



种植景气度拐点到来, 公司龙头地位受益

投资要点

- **玉米供给缺口或进一步增加。**供给端看, 国内玉米或受草地贪夜蛾影响减产。与2019年不同, 草地贪夜蛾已在我国南部扎根繁殖, 2020年将由我国南方向北方传导。北迁的种群数量大, 且我国北方种植玉米面积较南方更多, 发生面积和危害程度将明显提升, 预计2020年我国玉米减产幅度有望控制在5%左右。从需求端来看国内生猪养殖将继续保持恢复态势, 在非洲猪瘟渐趋趋于平稳的背景下, 以规模养殖企业为首率先恢复出栏。同时禽类养殖在猪价高位的带动下, 将继续保持较高景气度, 养殖量有望进一步增长。我们预计2020年国内玉米供给缺口将进一步增长, 有望带动玉米价格抬升。另外, 2019年年底农业农村部发布《关于慈KJH83等192个转基因植物品种命名的公示》, 其中获批2个转基因玉米品种。据PhilipsMcDougall数据, 2018年在全球379亿美元种子市场中, 转基因种子比重达55%, 其中五大转基因种植国家的种植面积占比近9成, 平均应用率也已接近饱和, 中国占比仅1.5%, 市场空间庞大。
- **水稻种植景气度迎来拐点向上。**从目前来看, 蝗灾对国内农产品影响可能性较小。由于非洲蝗虫对低温耐受程度低, 而传入我国云南的途径中需要穿过低温山脉, 因此进入我国的可能性较低。但对已经受到蝗虫影响的印度、巴基斯坦等国家来看, 对全球农产品价格或将有催化。印度和巴基斯坦占全球水稻出口量33%和9%。另外, 目前蝗虫处于繁殖阶段, 下一波预计在5-6月份开始迁徙, 或有可能产生进一步灾害影响。2020年2月28日, 国家有关部门发布通知2020年稻谷收购政策, 早籼稻、中晚籼稻和粳稻最低收购价分别为每50公斤121元、127元、130元。除粳稻保持价格平稳外, 其实籼稻均比去年价格上涨0.01元/斤, 为2014年以来首次上涨。我们认为国内水稻已到了拐点向上位置。受蝗灾影响, 国际农产品价格上涨以及国内水稻最低收购价的近年来首次上涨将成为国内水稻价格上涨的有力支撑。农产品价格的提升将有效带动土地价值的抬升。
- **盈利预测与投资建议。**预计2019-2021年EPS分别为0.58元、0.67元、0.76元, 对应动态PE分别为21、19、16倍。同行业2020年平均PE为19倍, 但考虑公司拥有1000万余亩土地, 为同行业绝对龙头公司, 给予30%溢价。给予公司2020年25倍PE, 目标价16.75元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。
- **风险提示:**农产品涨价或不及预期、疫情影响农民耕种热情或不及预期、天气情况或不及预期。

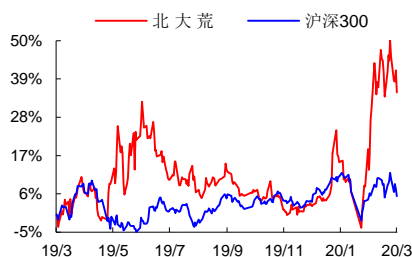
指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	3264.78	3284.16	3431.44	3617.24
增长率	9.10%	0.59%	4.48%	5.41%
归属母公司净利润(百万元)	976.48	1037.05	1183.55	1343.59
增长率	25.19%	6.20%	14.13%	13.52%
每股收益EPS(元)	0.55	0.58	0.67	0.76
净资产收益率ROE	14.51%	14.76%	15.73%	16.57%
PE	23	21	19	16
PB	3.50	3.30	3.07	2.85

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 徐卿
执业证号: S1250518120001
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)	17.78
流通A股(亿股)	17.78
52周内股价区间(元)	8.84-13.79
总市值(亿元)	220.79
总资产(亿元)	85.29
每股净资产(元)	3.81

相关研究

目 录

1 公司概况：国内种植龙头企业	1
2 行业分析：玉米迎来拐点向上，景气度有望提升	2
2.1 受虫灾影响，玉米供给或缩减	2
2.2 玉米需求或快速增长	6
2.3 国内转基因政策新突破，未来玉米种业市场规模望提升	9
3 行业分析：蝗灾催化，水稻景气度有望拐点提前	10
4 公司分析：土地板块龙头企业，资源丰富	12
5 盈利预测与估值	12
6 风险提示	13

图 目 录

图 1: 公司 2018 年主营业务结构情况	1
图 2: 公司 2018 年主营业务毛利情况	1
图 3: 公司 2006 年以来营业收入及增速	1
图 4: 公司 2006 年以来净利润及增速	1
图 5: 玉米集贸市场价格指数	2
图 6: 玉米播种面积及增速	2
图 7: 草地贪夜蛾国际蔓延轨迹	3
图 8: 草地贪夜蛾国内蔓延轨迹	3
图 9: 草地贪夜蛾蔓延速度	4
图 10: 玉米种植地区分布图	4
图 11: 草地贪夜蛾对杀虫剂的抗性水平	5
图 12: 玉米总体消费结构	7
图 13: 饲用玉米消费结构	7
图 14: 我国非洲猪瘟月爆发次数	7
图 15: 生猪养殖规模变化图 (头)	8
图 16: 养殖企业生猪销售数据	8
图 17: 白羽鸡 2018 年至今祖代鸡引种量单月同比	8
图 18: 白羽鸡和鸡苗价走势	8
图 19: 鸡蛋平均批发价	9
图 20: 全球转基因玉米种植面积	9
图 21: 蝗灾迁徙路径	10
图 22: 印度的作物种植区分布和菜籽种植比例	11
图 23: 水稻库消比	11
图 24: 籼稻、粳稻价格同比	11

表 目 录

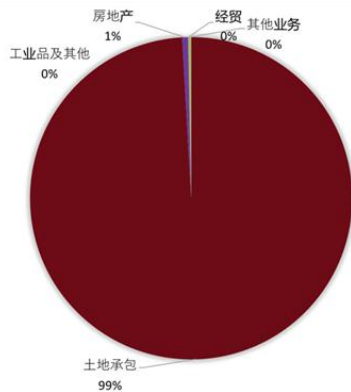
表 1: 近年来关于玉米种植调整政策变化	2
表 2: 草地贪夜蛾迁徙时间表	3
表 3: 害虫防治措施	4
表 4: 分区治理对策	6
表 5: 黑龙江地区主要农作物以及耕地面积	12
表 6: 分业务收入及毛利率	13
表 7: 可比公司盈利预测相对估值	13
附表: 财务预测与估值	14

1 公司概况：国内种植龙头企业

北大荒是我国目前规模最大的农业类上市公司和优质商品粮生产基地。截止 2018 年末，公司资产总额 79.7 元，拥有 17 家分公司、7 家子公司、参股 7 家公司。主要从事土地发包经营；水稻、玉米等粮食作物的生产和销售；尿素的生产、销售；与种植业生产相关的技术、信息及服务；化肥零售(仅限分支机构经营)，以及房地产开发与销售。

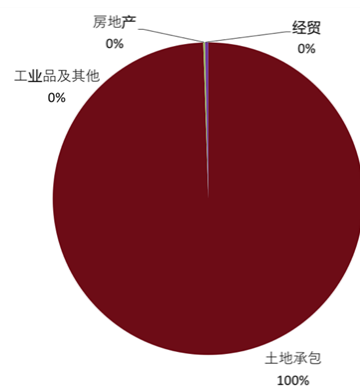
公司主营业务结构：2019 年上半年以来，公司收入主要来自农业，营业收入为 16.7 亿元，占比 99%；房地产占比 1%；农业贡献 13.4 亿元毛利，约占总毛利 100%。

图 1：公司 2018 年主营业务结构情况



数据来源：Wind，西南证券整理

图 2：公司 2018 年主营业务毛利情况



数据来源：Wind，西南证券整理

公司业绩状况：年初以来，公司以实现农业高质量、高效益发展为工作目标，重点采取了一系列提质增效和节本降耗举措，在农业新品种种植、新技术推广、新机械更新和数字化建设方面持续发力，并取得了扎实成效。

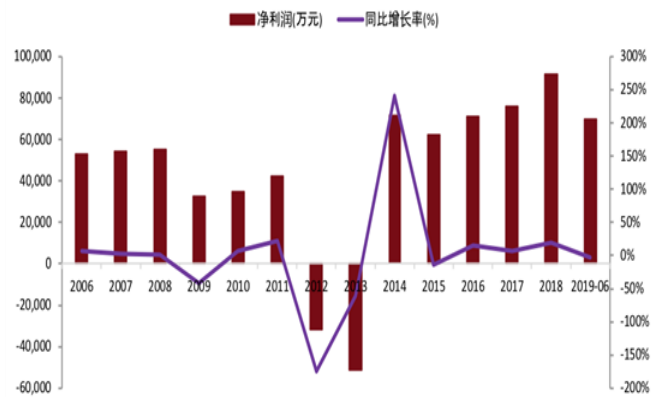
报告期内，公司实现营业收入 16.9 亿元，同比下降 4.1%；实现利润总额 6.9 亿元，同比下降 4.3%。收入和利润下降主要是由于报告期内销售被法院执行回的丽水雅居项目商品房数量同比大幅减少等原因所致，该项目住宅已于去年基本销售完毕。

图 3：公司 2006 年以来营业收入及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

图 4：公司 2006 年以来净利润及增速



数据来源：公司公告，西南证券整理

2 行业分析：玉米迎来拐点向上，景气度有望提升

2.1 受虫灾影响，玉米供给或缩减

自 2016 年开始，国家首次在中央一号文件中提出调减非优势区玉米种植面积，鼓励种植大豆、花生等农作物。之后每年的中央一号文件中，都继续提到要继续调减玉米种植面积，且加快消化玉米等库存。玉米种植面积和价格双双下行，导致玉米种植景气度低迷。从《2019 年种植业工作重点》中看，国家政策对玉米态度有所转变，从继续调减改为稳定玉米生产，巩固玉米结构调整结构。我们预计 2020 年来时，我国玉米种植面积有望保持稳定，景气度有望迎来拐点向上。

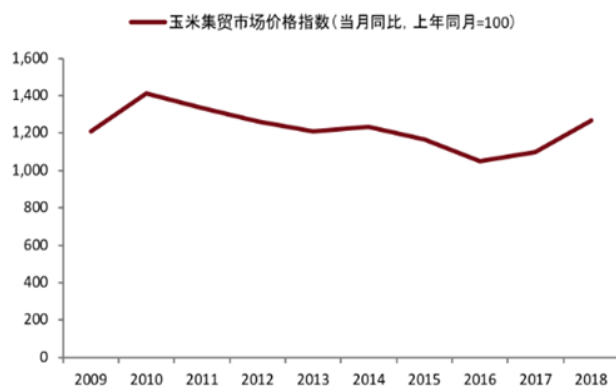
表 1：近年来关于玉米种植调整政策变化

文件	重点内容
《2016 年中央一号文件》	“7...启动实施种植业结构调整规划，稳定水稻和小麦生产，适当 调减非优势区玉米种植 ...” “22...按照市场定价、价补分离的原则，积极稳妥推进玉米收储制度改革，在使玉米价格反映市场供求关系的同时，综合考虑农民合理收益、财政承受能力、产业链协调发展等因素， 建立玉米生产者补贴制度 ...”
《2017 年中央一号文件》	“1...粮食作物要稳定水稻、小麦生产，确保口粮绝对安全，重点发展优质稻米和强筋弱筋小麦， 继续调减非优势区籽粒玉米 ，增加优质食用大豆、薯类、杂粮杂豆等...” “2...发展规模高效养殖业。稳定生猪生产，优化南方水网地区生猪养殖区域布局，引导产能向环境容量大的地区和玉米主产区转移...” “26...坚定推进玉米市场定价、价补分离改革，健全生产者补贴制度，鼓励多元市场主体入市收购，防止出现卖粮难。采取综合措施促进过腹转化、加工转化，多渠道拓展消费需求， 加快消化玉米等库存 ...”
《2018 年中央一号文件》	“(四) ...通过完善拍卖机制、定向销售、包干销售等， 加快消化政策性粮食库存 ...”
《2019 年种植业工作要点》	“...将稻谷、小麦作为必保品种，稳定玉米生产，确保谷物基本自给、口粮绝对安全...” “1...完善稻谷、小麦最低收购价，玉米、大豆生产者补贴政策，更好发挥市场机制作用...” “2...力争全年大豆和油料面积增加 500 万亩以上...” “9... 巩固非优势区玉米结构调整成果...”

数据来源：农业部，西南证券整理

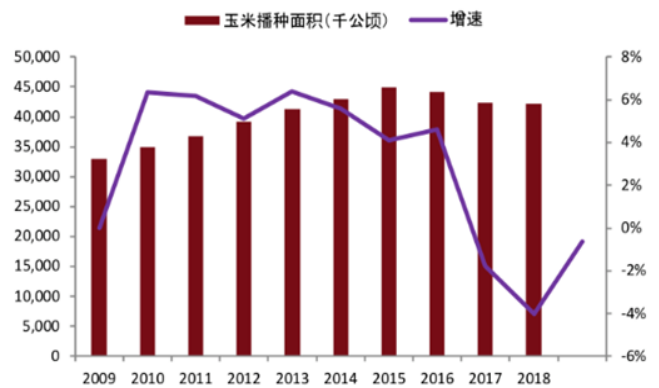
根据数据显示，2018 年我国玉米播种面积继 2017 年之后继续下降，已经达到相对低点。经过这两年的行业调整，不少小企业亏损严重。考虑到保护农民收益，预测明年制种面积不会继续减少。

图 5：玉米集贸市场价格指数



数据来源：Wind，西南证券整理

图 6：玉米播种面积及增速



数据来源：Wind，西南证券整理

从供给端看，2020 年或将受到草地贪夜蛾的影响，导致玉米减产。草地贪夜蛾起源于南美洲和中美洲，蔓延到了墨西哥、美国和加拿大。具有适生区域广、迁飞速度快、繁殖能力强、防控难度大的特点。是联合国粮食及农业组织 (FAO) 全球预警的重要农业害虫。2019 年 1 月 13 日确认传入我国云南省。自 2019 年 1 月首次入侵中国以来，已经对全国 26 省 1538 个县的 1500 多万亩作物构成威胁。

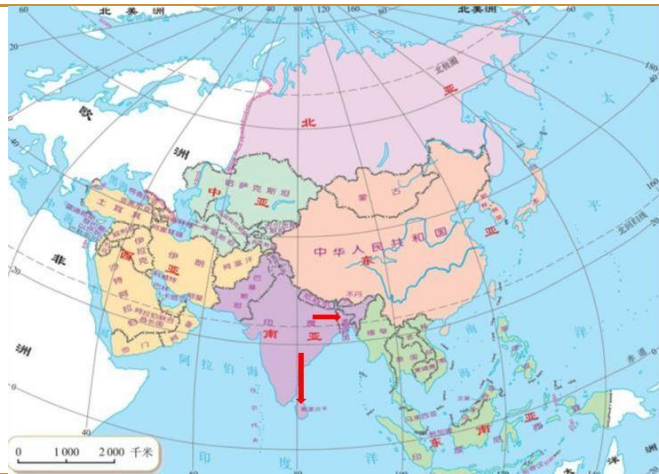
表 2：草地贪夜蛾迁徙时间表

时间	重点内容
2016 年	首次出现在尼日利亚，两年内入侵非洲 44 个国家，由于几乎没有天敌，横扫非洲各地玉米，造成玉米年减产 830 万到 2060 万吨。
2018 年 5 月	入侵印度，3 个月蔓延全印度。
2018 年 8 月	联合国粮农组织向全球发出预警。
2018 年 11 月下旬	进入孟加拉和斯里兰卡。
2018 年 12 月中旬	入侵缅甸，受灾面积达 80 万亩。
2019 年 1 月	进入中国，对全国 26 个省的 1500 多万亩作物构成威胁。

数据来源：农业部，西南证券整理

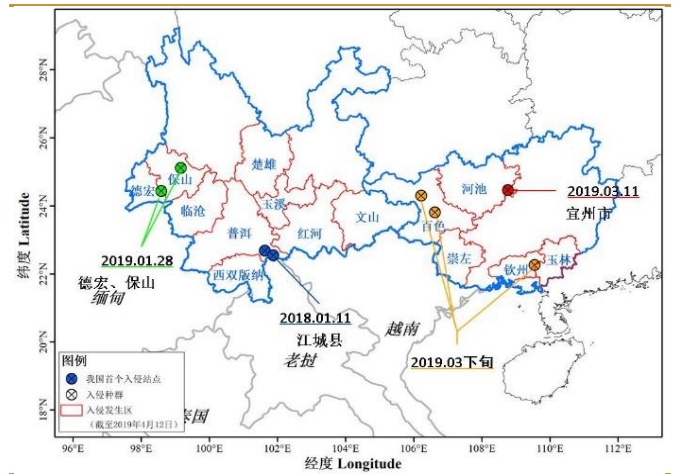
吴孔明院士认为，草地贪夜蛾已在我国热带、亚热带地区完成定殖过程，预计 2020 年春季后将可能进入全面爆发危害阶段。草地贪夜蛾具有能吃、能飞、能生、难防四大特点，草地贪夜蛾一次起飞如果没有合适的地方降落，可以在空中飞行 500-1000 公里。2019 年我国经过层层阻防，将草地贪夜蛾的发生时间推迟了一个月，挽救了 1 亿亩的玉米，目前，进入中国的草地贪夜蛾均为玉米型，不会对水稻造成危害。草地贪夜蛾对大多数农药均有抗性，仅氯虫苯甲酰胺等少数效果较好。

图 7：草地贪夜蛾国际蔓延轨迹



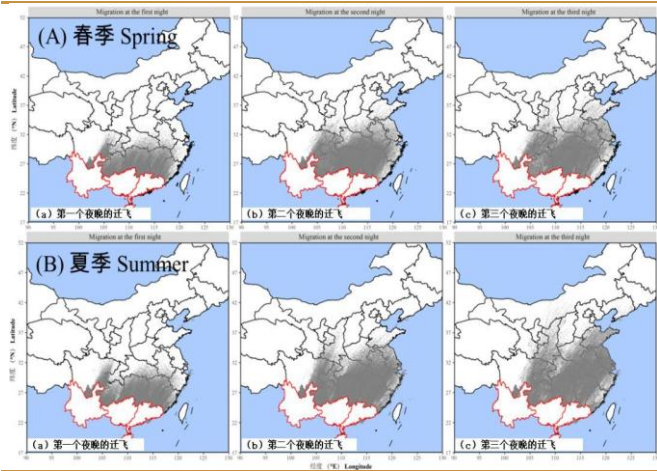
数据来源：搜狐，西南证券整理

图 8：草地贪夜蛾国内蔓延轨迹



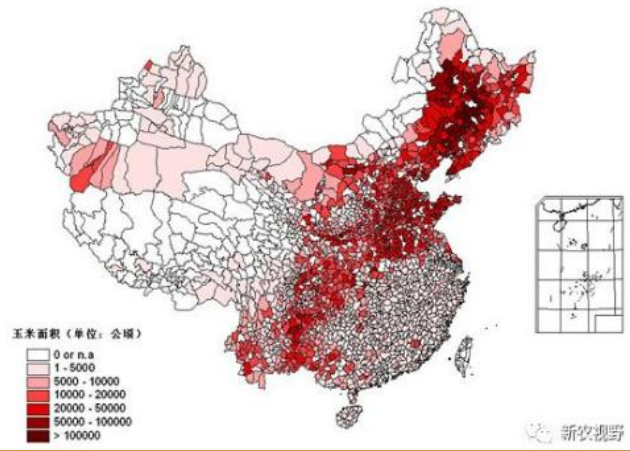
数据来源：搜狐，西南证券整理

图 9：草地贪夜蛾蔓延速度



数据来源：搜狐，西南证券整理

图 10：玉米种植地区分布图



数据来源：新农视野，西南证券整理

在缅甸发现草地贪夜蛾时，中国农业科学院植保所和全国农技推广中心病虫害测报处立即在云南边境布防监控。2019 年 1 月 11 日，云南省普洱市发现草地贪夜蛾幼虫危害玉米后，蔓延速度出乎预期。截至 4 月 18 日，草地贪夜蛾在云南省 8 市（州）48 县见虫，广西 8 市 18 县见虫。

目前与 2019 年不同的是，草地贪夜蛾已在我国南部扎根繁殖，2020 年将由我国南方向北方传导。2020 年草地贪夜蛾北迁的种群数量大，时间将提前，且我国北方种植玉米面积较南方更多更广，为害格局将发生明显的变化。西南区为害将持续加重，草地贪夜蛾在迁飞过渡区如不能得到很好控制，一旦大量迁入重点防范区，发生面积和危害程度将明显提升。

当前阶段，我国传统的害虫防治措施主要包括四种：农业防治，理化诱控，生物防治和化学防治。

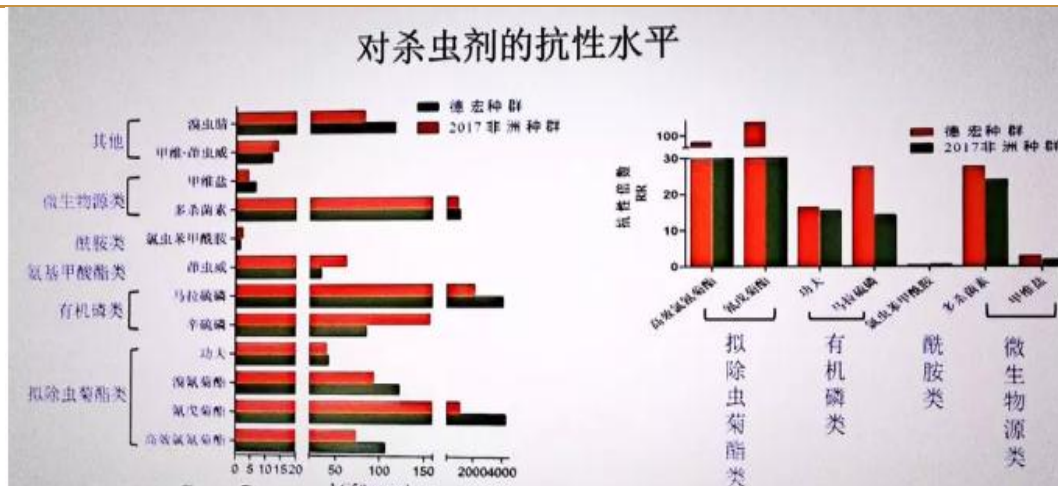
表 3：害虫防治措施

防控措施	具体措施	措施解释
农业防治	种子处理技术和抗性品种	种子处理技术：种子包衣或药剂拌种，可预防玉米出苗后受害。目前还没有成熟的种子处理技术推荐，国内外的一些单位正在或即将做田间试验，来探索应用技术。 抗性品种：目前国外还没有具有抗性或耐受性的玉米品种，预计国内的玉米不具备抗性。 Bt 玉米：将苏云金芽孢杆菌 (Bt) 基因转入玉米，实现玉米转基因的 Bt 玉米具有抗性，据报道，草地贪夜蛾在美国和巴西一些地区对 Bt 玉米产生了抗性。
	调整玉米播种期	避免玉米幼苗期与草地贪夜蛾的幼虫期相遇。 避免晚种和交错种植(即同一地区在不同日期种植)，因为这将持续地在当地为草地贪夜蛾提供最喜欢的食物(即玉米幼株)。
	平衡施肥技术	健康植物能够更好地抵御草地贪夜蛾害虫侵袭和破坏。 玉米化肥施用不均衡，尤其是过量施用氮肥可增加雌性草地贪夜蛾产卵量。
	生物多样性技术	农田的生物多样性可减少草地贪夜蛾的入侵并保护天敌资源。 草地贪夜蛾喜欢在大片玉米单一种植区产卵。 玉米与其他作物间作或玉米附近有草地贪夜蛾不喜欢的植物，如豆科植物等，则草地贪夜蛾继续飞行

防控措施	具体措施	措施解释
		并掠过那些与它不喜欢的植物混合种植的玉米而到其他地方产卵。
	推拉(诱集-趋避)技术	在肯尼亚、乌干达和坦桑尼亚干旱地区,至少 250 名农民采用气候智能趋避-诱集 技术对草地贪夜蛾(S. frugiperda)防控的观察表明, 每株植物的草地贪夜蛾幼虫数量减少, 从而使植株损害减少。该技术需要使用一种趋避性间作植物(山蚂蝗属植物发挥“趋避”作用)和一种诱集植物(象草/ 臂形草属杂草发挥“诱集”作用)。
理化诱控	灯光诱杀技术	我国在云南开展 20 多种不同波长杀虫灯的田间诱杀试验, 尚没有在田间大量使用。关于诱杀成虫的有效波长和效果评价还有待于继续试验研究, 有待于开发出高效的诱虫灯。
	物理防治措施 (非洲采取的措施)	人工摘除卵块 人工捕捉杀灭幼虫 针对玉米心叶的防控措施: 草木灰、细土、沙子、木屑、肥皂水 焚烧处理带有虫源的植物残体
生物防治	寄生天敌 (印度田间调查结果)	短管赤眼蜂(Trichogramma pretiosum) 夜蛾黑卵蜂(Telenomus remus Nixon) 寄生于草地贪夜蛾卵 草地贪夜蛾幼虫寄生蜂: 茧蜂(Hymenoptera: Braconidae)
	捕食性天敌 (印度田间调查结果)	捕食螨(Andrallus spinidens) 瓢虫 Coccinellids 捕食蜂(Eocanthecona furcellata) 蠼螋 Earwig Forficula sp.
化学防治		由于草地贪夜蛾刚入侵我国, 国内尚无登记农药可用。 截至 2017 年, 美洲地区的草地贪夜蛾已对至少 29 种杀虫剂产生了抗性

数据来源: 中国农业科学网, 西南证券整理

图 11: 草地贪夜蛾对杀虫剂的抗性水平



数据来源: 中国农业科学网, 西南证券整理

预计草地贪夜蛾危害程度将明显重于 2019 年。原因有二: 1) 去年草地贪夜蛾已在我国热带、亚热带地区完成定殖过程。在我国境内由繁殖区到玉米主产区传播速度更快。为害格局将发生明显的变化。2) 由于草地贪夜蛾是首次入侵, 而且下半年随着秋冬季节的气温下降, 草地贪夜蛾怕冷, 开始进入产卵蛰伏期, 所以去年草地贪夜蛾的入侵并未对我国粮食造成像其他国家那样严重的减产, 影响不是很大。但是我国去年冬季是暖冬气候, 非常有助于草地贪夜蛾大规模产卵过冬, 所以今年春夏很有可能爆发大规模的草地贪夜蛾虫害。

在正常情况下，参考海外经验草地贪夜蛾或可以造成 20% 的玉米减产，从目前看农业部及各地防控意识较强，因此我们预计 2020 年我国玉米减产幅度有望控制在 5% 以内。

表 4：分区治理对策

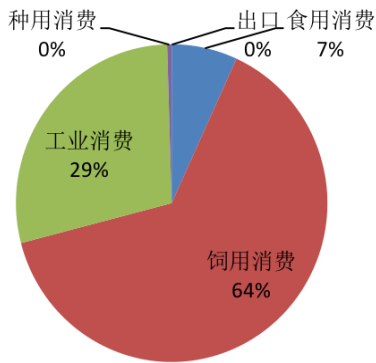
	地理区位	玉米地位	种植制度	治理对策
周年繁殖区	广东、广西、海南、云南 4 省份	2017 年玉米种植面积为 235.51 万公顷，占全国玉米种植总面积的 5.55% 产量约为 1239.1 万吨，占全国玉米总产量的 4.78%	常年有玉米种植，且气候适合，是草地贪夜蛾周年繁殖区，为来年草地贪夜蛾在全国范围的发生提供了虫源	加强可持续治理和关键时期防控，控制当地危害，减少迁出虫量 冬春季节重点关注周年繁殖区的玉米田，压低春季向北扩散蔓延的虫源基数 春季重点在华南和西南南部冬玉米区实施群防群治与统防统治相结合，压低一代基数 防治上要借助南部地区植被多样，天敌昆虫资源丰富的特点，充分利用生态防控
中部地区 (过渡带)	湖南、湖北、重庆、四川、浙江、福建、江西、上海等地区	2017 年玉米种植面积约为 459.56 万公顷，占全国玉米种植总面积的 10.84% 产量约为 2369.6 万吨，占全国玉米总产量的 9.15%	常年既有春玉米，又有夏玉米，为草地贪夜蛾的继续北迁提供了优越的寄主条件，为草地贪夜蛾在全国范围的发生提供了过渡虫源	5 月中旬开始，伴随西南季风，草地贪夜蛾可从南部地区进一步迁飞至中部地区，并以中部地区作为过渡继续北迁 6-7 月份可迁入黄淮海及北方玉米主产区 针对中部过渡带地区，春末夏初应对入侵扩散区实施统防统治，提高防控效率效果、减少虫源迁出数量
黄淮海及北方玉米主产区 (迁入区)	河南、河北、北京、天津、山东、山西、江苏、安徽、陕西、黑龙江、吉林、辽宁、内蒙古、宁夏等地区。	2017 年玉米种植面积约为 2924.38 万公顷，占全国玉米种植总面积的 68.97% 产量约为 18638.8 万吨，占全国玉米总产量的 71.94%	既有春玉米，也有夏玉米，为大面积连片的单一种植模式，玉米面积占 40% 以上。 生物多样性极差 ，草地贪夜蛾大规模迁入极易造成大面积的毁灭性的损失	受春季与夏季盛行西南季风的影响，我国南部地区的草地贪夜蛾主要向北和东北方向迁飞 6-7 月份迁入该玉米主产区 6-9 月，要加强虫情监测预报，关注玉米苗期到抽雄吐丝期草地贪夜蛾的发生为害情况，做好关键时期应急防控

数据来源：中国农业科学网，西南证券整理

2.2 玉米需求或快速增长

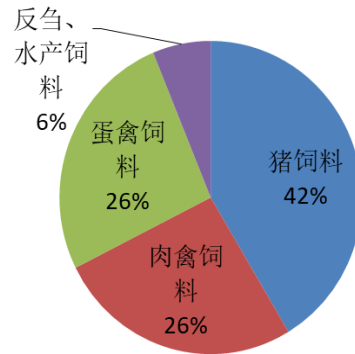
从国内玉米消费结构看，整体饲料消费占比约 64%，工业消费占 29%，其余为食用消费、出口和种用消费。而根据农产品期货网数据来看，2019 年由于我国爆发非洲猪瘟致使生猪养殖行业受损，整体饲用玉米消费结构发生变化。蛋禽、肉禽饲料消费占 52%，猪用玉米饲料消费占比为 42%。

图 12: 玉米总体消费结构



数据来源: 卓创资讯, 农产品期货网, 西南证券整理

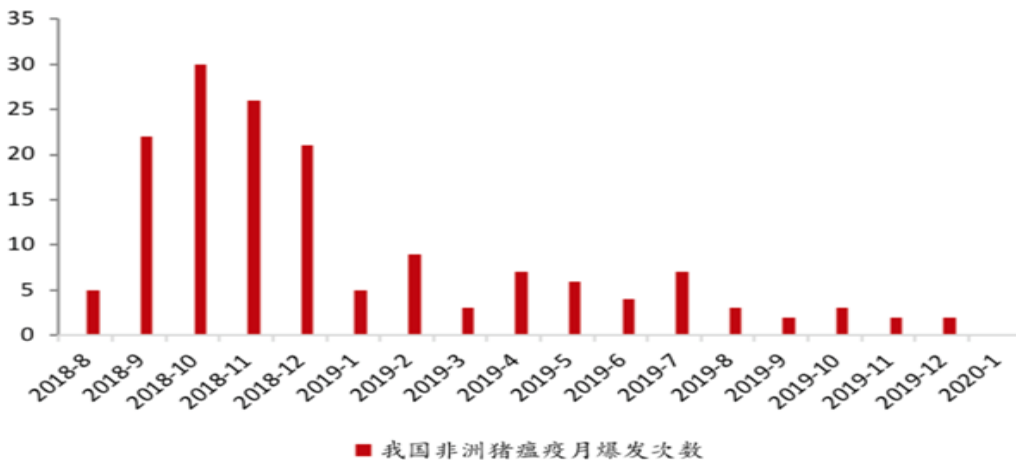
图 13: 饲用玉米消费结构



数据来源: 农产品期货网, 西南证券整理

从我国生猪养殖角度看, 2020 年供给有望一定程度恢复。在经过 2019 年一年的疫情影响后, 我国养殖密度有所下降, 且防范手段不断进步, 非洲猪瘟疫情发生频率趋于平稳。2018 年 8 月 3 日, 我国首例非洲猪瘟疫情在辽宁沈阳暴发, 至今已发生 18 个月, 2018 年 5 个月发生 99 起, 2019 年发生 63 起, 除 4 月之外, 其他 11 个月的疫情发生数都保持在个位数, 2020 年 1 月还出现零疫情, 同时全国 162 起非洲猪瘟疫区全部解锁。根据官方公布数据统计。考虑到非洲猪瘟发生频次开始降低, 预计 2020 年养殖意愿或有所恢复。

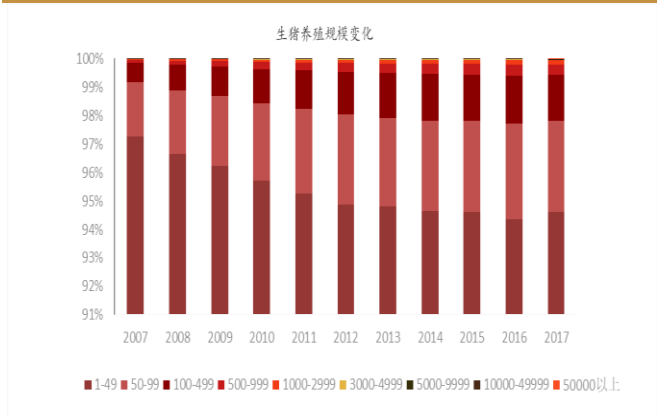
图 14: 我国非洲猪瘟月爆发次数



数据来源: 大畜牧, 西南证券整理

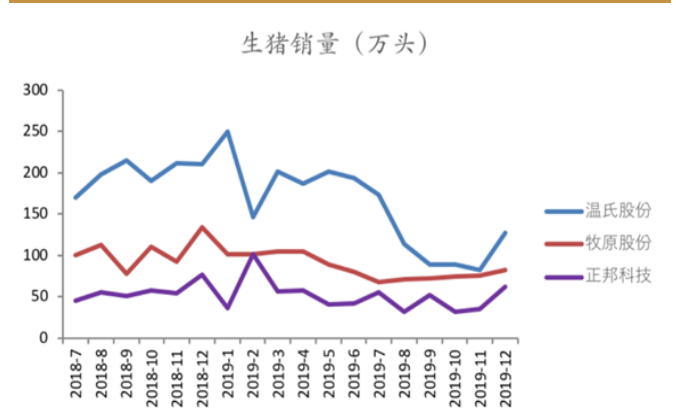
养殖规模化是现代化畜牧业的重要标志, 也推动着畜牧业的进一步发展。在过去, 我国养殖业以家庭分散养殖为主, 未形成规模化养殖, 在一定程度上限制着养殖现代化的发展。从 2007 年起, 我国政府不断推出针对畜牧业的补贴政策, 补贴力度也在持续加强, 对养殖产业进行大力扶植。2014 年 1 月 1 日起施行的《畜禽规模养殖污染防治条例》作为第一部针对畜禽养殖污染防治的法规性文件, 提出了应考虑环境承载能力, 科学规划养殖区域, 合理布局科学养殖。此后更多的环保法律法规也相继发布, 对畜牧业的环保要求也逐步加强。中小规模的养殖散户在补贴政策和环保压力的双重冲击之下, 加速退出市场。大型养殖场凭借资金优势及政策补贴优势迅速扩张, 2016 年第三次全国农业普查结果显示, 规模化生猪养殖存栏占比为 62.9%, 规模化家禽养殖存栏占比达到 73.9%。

图 15: 生猪养殖规模变化图 (头)



数据来源: wind, 西南证券整理

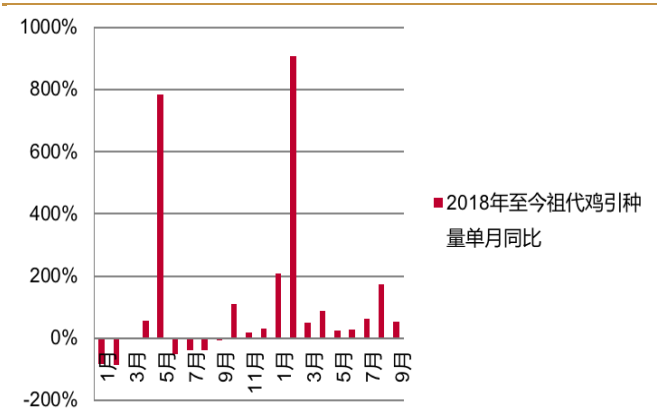
图 16: 养殖企业生猪销售数据



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

从禽类养殖来看, 预计 2020 年养殖量将继续保持高增长。2018 年 10 月份祖代鸡引种量同比翻倍, 后续一直保持 50% 以上的累计同比增幅。从白羽鸡, 鸡苗价来看, 价格有上升趋势。截止至 2020 年 2 月 28 日, 白羽肉鸡主产区均价 6.6 元, 环比增长 28.2%。肉鸡苗主产区均价 3.7 元, 环比增长 80.5%。2019 年 12 月肉禽养殖利润同比上升 71.5% 至 1886.5 元/羽, 利润上升将会带动销量上升。在引种量, 价格, 利润利好的趋势下, 预计养殖户将会增加肉禽存栏量。2019/20 白羽鸡饲用玉米需求将有上升的可能, 肉禽饲用需求将显著增长。

图 17: 白羽鸡 2018 年至今祖代鸡引种量单月同比



数据来源: Wind, 西南证券整理

图 18: 白羽鸡和鸡苗价走势



数据来源: Wind, 西南证券整理

从鸡蛋批发价看, 2019 年创出历史新高, 2019 年 12 月达到 1326.3 元/公斤, 同比上涨 28%。虽然短期回调较多, 但后续受高生猪价格支撑, 蛋禽产品价格将持续明显上涨。由于蛋禽养殖的驱动因素主要为鸡蛋价格, 因此预计蛋鸡养殖户仍会继续扩张, 2019/20 蛋禽饲用玉米需求将继续呈现上涨态势。

图 19: 鸡蛋平均批发价



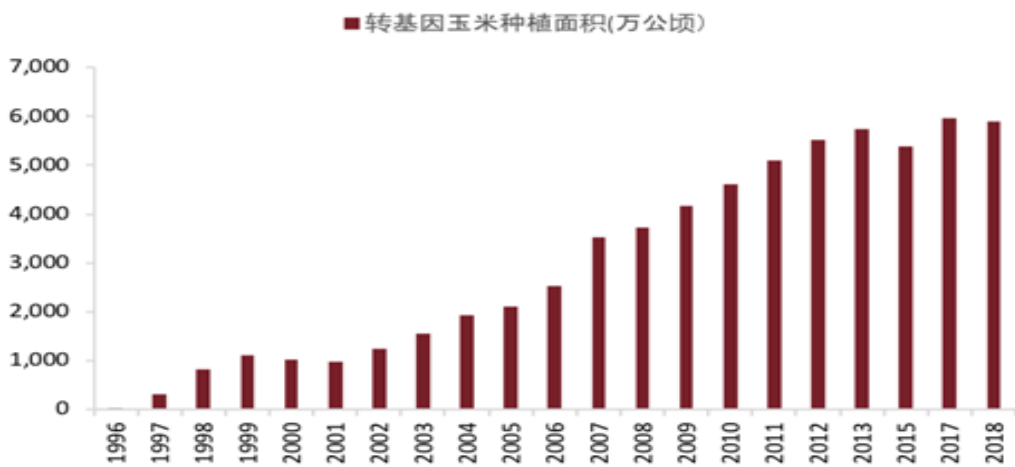
数据来源: Wind, 西南证券整理

2.3 国内转基因政策新突破，未来玉米种业市场规模望提升

2019年12月30日，农业农村部科技教育司发布了《关于慈KJH83等192个转基因植物品种命名的公示》。此次获批的2个玉米品种为北京大北农生物技术有限公司的DBN9936抗虫耐除草剂玉米，以及杭州瑞丰生物科技有限公司和浙江大学的双抗12-5玉米，适宜生态区域均为北方春玉米区。包括黑龙江、吉林、辽宁、内蒙古、宁夏、河北和陕西的北部等区域，约对应2-2.5亿亩的种植面积，相当于国内玉米总种植面积的1/2。如顺利商业化，凭借着抗虫等性状优势，转基因玉米事件有望在北方春玉米区快速抢占市场份额。

据种子和农药咨询公司PhilipsMcDougall数据，2018年在全球379亿美元种子市场中，转基因种子比重达55%，其中五大转基因种植国家的种植面积占比近9成，平均应用率也已接近饱和，中国占比仅1.51%，市场空间庞大。

图 20: 全球转基因玉米种植面积



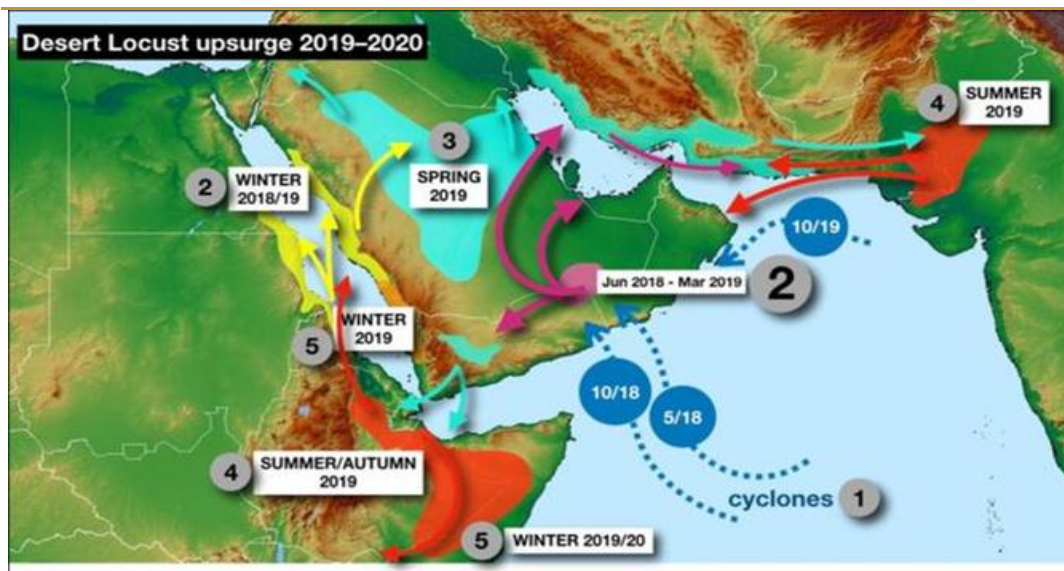
数据来源: Wind, 西南证券整理

3 行业分析：蝗灾催化，水稻景气度有望拐点提前

我国飞蝗有东亚飞蝗、亚洲飞蝗和西藏飞蝗 3 种，其中东亚飞蝗在我国分布范围最广，危害最严重，是造成我国蝗灾的最主要飞蝗种类，主要危害禾本科植物（玉米、水稻、小麦、高粱、甘蔗），是农业害虫。独居蝗虫性格温和、危害性不大，但聚集蝗虫攻击性强、食欲大增。聚集的原因一方面为气候干燥所致，另一方面为食物匮乏。世界上几种重要的蝗虫种类包括：非洲沙漠蝗（非洲沙漠地区）；非洲飞蝗（非洲）；东亚飞蝗（东南亚）；条纹飞蝗（东非）；褐色拟飞蝗（南非）等等。沙漠蝗被认为是世界上最具破坏性的迁徙性害虫。在外界环境刺激下，此类蝗虫形成的蝗群密度大，流动性强。此外，每天要消耗相当于自身体重的食物，它们的目标食物是粮食作物及植被。

此次蝗灾从去年 12 月起，蝗虫在东非地区就开始不断蔓延。当前蝗虫影响区域主要集中在环阿拉伯海沿线，除毛里塔尼亚和摩洛哥等地区有蝗虫情况报道外，西非整体影响较小，虫灾影响主要分布在东非和中西亚地区。从蝗虫的飞行路径来看，印度-东南亚-巴基斯坦-新疆-我国南方（云南、贵州、广西）。

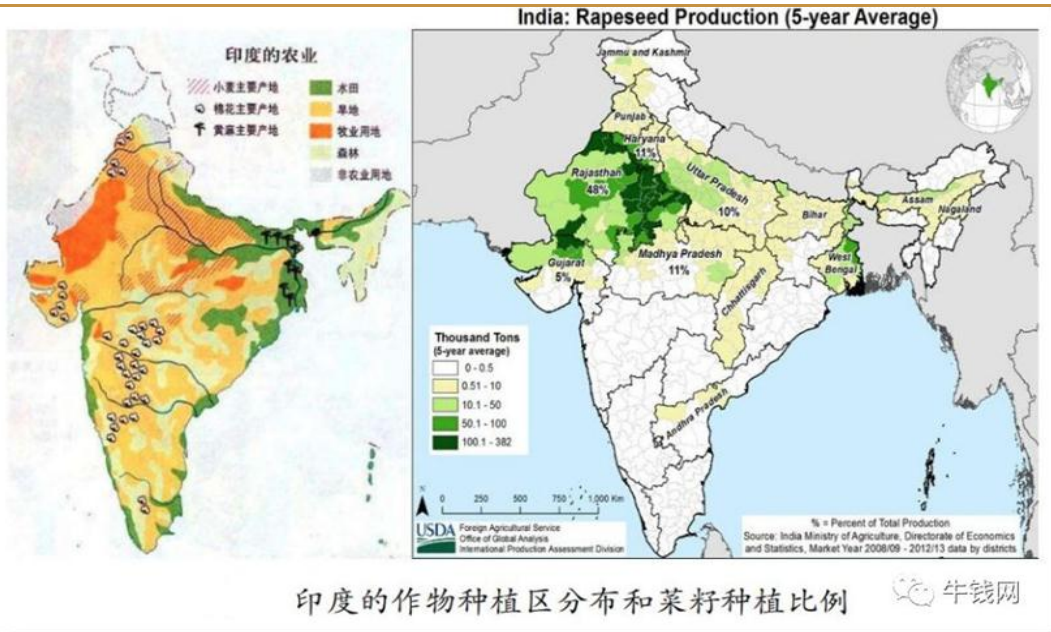
图 21：蝗灾迁徙路径



数据来源：联合国粮农组织，西南证券整理

蝗虫飞入中国所经过这些地区是水稻、白糖、棉花、橡胶的主产区。玉米、小麦、水稻等都是蝗虫喜爱等食物。农产品的大行情往往是由供给端驱动的，受灾主要地区印度等地，从进口角度看，棉花、糖和小麦、大麦、稻米、玉米和花生占比较高，这些品种都是受影响较大的品种。综上，我们判断沙漠蝗虫灾害可能导致印度等地水稻、棉花、糖和小麦等农产品造成很大等影响。

图 22: 印度的作物种植区分布和菜籽种植比例

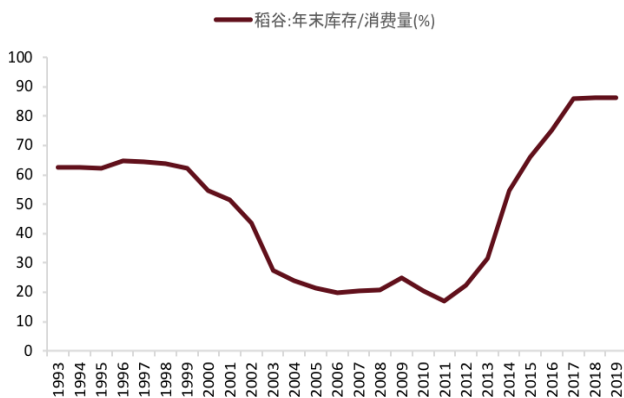


数据来源: 新浪财经, 西南证券整理

从目前来看, 此次蝗灾对国内农产品影响可能性较小。由于非洲蝗虫对低温耐受程度低, 而传入我国云南的途径中需要穿过低温山脉, 因此进入我国的可能性较低。但对已经受到蝗虫影响的印度、巴基斯坦等国家来看, 对全球农产品价格或将有催化。印度和巴基斯坦占全球水稻出口量 33% 和 9%。另外, 目前蝗虫处于繁殖阶段, 下一波预计在 5-6 月份开始迁徙, 或有可能产生进一步灾害影响。

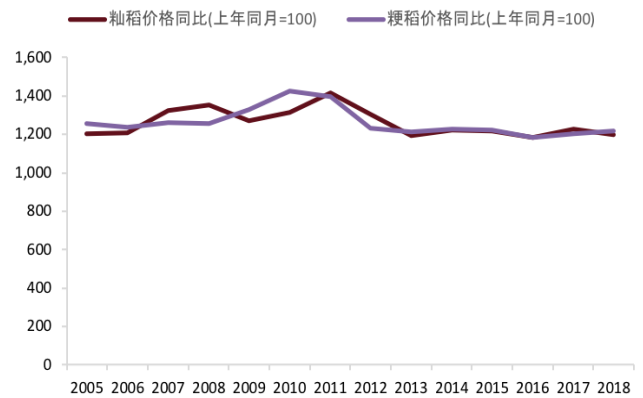
2020 年 2 月 28 日, 国家有关部门发布通知 2020 年稻谷收购政策, 早籼稻、中晚籼稻和粳稻最低收购价分别为每 50 公斤 121 元、127 元、130 元。除粳稻保持价格平稳外, 其实籼稻均比去年价格上涨 0.01 元/斤, 为 2014 年以来首次上涨。

图 23: 水稻库存比



数据来源: wind, 西南证券整理

图 24: 籼稻、粳稻价格同比



数据来源: wind, 西南证券整理

综上所述, 我们认为国内水稻已到了拐点向上位置。受蝗灾影响, 国际农产品价格上涨以及国内水稻最低收购价的近年来首次上涨将成为国内水稻价格上涨的强有力支撑。农产品价格的提升将有效带动土地价值的抬升。

4 公司分析：土地板块龙头企业，资源丰富

公司为北大荒集团下属唯一上市公司。黑龙江北大荒农垦集团总公司地处我国东北部小兴安岭南麓、松嫩平原和三江平原地区。辖区土地总面积 5.54 万平方公里，现有耕地 4363 万亩、林地 1384 万亩、草地 509 万亩、水面 388 万亩，是国家级生态示范区。有效灌溉面积 2784 万亩，占耕地面积的 64%。建成生态高产标准农田 2616 万亩，占耕地总面积的 60%。农业机械化率达 99.4%。拥有农用飞机 98 架，年航化作业能力 2400 万亩。粮食仓储能力 2249 万吨，烘干能力 2100 万吨。

集团成员分布黑龙江省 12 个地市、61 个县市区。分布在全省 12 个市，总人口 167.3 万人。下辖 9 个管理局、113 个农牧场，983 家国有及国有控股企业。公司所在黑龙江省农业发达、经济作物品种繁多，种植面积 1695 万亩，占黑龙江农作物总面积的 10%，产值占种植业总产值的 20%。

表 5：黑龙江地区主要农作物以及耕地面积

地区	主要农作物	耕地面积	
黑龙江省	宝泉岭	水稻、小麦、玉米、大豆等	449 万亩
	红兴隆	水稻、玉米、大豆等	48 万公顷
	建三江	水稻、旱田作物等	802 万亩
	牡丹江	水稻、玉米、大豆等	974 万公顷
	绥化	水稻、玉米、大豆等	2994.1 万亩
	北安	水稻、玉米、大豆、小麦、杂粮杂豆等	439 万亩
	齐齐哈尔	水稻、玉米、大豆等	13.6 万公顷
	九三	大豆、玉米、酒用高粱、马铃薯和杂粮杂豆、鲜食玉米、中草药等	379.1 万亩
	哈尔滨	水稻、玉米、大豆等	182 万公顷

数据来源：中国农业种植网，西南证券

公司是我国目前规模较大、现代化水平较高的种植业上市公司和重要的商品粮生产基地。公司拥有丰富的耕地资源和可垦荒地资源，主要分布在世界最肥沃的三大黑土带之一的三江平原上，是一个举世闻名的“天然粮仓”。土地总面积 1296 万亩，耕地面积 1158 万亩，拥有友谊、八五二、七星、八五六等 16 家农业分公司。

5 盈利预测与估值

关键假设：

- 1) 考虑玉米水稻种植景气度上升将带动土地价值提升，租金或有可能提升。我们预计公司 2019-2021 年土地承包业务土地面积租金和土地面积保持 1%、5%、6% 的增长。
- 2) 考虑玉米和水稻或有可能受到虫灾影响导致减产，我们预计公司 2019-2021 年农产品及农业农资销量增速为 -5%、-5%、-5%。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表：

表 6: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
土地承包	收入	2,676.97	2,703.74	2,838.93	3,009.26
	增速	4.48%	1.00%	5.00%	6.00%
	毛利率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
房地产	收入	233.10	256.41	282.05	310.26
	增速	521.93%	10.00%	10.00%	10.00%
	毛利率	35.49%	30.00%	33.00%	33.00%
商品流通业	收入	25.23	26.49	27.82	29.21
	增速	-	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	23.98%	20.00%	23.00%	25.00%
农产品及农业用资	收入	20.16	19.15	18.19	17.28
	增速	-69.57%	-5.00%	-5.00%	-5.00%
	毛利率	4.27%	3.00%	5.00%	7.00%
工业用品	收入	0.02	0.00	0.00	0.00
	增速	-99.95%	-10.00%	-	-
	毛利率	0.00%	-	-	-
其他业务	收入	309.30	278.37	264.45	251.23
	增速	6.93%	-10.00%	-5.00%	-5.00%
	毛利率	-0.79%	1.00%	1.00%	1.00%
合计	收入	3,264.8	3,284.2	3,431.4	3,617.2
	增速	9.10%	0.59%	4.48%	5.41%
	毛利率	84.67%	84.93%	85.74%	86.33%

数据来源: 公司公告, 西南证券

表 7: 可比公司盈利预测相对估值

代码	简称	股价 (元) 2020/03/11	每股收益 (元)			市盈率		
			18A	19E	20E	18A	19E	20E
600598	北大荒	13.01	0.55	0.58	0.67	24	22	20
行业均值						19.69	-	18.86
601952	苏垦农发	8.08	1.11	1.32	1.67	19.69	-	18.86

数据来源: wind, 西南证券整理

预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.58 元、0.67 元、0.76 元, 对应 PE 分别为 21、19 倍和 16 倍。同行业 2020 年平均 PE 为 19 倍, 但考虑公司拥有 1000 万余亩土地, 为同行业绝对龙头公司, 给予 30% 溢价。给予公司 2020 年 25 倍 PE, 目标价 16.75 元, 首次覆盖, 给予“买入”评级。

6 风险提示

农产品涨价或不及预期、疫情影响农民耕种热情或不及预期、天气情况或不及预期。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	3264.78	3284.16	3431.44	3617.24	净利润	915.30	988.16	1130.54	1282.96
营业成本	500.61	494.84	489.48	494.57	折旧与摊销	232.72	600.78	600.78	600.78
营业税金及附加	41.53	28.67	31.88	35.00	财务费用	0.28	1.11	2.27	2.99
销售费用	17.64	32.84	34.31	36.17	资产减值损失	29.94	0.00	0.00	0.00
管理费用	1667.83	1707.76	1715.72	1736.27	经营营运资本变动	-1134.06	-9.37	-50.58	-103.39
财务费用	0.28	1.11	2.27	2.99	其他	1269.70	-41.44	-62.82	-64.80
资产减值损失	29.94	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	1313.87	1539.24	1620.19	1718.54
投资收益	46.53	53.50	60.20	64.10	资本支出	147.84	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-1152.87	53.50	60.20	64.10
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1005.03	53.50	60.20	64.10
营业利润	1044.40	1072.44	1217.98	1376.34	短期借款	0.00	337.81	-337.81	0.00
其他非经营损益	-111.23	-74.51	-74.50	-77.65	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	933.18	997.93	1143.48	1298.69	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	17.88	9.77	12.94	15.73	支付股利	-479.97	-600.89	-638.16	-728.31
净利润	915.30	988.16	1130.54	1282.96	其他	0.06	-1.11	-2.27	-2.99
少数股东损益	-61.18	-48.89	-53.00	-60.63	筹资活动现金流净额	-479.91	-264.19	-978.24	-731.30
归属母公司股东净利润	976.48	1037.05	1183.55	1343.59	现金流量净额	-171.07	1328.56	702.15	1051.34
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	313.52	1642.08	2344.23	3395.57	成长能力				
应收和预付款项	306.40	390.61	386.31	400.52	销售收入增长率	9.10%	0.59%	4.48%	5.41%
存货	246.54	230.42	229.28	233.55	营业利润增长率	26.74%	2.68%	13.57%	13.00%
其他流动资产	2179.17	2192.11	2290.41	2414.43	净利润增长率	20.04%	7.96%	14.41%	13.48%
长期股权投资	715.99	715.99	715.99	715.99	EBITDA 增长率	23.08%	31.07%	8.76%	8.74%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	3208.07	2621.68	2035.28	1448.88	毛利率	84.67%	84.93%	85.74%	86.33%
无形资产和开发支出	419.13	409.69	400.25	390.81	三费率	51.63%	53.03%	51.07%	49.08%
其他非流动资产	584.64	579.69	574.74	569.80	净利率	28.04%	30.09%	32.95%	35.47%
资产总计	7973.47	8782.27	8976.49	9569.55	ROE	14.51%	14.76%	15.73%	16.57%
短期借款	0.00	337.81	0.00	0.00	ROA	11.48%	11.25%	12.59%	13.41%
应付和预收款项	1195.57	1228.15	1262.63	1299.47	ROIC	17.65%	17.47%	21.71%	26.60%
长期借款	4.45	4.45	4.45	4.45	EBITDA/销售收入	39.13%	50.98%	53.07%	54.74%
其他负债	465.54	516.67	521.84	523.41	营运能力				
负债合计	1665.56	2087.09	1788.93	1827.34	总资产周转率	0.42	0.39	0.39	0.39
股本	1777.68	1777.68	1777.68	1777.68	固定资产周转率	1.01	1.14	1.49	2.10
资本公积	2420.22	2420.22	2420.22	2420.22	应收账款周转率	97.78	119.00	96.60	103.55
留存收益	2313.32	2749.48	3294.87	3910.15	存货周转率	0.79	1.41	1.41	1.43
归属母公司股东权益	6511.22	6947.39	7492.77	8108.05	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	101.74%	—	—	—
少数股东权益	-203.32	-252.20	-305.21	-365.84	资本结构				
股东权益合计	6307.91	6695.18	7187.56	7742.21	资产负债率	20.89%	23.76%	19.93%	19.10%
负债和股东权益合计	7973.47	8782.27	8976.49	9569.55	带息债务/总负债	0.27%	16.40%	0.25%	0.24%
					流动比率	1.97	2.27	3.15	3.78
					速动比率	1.81	2.15	3.01	3.64
					股利支付率	49.15%	57.94%	53.92%	54.21%
业绩和估值指标					每股指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E					
EBITDA	1277.41	1674.33	1821.03	1980.11	每股收益	0.55	0.58	0.67	0.76
PE	22.61	21.29	18.65	16.43	每股净资产	3.55	3.77	4.04	4.36
PB	3.50	3.30	3.07	2.85	每股经营现金	0.74	0.87	0.91	0.97
PS	6.76	6.72	6.43	6.10	每股股利	0.27	0.34	0.36	0.41
EV/EBITDA	16.62	12.09	10.55	9.17					
股息率	2.17%	2.72%	2.89%	3.30%					

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
	持有：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-20%与-10%之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%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。

本报告及附录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”，且不得对本报告及附录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及附录的，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：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

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	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyf@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	陈霄（广州）	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn