

苏垦农发 (601952.SH) 种植全产业链龙头，粮价上行驱动业绩高增

2021 年 01 月 13 日

——公司首次覆盖报告

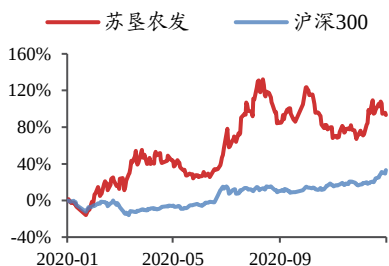
投资评级：买入（首次）
陈雪丽（分析师）

chenxueli@kysec.cn

证书编号：S0790520030001

日期	2021/1/12
当前股价(元)	13.66
一年最高最低(元)	17.26/6.02
总市值(亿元)	188.23
流通市值(亿元)	188.23
总股本(亿股)	13.78
流通股本(亿股)	13.78
近 3 个月换手率(%)	120.62

股价走势图



数据来源：贝格数据

● 自有种植基地全产业链发展，铸就公司业务护城河

公司是一家以自主经营种植基地为核心资源优势的国有大型农业企业，主营业务为稻麦种植、种子生产、大米加工销售及粮油销售。种植模式以高效率的统一经营为主，辅以部分发包经营。种植区域集中在优势生产区江苏省内，良田细作模式下公司单产、成本优势明显，并且产业链不断向下游粮油加工环节延伸。未来公司将充分受益于粮食价格上涨及土地租金成本下降，盈利能力持续提升。我们预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 7.42/10.13/11.88 亿元，EPS 分别为 0.54/0.74/0.86 元（以最新股本全面摊薄），当前股价对应 PE 分别为 25.4/18.6/15.8 倍。可比公司估值方面，公司全产业链经营业绩稳定，拥有优质的耕地资源，因此 PE 估值略高于行业平均水平，首次覆盖，给予“买入”评级。

● 国内外粮价或共同上行，公司业绩弹性突出

2021 年国内玉米供给缺口预计为 1648 万吨，下游饲用需求大幅增长，小麦等主粮替代性凸显，整体粮价或出现上涨，同时外部环境复杂，新冠疫情后主要经济体均大幅降息缓解经济压力，2021 年通胀预期升温，叠加“拉尼娜”现象或影响全球粮仓美洲地区的粮食产量，国际粮价将进入上行通道。公司主营稻麦、大米及种子业务，粮价上涨将充分受益，我们测算中性估计下，若稻麦价格上涨 20%，公司利润增厚 3.90 亿元，增幅为 66%。

● 中央多次强调粮食安全，种粮补贴稳定加强

2021 年是“十四五”开局之年，外部环境扰动加大，2020 年 12 月底在北京召开的新一轮中央农村工作会议中，将粮食安全问题升级为党政同责，同时强调了种粮补贴的重要性，要求稳定增加种粮补贴，提高种粮积极性。农业支持保护补贴是公司重要的利润来源，2017 年至 2019 年每亩收到的农业支持保护补贴连续三年增长接近 200 元/亩，年复合增速超 35%。未来国家农业补贴方向与公司集约化种植方向吻合，公司种植业务可持续发展，补贴有望稳中上涨。

● 风险提示：政策风险、自然灾害风险、食品安全问题。

财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,884	8,028	9,433	11,083	13,070
YOY(%)	13.2	64.4	17.5	17.5	17.9
归母净利润(百万元)	605	591	742	1,013	1,188
YOY(%)	8.7	-2.3	25.5	36.5	17.3
毛利率(%)	17.3	12.7	12.0	13.8	15.2
净利率(%)	12.4	7.4	7.9	9.1	9.1
ROE(%)	10.8	9.8	11.2	20.6	34.9
EPS(摊薄/元)	0.44	0.43	0.54	0.74	0.86
P/E(倍)	31.1	31.8	25.4	18.6	15.8
P/B(倍)	3.4	3.2	3.0	4.1	6.1

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

目 录

1、 国有种植业龙头企业，全产业链发展布局	4
1.1、 公司股权结构单一，不断整合资源发展壮大	4
1.2、 业绩随粮价表现稳定，种植业收入占比第一	6
2、 自有基地全产业链模式，铸就公司种植护城河	7
2.1、 优势产区核心耕地，公司单产水平高于行业	7
2.2、 单亩成本优势明显，产出效益水平高	9
2.3、 向下游渠道拓展，区域品牌优势明显	10
3、 粮价上涨受益标的，业绩弹性可期	12
3.1、 国内外粮价上行，公司充分受益	12
3.2、 土地租金重新调整，成本有望下降	14
3.3、 粮食安全是重中之重，种粮补贴稳定加强	15
4、 盈利预测与投资建议	16
5、 风险提示	17
附：财务预测摘要	18

图表目录

图 1： 公司历经多轮改制，整合资源发展壮大	4
图 2： 江苏省农垦集团持有公司 67.84%股份	5
图 3： 公司业务架构覆盖种植业全产业链	5
图 4： 2019 年营业收入增速较快	6
图 5： 公司归母净利润表现稳定	6
图 6： 公司粮食种植业务收入占比大	7
图 7： 2019 年种植业收入占比为 27%	7
图 8： 公司种植业业务毛利率高	7
图 9： 种植业毛利贡献大，占比为 50%	7
图 10： 2019 年江苏省小麦产量 1959.6 万吨	8
图 11： 2019 年江苏省小麦产量 1317.5 万吨	8
图 12： 公司统一管理耕地集中在江苏境内	8
图 13： 公司统一经营用地增加	9
图 14： 集团租赁用地占比较高	9
图 15： 公司稻谷单产高于行业	9
图 16： 公司大小麦单产高于行业	9
图 17： 公司粳稻亩均成本低于行业	10
图 18： 公司小麦亩均成本低于行业	10
图 19： 2018 年公司粳稻单亩人工及土地成本优势明显	10
图 20： 2016 年公司小麦单亩各项成本优势明显	10
图 21： 公司大米产品丰富	11
图 22： 公司食用油产品种类丰富	11
图 23： 2019 年公司大米销量 24.86 万吨	11
图 24： 2019 年食用油销量 30.15 万吨	11
图 25： 2019 年金太阳粮油销售费用为 0.71 亿元	12

图 26:	12 月预测 2020/21 年度玉米缺口为 1648 万吨	12
图 27:	2020 年 10 月开始小麦玉米价差开始为负	12
图 28:	新冠疫情发生以来美联储利率持续下调	13
图 29:	拉尼娜现象下农产品价格出现上涨	13
图 30:	近 3 年公司小麦销售价格持续走弱	13
图 31:	近 3 年公司水稻销售价格持续走弱	13
图 32:	公司政府补助来源主要为农业支持保护补贴	15
图 33:	近 3 年亩均农业支持保护补贴连续增长	15
表 1:	公司种植业经营模式主要以统一经营和发包经营为主	6
表 2:	中性假设: 我们预计稻麦价格上涨 20%, 公司利润或增长 66%	14
表 3:	2016 年调整后土地租金价格为 398.33 元/亩	14
表 4:	预计 2021 年调整后土地租金价格为 361.37 元/亩	15
表 5:	国家层面不断出台粮食补贴相关政策	16
表 6:	可比公司估值: 公司耕地集约化程度高, 全产业链经营业绩稳定, PE 估值略高于行业平均水平	17

1、国有种植业龙头企业，全产业链发展布局

1.1、公司股权结构单一，不断整合资源发展壮大

公司是一家以自主经营种植基地为核心资源优势的农作物种植、良种育繁、农产品加工及销售全产业链规模化的国有大型农业企业，主营业务为稻麦种植、种子生产、大米加工销售及粮油销售。前身为 1992 年设立的全民所有制企业，江苏省琼港农场，2008 年改制为有限公司，更名为江苏农垦集团琼港农场有限公司。2011 年 11 月公司更名为江苏省农垦农业发展有限公司。

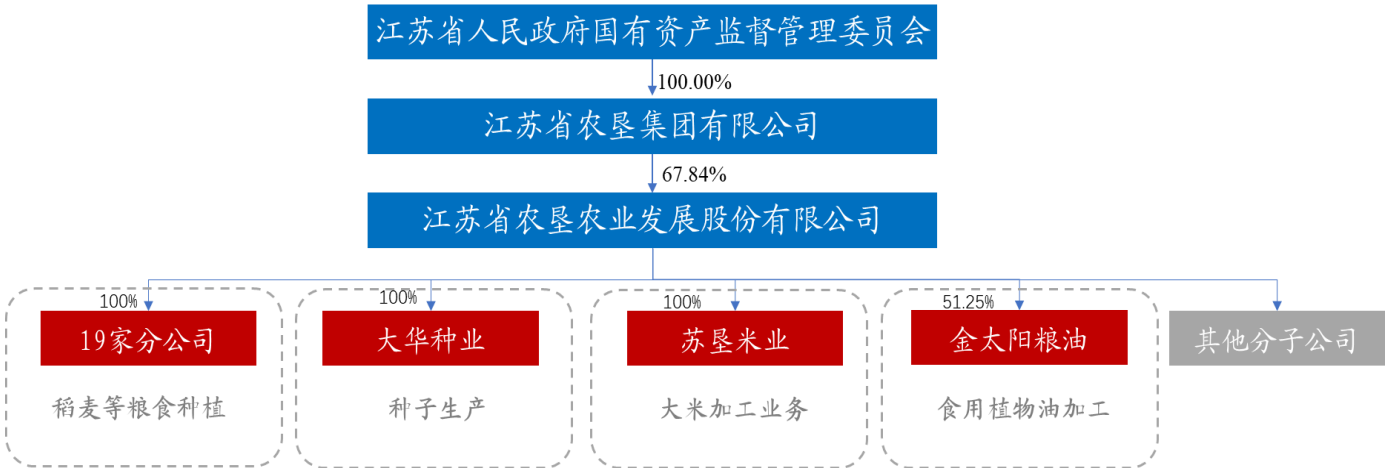
2011 年后不断整合资源，构建种植业一体化结构。2011 年后为了突出主营业务、减少关联交易，农垦集团对农发有限进行资产重组，将垦区内具有比较优势的种植业及相关的种业、米业、农资等企业进行整合：（1）江苏国资委同意农垦集团将岗埠农场、三河农场、宝应湖农场、白马湖农场的种植业相关资产及股权协议转让给农发有限。（2）将农垦集团下属的东辛农场等 13 家农场（共 14 家主体）的种植业业务以国有资产无偿划转方式划入。（3）将农垦集团及其下属 10 家单位拥有的种植业相关企业股权无偿划转给农发有限、大华种业、苏垦米业和苏垦物流。历经整合，农垦集团将 17 家农场及多家种植业相关企业整合至农发有限主体下，资产进入后公司种植一体化业务线条逐步明朗。

图1：公司历经多轮改制，整合资源发展壮大



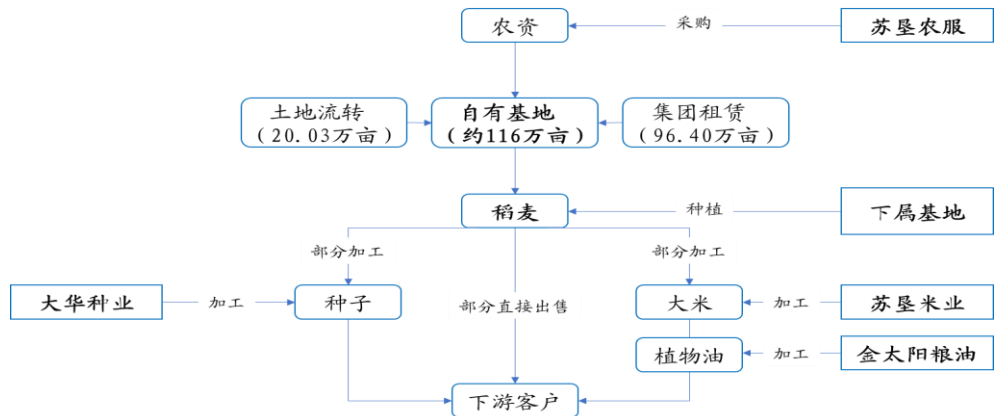
资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司第一大股东为江苏省农垦集团，为江苏省国资委下属单位，持有公司 67.84% 的股份，公司股权结构单一。分子公司方面，公司种植、种子、米业和食用油分别由不同的分子公司负责，其中稻麦种植由 19 家分公司负责，种子、大米及食用油业务，分别由大华种业、苏垦米业和金太阳粮油负责。

图2：江苏省农垦集团持有公司 67.84%股份


资料来源：公司公告、开源证券研究所

公司自主经营种植基地，从农资、种植到粮油销售全产业链覆盖。公司经营模式是以自有基地生产粮食为基础，通过承包租用集团土地和流转土地种植稻麦原粮（含商品粮和种子原粮）。2019 年集团租赁土地 96.40 万亩，土地流转 20.03 万亩，合计自有基地约 116 万亩。农资方面通过苏垦农服进行采购运营。种植收获后的粮食部分销售，部分加工成种子和大米。2019 年为了增强公司业务协同性，公司控股了金太阳粮油加工销售植物油产品，大米和植物油业务直接对接下游客户，形成了完整的种植产业链。

图3：公司业务架构覆盖种植业全产业链


资料来源：公司公告、开源证券研究所

注：自有基地面积为 2019 年秋播数据

种植模式分为统一和发包经营，统一经营公司参与度高。公司在种植管理上，采取统一经营模式和发包经营模式并存的模式，统一经营由集体种植和联合经营组成，集体种植指收益和风险由公司承担，公司定期给农工发放基本工资，联合经营指公司和农工共同承担种植风险和收益，两种模式均需要符合公司种植“五统一”的高标准。发包经营主要指农工向公司缴纳土地承包费用，自己承担风险和成本，独享收益，受公司影响和管理较少。

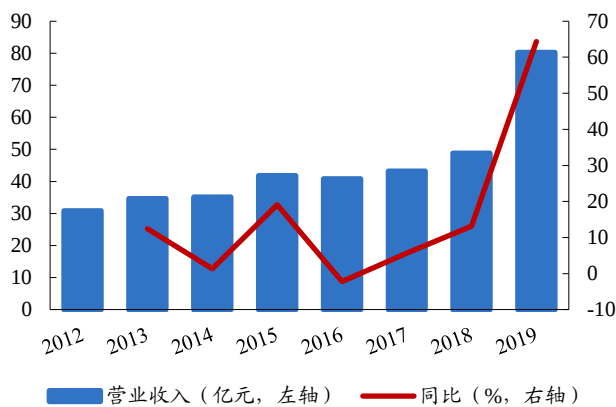
表1: 公司种植业经营模式主要以统一经营和发包经营为主

分类	经营模式	管理者	风险承担	农工参与和考核
统一经营	集团种植	苏垦农发	苏垦农发	不承担生产风险，不具备农业生产作业的自主选择权，根据岗位职级按月领取基本工资
统一经营	联合经营	苏垦农发	苏垦农发+农工	农业职工参与承担部分农业生产风险，并按考核标准获取效益工资；有农业生产作业的选择权；领取联合经营效益工资
发包经营	土地发包	农工	农工	农工在缴纳土地承包费后自行组织生产、自担成本、独享收益

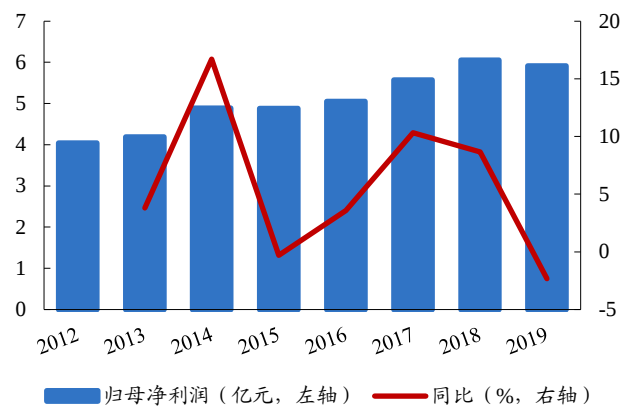
资料来源：公司公告、开源证券研究所

1.2、业绩随粮价表现稳定，种植业收入占比第一

近几年粮食价格稳定，公司业绩波动性较小。国内主粮价格受政策及市场共同影响，近几年维持在一定水平，同时公司自有基地种植规模变化不大，营业收入及归母净利润表现稳定。除 2019 年公司收购金太阳粮油业务导致营收规模大幅增长 64.38%，实现 80.28 亿元，2015 年以来营业收入均在 40 亿以上。归母净利润方面，基本维持在 5.5 亿元左右，整体变化不大。

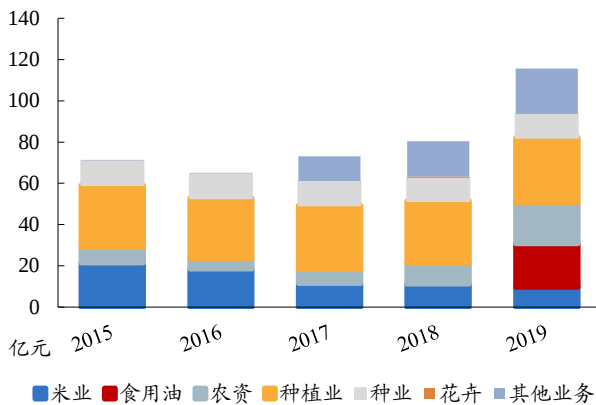
图4: 2019 年营业收入增速较快


数据来源：Wind、开源证券研究所

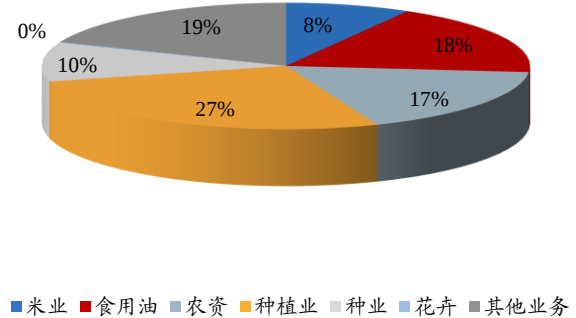
图5: 公司归母净利润表现稳定


数据来源：Wind、开源证券研究所

粮食种植业务占比最大，不断向下游粮油加工环节拓展。公司业务收入排名第一的是种植业，2019 年种植业收入占比为 27%，在掌握了种植链上游农资、种子及种植环节后，公司开始向下游粮油加工环节拓展，完善自身产业链，对接消费端，苏垦米业运营大米产品，公司控股子公司金太阳粮油（含其下属子公司）运营食用油业务，2019 年收入占比分别为 8%及 18%，下游环节占比合计 26%。

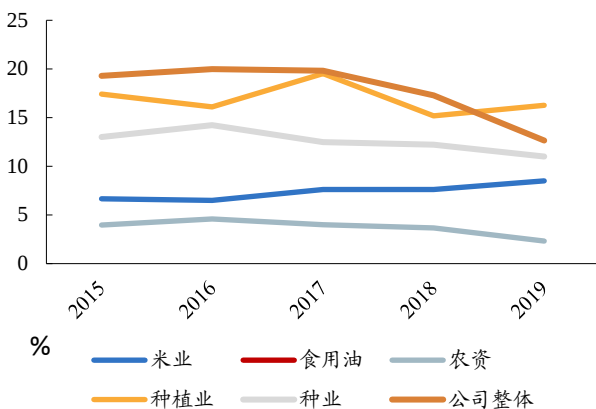
图6：公司粮食种植业务收入占比大


数据来源：Wind、开源证券研究所

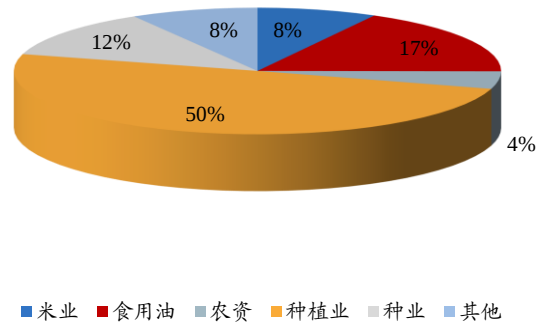
图7：2019年种植业收入占比为27%


数据来源：Wind、开源证券研究所

公司种植业毛利率高，毛利贡献较大。公司整体毛利率表现稳定，除2019年新并购企业金太阳粮油毛利率较低，以及粮食市场价格下跌影响，整体毛利率略有下降，其余年份表现稳定。各项主营业务中，种植业毛利率最高，均维持在15%以上，农资业务毛利率最低，维持在3.5%左右。毛利率较高的种植业对公司业绩贡献较大，2019年毛利占比50%。

图8：公司种植业业务毛利率高


数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：种植业毛利贡献大，占比为50%


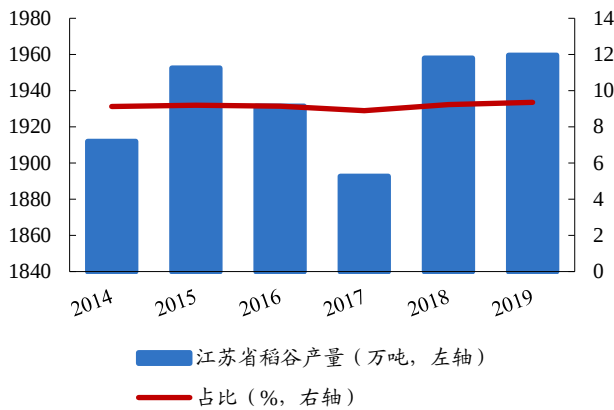
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、自有基地全产业链模式，铸就公司种植护城河

2.1、优势产区核心耕地，公司单产水平高于行业

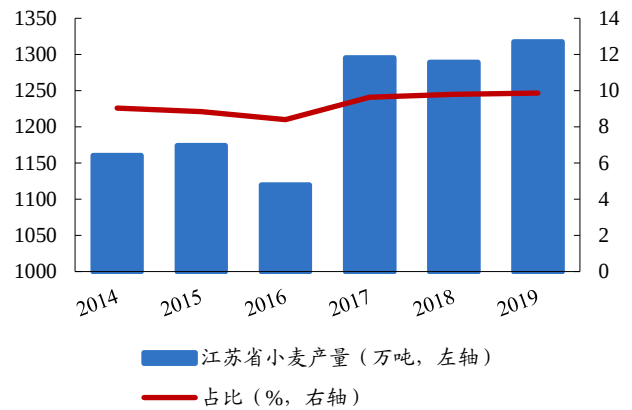
江苏省是种粮大省，公司种植耕地在省内规模连片。江苏省是我国主要的粮食生产大省，地理位置适宜种植稻谷及小麦，是我国稻谷及小麦优势生产区，2019年江苏省稻谷及小麦产量分别为1959.6万吨及1317.5万吨，分别占全国产量比重为9.35%及9.86%。公司所属耕地在江苏省由南至北分布，实行统一管理。

图10: 2019年江苏省小麦产量1959.6万吨



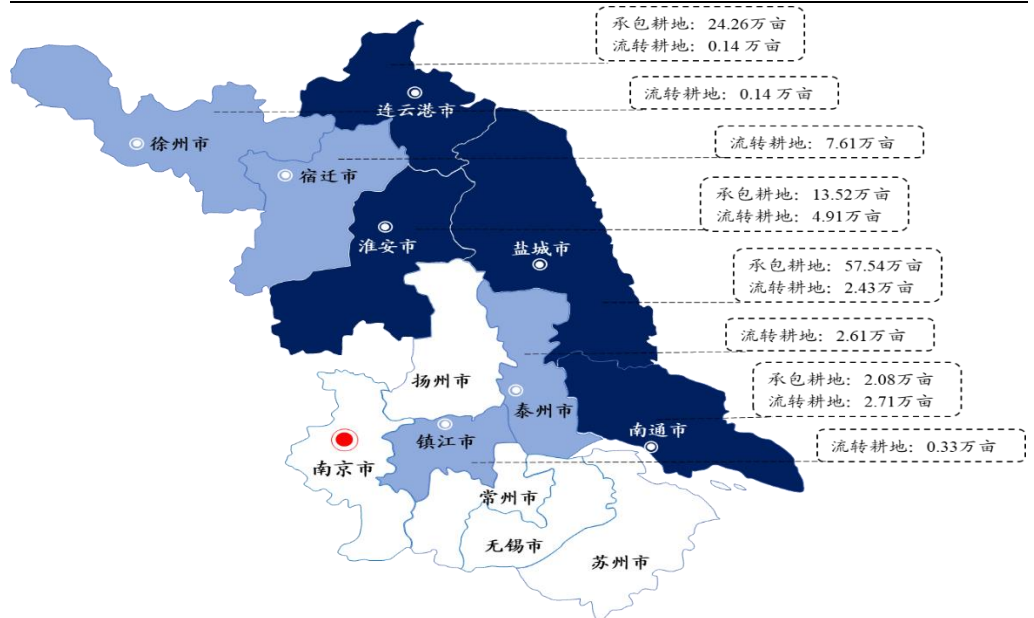
数据来源: Wind、开源证券研究所

图11: 2019年江苏省小麦产量1317.5万吨



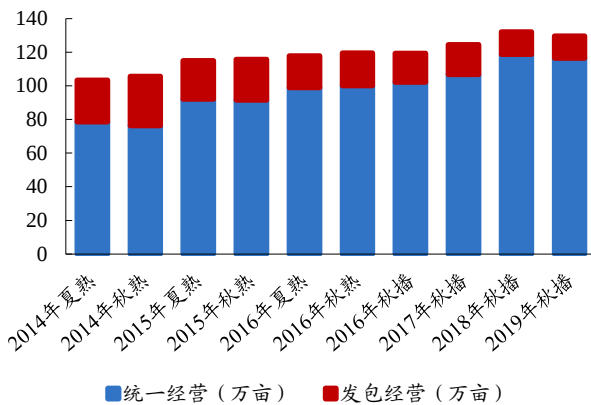
数据来源: Wind、开源证券研究所

图12: 公司统一管理耕地集中在江苏境内

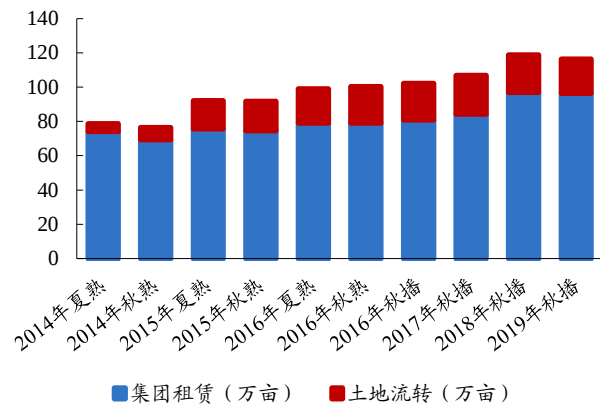


资料来源: 公司公告、开源证券研究所

统一经营用地以集团租赁为主，土地集约化程度高。公司统一经营土地（含集团租赁和土地流转）规模呈现增长趋势，2019年秋播统一经营面积达116.43万亩，其中集团租赁土地和土地流转面积分别为96.40、20.03万亩，以管理经营较稳定的集团租赁土地为主，集团租赁土地占比82.80%。集团承包土地规模及承包期限稳定，承包费约定每五年调整一次，有利于稳定经营。流转土地主要来源于公司与农户签订的相关土地流转合同，土地流转期限不定（一般为4-15年），规模及流转价款每年会有所变动，经营管理模式上也采用统一标准。

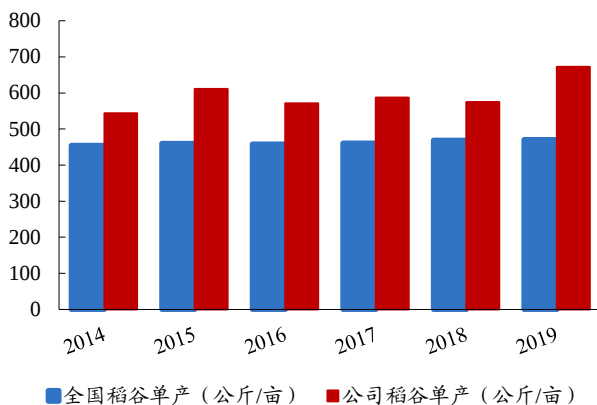
图13: 公司统一经营用地增加


数据来源：公司公告、开源证券研究所

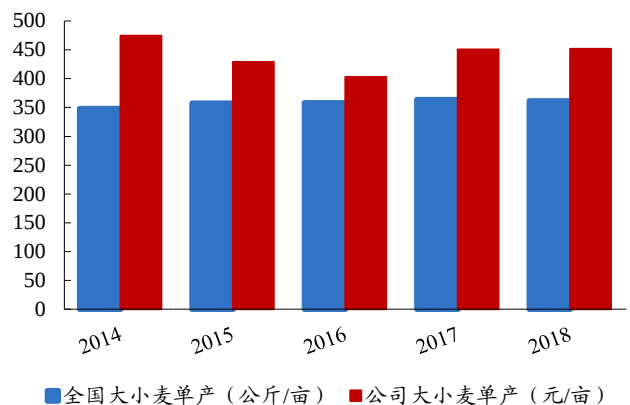
图14: 集团租赁用地占比较高


数据来源：公司公告、开源证券研究所

优质土地精耕细作，公司种植单产突出。公司土地资源地处核心种植区域，拥有集约化土地经营优势，在统一经营模式下，单产明显高于行业。2019年公司稻谷单产为672.17公斤/亩，高于行业稻谷单产470.60公斤/亩，2018年公司大小麦单产约为451.60公斤/亩，高于行业单产361.33公斤/亩。

图15: 公司稻谷单产高于行业


数据来源：公司公告、开源证券研究所

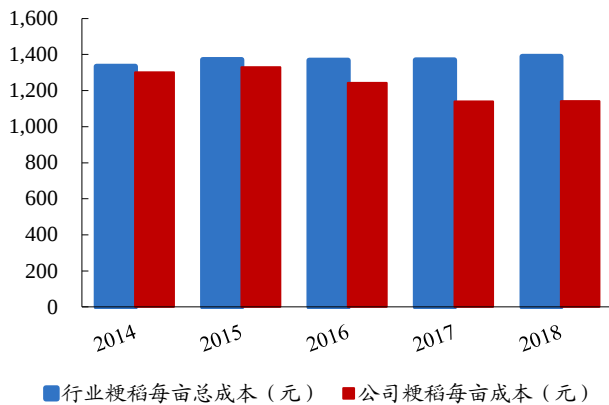
图16: 公司大小麦单产高于行业


数据来源：公司公告、开源证券研究所

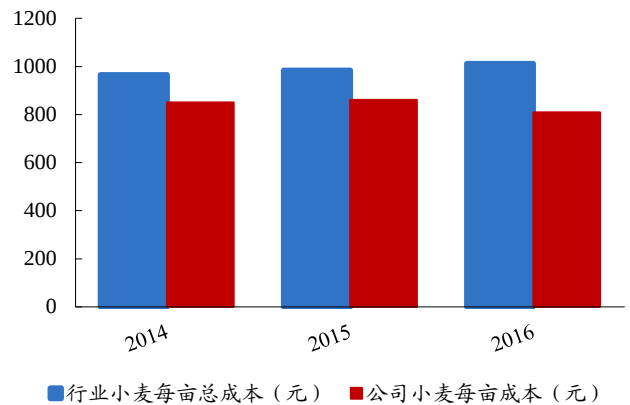
注：行业大小麦单产，根据小麦及大麦单产及产量加权平均算出，因2019年大麦数据未公布，数据对比截至2018年

2.2、单亩成本优势明显，产出效益水平高

据公司公布的经营数据显示，主要粮食品种水稻（均为粳稻）及小麦亩均成本均低于行业，成本优势突出。2018年粳稻亩均成本为1141.29元/亩，低于行业1389.58元/亩。

图17: 公司粳稻亩均成本低于行业


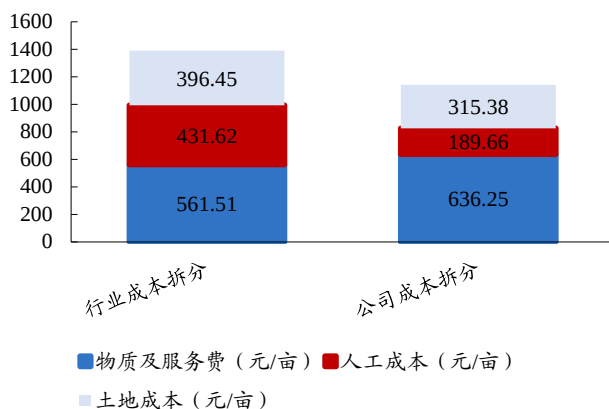
数据来源: 公司公告、Wind、开源证券研究所

图18: 公司小麦亩均成本低于行业


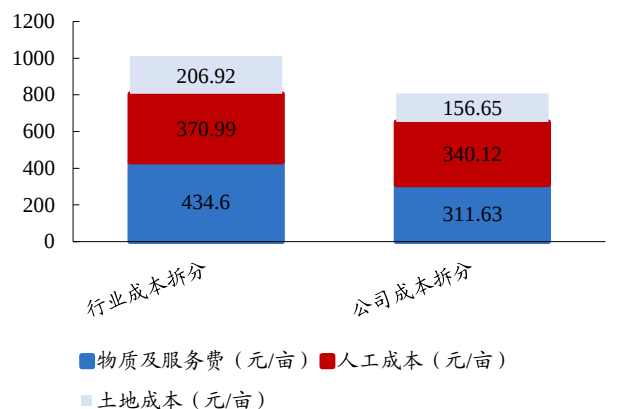
数据来源: 公司公告、Wind、开源证券研究所

注: 公司小麦单亩成本数据截至 2016 年

物质及服务费用受原材料价格影响, 公司人工及土地成本优势明显。物质及服务费用主要由生产物资、机械作业费等直接用于种植生产的成本构成, 该项成本主要受上游成本价格波动影响, 不确定性较高。人工及土地亩均成本方面, 受益于公司高土地集约化程度, 集团租赁土地可以一定程度抑制土地成本上涨风险, 同时将农户变为公司农工, 正常发放工资也一定程度降低了人工费用上涨风险。公司人工及土地成本优势明显, 在粮食价格受政策限制的背景下, 公司种粮效益突出。

图19: 2018 年公司粳稻单亩人工及土地成本优势明显


数据来源: 公司公告、Wind、开源证券研究所

图20: 2016 年公司小麦单亩各项成本优势明显


数据来源: 公司公告、Wind、开源证券研究所

注: 公司小麦单亩成本数据截至 2016 年

2.3、向下游渠道拓展, 区域品牌优势明显

粮油产品种类丰富, 对接消费端进入商超销售。公司大米加工以自有基地种植水稻、小麦为原材料, 生产自有品牌系列大米产品, 以民用米和食品工业米面向不同客户, 民用米产品进入江浙沪区域内的大型连锁超市进行销售, 主要包括苏果、欧尚、浙江华商、卜峰莲花以及北京物美等。食品工业米下游客户有亨氏联合有限公司、贝因美集团、百威英博啤酒、青岛啤酒、江苏洋河酒厂股份有限公司等, 2019 年

公司米业销量 24.86 万吨。

食用油加工方面，2018 年公司收购金太阳粮油部分股权，以丰富自身产品线，金太阳粮油现拥有超过 27 万吨的精炼产能、年灌装 30 万吨产能的灌装生产线及配套的注塑吹瓶生产线，旗下拥有“葵王”、“金太阳”、“地中海皇后”等多个品牌。产品销售至大润发、农工商、苏果等全国连锁超市。同时，金太阳粮油一级葵花籽油是福临门、鲁花等国内知名品牌优选供应商，也是中粮、恒大、中储粮等企业 OEM 合作企业。

图21：公司大米产品丰富



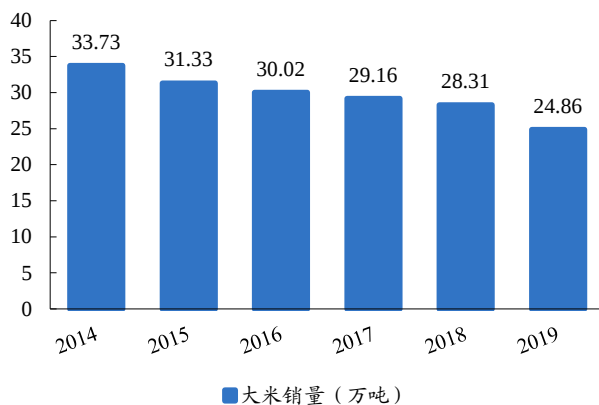
资料来源：公司官网

图22：公司食用油产品种类丰富



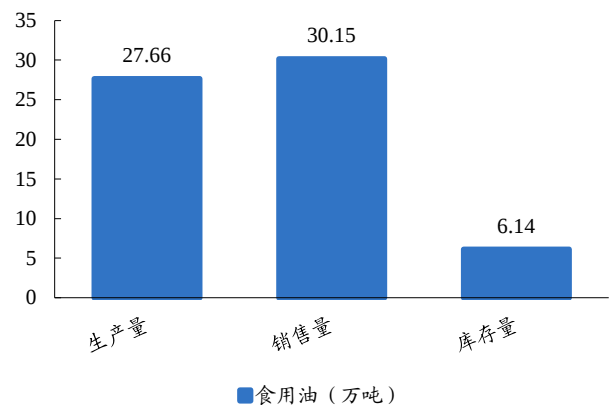
资料来源：公司官网

图23：2019 年公司大米销量 24.86 万吨



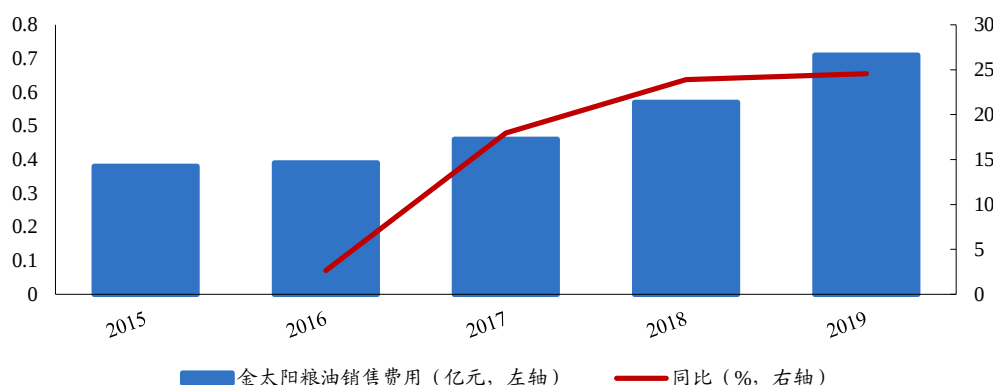
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图24：2019 年食用油销量 30.15 万吨



数据来源：公司公告、开源证券研究所

粮油加工行业竞争激烈，公司加大渠道营销投入。公司粮油产品品牌影响力基本集中在华东地区，与中粮、益海嘉里等大型粮油企业品牌存在一定差距，由于食用植物油行业竞争激烈，公司需要推广自有品牌，拓宽营销渠道。近年来苏垦米业及金太阳粮油逐步搭建市场营销体系，大米与食用油销售渠道重合度较高，推广可以形成协同效应。近 5 年金太阳粮油销售费用逐年增长，年复合增速为 16.91%，随着销售费用投入，未来公司粮油品牌影响力有望持续扩大。

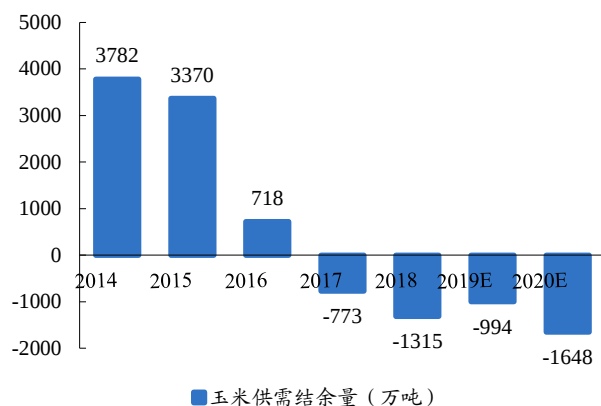
图25：2019年金太阳粮油销售费用为0.71亿元


数据来源：Wind、开源证券研究所

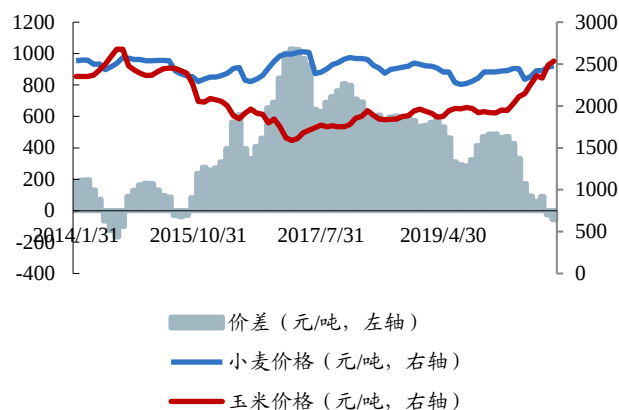
3、粮价上涨受益标的，业绩弹性可期

3.1、国内外粮价上行，公司充分受益

玉米缺口致小麦玉米价差为负，小麦替代性凸显。农业农村部数据显示，12月预计2020/21年度玉米供给缺口为1648万吨，玉米期货及现货价格均上涨至高位。10月开始玉米现货价格开始超过小麦价格，小麦玉米价差为负，饲料生产加工环节用小麦替代玉米具备一定性价比，小麦替代性显现。中长期来看，国内饲用玉米缺口持续，短期难以补充，小麦作为替代品价格有望出现上涨。

图26：12月预测2020/21年度玉米缺口为1648万吨


数据来源：农业农村部、开源证券研究所

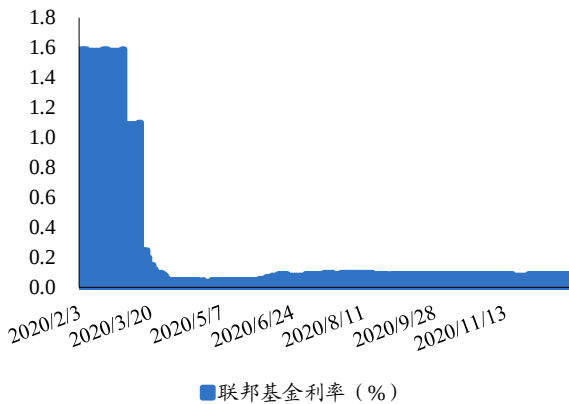
图27：2020年10月开始小麦玉米价差开始为负


数据来源：Wind、开源证券研究所

通胀升温叠加“拉尼娜”，全球粮价有望进入上行周期。2020年年初受新冠疫情影响，世界主要经济体（美国、欧盟、澳大利亚等）均开始大幅降息，用于刺激经济，降息使得全球市场流动性充裕，通货膨胀预期开始升温，全球农产品面临价格上涨可能。从种植环境来看，2020年“拉尼娜”现象已经形成，该现象对世界粮食主产区美洲地区影响较大，对全球粮食产量或产生一定影响，回顾之前“拉尼娜”现象出

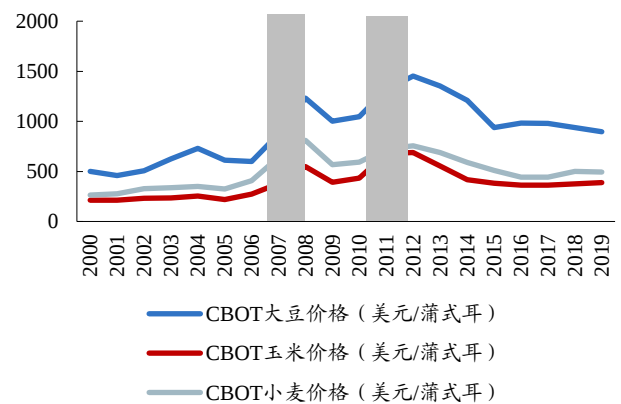
现后的年份，全球主要粮食价格均出现上涨。整体来看，2021 年国际粮价大概率出现上涨，有望与国内粮价形成共振。

图28: 新冠疫情发生以来美联储利率持续下调



数据来源: Wind、开源证券研究所

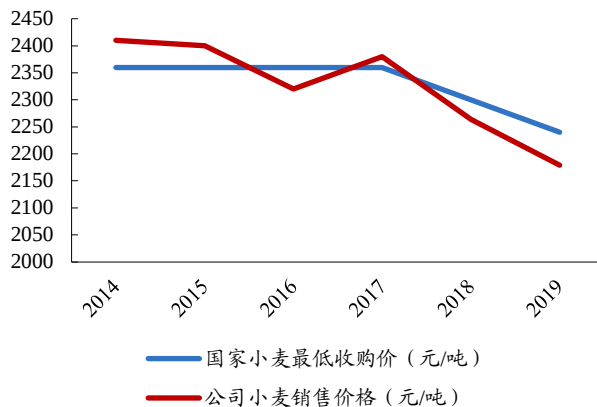
图29: 拉尼娜现象下农产品价格出现上涨



数据来源: Wind、开源证券研究所

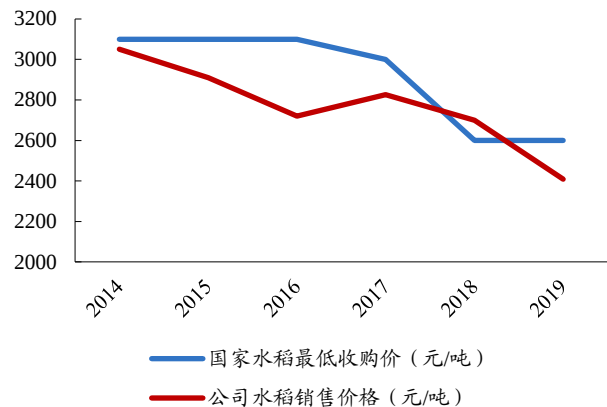
公司种植业务以小麦、水稻种植为主，业绩受粮食价格影响明显。2017 年至 2019 年国家开始调低主粮水稻和小麦的最低收购价，行业库存偏高，供需格局偏宽松，价格景气度较低，公司小麦、水稻销售价格连续三年出现下滑，小麦价格由 2380 元/吨下滑至 2179 元/吨，降幅为 8.46%，水稻价格由 2826 元/吨下滑至 2409 元/吨，降幅为 14.76%。2021 年公司产品销售价格有望随着行业回暖，价格或触底反弹。

图30: 近 3 年公司小麦销售价格持续走弱



数据来源: Wind、开源证券研究所

图31: 近 3 年公司水稻销售价格持续走弱



数据来源: Wind、开源证券研究所

行业回暖盈利改善,公司业绩弹性突出。以2019年公司公告的业绩数据为基础,对公司业绩弹性进行简单测算,假设公司成本、销量、其他利润均维持不变,仅稻麦价格发生变动,(1)保守估计下,稻麦价格上涨10%,公司利润增厚1.95亿元,增幅为33%,(2)中性估计下,稻麦价格上涨20%。公司利润增厚3.90亿元,增幅为66%,(3)乐观估计下,稻麦价格上涨40%,公司利润增厚7.80亿元,增幅为132%。

表2：中性假设：我们预计稻麦价格上涨 20%，公司利润或增长 66%

涨价幅度	0%	10%	20%	30%	40%
水稻					
销量（万吨）	38	38	38	38	38
价格（元/吨）	2409	2650	2891	3132	3373
成本（元/吨）	2035	2035	2035	2035	2035
利润（亿元）	1.43	2.34	3.26	4.18	5.10
大小麦					
销量（万吨）	47	47	47	47	47
价格（元/吨）	2180	2397	2615	2833	3051
成本（元/吨）	1831	1831	1831	1831	1831
利润（亿元）	1.65	2.68	3.71	4.74	5.77
其他利润（亿元）	2.83	2.83	2.83	2.83	2.83
总利润（亿元）	5.91	7.86	9.81	11.76	13.71
变动幅度（%）		33	66	99	132

数据来源：公司公告、开源证券研究所

注：预测基数来源于 2019 年公司披露的经营及盈利数据；假设成本、销量、其他利润均维持不变，仅稻麦价格发生变动。

3.2、土地租金重新调整，成本有望下降

公司向集团承包土地，承包费约定每五年调整一次。调整方式主要依据五年期间粳稻、红小麦、白小麦的最低收购价的加权平均值。第一次调整时间为 2016 年 11 月，每亩承包价格上涨 38.33 元。2021 年公司土地承包费用将面临第二次调整，根据第一次调整的方案，假设 2021 年粳稻最低收购价维持不变，公司粳稻、小麦种植面积变化不大，则 2021 年土地租金有望下降 36.96 元/亩，降幅为 9.28%。若以 2019 年种植面积 100 万亩左右计算，年种植成本有望下降 3700 万元左右。

表3：2016 年调整后土地租金价格为 398.33 元/亩

年度	最低收购价		面积（万亩）		收购价加权平均（元/公斤）	变动比例
	粳稻（元/kg）	小麦（元/kg）	水稻	小麦		
2012 年	2.8	2.04	86.46	64.57	151.04	2.47
2013 年	3.0	2.24	87.49	67.97	155.47	2.67
2014 年	3.1	2.36	88.94	70.62	159.56	2.77
2015 年	3.1	2.36	89.6	74.7	164.31	2.76
2016 年	3.1	2.36	91.1	81.42	172.52	2.75
土地承包价格调整比例						10.65%
原土地承包价格（2011 年 11 月 1 日至 2016 年 10 月 31 日，元/亩）						360
土地承包价格调整金额（元/亩）						38.33
调整后土地承包价格（2016 年 11 月 1 日至 2021 年 10 月 31 日，元/亩）						398.33

数据来源：公司公告、开源证券研究所

表4：预计 2021 年调整后土地租金价格为 361.37 元/亩

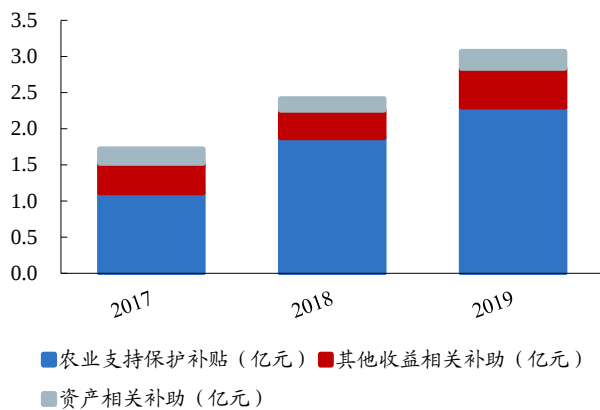
年度	最低收购价		面积（万亩）		收购价加权平均（元/公斤）		变动比例
	粳稻（元/kg）	小麦（元/kg）	水稻	小麦	合计		
2017 年	3	2.36	101.54	101.28	202.82	2.68	
2018 年	2.6	2.3	106.2	106.32	212.52	2.45	-8.60%
2019 年	2.6	2.24	106.97	104.18	211.15	2.42	-9.63%
2020 年	2.6	2.24	106.97	104.18	211.15	2.42	-9.63%
2021 年	2.6	2.26	106.97	104.18	211.15	2.43	-9.26%
土地承包价格调整比例							-9.28%
原土地承包价格（2016 年 11 月 1 日至 2021 年 10 月 31 日，元/亩）							398.33
土地承包价格调整金额（元/亩）							-36.96
调整后土地承包价格（2021 年 11 月 1 日至 2026 年 10 月 31 日，元/亩）							361.37

数据来源：公司公告、开源证券研究所

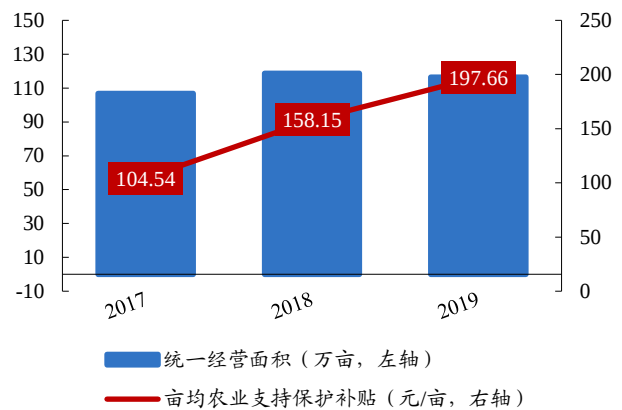
注：深灰色字体数据未披露，假设均与上年数据保持一致。

3.3、粮食安全是重中之重，种粮补贴稳定加强

公司亩均农业支持保护补贴逐年增长，年复合增长超 35%。公司收到的政府补助中农业支持保护补贴最为稳定，每年根据补贴标准和种植面积进行补贴。2017 年至 2019 年确认的政府补助分别为 1.72、2.41、3.07 亿元，其中农业支持保护补贴分别为 1.12、1.88、2.30 亿元，占比分别为 65%、78%、75%，每亩收到的农业支持保护补贴连续三年增长接近 200 元/亩，成为公司重要的利润来源。

图32：公司政府补助来源主要为农业支持保护补贴


数据来源：公司公告、开源证券研究所

图33：近 3 年亩均农业支持保护补贴连续增长


数据来源：公司公告、开源证券研究所

中央农村工作会议强调粮食安全，种粮补贴政策稳定加强。农业是我国国民经济支柱产业，2002 年开始启动粮食补贴改革，选取安徽和吉林两省进行直接补贴，2004 年开始在全国范围推广。国家对粮食生产和粮食安全的重视程度很高，针对粮食和种子产业出台一系列积极扶持的政策，每年中央农村工作会议和一号文件中都会讨论粮食问题。2016 年良种补贴、种粮直接补贴和农资补贴合并成农业支持保护补贴，目标为支持耕地力保护和粮食适度规模经营。2021 年是“十四五”开局之年，外部环境在新冠疫情的扰动下变数加大，2020 年 12 月底在北京召开的新一轮中央农村工作会议中，粮食安全问题已升级为党政同责，同时强调了种粮补贴的重要性，要求稳定增加种粮补贴。在此背景下，种植链公司补贴标准有望整体增长，或将直接提升

粮食种植收益。

表5：国家层面不断出台粮食补贴相关政策

2002	《关于完善粮改政策的建议》、《国务院 28 号文件》	开始启动了粮食补贴改革，主要针对直接补贴进行改革试点，选取安徽和吉林两省进行试点
2004	《关于促进某些农民增收的政策建议》	在全国范围内推行粮食生产直接补贴政策
2007	《关于积极发展现代农业扎实推进社会主义新农村建设的若干意见》	增加良种补贴，补贴扩大范围和种类，扩大农机具购置补贴，补贴机型和范围的规模
2008	《关于进一步加强农业基础设施建设，促进农业发展的若干意见》、《关于切实加强农业基础建设进一步促进农业发展农民增收的若干意见》	中国启动了大豆、玉米的临时收储政策，以缓解“卖粮难”问题
2016	《关于全面推开农业“三项补贴”改革工作的通知》	大豆、玉米调整为“市场化收购”加“补贴”，取消了临时收储政策；将实施了 16 年的农业“三项补贴”政策调整为“农业支持保护补贴”，政策目标调整为耕地地力保护和支持适度规模经营

资料来源：中国政府网、开源证券研究所

4、盈利预测与投资建议

（1）种植业业务：我们假设 2020-2022 年公司水稻销量分别为 71.55、72.08、72.61 万吨，大小麦销量分别为 54.60、55.12、55.64 万吨，受粮食价格上涨影响，水稻销售价格分别为 2500、2700、3000 元/吨，大小麦销售价格分别为 2300、2400、2600 元/吨。

（2）种子业务：我们假设 2020-2022 年公司麦种销量分别为 29.95、32.05、34.29 万吨，稻种销量分别为 9.89、10.29、10.70 万吨，受行业回暖影响，麦种销售价格分别为 2900、2950、2970 元/吨，稻种销售价格分别为 3810、3820、3830 元/吨。

（3）大米业务：我们假设 2020-2022 年公司大米销量分别为 25.11、25.61、26.38 万吨，毛利率分别为 6%、7%、8%。

（4）食用油业务：我们假设 2020-2022 年公司食用油营业收入增速分别为 20%、20%、20%，毛利率分别为 8.5%、9.0%、9.5%。

（5）土地发包业务：我们假设 2020-2022 年公司土地发包业务营业收入增速分别为 25%、25%、25%，毛利率分别为 25%、25%、25%。

（6）农资业务：我们假设 2020-2022 年公司农资业务营业收入增速分别为 20%、20%、20%，毛利率分别为 2.5%、2.6%、2.8%。

未来公司将充分受益于粮食价格上涨及土地租金成本下降，盈利能力提升。我们预计 2020-2022 年公司归母净利润分别为 7.42/10.13/11.88 亿元，EPS 分别为 0.54/0.74/0.86 元(以最新股本全面摊薄)，当前股价对应 PE 分别为 25.4/18.6/15.8 倍。可比公司估值方面，公司全产业链经营业绩稳定，拥有优质的耕地资源，因此 PE 估值略高于行业平均水平，首次覆盖，给予“买入”评级。

表6: 可比公司估值: 公司耕地集约化程度高, 全产业链经营业绩稳定, PE 估值略高于行业平均水平

证券代码	证券简称	最新股价 (元)	最新市值 (亿元)	EPS				PE(X)			
				2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
600598.SH	北大荒	18.65	331.54	0.48	0.65	0.73	0.79	20.4	28.7	25.5	23.6
平均值								26.6	27.0	22.0	19.7
601952.SH	苏垦农发	13.66	188.23	0.43	0.54	0.74	0.86	32.8	25.4	18.6	15.8

数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 苏垦农发为开源证券研究所预测, 其他公司 EPS 均来自于 Wind 一致预期。最新股价及市值为 2021 年 1 月 12 日数据

5、风险提示

政策风险、自然灾害风险、食品安全问题

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	5461	6115	8769	10097	11224
现金	803	582	2969	3488	4113
应收票据及应收账款	160	264	235	352	340
其他应收款	18	18	24	26	33
预付账款	312	505	455	673	657
存货	2031	2526	2868	3339	3862
其他流动资产	2137	2220	2220	2220	2220
非流动资产	1524	1942	2346	2494	2667
长期投资	0	0	10	20	30
固定资产	1323	1506	1665	1823	2003
无形资产	133	199	189	179	169
其他非流动资产	68	237	482	473	466
资产总计	6985	8057	11115	12591	13891
流动负债	1079	1554	3816	6187	7218
短期借款	123	152	2500	4500	5500
应付票据及应付账款	223	263	312	350	418
其他流动负债	734	1138	1004	1337	1300
非流动负债	222	246	246	246	246
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	222	246	246	246	246
负债合计	1301	1800	4062	6433	7464
少数股东权益	90	347	361	381	405
股本	1378	1378	1378	1378	1378
资本公积	1996	1996	1996	1996	1996
留存收益	2220	2536	2953	3515	4177
归属母公司股东权益	5594	5910	6692	5777	6022
负债和股东权益	6985	8057	11115	12591	13891

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	352	659	484	765	987
净利润	614	612	756	1033	1213
折旧摊销	185	213	200	241	287
财务费用	-1	9	-2	11	45
投资损失	-102	-62	-92	-82	-87
营运资金变动	-358	-134	-354	-437	-471
其他经营现金流	13	21	-24	-0	-0
投资活动现金流	75	-406	-488	-307	-374
资本支出	205	250	137	138	164
长期投资	0	0	-10	-10	-10
其他投资现金流	280	-155	-360	-178	-220
筹资活动现金流	-198	-475	-396	-2747	-2851
短期借款	27	29	-122	20	-50
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	318	0	0	0	0
资本公积增加	-318	0	0	0	0
其他筹资现金流	-224	-504	-274	-2767	-2801
现金净增加额	229	-222	-399	-2289	-2237

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	4884	8028	9433	11083	13070
营业成本	4039	7012	8300	9552	11081
营业税金及附加	6	7	8	10	12
营业费用	167	269	319	373	441
管理费用	325	390	406	443	588
研发费用	34	36	28	33	39
财务费用	-1	9	-2	11	45
资产减值损失	3	-10	-0	-1	-2
其他收益	239	307	295	320	310
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	102	62	92	82	87
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	651	658	761	1065	1263
营业外收入	4	3	36	26	19
营业外支出	5	5	4	4	4
利润总额	650	655	792	1086	1278
所得税	37	43	37	53	65
净利润	614	612	756	1033	1213
少数股东损益	8	21	14	20	25
归母净利润	605	591	742	1013	1188
EBITDA	812	854	977	1336	1608
EPS(元)	0.44	0.43	0.54	0.74	0.86

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	13.2	64.4	17.5	17.5	17.9
营业利润(%)	12.8	1.0	15.7	39.9	18.7
归属于母公司净利润(%)	8.7	-2.3	25.5	36.5	17.3
获利能力					
毛利率(%)	17.3	12.7	12.0	13.8	15.2
净利率(%)	12.4	7.4	7.9	9.1	9.1
ROE(%)	10.8	9.8	11.2	20.6	34.9
ROIC(%)	10.0	9.5	8.1	11.1	14.3
偿债能力					
资产负债率(%)	18.6	22.3	36.5	51.1	53.7
净负债比率(%)	-8.1	-3.4	-3.7	24.5	46.2
流动比率	5.1	3.9	2.3	1.6	1.6
速动比率	2.4	1.9	1.4	1.0	0.9
营运能力					
总资产周转率	0.7	1.1	1.0	0.9	1.0
应收账款周转率	31.2	37.8	37.8	37.8	37.8
应付账款周转率	19.5	28.8	28.8	28.8	28.8
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	0.44	0.43	0.54	0.74	0.86
每股经营现金流(最新摊薄)	0.26	0.48	0.35	0.55	0.72
每股净资产(最新摊薄)	4.06	4.29	4.63	3.36	2.22
估值比率					
P/E	31.1	31.8	25.4	18.6	15.8
P/B	3.4	3.2	3.0	4.1	6.1
EV/EBITDA	20.8	19.8	17.3	13.8	11.7

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

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。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%～+5%之间波动；
	减持	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn