

苏垦农发 (601952.SH)

2022 半年报点评：小麦高产优势延续，有望受益粮价高景气

买入

核心观点

规模扩张叠加粮价上涨，公司上半年业绩同比增长明显。根据公司发布的2022年半年度报告，公司2022H1实现营业收入61.50亿元，较上年同期增加25.76%，实现归属于母公司所有者的净利润3.48万元，较上年同期增加5.92%。受经营规模扩大，小麦等主要农产品销量增加、价格同比上升的影响，公司营业收入同比扩张明显，但同时受2022年上半年农药、化肥等生产物资和原材料的国际市场价格波动较大，进而带动国内相关农资价格、生产成本出现一定上涨的影响，公司种植生产成本有所升高，导致毛利率和净利率出现一定下降。

公司延续粮食高产优势，有望受益粮价高景气。2022年上半年，公司夏粮总产为53.75万吨，小大麦总产为53.01万吨，大米产量同比增长6.14%，其中自有基地小麦平均单产1075.7斤，拓展基地小麦平均单产892.66斤，均处于历史较高水平。考虑到2022年国内小麦基本面有强支撑，2021年冬季小麦主产区出现晚播、发芽率低等问题，2022年产量可能降低，公司有望成为最为受益于本轮小麦粮价上涨的标的。

掌握优质耕地资源，一体化经营优势明显。在耕地资源方面，截至2021年夏播，公司拥有土地流转面积约20.74万亩、受托管土地面积3.9万亩。目前公司已与苏州市农发集团合资建立苏州苏垦现代农业有限公司，首期流转土地面积1.8万亩，同时正深入张家港、常熟、太仓、昆山、吴江五地沟通洽谈，2022年上半年累计完成内部程序项目82个，涉及资金1.58亿元，完成投资8879万元，在国家支持农业产业化发展的趋势下，公司经营土地规模有望稳步扩张。在模式方面，公司正围绕种业、米业两大核心主业，实行多产业并举的全产业链发展战略，业务已涵盖农作物种植、良种育繁、农产品加工销售及农业社会化服务等全产业链业务，通过专业化分工构建了“龙头企业+基地+市场”的全产业链农业产业化经营模式，并针对种植过程中的作物和品种布局、种子和农资供应、农业生产、农机作业和农产品销售实行“五统一管理”，规模效益和协同效应明显。

风险提示：恶劣天气带来的不确定性风险。

投资建议：优质种植企业，粮价高景气受益者，维持买入评级。公司掌握上游种植源头，粮食成本固定且种植规模有望通过流转等形式继续提升，维持稳健增长，我们预计公司22-24年归母净利润为8.64/9.00/9.43亿元，对应EPS为0.63/0.65/0.68元，对应当前股价PE为21.9/21.0/20.0X。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	8,620	10,640	13,076	14,926	16,782
(+/-%)	7.4%	23.4%	22.9%	14.1%	12.4%
净利润(百万元)	670	737	864	900	943
(+/-%)	13.2%	10.1%	17.2%	4.1%	4.8%
每股收益(元)	0.49	0.53	0.63	0.65	0.68
EBIT Margin	5.3%	7.1%	7.4%	6.9%	6.4%
净资产收益率 (ROE)	10.6%	12.7%	13.5%	12.7%	12.5%
市盈率 (PE)	28.2	25.7	21.9	21.0	20.0
EV/EBITDA	31.2	27.6	24.8	23.8	23.1
市净率 (PB)	3.00	3.27	2.96	2.68	2.51

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

农林牧渔·种植业

证券分析师：鲁家瑞

021-61761016

lujiarui@guosen.com.cn

S0980520110002

联系人：李瑞楠

021-60893308

lirui@guosen.com.cn

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	13.72元
总市值/流通市值	18906/18906百万元
52周最高价/最低价	17.27/10.15元
近3个月日均成交额	310.10百万元

市场走势



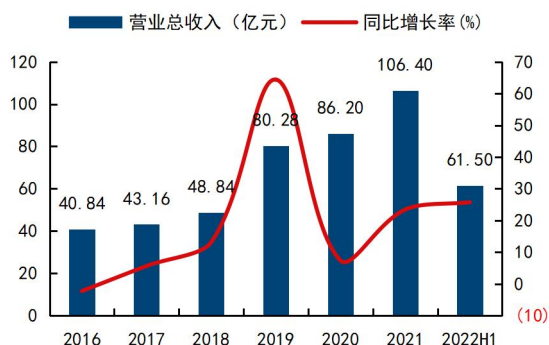
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《苏垦农发(601952.SH)-2022年一季报点评：种植行业领导者，小麦粮价周期优选标的》——2022-05-04

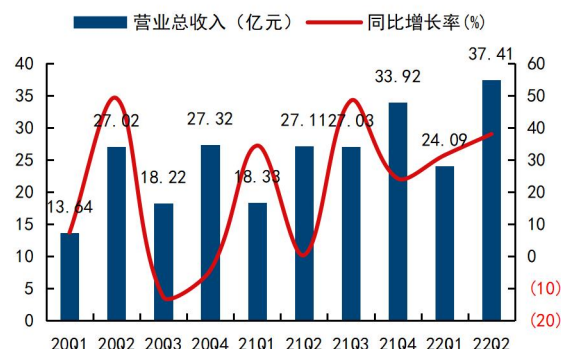
规模扩张叠加粮价上涨，公司上半年业绩同比增长明显。根据公司发布的 2022 年半年度报告，公司 2022H1 实现营业收入 61.50 亿元，较上年同期增加 25.76%，实现归属于母公司所有者的净利润 3.48 亿元，较上年同期增加 5.92%，业绩增长主要系经营规模扩大，小麦等主要农产品销量增加、价格同比上升所致。报告期内，公司延续粮食高产优势，夏粮总产 53.75 万吨，小大麦总产 53.01 万吨，大米产量同比增长 6.14%，其中自有基地小麦平均单产 1075.7 斤，拓展基地小麦平均单产 892.66 斤，均处于历史较高水平。另外公司主要子公司大华种业、苏垦米业、苏垦农服、金太阳粮油分别实现净利润 3708.08/7618.23/1360.34/4898.86 万元。

图1：苏垦农发营业收入及增速（单位：亿元、%）



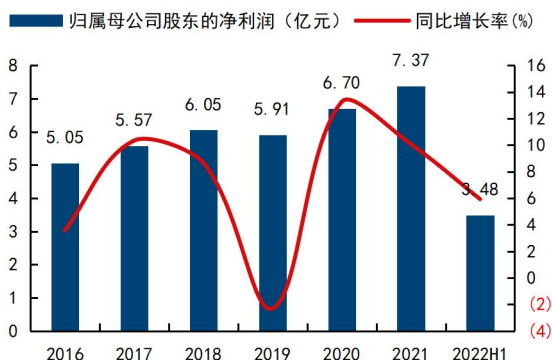
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：苏垦农发单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：苏垦农发归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

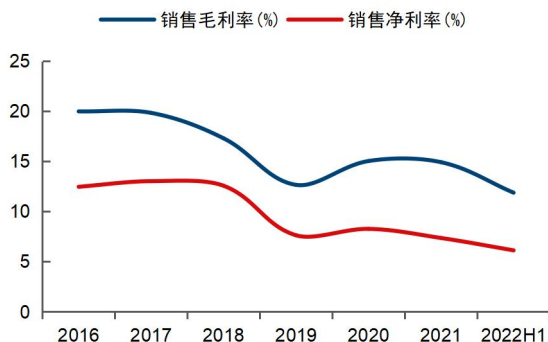
图4：苏垦农发单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

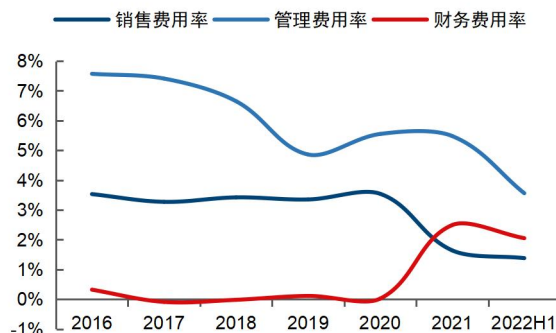
盈利能力有所下降，费用率优化明显。公司 2022H1 销售毛利率 11.87%，较上年同期减少 3.62pct；销售净利率 6.12%，较上年同期减少 1.71pct。销售费用率 1.38%（-0.50pct），管理费用率 3.56%（-0.68pct），财务费用率 2.05%（-0.87pct）。三项费用率合计 6.99%，同比下降 2.05pct。其中毛利率和净利率下降主要系 2022 年上半年农药、化肥等生产物资和原材料的国际市场价格波动较大，一定程度上带动国内相关农资价格、生产成本出现一定上涨，间接推高公司种植生产成本。

图5: 苏垦农发毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

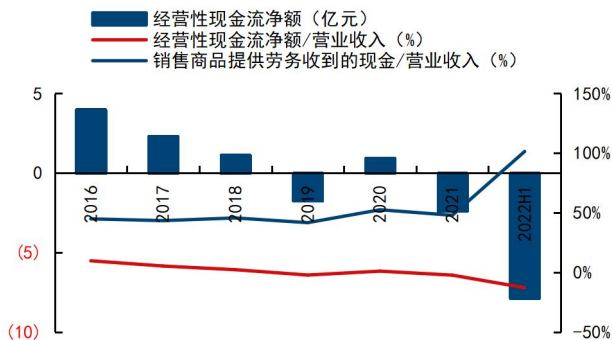
图6: 苏垦农发三项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

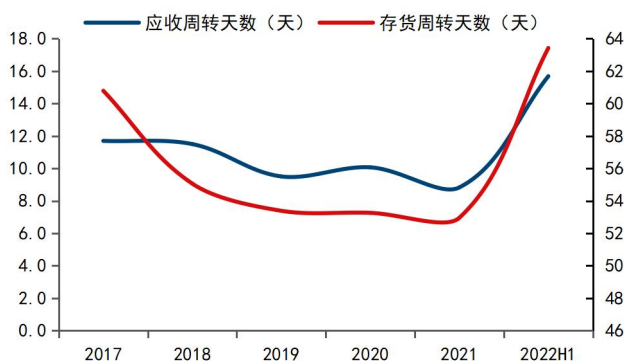
短期经营性现金流承压明显，资产周转效率有所下降。2022H1 经营性现金流净额-7.86 亿元，较去年减少 5.47 亿元，经营性现金流净额占营业收入比例为-12.78%（-7.52%），销售商品提供劳务收到的现金占营业收入比例为 112.28%（-10.83%），现金流承压主要系经营规模扩大，采购付款季节性增加所致。在主要流动资产周转方面，2022H1 公司应收周转天数达 15.68 天（+12.11%），存货周转天数达 49.28 天（+28.69%）。

图7: 苏垦农发经营性现金流情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 苏垦农发主要流动资产周转情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：优质种植企业，粮价高景气受益者，维持买入评级。公司掌握上游种植源头，粮食成本固定且种植规模有望通过流转等形式继续提升，维持稳健增长，我们预计公司 22-24 年归母净利润为 8.64/9.00/9.43 亿元，对应 EPS 为 0.63/0.65/0.68 元，对应当前股价 PE 为 21.9/21.0/20.0X。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值	EPS			PE			投资评级
			亿元	21E	22E	23E	21E	22E	23E	
600598	北大荒	14.35	255.10	0.48	0.57	0.61	30	25	24	未评级

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理及预测 (EPS 为 Wind 一致预测)

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	953	889	1698	2150	2356	营业收入	8620	10640	13076	14926	16782
应收款项	254	315	422	442	493	营业成本	7324	9053	11133	12752	14409
存货净额	2775	3451	4207	4876	5505	营业税金及附加	9	10	12	14	16
其他流动资产	755	688	1037	1152	1238	销售费用	305	175	209	248	274
流动资产合计	6706	7605	9624	10881	11852	管理费用	478	583	684	802	919
固定资产	1581	1571	1632	1675	1695	研发费用	48	65	71	85	96
无形资产及其他	198	191	184	176	168	财务费用	2	265	17	23	18
投资性房地产	186	4729	4729	4729	4729	投资收益	61	49	3	2	5
长期股权投资	0	2	2	2	2	资产减值及公允价值变动	38	25	25	20	10
资产总计	8670	14099	16171	17463	18447	其他收入	156	217	(71)	(85)	(96)
短期借款及交易性金融负债	186	665	334	395	465	营业利润	756	846	979	1024	1066
应付款项	287	261	396	444	478	营业外净收支	10	(7)	6	2	9
其他流动负债	1249	1798	1969	2336	2665	利润总额	766	839	985	1026	1075
流动负债合计	1722	2724	2699	3175	3608	所得税费用	54	57	67	71	73
长期借款及应付债券	0	0	1200	1200	1200	少数股东损益	42	45	53	56	58
其他长期负债	268	5159	5413	5513	5563	归属于母公司净利润	670	737	864	900	943
长期负债合计	268	5159	6613	6713	6763	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	1990	7883	9313	9889	10372	净利润	670	737	864	900	943
少数股东权益	379	433	471	512	541	资产减值准备	12	2	1	0	0
股东权益	6301	5783	6388	7062	7534	折旧摊销	215	217	171	184	197
负债和股东权益总计	8670	14099	16171	17463	18447	公允价值变动损失	(38)	(25)	(25)	(20)	(10)
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	财务费用	2	265	17	23	18
每股收益	0.49	0.53	0.63	0.65	0.68	营运资本变动	(103)	201	(649)	(289)	(351)
每股红利	0.22	0.23	0.19	0.16	0.34	其它	12	24	36	41	29
每股净资产	4.57	4.20	4.64	5.13	5.47	经营活动现金流	767	1156	398	816	808
ROIC	10%	16%	20%	19%	19%	资本开支	0	(224)	(200)	(200)	(200)
ROE	11%	13%	14%	13%	13%	其它投资现金流	67	(291)	0	0	0
毛利率	15%	15%	15%	15%	14%	投资活动现金流	67	(517)	(200)	(200)	(200)
EBIT Margin	5%	7%	7%	7%	6%	权益性融资	(0)	29	0	0	0
EBITDA Margin	8%	9%	9%	8%	8%	负债净变化	0	0	700	0	0
收入增长	7%	23%	23%	14%	12%	支付股利、利息	(299)	(322)	(259)	(225)	(472)
净利润增长率	13%	10%	17%	4%	5%	其它融资现金流	134	(87)	(331)	61	70
资产负债率	27%	59%	60%	60%	59%	融资活动现金流	(463)	(703)	610	(164)	(402)
息率	1.6%	1.7%	1.4%	1.2%	2.5%	现金净变动	371	(64)	808	452	206
P/E	28.2	25.7	21.9	21.0	20.0	货币资金的期初余额	582	953	889	1698	2150
P/B	3.0	3.3	3.0	2.7	2.5	货币资金的期末余额	953	889	1698	2150	2356
EV/EBITDA	31.2	27.6	24.8	23.8	23.1	企业自由现金流	0	898	224	649	641
						权益自由现金流	0	811	577	689	694

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032