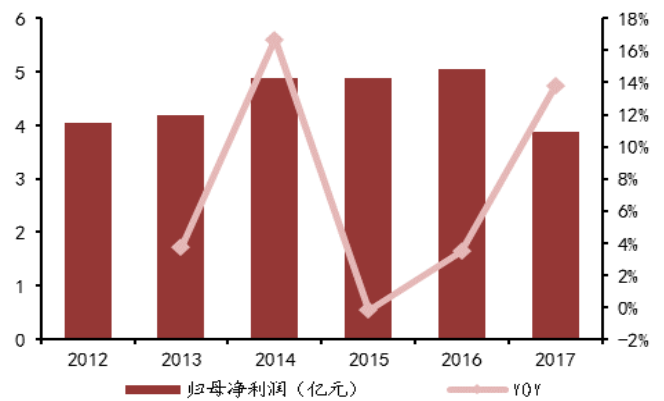
数据来源: Wind, 西南证券

近年来, 公司产品销售的毛利率和净利率均有稳步提升, 其中销售净利率由 2015 年的 11.75% 上升 2017 年的 13.85%, 对公司的收益有明显的提升左右。

公司 2017 年前三季度共实现营业收入 28.1 亿元, 同比上升 5.1%, 归属于上市公司股东的净利润为 3.9 亿元, 同比上升 13.8%, 呈现高速增长的态势。

**图 4: 公司 2012 至 2017 年 1-9 月营业收入及其同比增速**


数据来源: Wind, 西南证券

**图 5: 公司 2012 至 2017 年 1-9 月归母净利润及其同比增速**


数据来源: Wind, 西南证券

## 2 盈利预测与估值

### 2.1 盈利预测

#### 关键假设:

假设 1: 公司主营业务为水稻、大小麦的种植业业务, 随着未来签约流转土地面积不断上升, 公司该项业务将保持稳定增长。因此我们预计公司种植业业务在 2017-2019 年的销量增速为 15%、15%、15%。

假设 2: 由于近年来大米贸易量持续下降, 公司大米加工厂产能利用率不高, 因此我们预计公司大米业务在 2017-2019 年的销量增速为 -5%、-5%、-5%, 毛利率为 6%、6%、6%。

假设 3: 公司其他业务基本保持平稳。

基于以上假设, 我们预测公司 2017-2019 年分业务收入成本如下表:

表 1: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2016A	2017E	2018E	2019E
种植业	收入	2909.29	3345.68	3847.54	4424.67
	增速	-2.71%	15.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	16.10%	17.00%	17.00%	17.00%
米业	收入	1848.81	1756.37	1668.55	1585.12
	增速	-13.62%	-5.00%	-5.00%	-5.00%
	毛利率	6.50%	6.00%	6.00%	6.00%
种子	收入	1188.02	1306.82	1437.50	1581.25
	增速	-0.42%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	14.23%	15.00%	15.00%	15.00%
农资	收入	520.35	494.33	469.62	446.14
	增速	-32.79%	-5.00%	-5.00%	-5.00%
	毛利率	4.59%	5.00%	5.00%	5.00%
其他业务	收入	20.23	21.24	22.30	23.42
	增速	23.20%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	41.65%	41.00%	41.00%	41.00%
内部抵消	收入	-2402.50	-2762.88	-3177.30	-3653.90
合计	收入	4084.20	4,161.57	4,268.20	4,406.70
	增速	-2.25%	1.89%	2.56%	3.24%
	毛利率	19.98%	22.43%	24.29%	26.23%

数据来源: 公司公告, 西南证券

## 2.2 相对估值

我们采用 2016 年之前上市的农作物种植领域的 2 支个股作为可比公司，2017-2019 年行业估值分别为 34 倍、27 倍、23 倍。

表 2：可比公司相对估值表

股票代码	标的名称	当前股价 (元/股)	EPS			PE		
			2017E	2018E	2019E	2017E	2018E	2019E
行业均值						34	27	23
000998	隆平高科	26.70	0.66	0.86	1.07	41	31	25
600598	北大荒	12.31	0.48	0.53	0.61	26	23	20

数据来源：wind，西南证券整理

由于目前公司相比于其他农垦系集团下上市公司更符合国家规模化机械化种植的战略方针目标，随着 2017 年四季度的农业工作会议陆续召开，以及 2018 年的一号文件发布，种植业板块将迎来主题性机会，我们认为公司享有一定的估值溢价，给予 2018 年 30 倍 PE，目标价 18.6 元/股。

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	4084.21	4161.58	4268.21	4406.70	净利润	509.03	580.19	658.74	739.13
营业成本	3268.29	3228.20	3231.51	3250.91	折旧与摊销	159.09	218.80	218.80	218.80
营业税金及附加	3.24	2.65	2.94	2.96	财务费用	13.31	18.24	23.26	25.60
销售费用	144.17	149.82	162.19	176.27	资产减值损失	2.01	0.00	0.00	0.00
管理费用	308.91	332.93	341.46	361.35	经营营运资本变动	148.70	3.93	13.04	-14.92
财务费用	13.31	18.24	23.26	25.60	其他	-34.74	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	2.01	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>797.40</b>	<b>821.16</b>	<b>913.85</b>	<b>968.61</b>
投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本支出	-47.54	0.00	-10.00	-10.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-142.45	-10.00	-10.00	-10.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-189.99</b>	<b>-10.00</b>	<b>-20.00</b>	<b>-20.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>344.28</b>	<b>429.75</b>	<b>506.85</b>	<b>589.62</b>	短期借款	-219.67	-156.78	0.00	0.00
其他非经营损益	171.80	162.16	165.37	164.30	长期借款	-10.18	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>516.08</b>	<b>591.92</b>	<b>672.22</b>	<b>753.92</b>	股权融资	0.00	260.00	0.00	0.00
所得税	7.05	11.73	13.48	14.79	支付股利	0.00	-323.21	-371.78	-422.06
净利润	509.03	580.19	658.74	739.13	其他	-204.69	-42.69	-23.26	-25.60
少数股东损益	4.02	-0.72	-0.73	-0.70	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-434.54</b>	<b>-262.68</b>	<b>-395.04</b>	<b>-447.66</b>
归属母公司股东净利润	505.01	580.90	659.47	739.84	<b>现金流量净额</b>	<b>172.87</b>	<b>548.47</b>	<b>498.81</b>	<b>500.95</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	364.67	913.14	1411.95	1912.91	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	419.82	434.54	432.96	440.20	销售收入增长率	-2.25%	1.89%	2.56%	3.24%
存货	1676.25	1678.48	1672.60	1685.19	营业利润增长率	-4.94%	24.83%	17.94%	16.33%
其他流动资产	110.37	108.90	112.91	116.15	净利润增长率	3.65%	13.98%	13.54%	12.20%
长期股权投资	0.49	0.49	0.49	0.49	EBITDA 增长率	-2.51%	29.05%	12.32%	11.36%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	1270.13	1065.78	871.44	677.09	毛利率	19.98%	22.43%	24.29%	26.23%
无形资产和开发支出	114.95	102.48	90.02	77.55	三费率	11.42%	12.04%	12.34%	12.78%
其他非流动资产	43.95	51.96	59.97	67.98	净利率	12.46%	13.94%	15.43%	16.77%
<b>资产总计</b>	<b>4000.62</b>	<b>4355.79</b>	<b>4652.34</b>	<b>4977.56</b>	ROE	19.42%	18.49%	19.23%	19.75%
短期借款	156.78	0.00	0.00	0.00	ROA	12.72%	13.32%	14.16%	14.85%
应付和预收款项	811.65	765.30	792.21	801.22	ROIC	13.22%	17.50%	22.65%	28.81%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	12.65%	16.02%	17.55%	18.93%
其他负债	411.12	452.43	435.11	434.26	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1379.54</b>	<b>1217.74</b>	<b>1227.32</b>	<b>1235.48</b>	总资产周转率	1.03	1.00	0.95	0.92
股本	800.00	1060.00	1060.00	1060.00	固定资产周转率	3.37	3.69	4.62	6.12
资本公积	285.67	285.67	285.67	285.67	应收账款周转率	27.57	30.04	28.56	29.12
留存收益	1469.35	1727.04	2014.74	2332.51	存货周转率	1.88	1.92	1.93	1.94
归属母公司股东权益	2555.01	3072.71	3360.40	3678.18	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	114.79%	—	—	—
少数股东权益	66.06	65.34	64.61	63.91	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>2621.07</b>	<b>3138.05</b>	<b>3425.02</b>	<b>3742.09</b>	资产负债率	34.48%	27.96%	26.38%	24.82%
负债和股东权益合计	4000.62	4355.79	4652.34	4977.56	带息债务/总负债	11.36%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.06	2.88	3.31	3.75
					速动比率	0.72	1.34	1.78	2.23
					股利支付率	0.00%	55.64%	56.37%	57.05%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.48	0.55	0.62	0.70
					每股净资产	2.47	2.96	3.23	3.53
					每股经营现金	0.75	0.77	0.86	0.91
					每股股利	0.00	0.30	0.35	0.40
业绩和估值指标									
EBITDA	516.68	666.79	748.91	834.01					
PE	31.36	27.26	24.01	21.41					
PB	6.04	5.05	4.62	4.23					
PS	3.88	3.81	3.71	3.59					
EV/EBITDA	22.73	22.33	19.20	16.63					
股息率	0.00%	2.04%	2.35%	2.67%					

数据来源: Wind, 西南证券

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

### 上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

### 北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

### 重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

### 深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
	程建雄	机构销售	021-68415020	13638326111	cjx@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn