

## 苏垦农发 (601952.SH) 稻麦业务毛利提升, 米油业务收入高增

2021年04月16日

——公司信息更新报告

投资评级: 买入 (维持)

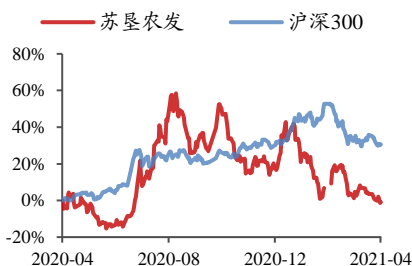
陈雪丽 (分析师)

chenxueli@kysec.cn

证书编号: S0790520030001

日期	2021/4/16
当前股价(元)	10.26
一年最高最低(元)	17.26/8.84
总市值(亿元)	141.38
流通市值(亿元)	141.38
总股本(亿股)	13.78
流通股本(亿股)	13.78
近3个月换手率(%)	65.18

### 股价走势图



数据来源: 贝格数据

### 相关研究报告

《公司信息更新报告-粮价景气度提升, 种植龙头业绩可期》-2021.1.15  
 《公司首次覆盖报告-种植全产业链龙头, 粮价上行驱动业绩高增》-2021.1.13

### ● 稻麦业务毛利提升, 米油业务收入高增, 维持“买入”评级

苏垦农发发布 2020 年年报: 公司全年实现营业收入 86.20 亿元 (+7.38%), 归母净利润 6.70 亿元 (+13.25%)。公司合并口径大小麦产量 56.50 万吨 (+3.92%), 亩产水平再创新高 (549.83 公斤/亩); 水稻产量 61.62 万吨 (-14.58%), 主要原因为 2020 年秋季恶劣天气影响亩产 (607.81 公斤/亩, 同比-9.65%) 及当期种植面积同比下降 (101.06 万亩, 同比-5.52%)。但 2020 年国内粮食价格上行, 公司小麦销售均价 2294 元/吨 (+5.28%), 水稻销售均价 2643 元/吨 (+9.71%)。2020 年公司大小麦种植业务收入 13.23 亿元 (+9.73%), 水稻种植业务收入 17.36 亿元 (-0.59%)。公司相关稻种、大米、麦种业务整体利润亦实现同比增长。2020 年公司食用油业务表现亮眼, 全年销售量 32.86 万吨 (+32.14%), 收入 28.12 亿元 (+33.26%)。短期看, 公司将受益于粮食价格上涨及土地租金成本下降, 预计 2021 年盈利能力将同比提升。中长期看, 公司全产业链优势显现, 食品业务规模高速增长, 公司成长能力及盈利能力将逐步验证。我们小幅调整预测值, 并新增 2023 年预测, 预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 9.82/10.92/11.56 亿元 (此前预测值为 9.47/11.25 亿元), EPS 分别为 0.71/0.79/0.84 元, 当前股价对应 PE 分别为 14.4/12.9/12.2 倍, 维持“买入”评级。

### ● 粮价景气延续, 稻麦业务短期盈利能力确定性高

2020 年国内外粮食价格共振上行, 预计 2021 年国内粮食价格景气度得到延续。短期玉米价格仍高于小麦价格, 拉动大小麦销售均价温和上行。我们预计公司大小麦库存及新种植季大小麦将获得较好销售均价, 毛利贡献将同比提升。

### ● 食品业务收入高增, 支撑公司中长期业绩成长

2019 年以来, 公司通过外延并购及内生发力的方式持续加码下游食品业务, 相关食品业务收入增速于 2020 年大幅提升。我们预计公司食品业务 (食用油、大米) 收入增长将支撑公司业绩中长期成长, 助力公司整体业务盈利稳定性提升。

### ● 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	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	8,028	8,620	9,244	9,999	10,789
YOY(%)	64.4	7.4	7.2	8.2	7.9
归母净利润(百万元)	591	670	982	1,092	1,156
YOY(%)	-2.3	13.2	46.7	11.2	5.8
毛利率(%)	12.7	15.0	17.4	18.0	18.2
净利率(%)	7.4	7.8	10.6	10.9	10.7
ROE(%)	9.8	10.7	13.7	13.8	13.2
EPS(摊薄/元)	0.43	0.49	0.71	0.79	0.84
P/E(倍)	23.9	21.1	14.4	12.9	12.2
P/B(倍)	2.4	2.2	2.0	1.8	1.6

数据来源: 贝格数据、开源证券研究所

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	6115	6706	8734	9436	9820
现金	582	953	2902	3138	3386
应收票据及应收账款	264	218	299	260	343
其他应收款	18	37	22	41	27
预付账款	505	549	582	641	679
存货	2526	2775	2753	3179	3209
其他流动资产	2220	2176	2176	2176	2176
<b>非流动资产</b>	1942	1964	2167	2103	2030
长期投资	0	0	-0	-0	-0
固定资产	1506	1564	1516	1472	1417
无形资产	199	198	187	176	165
其他非流动资产	237	202	463	455	448
<b>资产总计</b>	8057	8670	10900	11538	11851
<b>流动负债</b>	1554	1722	4398	6104	7570
短期借款	152	186	2500	4500	5500
应付票据及应付账款	263	287	287	329	334
其他流动负债	1138	1249	1611	1275	1736
<b>非流动负债</b>	246	268	268	268	268
长期借款	0	0	0	0	0
其他非流动负债	246	268	268	268	268
<b>负债合计</b>	1800	1990	4666	6372	7838
少数股东权益	347	379	415	464	519
股本	1378	1378	1378	1378	1378
资本公积	1996	1996	1996	1996	1996
留存收益	2536	2931	3490	4117	4790
<b>归属母公司股东权益</b>	5910	6301	5819	4703	3493
负债和股东权益	8057	8670	10900	11538	11851

现金流量表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>经营活动现金流</b>	659	770	1426	580	1805
净利润	612	712	1018	1141	1211
折旧摊销	213	218	193	208	225
财务费用	9	2	14	50	98
投资损失	-62	-61	-62	-61	-61
营运资金变动	-134	-161	284	-759	329
其他经营现金流	21	60	-22	2	2
<b>投资活动现金流</b>	-406	-134	-312	-85	-93
资本支出	250	266	-69	-63	-72
长期投资	0	71	0	0	0
其他投资现金流	-155	203	-380	-148	-166
<b>筹资活动现金流</b>	-475	-268	-336	-320	-376
短期借款	29	35	-33	10	4
长期借款	0	0	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-504	-303	-303	-330	-380
<b>现金净增加额</b>	-222	368	778	175	1336

利润表(百万元)	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	8028	8620	9244	9999	10789
营业成本	7012	7324	7639	8198	8827
营业税金及附加	7	9	10	10	11
营业费用	269	305	319	349	374
管理费用	390	478	518	530	539
研发费用	36	48	55	65	72
财务费用	9	2	14	50	98
资产减值损失	-10	-42	-29	-40	-38
其他收益	307	295	305	320	330
公允价值变动收益	0	-5	-2	-2	-3
投资净收益	62	61	62	61	61
资产处置收益	0	1	0	0	1
<b>营业利润</b>	658	756	1085	1216	1294
营业外收入	3	17	10	14	12
营业外支出	5	7	6	7	6
<b>利润总额</b>	655	766	1088	1223	1299
所得税	43	54	70	82	88
<b>净利润</b>	612	712	1018	1141	1211
少数股东损益	21	42	36	49	55
<b>归母净利润</b>	591	670	982	1092	1156
EBITDA	854	957	1261	1448	1585
EPS(元)	0.43	0.49	0.71	0.79	0.84

主要财务比率	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	64.4	7.4	7.2	8.2	7.9
营业利润(%)	1.0	14.9	43.5	12.1	6.4
归属于母公司净利润(%)	-2.3	13.2	46.7	11.2	5.8
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	12.7	15.0	17.4	18.0	18.2
净利率(%)	7.4	7.8	10.6	10.9	10.7
ROE(%)	9.8	10.7	13.7	13.8	13.2
ROIC(%)	9.5	10.2	10.3	9.2	8.8
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	22.3	23.0	42.8	55.2	66.1
净负债比率(%)	-3.4	-7.9	-2.2	19.4	25.6
流动比率	3.9	3.9	2.0	1.5	1.3
速动比率	1.9	1.8	1.2	0.9	0.8
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	1.1	1.0	0.9	0.9	0.9
应收账款周转率	37.8	35.8	35.8	35.8	35.8
应付账款周转率	28.8	26.6	26.6	26.6	26.6
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.43	0.49	0.71	0.79	0.84
每股经营现金流(最新摊薄)	0.48	0.56	1.03	0.42	1.31
每股净资产(最新摊薄)	4.29	4.57	5.08	5.66	6.30
<b>估值比率</b>					
P/E	23.9	21.1	14.4	12.9	12.2
P/B	2.4	2.2	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA	14.3	12.6	9.9	9.8	9.5

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