

## 证券研究报告

## 公司研究——季报点评

## 北大荒 (600598.sh)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 增持, 2018.08..28

## 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

## 刘卓 研究助理

联系电话: +86 10 83326753

邮箱: liuzhuoa@cindasc.com

## 相关研究

《北大荒 (600598.SH): 增长超预期 己亥见真容》2018.8.28

《北大荒 (600598.SH): 五年磨砺 潜龙欲试》2018.4.11

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

## 止血转型收关 坐待己亥风现

2018年10月30日

**事件:** 公司近日发布2018年三季报, 报告期内公司实现收入25.65亿元, 同比增长14.49%。实现主营业务利润20.43亿元, 同比增长6.66%, 实现归属母公司的净利润9.74亿元, 同比增长27.97%。扣除非经常性损益后损益9.80亿元, 同比增长24.48%。公司经营活动产生的净现金17.96亿元, 同比增长76.11%。

## 点评:

- **业绩稳步向好 计划目标已超:** 报告期末, 公司资产总额85.74亿元, 较上年期末增长12.13%; 归属上市公司股东的净资产65.12亿元, 较上年期末增长8.21%; 前三季度, 公司实现营业收入25.65亿元, 同比增长14.49%; 实现归属于上市公司股东的净利润9.74亿元, 同比增长27.97%。基本每股收益(扣除非经常性损益)0.55元, 同比增长28.04%; 加权平均净资产收益率15.35%, 同比增加2.57个百分点; 资产负债率25.74%, 比年初增长2.58个百分点。在去年年报中, 公司在经营计划里提出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, 目前来看已经超出预期。
- **子公司止血转型收关, 开始贡献正收益:** 今年前三季度, 包括土地承包、农产品经营、农用物资及农业服务、浩良河化肥、麦芽公司、鑫亚公司、鑫都房地产在内的主业中, 只有农用物资及农业服务和麦芽公司毛利为负, 分别为-257万元和-460万元。库存麦芽已于上年全部销售, 三季度主要为租金收入。浩良河化肥分公司同期也无尿素生产和销售形成。标志着公司这两个以前的亏损点已经处理完成。曾经令公司头痛的鑫亚公司前三季度也实现了608万元的毛利, 前三季度大举清理了亚麻库存。总体来看, 公司止血增效工作收关。
- **粮食减产趋势凸显 明年形势尤其不能低估:** 自2003年开始中国的粮食总产量一路增长, 在2015年达到历史最高峰6.2亿吨, 实现十二连增。2016年首度减产, 下滑到6.16亿吨。2017年6.17亿吨略微反弹。今年夏粮歉收, 由于每年的夏粮约占一年总产量的4成, 因此具有风向标意义。预示了2018年减产是大概率事件。根据国家粮油信息中心的预测, 从2015-2018年, 短短4年时间玉米播种面积将减少2559千公顷、稻谷减少616千公顷, 小麦减少311千公顷, 油菜籽减少534千公顷, 合计4020千公顷。
- **气候因素可能成为导火索。** 从气候上看, 今年春播期间, 吉林和辽宁的旱情导致当地玉米大面积出苗较晚; 7月下旬开始, 东北、华北陆续出现高温天气, 对玉米授粉构成影响; 近来, 湖北、湖南、江西等地因为持续高温干旱, 土地干裂稻谷成空壳。因此气候变化也是粮食减产的决定因素之一。我们认为, 明年气候因素将更加严峻。另外, 我们一贯认为, 粮

食对于一个大国来说其意义远胜于芯片，因此粮食相对芯片来说更是芯中之芯。特别是在国际局势日益乖张，且粮食安全形势压力巨大的，存在诸多巨大不可控因素的大环境下。

- **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 0.48/0.51/0.59 元，对应 PE 分别为 18/17/14 倍。考虑到在当前局势下公司战略价值，以及气候变化导致作物收成的推测、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	3,128.33	3,110.79	3,146.22
增长率 YoY %	-15.31%	-3.31%	4.54%	-0.56%	1.14%
归属母公司净利润(百万元)	735.11	779.99	853.41	902.72	1,054.36
增长率 YoY%	11.59%	6.11%	9.41%	5.78%	16.80%
毛利率%	79.23%	85.86%	85.90%	86.46%	85.90%
净资产收益率 ROE%	12.82%	13.15%	13.75%	13.73%	15.02%
每股收益 EPS(元)	0.41	0.44	0.48	0.51	0.59
市盈率 P/E(倍)	20	19	18	17	14
市净率 P/B(倍)	2.6	2.5	2.3	2.2	2.1

资料来源：Wind，信达证券研发中心预测

注：股价为 2018 年 10 月 29 日收盘价

**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	3,552.72	4,048.43	4,632.06
货币资金	939.56	1,334.04	1,846.59	2,385.01	2,920.64
应收票据	11.87	5.82	6.09	6.05	6.12
应收账款	52.50	47.89	50.06	49.78	50.35
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	7,971.12	8,305.82	8,822.94
<b>流动负债</b>	1,994.72	1,694.67	1,734.48	1,720.00	1,739.70
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	1,502.39	1,498.48	1,506.38
<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	1,741.18	1,726.69	1,746.40
少数股东权益	-124.65	-142.14	-161.27	-181.51	-205.14
归属母公司股东权益	5,841.52	6,017.78	6,391.22	6,760.63	7,281.69
<b>负债和股东权益</b>	7742.25	7646.96	7971.12	8305.82	8822.94

**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	3,128.33	3,110.79	3,146.22
同比	-15.31%	-3.31%	4.54%	-0.56%	1.14%
归属母公司净利润	735.11	779.99	853.41	902.72	1,054.36
同比	11.59%	6.11%	9.41%	5.78%	16.80%
毛利率	79.23%	85.86%	85.90%	86.46%	85.90%
ROE	12.82%	13.15%	13.75%	13.73%	15.02%
每股收益(元)	0.41	0.44	0.48	0.51	0.59
P/E	20	19	18	17	14
P/B	2.6	2.5	2.3	2.2	2.1
EV/EBITDA	14.71	15.20	12.66	12.13	10.77

**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	3,128.33	3,110.79	3,146.22
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	15.64	15.55	15.73
营业费用	34.70	24.36	62.57	62.22	62.92
管理费用	1,688.84	1,710.44	1,751.86	1,710.94	1,573.11
财务费用	-18.37	-29.67	-25.51	-27.20	-35.27
资产减值损失	-0.36	92.52	17.93	10.08	11.65
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	875.51	924.01	1,078.88
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	834.43	882.64	1,030.92
所得税	0.63	0.14	0.16	0.17	0.19
<b>净利润</b>	713.58	762.50	834.28	882.48	1,030.72
少数股东损益	-21.53	-17.49	-19.13	-20.24	-23.64
<b>归属母公司净利润</b>	735.11	779.99	853.41	902.72	1,054.36
EBITDA	1,016.51	983.68	1,181.44	1,232.99	1,388.61
EPS (摊薄)	0.41	0.44	0.48	0.51	0.59

**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	1,182.93	1,267.93	1,372.95
净利润	713.58	762.50	834.28	882.48	1,030.72
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	-18.75	18.15	-39.94
其它	-2.29	117.97	31.32	22.91	28.88
<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	512.54	538.42	535.63

## 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。

**刘卓**，农业研究助理。对外经济贸易大学金融学硕士，中国农业大学动物科学专业学士，2017 年 7 月加入信达证券研发中心，从事农业研究。

## 机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	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。