

## 业绩稳步增长, 弹性空间提升

### 投资要点

- **业绩总结:** 公司发布2018年上半年年报。上半年内实现营业收入20.6亿元, 同比增长12%, 实现归属股东净利润3亿元, 同比增长11.5%。
- **业绩稳步增长, 农产品销售收入增加。** 苏垦农发2018年上半年营业收入同比增长12%, 主要是因农产品和农资销售收入的增加所致; 归属于上市公司股东的净利润较上年同期增加3058.6万元, 上升11.5%, 主要是由于上半年小麦市场平稳, 公司加大新小麦销售力度, 同时自有资金和募集资金理财收益增加。
- **夏粮减产, 小麦价格回升。** 国家统计局近日公布的全国夏粮生产数据显示, 2018年全国夏粮总产量13872万吨, 比2017年减产306万吨, 下降2.2%。种植面积和单位产量分别下降0.6%、1.6%。原因系: 1) 农业供给侧结构性改革大力调整农业种植结构, 倾向于增加花生、蔬菜等经济作物播种面积, 减少夏粮播种面积, 在小麦市场上去产能和去库存; 2) 棉花目标价格改革政策的实施, 促得更多农户倾向于扩棉减麦。3) 由于天气原因, 这一季水稻单产下降且品质不高。所以, 7月后, 小麦价格逐渐回升, 截止8月10日, 已达到2439元/吨。从长期来看, 由于供给侧改革与棉花价格调整, 小麦的种植面积将有所减少, 价格或将持续提升。
- **土地确权不断完善, 盈利空间巨大。** 根据2013年1月下发的的一号文件, 到2018年农村土地确权工作将会全面结束。政府制定和出台了一系列政策法规, 推动农地确权和赋能。土地流转速度加快, 未来公司流转土地面积的增长将带动公司生产规模提高。截至2017年秋播, 公司已流转土地面积22.63万亩, 规划流转土地面积共计137.9万亩。2017年公司流转土地平均每亩盈利50元左右, 而根据草根调研, 成熟流转土地和规模化种植土地每亩平均盈利分别可达到200元和400元。随着公司体系内土地效率逐渐提升, 公司盈利能力可提升空间巨大。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2018-2020年EPS分别为0.48元、0.55元、0.66元, 对应动态PE分别为17倍、15倍、12倍。考虑2019年行业平均PE20倍, 给予公司2019年20倍估值, 对应目标价11元, 维持“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。

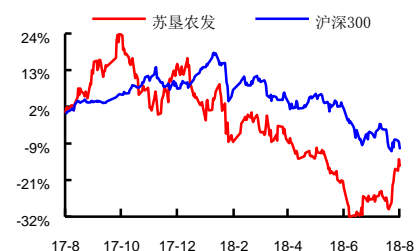
指标/年度	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	4315.52	4522.67	4812.69	5134.07
增长率	5.66%	4.80%	6.41%	6.68%
归属母公司净利润(百万元)	557.20	666.05	753.42	912.42
增长率	10.33%	19.54%	13.12%	21.10%
每股收益EPS(元)	0.40	0.48	0.55	0.66
净资产收益率ROE	10.65%	11.91%	12.73%	14.38%
PE	20	17	15	12
PB	2.13	2.01	1.90	1.77

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)	13.78
流通A股(亿股)	4.09
52周内股价区间(元)	6.65-16.04
总市值(亿元)	112.17
总资产(亿元)	67.63
每股净资产(元)	3.84

### 相关研究

1. 苏垦农发(601952): 享政策红利, 公司稳中有进 (2018-04-20)
2. 苏垦农发(601952): 政策利好, 公司稳步向上 (2017-10-27)

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	4315.52	4522.67	4812.69	5134.07	净利润	561.83	665.34	752.69	911.71
营业成本	3459.58	3469.33	3615.47	3769.81	折旧与摊销	170.19	242.06	242.06	242.06
营业税金及附加	5.04	4.72	5.22	5.50	财务费用	-4.00	-71.41	-82.59	-93.71
销售费用	141.22	158.29	178.07	179.69	资产减值损失	1.59	0.00	0.00	0.00
管理费用	319.74	339.20	365.76	385.06	经营营运资本变动	-2356.78	687.97	-444.99	-74.15
财务费用	-4.00	-71.41	-82.59	-93.71	其他	2232.64	-0.80	0.13	0.07
资产减值损失	1.59	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>605.47</b>	<b>1523.15</b>	<b>467.29</b>	<b>985.97</b>
投资收益	15.87	0.00	0.00	0.00	资本支出	-218.14	0.00	-10.00	-10.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-2196.41	-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>-2414.55</b>	<b>-10.00</b>	<b>-20.00</b>	<b>-20.00</b>
<b>营业利润</b>	<b>577.15</b>	<b>622.55</b>	<b>730.76</b>	<b>887.73</b>	短期借款	-60.90	-95.88	0.00	0.00
其他非经营损益	0.15	57.37	38.29	44.65	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>577.30</b>	<b>679.92</b>	<b>769.06</b>	<b>932.38</b>	股权融资	2288.45	0.00	0.00	0.00
所得税	15.47	14.58	16.37	20.67	支付股利	-200.00	-356.61	-426.27	-482.19
净利润	561.83	665.34	752.69	911.71	其他	-10.34	71.41	82.59	93.71
少数股东损益	4.64	-0.72	-0.73	-0.70	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>2017.22</b>	<b>-381.08</b>	<b>-343.68</b>	<b>-388.47</b>
归属母公司股东净利润	557.20	666.05	753.42	912.42	<b>现金流量净额</b>	<b>208.14</b>	<b>1132.08</b>	<b>103.61</b>	<b>577.50</b>
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2017A	2018E	2019E	2020E		2017A	2018E	2019E	2020E
货币资金	572.81	1704.89	1808.50	2386.00	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	451.79	458.46	481.26	506.87	销售收入增长率	5.66%	4.80%	6.41%	6.68%
存货	1776.31	1780.93	1856.26	1935.33	营业利润增长率	67.64%	7.87%	17.38%	21.48%
其他流动资产	2294.98	1644.17	2019.53	2058.41	净利润增长率	10.37%	18.42%	13.13%	21.13%
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA 增长率	43.87%	6.71%	12.23%	16.38%
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	1363.60	1136.49	919.37	702.25	毛利率	19.83%	23.29%	24.88%	26.57%
无形资产和开发支出	120.37	106.97	93.57	80.16	三费率	10.59%	9.42%	9.58%	9.17%
其他非流动资产	30.69	39.15	47.62	56.08	净利率	13.02%	14.71%	15.64%	17.76%
<b>资产总计</b>	<b>6610.55</b>	<b>6871.05</b>	<b>7226.11</b>	<b>7725.11</b>	ROE	10.65%	11.91%	12.73%	14.38%
短期借款	95.88	0.00	0.00	0.00	ROA	8.50%	9.68%	10.42%	11.80%
应付和预收款项	661.22	736.02	751.81	800.48	ROIC	14.64%	11.87%	15.11%	18.30%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	17.22%	17.54%	18.50%	20.18%
其他负债	575.76	548.63	561.47	582.28	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1332.87</b>	<b>1284.64</b>	<b>1313.28</b>	<b>1382.76</b>	总资产周转率	0.81	0.67	0.68	0.69
股本	1060.00	1378.00	1378.00	1378.00	固定资产周转率	3.37	3.72	4.87	6.74
资本公积	2314.12	1996.12	1996.12	1996.12	应收账款周转率	30.78	29.19	29.80	29.88
留存收益	1826.54	2135.99	2463.13	2893.36	存货周转率	2.00	1.95	1.99	1.99
归属母公司股东权益	5200.66	5510.11	5837.25	6267.48	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	106.69%	—	—	—
少数股东权益	77.02	76.31	75.58	74.87	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>5277.68</b>	<b>5586.41</b>	<b>5912.83</b>	<b>6342.35</b>	资产负债率	20.16%	18.70%	18.17%	17.90%
负债和股东权益合计	6610.55	6871.05	7226.11	7725.11	带息债务/总负债	7.19%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	4.54	5.20	5.59	5.88
					速动比率	2.96	3.55	3.91	4.22
					股利支付率	35.89%	53.54%	56.58%	52.85%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.40	0.48	0.55	0.66
					每股净资产	3.83	4.05	4.29	4.60
					每股经营现金	0.44	1.11	0.34	0.72
					每股股利	0.15	0.26	0.31	0.35
业绩和估值指标									
	2017A	2018E	2019E	2020E					
EBITDA	743.34	793.19	890.22	1036.07					
PE	20.13	16.84	14.89	12.29					
PB	2.13	2.01	1.90	1.77					
PS	2.60	2.48	2.33	2.18					
EV/EBITDA	10.95	11.96	10.53	8.48					
股息率	1.78%	3.18%	3.80%	4.30%					

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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。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
	汪文沁	机构销售	021-68415380	15201796002	wwq@swsc.com.cn
	王慧芳	机构销售	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	刘致莹	机构销售	010-57758619	17710335169	liuzy@swsc.com.cn
	贾乔真	机构销售	18911542702	18911542702	jqz@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	机构销售	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	机构销售	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn