

最稳种植户 通胀带来的投资机会

——苏垦农发（601952）半年度财报点评

2018年08月20日

推荐/首次

苏垦农发 | 中报点评

孟维肖	分析师	执业证书编号：S1480518070002	
	Mengweixiao520@sina.com	010-66554040	
程诗月	研究助理		
	chengsy_yjs@dxzq.net.cn	010-66555458	

事件：

2018年8月16日，公司发布2018年半年度报告称，2018年上半年公司实现营业收入20.65亿元，同比增长12.04%；归母净利润2.98亿元，同比增长11.45%。

公司分季度财务指标

指标	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
营业收入（百万元）	1409.87	876.9	965.98	968.65	1504	910.64	1154.03
增长率（%）	-	22.95%	5.61%	-7.44%	6.68%	3.85%	19.47%
毛利率（%）	20.16%	23.64%	18.11%	20.16%	18.52%	23.11%	14.81%
期间费用率（%）	11.96%	9.64%	9.70%	11.42%	11.18%	10.05%	9.56%
营业利润率（%）	7.64%	13.87%	15.72%	10.15%	13.65%	16.08%	14.92%
净利润（百万元）	167.58	138.12	131.06	120.17	172.49	144.81	156.30
增长率（%）	-	22.57%	08.86%	10.89%	02.93%	04.85%	19.26%
每股盈利（季度，元）	0.21	0.17	0.12	0.11	0.16	0.14	0.11
资产负债率（%）	34.48%	31.26%	20.77%	17.63%	20.16%	17.77%	20.61%
净资产收益率（%）	6.39%	5.01%	2.63%	2.36%	3.27%	2.67%	2.91%
总资产收益率（%）	4.19%	3.44%	2.09%	1.94%	2.61%	2.20%	2.31%

观点：

- 公司营业收入实现同比增长12.04%，主要与农产品和农资销售收入的增加有关；归母净利润11.45%的同比增长，主要是因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。
- 由国家统计局公布的全国夏粮生产数据显示，2018年全国小麦产量2567亿斤，比上年减少62亿斤，下降2.4%；全国小麦播种面积稳中略减，为3.51亿亩，比上年减少257万亩，下降0.7%；全国小麦单产为366公斤/亩，比上年减少6.1公斤/亩，下降1.6%。农业结构调整和气候是播种面积和单产双重减少的主因。农业供给侧结构性改革的推进使夏粮播种面积减少，部分地区播种和收获等期间的持续阴雨天气不仅带来小麦的减产，也对小麦品质造成不良影响。此外，棉花目标价格改革政策的实施，促使部分地区农户倾向于扩棉减麦。
- 公司逆势向上，夏粮总产、单产均高于历史水平，小麦总产47.04万吨，同比增长6.07%；小麦总销量16.49万吨，同比去年大幅增长128.53%；且夏粮质量保持良好，优质小麦比例高。

- 公司自 2013 年以来开始进行土地流转，随着国家农村土地承包经营权流转政策的逐步落实，公司在江苏省宿迁市、盐城市等区域积极流转原农户家庭承包经营耕地，公司耕地资源持续增加。截止 2017 年秋播，公司已流转土地面积 22.63 万亩，与江苏 20 多个县级政府签订土地流转战略协议规划流转土地面积共计 137.9 万亩。

结论：

我们预计公司未来或将受益于活跃的国内土地流转，有望推进协议落地，加速公司未来土地流转进程，纳入余下120万亩耕地，扩大耕地规模，强化优质耕地资源优势，进一步有效提升盈利空间。公司作为扎实的种植企业有望受益于通胀预期升温提高估值。

风险提示：通胀不及预期，大规模自然灾害。

公司盈利预测表

资产负债表					利润表						
单位:百万元					单位:百万元						
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合计	2571	5096	7030	7620	8324	营业收入	4084	4316	4720	5150	5887
货币资金	365	573	2021	2377	2697	营业成本	3268	3460	4377	4777	5458
应收账款	128	152	157	177	199	营业税金及附加	3	5	7	8	9
其他应收款	11	19	21	22	26	营业费用	144	141	142	155	185
预付款项	280	281	291	297	307	管理费用	309	320	354	386	442
存货	1676	1776	2246	2452	2801	财务费用	13	-4	1	1	1
其他流动资产	110	2295	2295	2295	2295	资产减值损失	2.01	1.59	2.00	0.00	0.00
非流动资产合计	1430	1515	1492	1460	1422	公允价值变动收益	0.00	0.00	500.00	530.00	550.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0.00	15.87	120.00	115.00	118.00
固定资产	1230.5	1329.	1346.	1349.	1279.	营业利润	344	577	457	469	460
无形资产	115	120	138	155	169	营业外收入	175.06	3.69	160.00	173.00	185.00
其他非流动资产	13	5	9	9	7	营业外支出	3.26	3.54	2.83	3.21	3.19
资产总计	4001	6611	8522	9080	9746	利润总额	516	577	615	639	642
流动负债合计	1251	1122	1217	1135	1159	所得税	7	15	15	15	17
短期借款	157	96	0	0	0	净利润	509	562	599	623	625
应付账款	200	192	252	268	311	少数股东损益	4	5	6	10	15
预收款项	401	246	245	152	98	归属母公司净利润	505	557	593	613	610
一年内到期的非流	24	0	130	130	130	EBITDA	624	855	604	630	626
非流动负债合计	129	211	411	611	811	EPS (元)	0.63	0.59	0.43	0.45	0.44
长期借款	0	0	200	400	600	主要财务比率					
应付债券	0	0	0	0	0		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
负债合计	1380	1333	1627	1746	1970	成长能力					
少数股东权益	66	77	83	93	108	营业收入增长	-2.25%	5.66%	9.37%	9.11%	14.31%
实收资本(或股本)	800	1060	1378	1378	1378	营业利润增长	-4.94%	67.64%	-20.74%	2.50%	-1.95%
资本公积	286	2314	3192	3192	3192	归属于母公司净利润	6.47%	3.39%	6.47%	3.39%	-0.56%
未分配利润	1294	1600	1838	2083	2327	获利能力					
归属母公司股东权	2555	5201	6812	7241	7668	毛利率(%)	19.98%	19.83%	7.27%	7.25%	7.28%
负债和所有者权	4001	6611	8522	9080	9746	净利率(%)	12.46%	13.02%	12.70%	12.10%	10.61%
现金流量表						8324					
	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	ROE(%)	19.77%	10.71%	8.71%	8.47%	7.95%
经营活动现金流	797	605	-297	-173	-236	偿债能力					
净利润	509	562	599	623	625	资产负债率(%)	34%	20%	19%	19%	20%
折旧摊销	265.92	281.70	0.00	146.65	150.25	流动比率				6.71	7.18
财务费用	13	-4	1	1	1	速动比率				4.55	4.76
应付账款的变化	0	0	-5	-19	-22	营运能力					
预收账款的变化	0	0	-1	-93	-54	总资产周转率	1.03	0.81	0.62	0.59	0.63
投资活动现金流	-190	-2415	494	515	539	应收账款周转率	28	31	30	31	31
公允价值变动收益	0	0	500	530	550	应付账款周转率	19.86	22.00	21.25	19.79	20.34
长期股权投资减少	0	0	10	0	0	每股指标(元)					
投资收益	0	16	120	115	118	每股收益(最新摊薄)	0.63	0.59	0.43	0.45	0.44
筹资活动现金流	-435	2017	1251	15	16	每股净现金流(最新)	0.22	0.20	1.05	0.26	0.23
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	3.19	4.91	4.94	5.25	5.56
长期借款增加	0	0	200	200	200	估值比率					
普通股增加	0	260	318	0	0	P/E	12.59	13.44	18.42	17.82	17.92
资本公积增加	0	2028	878	0	0	P/B	2.48	1.62	1.60	1.51	1.43
现金净增加额	173	208	1448	357	319	EV/EBITDA	9.88	9.28	15.30	14.40	14.30

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

孟维肖

本科毕业于中国农业大学，南新罕布什尔大学硕士。先后就职于多中诚信国际、鹏元资信等多家债券评级机构 2 年债券评级工作经历及中航证券研究所 3 年农林牧渔研究经历。2018 年 7 月加入东兴证券从事农林牧渔行业研究。

研究助理简介

程诗月

美国马里兰大学金融学硕士，2017 年加入东兴证券从事农林牧渔行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。