



2018-07-10

公司深度报告

买入/维持

苏垦农发(601952)

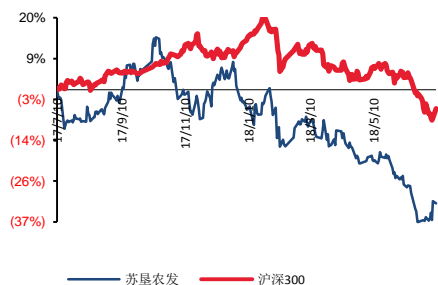
目标价: 9.78

昨收盘: 7.2

农林牧渔

苏垦农发：粮食产业龙头，资源优势突出，成长可期

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,378/409
总市值/流通(百万元)	9,922/2,947
12 个月最高/最低(元)	16.04/6.65

相关研究报告：

苏垦农发(601952)《年报点评：种植业务量利齐升，土地规模保持增长》—2018/04/21

证券分析师：程晓东

电话：010-88321761

E-MAIL: chengxd@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190511050002

报告摘要

粮食产业龙头，拥有成熟的产业链一体化经营体系。公司依托自有种植基地，主要从事种子加工、原粮种植、大米加工和农资贸易，业务涵盖粮食产业链各个环节，产品主要包括原粮、种子和大米，是目前国内粮食产业纵向一体化经营体系最为成熟的公司之一。在产业链一体化经营的基础上，形成了完整的农产品质量追溯体系，产品质量领先。截至 2017 年底，公司大米产品的可追溯原粮种植基地面积为 72.6 万亩，占种植总面积的 60%。2017 年，公司营业收入为 43.15 亿元，同比增 5.66%；归属于上市公司股东的净利润为 5.57 亿元，同比增 10.33%。

背靠苏垦集团，耕地资源优势突出。截至 2017 年底，公司拥有 120 万亩优质耕地，其中约 98 万亩来自苏垦集团，另 23 万亩来自社会流转。公司耕地资源优势比较突出，主要表现在：1、绝大部分耕地地处江、海、湖畔，土地肥沃，供水充足，非常适合耕种农作物；2、土地比较集中连片，适合于统一布局和进行机械化、集约化、标准化种植，有利于降低成本和提高效率。

种植、种子、米业三大主业协同发展。1、种植业务是一体化经营的基础，经营模式以统一经营为主，发包经营为辅。2017 年，发包经营面积为 17.68 万亩，占比约 9%。未来，公司将参与社会流转扩大经营面积，进一步优化经营模式，减少发包经营面积。2、种子业务是一体化经营的重要延伸，主要由全资子公司大华种业运营，主导产品常规稻麦种子在江苏省的市占率较高，水稻种子的市占率约为 40%，小麦种子的市占率约为 30%。未来，公司将在保持常规种子市场优势的基础上，重点发展杂交水稻和杂交玉米种子。3、米业由全资子公司苏垦米业运行，是主要的收入来源。2014-2017 年间，米业实现营收占公司全部营收比重约 3 成。产品分民用米和工业用米两种，民用米占比约 8 成。民用米旗下品牌分高中低三档，苏垦系列作为高端品牌近年来增长比较明显，占比逐年提升，产品结构不断优化。

受益农地流转，公司耕地储备规模有望不断扩大。近年来，国内农地流转在国家政策支持下逐渐活跃起来。2014 年，中办发 61 号文对土地承包经营权确权登记颁证工作作出了系统部署，明确了到 2018 年底基本完成土地承包经营权确权登记颁证工作的任务目标。预计，随着确权的完成，国内农地流转有望进一步活跃。公司目前拥有储备耕地 120 万亩，未来受益于农地流转活跃，耕地储备规模将不断扩大。

模式优化&人员优化，内生增长有空间。1、人员优化。刚组建成立时，公司在接收集团旗下农场资产的同时接收了原有职工，因此总人数较多，且年龄结构偏大。近几年，公司每年约净减少 800-1000 人，人均成本约为 3 万/年，因此每年可减少人力成本开支 3000 万元，且可持续 4-5 年；2、模式优化。统一经营模式效益明显高于发包经营模式，随着发包经营模式的逐渐退出，种植业务模式得到优化，盈利将稳步上升。

盈利预测和投资评级。18-19 年，预计营收为 44.91 亿元/50.21 亿元，净利润为 5.87 亿元/6.51 亿元，EPS 为 0.43 元/0.47 元。截至 7 月 9 日，公司股价为 7.2 元，对应 PE 为 16.9 倍/15.23 倍。农垦板块其他公司北大荒和亚盛集团对应 18 年业绩的 PE 分别为 22 和 58 倍，与二者相比，公司估值有优势。首次覆盖给予“买入”评级，目标价 9.78 元。

■ 盈利预测和财务指标：

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	4316	4491	5022	5617
(+/-%)	5.7	4.1	11.8	11.8
净利润(百万元)	562	591	655	794
(+/-%)	10.4%	5.2%	10.9%	21.2%
摊薄每股收益(元)	0.53	0.43	0.47	0.57
市盈率(PE)	13.70	16.90	15.23	12.56

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

目录

一、 粮食全产业链一体化经营龙头，资源优势突出	5
(一) 粮食产业龙头，一体化经营体系最为成熟	5
(二) 耕地资源优势突出	6
(三) 种植业务是一体化经营的核心依托	7
(四) 种子业务是一体化经营的重要延伸	8
(五) 大米加工业务是一体化经营的重要延伸	9
二、 受益农地流转，公司耕地储备规模有望不断扩大	11
(一) 国内政策支持农地流转	11
(二) 公司耕地储备规模将逐渐扩大	12
三、 模式优化&人员优化，内生增长有空间	13
(一) 经营模式优化，集体种植面积占比提升	13
(二) 人力资源优化	13
四、 盈利预测及估值	14
(一) 盈利预测	14
(二) 估值及投资建议	14
五、 风险提示	15

图表目录

图表 1: 2014-2017 年, 公司营业收入及同比	5
图表 2: 2014-2017 年, 公司归母净利润及同比	5
图表 3: 公司拥有成熟的全产业链一体化经营体系	5
图表 4: 公司耕地资源布局合理, 优势明显	6
图表 5: 14-16 年间, 公司统一/发包经营面积	7
图表 6: 14-16 年间, 发包经营毛利率持续下降	7
图表 7: 14-16 年, 麦种和稻种原粮内部采购占比	8
图表 8: 14-17 年, 麦种和稻种内部销售收入占比	8
图表 9: 14-17 年, 公司麦种直销/经销数量 (万吨)	9
图表 10: 14-17 年, 公司稻种直销/经销数量 (万吨)	9
图表 11: 14-17 年间, 公司米业营收占比约 3 成	9
图表 12: 14-17 年间, 公司米业产能及产量 (万吨)	9
图表 13: 14-17 年公司大米自产量和贸易量 (万吨)	10
图表 14: 14-17 年间, 公司米业和贸易业务毛利率	10
图表 15: 14-16 年, 民用米分品牌系列销量 (万吨)	10
图表 16: 14-16 年, 工业米和民用米销量 (万吨)	10
图表 17: 08-16 年全国家庭承包耕地流转面积上升	11
图表 18: 11-16 年, 全国种植专业户数量稳步上升	11
图表 19: 14-17 年间, 公司各业务营业收入占比	12
图表 20: 14-17 年间, 公司参与流转农地面积增长	12
图表 21: 14-16 年, 公司统一经营/发包经营面积	13
图表 22: 14-16 年, 公司联合经营/集中种植面积	13
图表 23: 14-17 年, 公司职工人数 (单位: 人)	14
图表 24: 2016 年, 公司员工年龄结构	14
图表 25: 14-17 年, 公司分红比例基本稳定在 40%	14
图表 26: 2017 年, 公司分配利润	14
图表 27: 估值对比	15

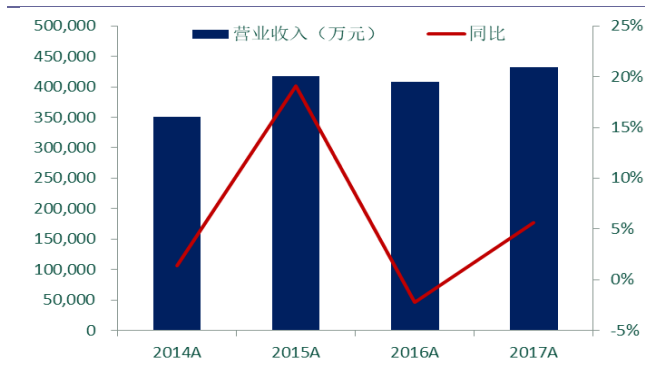
一、 粮食产业链一体化经营龙头，资源优势突出

(一) 粮食产业龙头，产业链一体化经营体系最为成熟

国内粮食产业龙头，拥有成熟的纵向一体化经营体系。公司下辖 19 家种植业分公司、3 家产业化经营的全资子公司、1 个农科院，主要依托自有种植基地，从事种子加工、原粮种植、大米加工和农资贸易，业务涵盖粮食产业链各个环节，主导产品为原粮、种子和大米，主要辐射江浙沪地区，是目前国内粮食全产业链一体化经营体系最为成熟的公司。

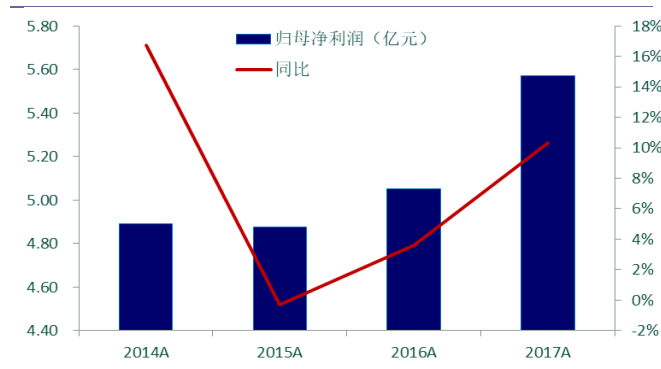
近年来，公司收入和利润保持了稳健增长的势头。2017 年，公司营业收入为 43.15 亿元，同比增 5.66%；归属于上市公司股东的净利润为 5.57 亿元，同比增 10.33%。

图表 1：2014-2017 年，公司营业收入及同比



资料来源：WIND，太平洋证券整理

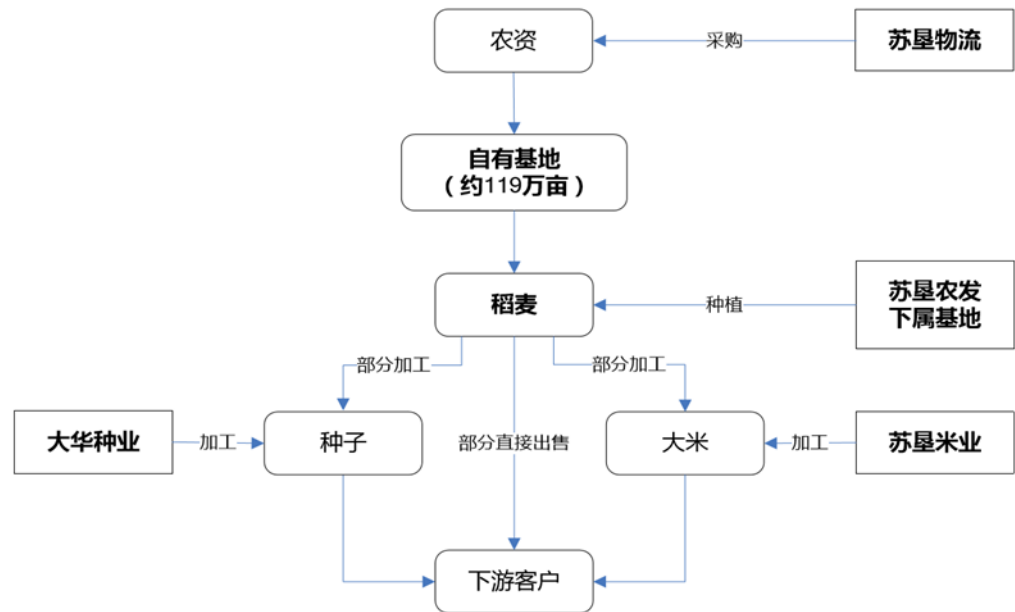
图表 2：2014-2017 年，公司归母净利润及同比



资料来源：WIND，太平洋证券整理

拥有完整的农产品质量追溯体系，产品质量领先。在产业链一体化经营的基础上，公司在水稻种植和大米加工方面建立起了生产可记录、流向可追踪、信息可查询以及责任可追究的全程质量追溯系统，可以实现从消费者至原粮生产田间的信息追溯。公司于 2008 年开始建设农产品质量追溯系统，到 2015 年下属苏垦米业公司大米的稻谷原粮种植基地可追溯面积为 60 万亩，占同期全国农垦农产品质量追溯体系的种植业产品可追溯面积的 8.98%，全国约 668 万亩。2017 年，公司大米的稻谷原粮种植基地可追溯面积增至 72.6 万亩，较 2015 年增多了 12.6 万亩，占公司种植基地总面积的 60%。

图表 3：公司拥有成熟的全产业链一体化经营体系



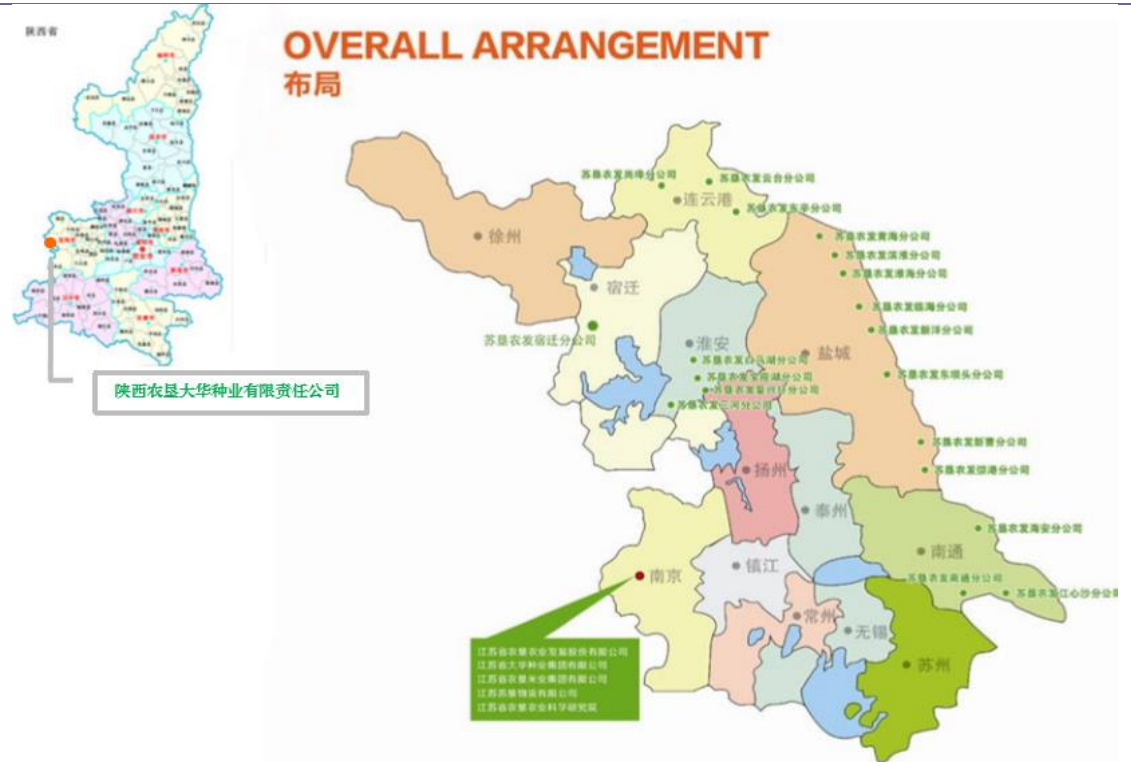
资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理

(二) 耕地资源优势突出

背靠苏垦集团，拥有丰富的耕地资源。公司控股股东江苏农垦是全国重要的农垦集团之一，拥有垦区总面积 181.8 万亩。公司发展背靠苏垦集团，由集团优质种植业资源整合而来，是江苏省内规模最大、现代化水平最高的粮食产业龙头企业和商品粮生产基地。截至 2017 年底，公司拥有约 120 万亩优质耕地，其中约 98 万亩耕地来自江苏农垦，余下 23 万亩耕地来自社会流转。

公司耕地资源优势突出，主要表现在：1、拥有天然的种植环境优势。公司绝大部分耕地分布在江苏省连云港、淮安、盐城、南通、宿迁、徐州、泰州等市县，均地处江、海、湖畔，土地肥沃，供水充足，耕地所处土壤、气象、温度、光照、降水量等生产环境非常适合耕种农作物。农业产出率较高，其大宗农作物大麦、小麦单产均高于江苏省平均水平；2、土地比较集中连片，适合于统一布局和进行机械化、集约化、标准化种植，从而降低成本和提高效率。

图表 4：公司耕地资源布局合理，优势明显



资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理

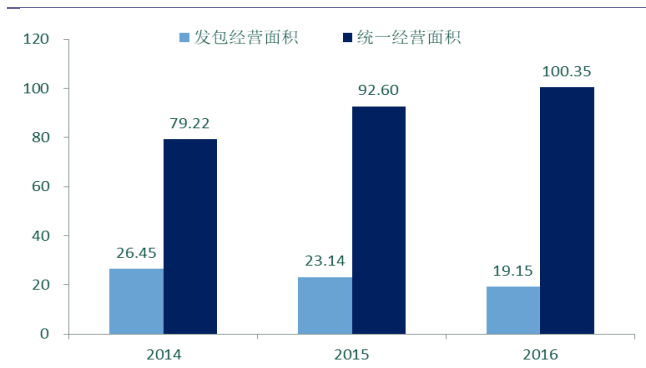
(三) 种植业务是一体化经营的核心依托

种植业务是一体化经营的基础。公司种植业务以自有优质耕地为依托，产品以水稻和大、小麦为主，主要作为原料提供给大米加工业务和种子加工业务，是米业、种业等其他一体化业务发展的基础，另有一部分以原粮形式面向市场销售。依托自有种植基地，可以实现产品质量可追溯。

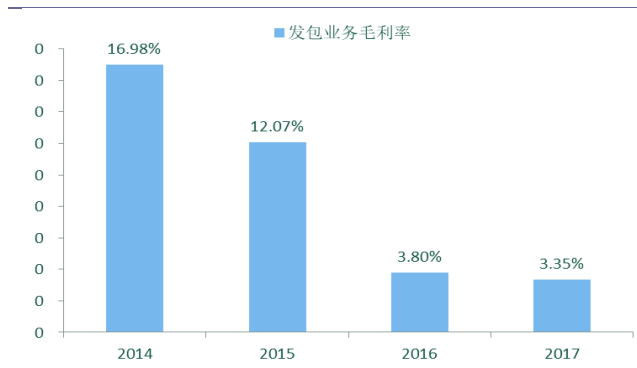
以统一经营模式为主，统一经营面积逐年增长。公司种植土地经营模式分为两种，统一经营和发包经营。统一经营模式是指公司组织农工，按照五统一的管理方式来组织生产，公司和农工共享收益和共担风险。发包经营模式是因历史原因而形成的，是由农工向公司缴纳土地承包费后自主组织生产，自担成本和独享收益。与发包经营模式相比，统一经营模式更易实现种植过程的全程管控，利于建立一体化产品质量可追溯体系，符合公司一体化发展战略，是未来主要发展模式；此外，由于发包经营需要公司负担发包职工的五险一金。随着五险一金的逐年增长，发包经营毛利率持续下降趋势形成，经济效益落后于统一经营。2017年，公司承包自农垦集团的土地中，统一经营面积为84.2万亩，比上年提高了4.1%。

图表 5: 14-16 年间，公司统一/发包经营面积

图表 6: 14-16 年间，发包经营毛利率持续下降



资料来源：WIND，太平洋证券整理



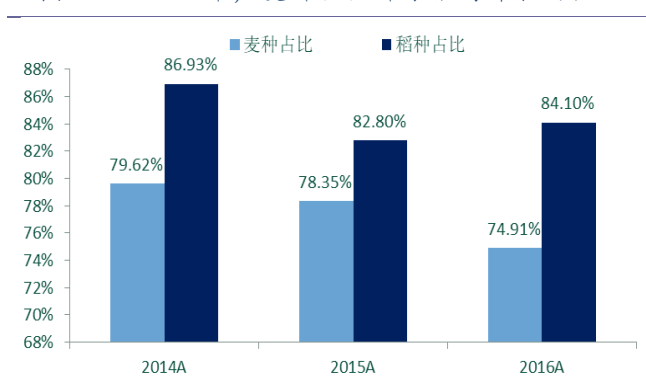
资料来源：WIND，太平洋证券整理

(四) 种子业务是一体化经营的重要延伸

制种环节以自有基地为依托，同时对外拓展。公司种子生产业务主要由全资子公司大华种业运营。大华种业是育繁推一体化企业，2017年营业收入为12.41亿元，位列全国前列。制种环节以省内自有基地为依托，同时积极向省外拓展。2014-2016年间，公司已经在陕西承包了4000亩种子原粮繁育基地，承包期限为10年，单价为400-650元/亩。

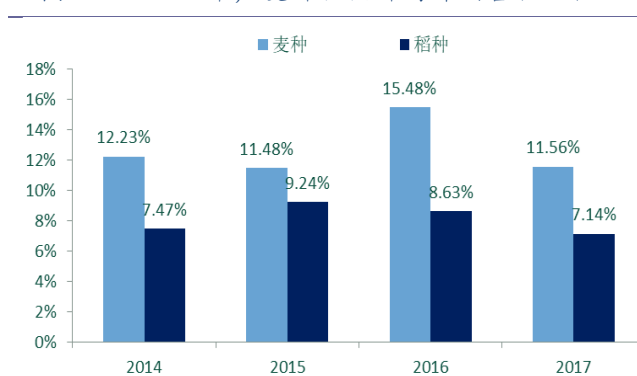
种子产品将由常规种子为主转向常规、杂交并促。目前的主导种子产品是常规水稻种子（主要为粳稻种）和小麦种子，绝大部分外销，少部分提供给内部种植业务使用。2014-2017年，麦种外销收入占比约为8-9成，稻种外销收入占比为9成以上。公司常规稻麦种子在江苏省的市占率较高，水稻种子的市占率约为40%，小麦种子的市占率约为30%。未来，公司将在保持常规种子市场优势的基础上，重点发展杂交水稻和杂交玉米种子。

图表 7：14-16 年，麦种和稻种原粮内部采购占比



资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

图表 8：14-17 年，麦种和稻种内部销售收入占比

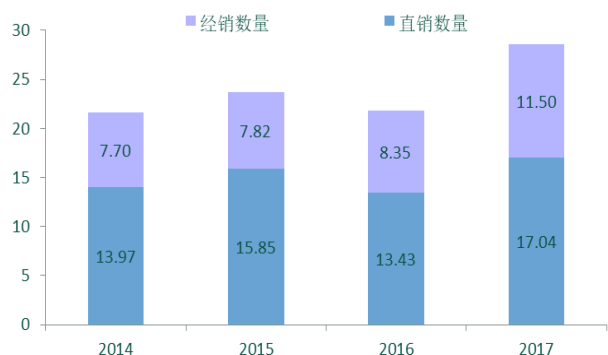


资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

自有品牌产品占比逐渐上升。公司接受委托代繁的种子产品较多，客户多为大型种子公司，如江苏天丰种业、明天种业、金土地种业、苏乐种业、沃丰种业、中江种业和安徽隆平高科、永

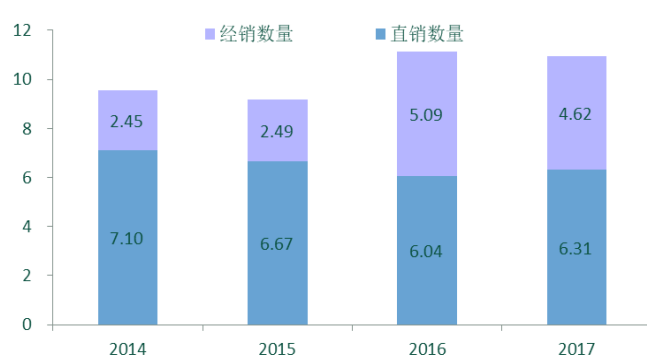
民种业等。委托代繁产品以直销为主，因此销售收入中直销占比较高。大华种业还依托下属育种研究院积极发展自有品牌产品。截至2017年中期，已经育成具有自主知识产权的“华粳”、“华麦”、“苏玉”等系列水稻、小麦以及玉米等农作物新优品种37个，其中水稻19个，小麦8个、玉米9个，取得10项植物新品种权。随着自有品牌产品的增多，占比将逐渐上升。

图表 9：14-17 年，公司麦种直销/经销数量（万吨）



资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理

图表 10：14-17 年，公司稻种直销/经销数量（万吨）

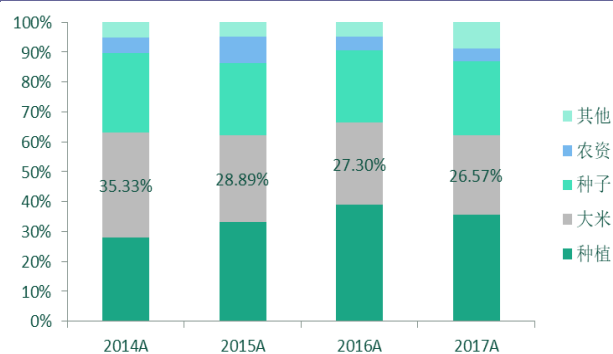


资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

（五）大米加工业务是一体化经营的重要延伸

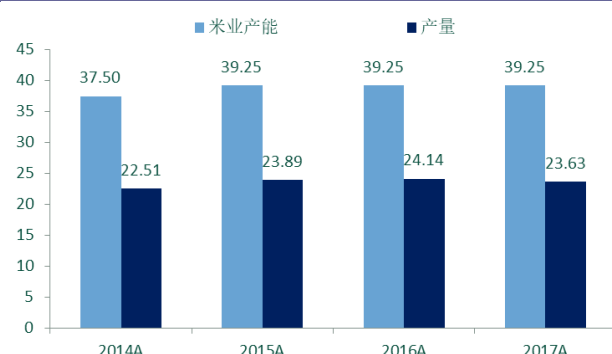
米业是主要的收入来源。公司米业由全资子公司苏垦米业运行，下辖5家米业分公司和11家子公司，分布于江苏南北区域内的水稻主产区。截至2017年底，拥有精米生产线15条，加工产能39.25万吨，实际产量为23.62万吨。2014-2017年间，米业实现营收占公司全部营收比重约3成，营业利润占公司全部营业利润比重约1成。

图表 11：14-17 年间，公司米业营收占比约 3 成



资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

图表 12：14-17 年间，公司米业产能及产量（万吨）

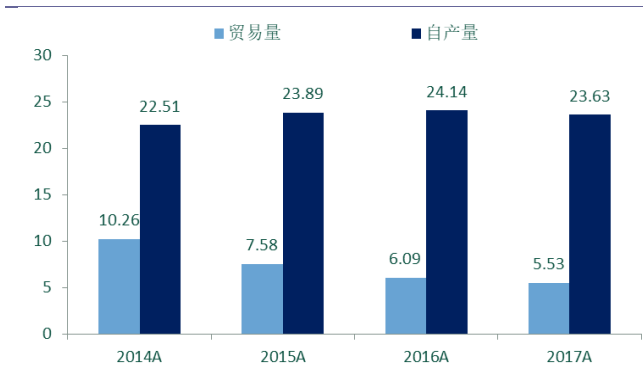


资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

米业分自产和贸易两块，贸易规模逐年缩小，自产量小幅上升。大米自产业务所需原粮主要依靠公司自有种植基地供应，部分需要外购，盈利能力较强。大米贸易业务是应商超客户需要所

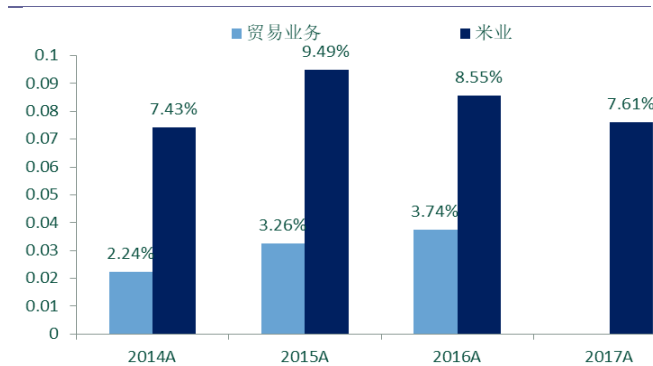
发生的，是从外部采购大米成品转手销售，毛利率比较低。14-17年间，随着大米自产量的上升，大米贸易业务规模逐渐缩小，米业毛利率稳中有升。

图表 13: 14-17 年公司大米自产量和贸易量(万吨)



资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

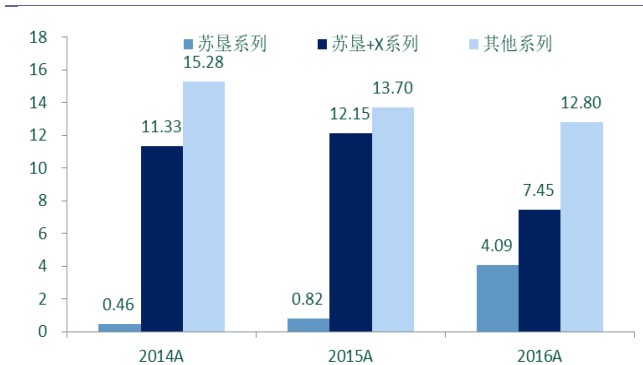
图表 14: 14-17 年间，公司米业和贸易业务毛利率



资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

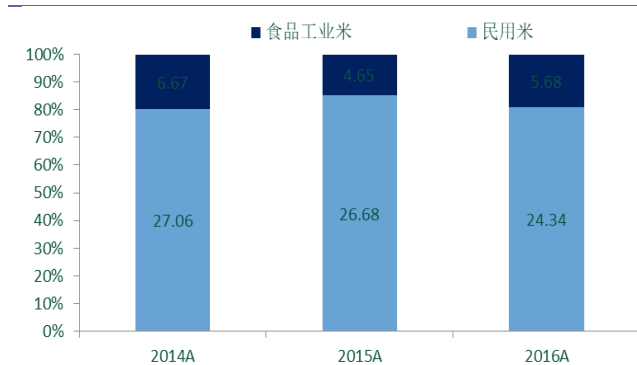
产品分民用米和工业用米两种，民用米占比约 8 成。民用米主要面向商超客户、批发市场客户、餐饮企业和学校等客户，旗下品牌有三类：1、苏垦系列，为高附加值产品，主要定位于高端市场，主导产品包括有机米、富硒米、南粳系列以及清香糯米等特色品种大米。苏垦系列产品均选择优质稻种，全程绿色或有机种植，可实现产品质量可追溯；2、苏垦+X 系列，定位于中高端市场，主导产品包括真好吃、水谷原、渠星、宝金玉、状元、冬天的雪以及泰舒清风等；3、其他系列，定位于大众市场，主要包括三特及其旗下的苏北米、海月米等多品牌系列；食品工业米主要面向米粉厂、膨化食品厂、啤酒厂以及白酒厂等食品工业企业，已经建立起稳定合作关系的大客户有亨氏、贝因美集团、百威英博、青岛啤酒、洋河酒厂等。2014-2016 年，民用米销量约占总销量的 80%，工业用米占比为 20%；民用米中，苏垦系列增长比较明显，高端产品占比逐年提升。

图表 15: 14-16 年，民用米分品牌系列销量(万吨)



资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

图表 16: 14-16 年，工业米和民用米销量(万吨)



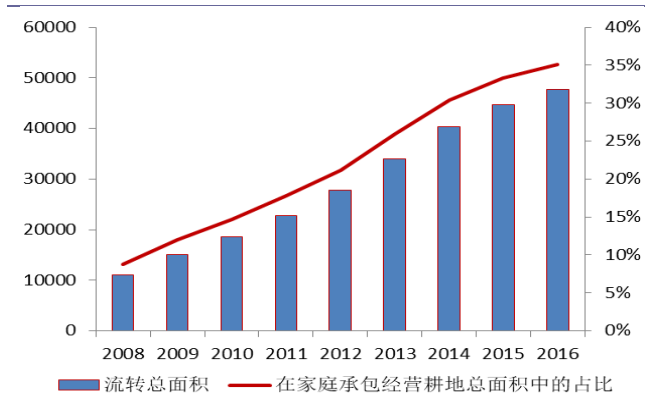
资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

二、受益农地流转，公司耕地储备规模有望不断扩大

(一) 国内政策支持农地流转

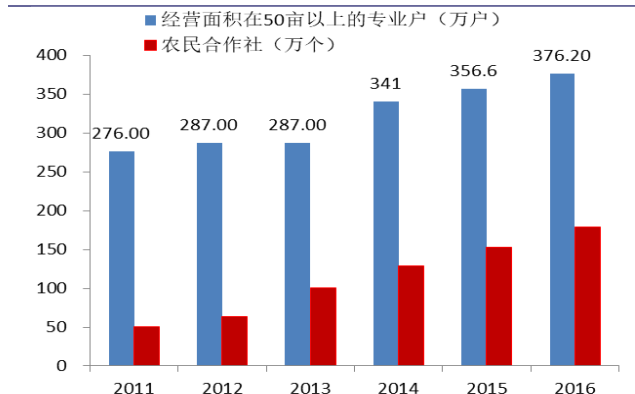
国内农地流转逐渐活跃。2014-2016年间，全国家庭承包耕地流转面积由4.03亿亩增至4.76亿亩，增长了18.11%；流转耕地面积在全国家庭承包耕地总面积中的占比由30.4%提升至35.1%；经营面积在50亩以上的专业户由341万户增至376.2万户，增长了10.32%。

图表 17: 08-16 年全国家庭承包耕地流转面积上升



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

图表 18: 11-16 年, 全国种植专业户数量稳步上升



资料来源: WIND, 太平洋证券整理

政策助力，农地流转有望进一步活跃。土地流转的基础首先是权属明晰，如果权属不清，农民参与流转的可能性就会降低，从而抑制土地流转的活跃。近年来，政府制定和出台了一系列政策法规，推动农地确权 and 赋能。2014年，中办发61号文对土地承包经营权确权登记颁证工作作出了系统部署，明确了到2018年底基本完成土地承包经营权确权登记颁证工作的任务目标。截至2017年底，全国已经推行了3轮整省试点确权工作，覆盖省份有28个。我们预计，随着确权的完成和随之而来的土地权属赋能的推进，国内农地流转将进一步活跃。

表1: 2014年以来，国内土地流转政策一览

年份	文件名	主要内容
2014.1	中央一号文件《关于全面深化改革加快推进农业现代化的若干意见》	要完善农村土地承包政策，稳定农户承包权，放活土地经营权，赋予农民对承包地占有、使用、收益、流转即承包经营权抵押、担保权能；发展多种形式规模经营，鼓励有条件的农户流转承包土地的经营权，尽快健全土地经营权流转市场。
2014.11	中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《关于引导农村土地经营权有序流转发展农业适度规模经营的意见》	要推进土地承包经营权确权登记颁证工作，用5年左右时间基本完成土地承包经营权确权登记颁证工作，鼓励创新土地流转形式、扶持粮食规模化生产。
2015.2	中央一号文件《关于加大改革创新力度加快农业现代化建设的若干意见》	推进农村集体产权制度改革。对土地等资源性资产，重点是抓紧抓实土地承包经营权确权登记颁证工作，扩大整省推进试点范围，总体上要确权到户，从严掌握确权确股不确地的范围。

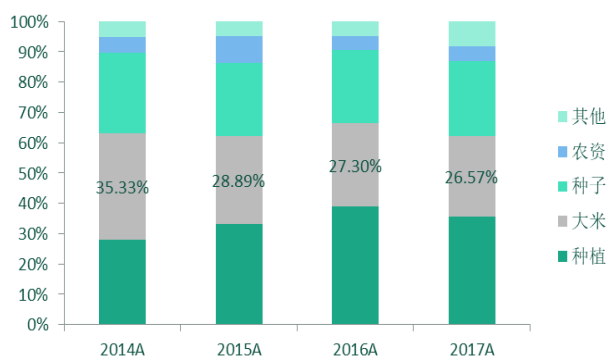
2016.1	中央一号文件《关于落实发展新理念加快农业现代化 实现全面小康目标的若干意见》	深化农村集体产权制度改革，继续扩大农村承包地确权登记颁证整省推进试点。依法推进土地经营权有序流转，鼓励和引导农户自愿互换承包地块实现连片耕种。
2017.1	中央一号文件《关于深入推进农业供给侧结构性改革 加快培育农业农村发展新动能的若干意见》	深化农村集体产权制度改革。落实农村土地集体所有权、农户承包权、土地经营权“三权分置”办法。加快推进农村承包地确权登记颁证，扩大整省试点范围。
2018.2	中央一号文件《关于实施乡村振兴战略的意见》	巩固和完善农村基本经营制度。全面完成土地承包经营权确权登记颁证工作，实现承包土地信息联通共享。农村承包土地经营权可以依法向金融机构融资担保、入股从事农业产业化经营。实施新型农业经营主体培育工程，发展多种形式适度规模经营。

资料来源：公开资料 太平洋证券整理

(二) 公司耕地储备规模将逐渐扩大

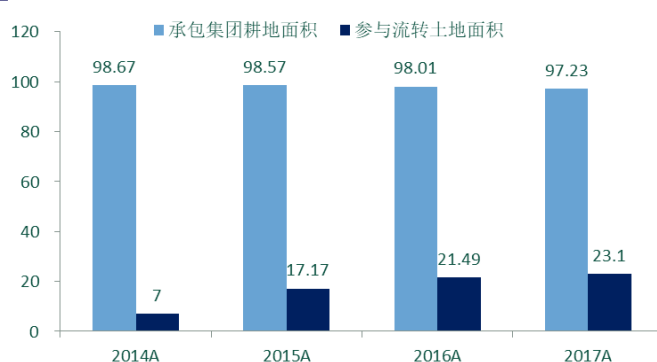
现有耕地储备约 120 万亩，有望逐渐纳入上市公司。公司业务所需耕地来源于两部分：1、向集团承包。这部分面积基本稳定在 100 万亩左右，租期长达 30 年，自 2011 年 11 月 1 日起至 2041 年 10 月 31 日止。承包价格约定每 5 年调整一次，2016 年 11 月调整为 398.33 元/亩，到 2021 年 11 月保持稳定。之后，有望跟随粮食最低收购价变动而下调；2、社会流转。截至 2017 年底，公司已与江苏省下属 10 余个市县人民政府或权力部分签署了 140 余万亩耕地流转战略合作协议，其中已经落实种植的基地有 23 万亩，余下约 120 万亩土地未来有望逐渐纳入上市公司。我们预计，18/19 年公司将新增耕地 5/10 万亩。

图表 19：14-17 年间，公司各业务营业收入占比



资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理

图表 20：14-17 年间，公司参与流转农地面积增长



资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

江苏省农地流转市场活跃，有利于公司耕地储备扩张。江苏省农地流转市场比较活跃。据统计，截至 2016 年，土地流转比重为 60.2%，在全国范围内仅次于上海（74.8%）。我们认为，江苏省农地流转市场活跃的原因在于两个方面：首先，江苏省是第二批纳入整省试点的省份，农地确权工作推进的较早，确权证为流转活跃提供了良好的基础。据统计，到 2016 年底，江苏省有 89%

的应确权行政村完成了颁证，54%通过了验收。按照部署，江苏省在 2017 年底完成全部农地确权颁证。其次，江苏省经济发达，二、三产业发展比较快，有利于吸纳农村多余劳动力。公司地处江苏，可充分利用区域优势，积极进行耕地储备扩张。

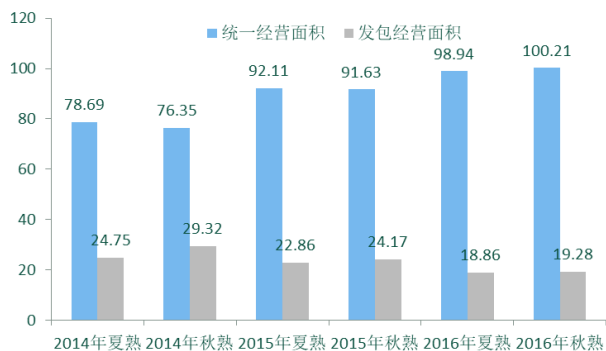
三、模式优化&人员优化，内生增长有空间

(一) 经营模式优化，集体种植面积占比提升

种植业务经营模式优化，向集体种植模式转型。种植业务经营模式分为统一经营模式和发包经营两种，统一经营模式下又可再分为集体种植和联合经营两种。联合经营和发包经营这两种模式都是过渡模式，是公司股东苏垦集团安置农场职工的历史原因形成的，不符合公司产业链一体化经营战略。公司主动控制联合经营和发包经营规模，面积逐年减少，集体种植面积及占比不断上升。

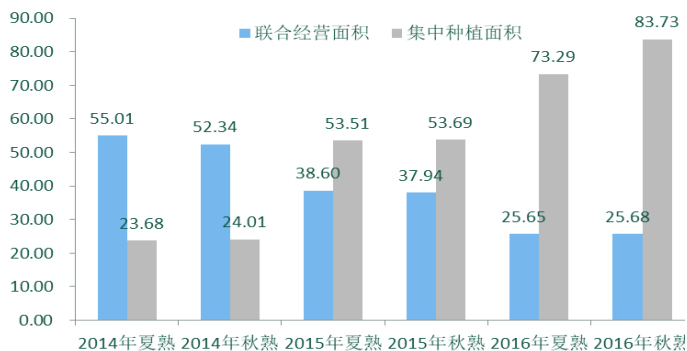
经营模式调整，业务盈利能力将获提升。发包经营模式下，公司通过收取租金来获得收入，另外需负担农场职工的五险一金和农地维护费用，不享受补贴。由于发包租金基本随行就市，且五险一金呈长期上涨趋势，发包模式毛利率逐年下降，效益不如统一经营模式。

图表 21：14-16 年，公司统一经营/发包经营面积



资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理

图表 22：14-16 年，公司联合经营/集中种植面积

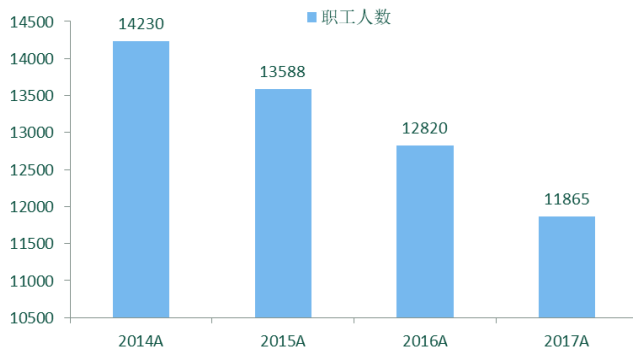


资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

(二) 人力资源优化

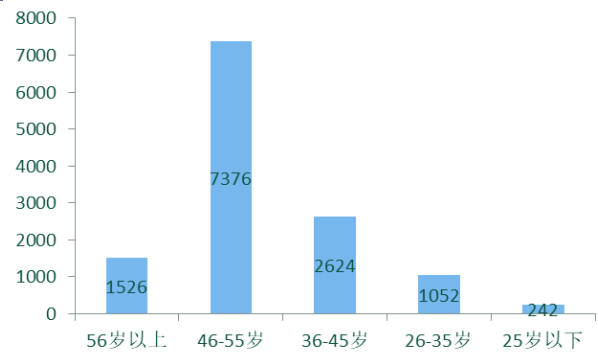
组建成立时，公司在接收集团旗下农场资产的同时接收了农场原有职工，因此总人数较多，且年龄结构偏大。近几年，公司每年约净减少 800-1000 人，人均成本约为 3 万/年，因此每年可减少人力成本开支 3000 万元。目前公司在册员工人数超过 12000 人，超过合理需求约 5000。员工构成中，50 岁以上占比较高，预计人力成本开支下降可持续 4-5 年。

图表 23：14-17 年，公司职工人数（单位：人）



资料来源：公司招股说明书，太平洋证券整理

图表 24：2016 年，公司员工年龄结构



资料来源：招股说明书，太平洋证券整理

四、盈利预测及估值

（一）盈利预测

假设 18/19 年，公司承包经营耕地面积分别为 125 万亩/135 万亩，分别较上年增加了 5 万亩/10 万亩；其中，外包耕地面积为 14 万亩/9 万亩；统一经营面积为 111 万亩/126 万亩；稻谷单产 18/19 年为 590 公斤/亩和 600 公斤/亩；小麦单产 18/19 年为 450 公斤/亩和 460 公斤/亩。

预计 18/19 年，公司营业收入分别为 44.91 亿元/50.21 亿元，净利润分别为 5.87 亿元/6.51 亿元，EPS 分别为 0.43 元/0.47 元。

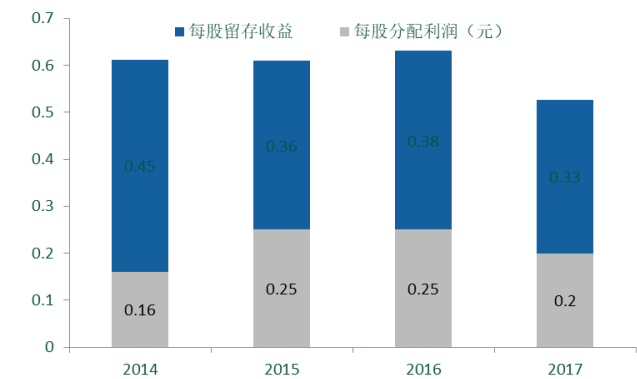
（二）估值及投资建议

截止至 2018 年 7 月 9 日，公司的收盘价为 7.20 元，总市值为 99.21 亿元，对应 18/19 年的 PE 分别为 16.9 倍/15.23 倍。

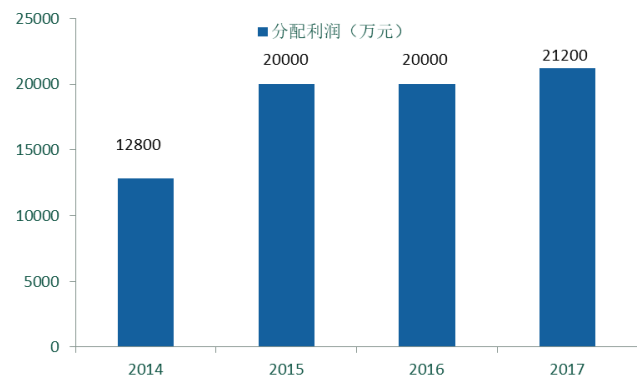
分红比例高。2014-2017 年间，每股分配利润为 0.16 元/0.25 元/0.25 元/0.2 元，分红比例基本稳定在 40%左右。从分红来看，公司可归为比较稳健的投资品种。

图表 25：14-17 年，公司分红比例基本稳定在 40%

图表 26：2017 年，公司分配利润



资料来源：WIND，太平洋证券整理



资料来源：WIND，太平洋证券整理

选取农垦板块的北大荒和亚盛集团作为可比公司，剔除掉海南橡胶（海南橡胶 2017 年业绩亏损），则 2018 年行业 PE 均值为 40.9 倍。由于亚盛集团微利，所以选取北大荒作为参考，给予公司 2018 年 22.96 倍的 PE，则目标价 9.78 为元，首次覆盖，给予买入评级。

图表 27：估值对比

证券代码	公司名称	股价 (2018-7-9)	EPS			PE		
			2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E
600598	北大荒	10.08	0.44	0.48	0.53	24.35	22.96	21.03
600108	亚盛集团	2.96	0.05	0.11	0.12	76.29	58.85	24.54
	行业平均						40.90	22.79

数据来源：wind、太平洋证券

五、风险提示

公司产品销量增长不达预期、三项费用变化不及预期、原料价格波动不及预期

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
北京销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
北京销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
北京销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
北京销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
北京销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
北京销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
上海销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
上海销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
上海销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
上海销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
上海销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
上海销售	黄小芳	15221694319	huangxf@tpyzq.com
上海销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
上海销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
广深销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
广深销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com
广深销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
广深销售	查方龙	18520786811	zhafli@tpyzq.com

广深销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
广深销售	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
广深销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。