

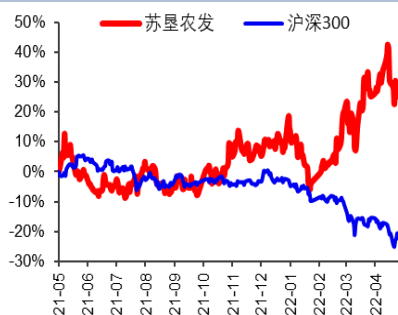
粮食高产优势稳固，自产自销核心产品利润率提升

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-05-02

收盘价（元） 13.97
近 12 个月最高/最低（元） 16.59/10.00
总股本（百万股） 1378
流通股本（百万股） 1378
流通股比例（%） 100
总市值（亿元） 193
流通市值（亿元） 193

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：王莺

执业证书号：S0010520070003

电话：18502142884

邮箱：wangying@hazq.com

相关报告

- 1.《苏垦农发（601952）深度报告：国有大型种植企业，有望充分受益稻麦价格上涨》2020-08-30
- 2.《苏垦农发（601952）点评：Q3 业绩同比增长 30%，稻麦价格有望持续上行》2020-10-28

主要观点：

● 公司年报、一季报业绩稳步增长，自产自销核心产品毛利率提升。

公司近日发布年报和一季报：2021 年实现营业收入 106.4 亿元，同比增长 23.4%，实现归母净利润 7.37 亿元，同比增长 10.1%，扣非后净利润 5.88 亿元，同比增长 5.1%；2022Q1 实现营业收入 24.1 亿元，同比增长 31.4%，实现归母净利润 1.34 亿元，同比增长 15.0%，扣非后净利润 1.07 亿元，同比增长 10.5%。公司收入增幅高于利润增幅，主要是因为开展了大量外采外销和农资贸易，公司自产自销核心产品利润率稳步提升。

● 公司粮食高产优势稳固，稻麦价格上涨推升种植业务。

2017-2021 年公司水稻种植面积维持 100 万亩以上，小麦种植面积稳定在 100 万亩左右。截至 2021 年秋播，公司土地流转（含土地托管）面积大幅增至 28.9 万亩，2022 年流转面积或进一步提升。2021 年公司粮食高产优势稳固，全年麦稻总产 126.6 万吨（含发包种植产量），居历史高产水平，本部小麦平均亩产 1147 斤，再创历史新高，本部水稻平均亩产 1245 斤，拓展基地小麦亩产达 927 斤、水稻 1101 斤，均处历史高产水平。

2021 年，公司实现种植业收入 31.8 亿元，同比下降 3.1%，但得益于水稻和大小麦价格温和上行，实现种植业毛利 8.44 亿元，同比增长 21.5%。分品类看，公司水稻收入 15.5 亿元，同比下降 10.7%，水稻对外销量 22.2 万吨，同比下降 27.4%，销售价格 2712 元/吨，同比上升 2.6%，毛利 3 亿元，同比增长 13.2%；大小麦收入 13.43 亿元，同比增长 1.5%，大小麦对外销量 32.14 万吨，同比下降 44.6%，销售价格 2476 元/吨，同比上升 7.9%，毛利 4.44 亿元，同比增长 27.6%；承包金收入 2.17 亿元，同比增长 8.7%，毛利 0.78 亿元，与 2020 年基本持平。2022Q1，公司稻麦业务稳健发展，水稻外销量 7.37 万吨，同比增长 125.9%，主要是，自产大小麦外销量 6.13 万吨，同比增长 5.5%，外采大小麦外销量 6.28 万吨，同比增长 37.22%。

● 公司坚持全产业链发展战略，米业、食用油市场渠道较为完备。

公司坚持“产业经营+资本经营”双轮驱动、“内涵式增长与外延式扩张”并重的原则，实施“以种业、米业为主，多产业并举”的全产业链发展战略，以种植业为基础，以种业和粮油加工为核心，致力成为行业领先的优质安全农产品供应商和农业综合服务商。苏垦米业大米产品的市场格局已呈现出“民用+工业+储备”的多元模式，产品市场范围涵盖江苏、上海、浙江、广东、福建、海南、陕西等地，已建立较为完备的营销网络体系；粮食农产品与食用植物油的市场渠道重度较高，苏垦米业的营销体系也为食用植物油拓宽营销网络提供了便利；大华种业在江苏建立了网络密布的市场营销体系，常规稻麦种在江苏省的市场占有率较高，市场优势显著。2021 年，公司种业收入 17.2

亿元，同比增长 29.1%，种业毛利 1.96 亿元，同比增长 10.9%；米业收入 13.57 亿元，同比增长 8.1%，米业毛利 0.86 亿元，同比下降 29.6%；食用油收入 30.37 亿元，同比增长 8.0%，食用油毛利 2.46 亿元，同比下降 2.9%。2022Q1 公司麦种销量 2.79 万吨，同比增长 12.0%，稻种销量 2.28 亿元，同比下降 11.9%；大米销量 7.68 万吨，同比下降 5.5%，食用油销量 5.85 万吨，同比下降 6.9%。

● 投资建议

我们预计，2022-2024 年公司实现收入 115.02 亿元、137.48 亿元、165.48 亿元，同比分别增长 8.1%、19.5%、20.4%，实现归母净利润 9.33 亿元、11.01 亿元、12.52 亿元，同比分别增长 26.6%、18.0%、13.7%，EPS0.68 元、0.8 元、0.91 元。我们给予公司 2022 年 25 倍 PE，合理估值 17 元，维持“买入”评级不变。

● 风险提示

粮食价格大跌；自然灾害。

● 重要财务指标

单位:百万元

| 主要财务指标 | 2021A | 2022E | 2023E | 2024E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 10640 | 11502 | 13748 | 16548 |
| 收入同比（%） | 23.4% | 8.1% | 19.5% | 20.4% |
| 归属母公司净利润 | 737 | 933 | 1101 | 1252 |
| 净利润同比（%） | 10.1% | 26.6% | 18.0% | 13.7% |
| 毛利率（%） | 14.9% | 14.5% | 13.9% | 13.2% |
| ROE（%） | 12.7% | 13.9% | 14.1% | 13.8% |
| 每股收益（元） | 0.53 | 0.68 | 0.80 | 0.91 |
| P/E | 22.27 | 20.63 | 17.49 | 15.38 |
| P/B | 2.84 | 2.87 | 2.46 | 2.12 |
| EV/EBITDA | 16.13 | 27.54 | 24.28 | 21.70 |

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

| 资产负债表 | | | | | 单位:百万元 | | | | | |
|----------|-------|-------|-------|-------|--------|----------|-------|-------|-------|-------|
| 会计年度 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | | 会计年度 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
| 流动资产 | 7605 | 8826 | 10492 | 12432 | | 营业收入 | 10640 | 11502 | 13748 | 16548 |
| 现金 | 889 | 1706 | 2403 | 3131 | | 营业成本 | 9053 | 9839 | 11836 | 14362 |
| 应收账款 | 304 | 329 | 393 | 473 | | 营业税金及附加 | 10 | 12 | 14 | 17 |
| 其他应收款 | 47 | 50 | 60 | 72 | | 销售费用 | 175 | 184 | 193 | 202 |
| 预付账款 | 411 | 446 | 537 | 652 | | 管理费用 | 583 | 699 | 839 | 1007 |
| 存货 | 3451 | 3751 | 4512 | 5475 | | 财务费用 | 265 | 0 | 0 | 0 |
| 其他流动资产 | 2503 | 2544 | 2586 | 2629 | | 资产减值损失 | -25 | 0 | 0 | 0 |
| 非流动资产 | 6494 | 6481 | 6467 | 6454 | | 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 2 | 4 | 6 | 8 | | 投资净收益 | 49 | 58 | 69 | 83 |
| 固定资产 | 1533 | 1503 | 1473 | 1443 | | 营业利润 | 846 | 1092 | 1253 | 1426 |
| 无形资产 | 191 | 186 | 180 | 174 | | 营业外收入 | 11 | 0 | 0 | 0 |
| 其他非流动资产 | 4768 | 4788 | 4808 | 4828 | | 营业外支出 | 17 | 30 | 0 | 0 |
| 资产总计 | 14099 | 15307 | 16959 | 18886 | | 利润总额 | 839 | 1062 | 1253 | 1426 |
| 流动负债 | 2724 | 2941 | 3424 | 4022 | | 所得税 | 57 | 72 | 85 | 96 |
| 短期借款 | 196 | 196 | 196 | 196 | | 净利润 | 783 | 991 | 1169 | 1329 |
| 应付账款 | 261 | 284 | 341 | 414 | | 少数股东损益 | 45 | 58 | 68 | 77 |
| 其他流动负债 | 2267 | 2462 | 2887 | 3412 | | 归属母公司净利润 | 737 | 933 | 1101 | 1252 |
| 非流动负债 | 5159 | 5159 | 5159 | 5159 | | EBITDA | 1307 | 839 | 923 | 999 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | | EPS (元) | 0.53 | 0.68 | 0.80 | 0.91 |
| 其他非流动负债 | 5159 | 5159 | 5159 | 5159 | | | | | | |
| 负债合计 | 7883 | 8101 | 8584 | 9181 | | | | | | |
| 少数股东权益 | 433 | 491 | 559 | 636 | | | | | | |
| 股本 | 1378 | 1378 | 1378 | 1378 | | | | | | |
| 资本公积 | 1996 | 1996 | 1996 | 1996 | | | | | | |
| 留存收益 | 2409 | 3342 | 4442 | 5695 | | | | | | |
| 归属母公司股东权 | 5783 | 6716 | 7817 | 9069 | | | | | | |
| 负债和股东权益 | 14099 | 15307 | 16959 | 18886 | | | | | | |

| 现金流量表 | | | | | 单位:百万元 | | | | | |
|---------|------|-------|-------|-------|--------|-----------|--------|--------|--------|-------|
| 会计年度 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E | | 会计年度 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
| 经营活动现金流 | 1022 | 917 | 755 | 772 | | 成长能力 | | | | |
| 净利润 | 737 | 933 | 1101 | 1252 | | 营业收入 | 23.4% | 8.1% | 19.5% | 20.4% |
| 折旧摊销 | 553 | 141 | 141 | 141 | | 营业利润 | 11.9% | 29.1% | 14.7% | 13.7% |
| 财务费用 | 282 | 0 | 0 | 0 | | 归属于母公司净利 | 10.1% | 26.6% | 18.0% | 13.7% |
| 投资损失 | -49 | -58 | -69 | -83 | | 获利能力 | | | | |
| 营运资金变动 | -544 | -187 | -485 | -615 | | 毛利率 (%) | 14.9% | 14.5% | 13.9% | 13.2% |
| 其他经营现金流 | 1323 | 1208 | 1654 | 1944 | | 净利率 (%) | 6.9% | 8.1% | 8.0% | 7.6% |
| 投资活动现金流 | -436 | -100 | -58 | -44 | | ROE (%) | 12.7% | 13.9% | 14.1% | 13.8% |
| 资本支出 | -193 | -155 | -125 | -125 | | ROIC (%) | 6.0% | 5.1% | 5.2% | 5.2% |
| 长期投资 | -293 | -2 | -2 | -2 | | 偿债能力 | | | | |
| 其他投资现金流 | 49 | 58 | 69 | 83 | | 资产负债率 (%) | 55.9% | 52.9% | 50.6% | 48.6% |
| 筹资活动现金流 | -649 | 0 | 0 | 0 | | 净负债比率 (%) | 126.8% | 112.4% | 102.5% | 94.6% |
| 短期借款 | 10 | 0 | 0 | 0 | | 流动比率 | 2.79 | 3.00 | 3.06 | 3.09 |
| 长期借款 | 0 | 0 | 0 | 0 | | 速动比率 | 1.37 | 1.57 | 1.59 | 1.57 |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | | 营运能力 | | | | |
| 资本公积增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | | 总资产周转率 | 0.75 | 0.75 | 0.81 | 0.88 |
| 其他筹资现金流 | -659 | 0 | 0 | 0 | | 应收账款周转率 | 34.99 | 34.99 | 34.99 | 34.99 |
| 现金净增加额 | -64 | 817 | 697 | 728 | | 应付账款周转率 | 34.70 | 34.70 | 34.70 | 34.70 |

| 主要财务比率 | | | | |
|-----------|--------|--------|--------|-------|
| 会计年度 | 2021 | 2022E | 2023E | 2024E |
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 23.4% | 8.1% | 19.5% | 20.4% |
| 营业利润 | 11.9% | 29.1% | 14.7% | 13.7% |
| 归属于母公司净利 | 10.1% | 26.6% | 18.0% | 13.7% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 (%) | 14.9% | 14.5% | 13.9% | 13.2% |
| 净利率 (%) | 6.9% | 8.1% | 8.0% | 7.6% |
| ROE (%) | 12.7% | 13.9% | 14.1% | 13.8% |
| ROIC (%) | 6.0% | 5.1% | 5.2% | 5.2% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 (%) | 55.9% | 52.9% | 50.6% | 48.6% |
| 净负债比率 (%) | 126.8% | 112.4% | 102.5% | 94.6% |
| 流动比率 | 2.79 | 3.00 | 3.06 | 3.09 |
| 速动比率 | 1.37 | 1.57 | 1.59 | 1.57 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.75 | 0.75 | 0.81 | 0.88 |
| 应收账款周转率 | 34.99 | 34.99 | 34.99 | 34.99 |
| 应付账款周转率 | 34.70 | 34.70 | 34.70 | 34.70 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | 0.53 | 0.68 | 0.80 | 0.91 |
| 每股经营现金流 | 0.74 | 0.67 | 0.55 | 0.56 |
| 每股净资产 | 4.20 | 4.87 | 5.67 | 6.58 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 22.27 | 20.63 | 17.49 | 15.38 |
| P/B | 2.84 | 2.87 | 2.46 | 2.12 |
| EV/EBITDA | 16.13 | 27.54 | 24.28 | 21.70 |

资料来源：公司公告，华安证券研究所

分析师与研究助理简介

分析师：王莺，华安证券农业首席分析师，2012 年水晶球卖方分析师第五名，农林牧渔行业 2019 年金牛奖最佳行业分析团队奖。

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。