

## 证券研究报告

## 公司研究——年报点评

## 北大荒 (600598.sh)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 增持, 2017.11.2

## 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): 价值修复期有望来临》2017.11.2

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

《北大荒 (600598.SH): 盈利下降系转型所致 战略价值低估难维系》2017.8.29

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

## 五年磨砺 潜龙欲试

2018年4月11日

**事件:** 公司近日发布 2017 年年报, 报告期内公司实现收入 29.92 亿元, 同比减少 3.31%。实现主营业务利润 25.57 亿元, 同比增加 5.08%, 实现归属母公司的净利润 7.80 亿元, 同比增长 6.11%。扣除非经常性损益后损益 7.85 亿元, 同比增长 5.13%。公司经营活动产生的净现金 8.43 亿元, 同比下降 47.53%。

## 点评:

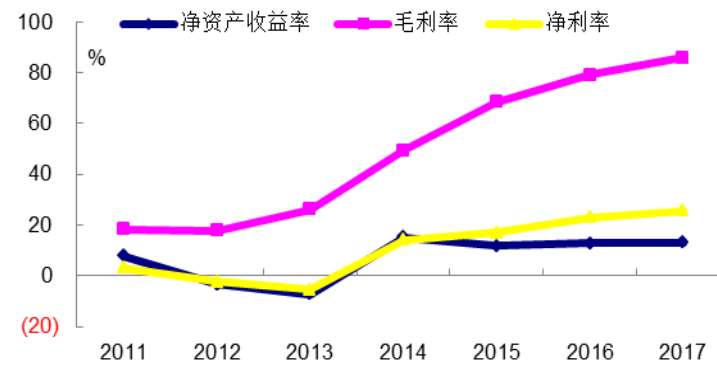
- **业绩平稳向好, 风险全面下降:** 2017 年, 公司实现营业收入 29.92 亿元, 同比下降 3.31%; 实现利润总额 7.63 亿元, 同比增长 6.78%; 实现归属于母公司所有者的净利润 7.80 亿元, 同比增长 6.11%。报告期末, 公司资产总额 76.47 亿元, 较上年期末下降 1.23%; 负债总额 17.71 亿元, 较上年期末下降 12.54%; 资产负债率 23.16%, 较上年期末下降 3 个百分点。自从 2012 年底公司新管理层到位以来, 公司财务经营形势均得到明显转机, 2013 年成了公司的一个历史大底。值得指出的是, 2017 年公司针对浩良河化肥分公司的停产现状计提了固定资产减值准备 8,449.02 万元, 这既显示了公司管理层稳健的经营思路和节奏, 同时也预示了公司未来业绩提升空间。
- **2018 年战略定位和工作重点:** 公司在经营计划中提出 2018 年公司预计全年实现营业收入 31.9 亿元, 实现利润总额 7.9 亿元, 粮豆总产 117.99 亿斤, 努力实现公司的质量变革、效率变革和动力变革。公司将深入推进农业供给侧结构性改革, 加大基础设施投入力度, 巩固提升优质粮食产能, 依靠技术创新降低生产成本, 依靠绿色种植提高经济效益, 依靠订单农业促进粮食销售, 重点解决公司面临的农产品成本“地板”上升与价格“天花板”下压的双重挤压带来的困境。同时, 借助外部力量, 发展混合所有制, 加快推进合资合作进程, 重点发展区块链农业和生物质循环农业, 做好工贸建企业的转让、清算、诉讼和清欠工作, 将企业改革改制后遗留的一系列问题彻底解决到位。最后是防范各类风险, 加强与投资者交流。
- **围绕未来发展定位, 扎实推进:** 2017 年公司围绕未来的产业发展战略定位, 开展了水稻适口性项目验证性研究、有机种植试验示范、水稻早播湿管栽培技术试验、碳基复合肥试验, 并取得了较为理想的成果。我们认为, 扎实推进基础性、实践性研究工作, 同时坚持有机发展方向, 本身就是塑造核心竞争力不可逾越的环节。能否胸怀长远, 思路清晰并持之以恒直接决定了公司的长期价值。

- **贸易战有望成为导火索。**当前世界冲突强度不断提高，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低估，特别是随着前期一些虚幻市场热点泡沫的破灭，消费等传统价值板块开始被投资者所关注，特别是美国发起的对华贸易战成为农业板块启动的导火索，我们判断贸易战才刚刚开始，必将愈演愈烈。我们一直认为贸易战对中国是一件好事，有助于解决很多长期以来无法解决的深层次问题。在农业领域，将倒逼中国重新审视国内农业政策、修复中国脆弱又至关重要的农业基础。在这种形势下，公司战略价值将有望得到更多投资者的重新定位。
- **盈利预测与投资评级：**我们预计公司 2018-2020 年每股收益分别为 0.47/0.49/0.58 元，对应 PE 分别为 25/24/21 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：**自然灾害、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。

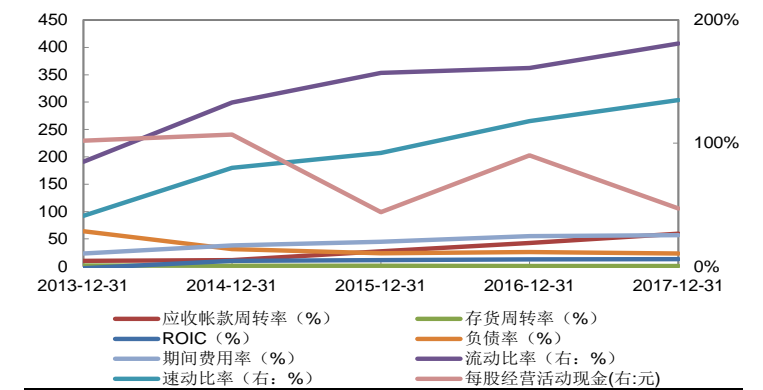
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	3,094.78	2,992.41	3,066.84	3,048.07	3,082.87
增长率 YoY %	-15.31%	-3.31%	2.49%	-0.61%	1.14%
归属母公司净利润(百万元)	735.11	779.99	827.34	874.90	1,022.61
增长率 YoY%	11.59%	6.11%	6.07%	5.75%	16.88%
毛利率%	79.23%	85.86%	85.61%	86.18%	85.61%
净资产收益率 ROE%	12.82%	13.15%	13.36%	13.39%	14.71%
每股收益 EPS(元)	0.41	0.44	0.47	0.49	0.58
市盈率 P/E(倍)	29	27	25	24	21
市净率 P/B(倍)	3.6	3.5	3.3	3.1	2.9

资料来源: Wind, 信达证券研发中心预测

注: 股价为 2018 年 4 月 10 日收盘价

**图 1: 近五年盈利能力提高**


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

**图 2: 近五年经营效率提升**


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

**资产负债表**

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>流动资产</b>	3,220.89	3,070.47	3,513.53	3,981.78	4,534.23
货币资金	939.56	1,334.04	1,808.50	2,319.48	2,823.94
应收票据	11.87	5.82	5.97	5.93	6.00
应收账款	52.50	47.89	49.08	48.78	49.33
预付账款	104.94	106.00	110.54	105.50	111.13
存货	859.03	786.30	819.95	782.59	824.33
其他	1,252.98	790.42	719.50	719.50	719.50
<b>非流动资产</b>	4,521.36	4,576.49	4,418.40	4,257.38	4,190.88
长期投资	328.99	769.58	769.58	769.58	769.58
固定资产	3,625.68	3,261.86	2,953.10	2,822.90	2,675.95
无形资产	439.50	421.08	398.87	378.37	360.56
其他	127.19	123.97	296.85	286.53	384.78
<b>资产总计</b>	7,742.25	7,646.96	7,931.94	8,239.16	8,725.11
<b>流动负债</b>	1,994.72	1,694.67	1,720.78	1,706.02	1,725.59
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	248.89	222.56	232.09	221.51	233.33
其他	1,745.82	1,472.11	1,488.69	1,484.51	1,492.26
<b>非流动负债</b>	30.67	76.64	6.70	6.70	6.70
长期借款	4.45	4.45	4.45	4.45	4.45
其他	26.21	72.19	2.25	2.25	2.25
<b>负债合计</b>	2,025.38	1,771.31	1,727.48	1,712.72	1,732.29
少数股东权益	-124.65	-142.14	-160.68	-180.30	-203.22
归属母公司股东权益	5,841.52	6,017.78	6,365.15	6,706.74	7,196.04
<b>负债和股东权益</b>	7742.25	7646.96	7931.94	8239.16	8725.11

**重要财务指标**

单位:百万元

主要财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	3,094.78	2,992.41	3,066.84	3,048.07	3,082.87
同比	-15.31%	-3.31%	2.49%	-0.61%	1.14%
归属母公司净利润	735.11	779.99	827.34	874.90	1,022.61
同比	11.59%	6.11%	6.07%	5.75%	16.88%
毛利率	79.23%	85.86%	85.61%	86.18%	85.61%
ROE	12.82%	13.15%	13.36%	13.39%	14.71%
每股收益(元)	0.41	0.44	0.47	0.49	0.58
P/E	29	27	25	24	21
P/B	3.6	3.5	3.3	3.1	2.9
EV/EBITDA	20.69	21.38	18.20	17.44	15.49

**利润表**

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>营业收入</b>	3,094.78	2,992.41	3,066.84	3,048.07	3,082.87
营业成本	642.89	423.13	441.24	421.14	443.60
营业税金及附加	18.55	12.29	15.33	15.24	15.41
营业费用	34.70	24.36	61.34	60.96	61.66
管理费用	1,688.84	1,710.44	1,717.43	1,676.44	1,541.44
财务费用	-18.37	-29.67	-25.51	-26.63	-34.29
资产减值损失	-0.36	92.52	17.91	10.06	11.63
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	7.29	49.45	10.92	5.95	4.40
<b>营业利润</b>	735.81	824.07	850.02	896.81	1,047.83
营业外收入	46.70	18.74	31.23	32.22	27.40
营业外支出	68.30	80.17	72.31	73.59	75.36
<b>利润总额</b>	714.21	762.64	808.94	855.44	999.87
所得税	0.63	0.14	0.15	0.16	0.19
<b>净利润</b>	713.58	762.50	808.79	855.28	999.68
少数股东损益	-21.53	-17.49	-18.55	-19.61	-22.93
<b>归属母公司净利润</b>	735.11	779.99	827.34	874.90	1,022.61
EBITDA	1,016.51	983.68	1,155.95	1,205.79	1,357.56
EPS (摊薄)	0.41	0.44	0.47	0.49	0.58

**现金流量表**

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
<b>经营活动现金流</b>	1,606.71	843.12	1,144.84	1,240.48	1,341.78
净利润	713.58	762.50	808.79	855.28	999.68
折旧摊销	302.30	243.46	346.79	350.13	357.48
财务费用	0.00	-22.43	0.21	0.21	0.21
投资损失	-7.29	-49.45	-10.92	-5.95	-4.40
营运资金变动	600.40	-208.93	-31.33	17.92	-40.05
其它	-2.29	117.97	31.30	22.89	28.86
<b>投资活动现金流</b>	-508.89	-541.22	-190.20	-195.99	-303.80
资本支出	-226.10	-380.45	-201.12	-201.94	-308.20
长期投资	3,539.21	2,556.89	3,074.92	3,181.28	2,965.18
其他	-3,822.00	-2,717.67	-3,064.00	-3,175.33	-2,960.78
<b>筹资活动现金流</b>	-524.42	-604.41	-480.19	-533.52	-533.52
吸收投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	524.42	604.41	480.19	533.52	533.52
<b>现金净增加额</b>	573.41	-302.52	474.46	510.97	504.46

## 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	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-63570071	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678569	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@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。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 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。