

## 种植高景气, 优质土地资源推动业绩增长

### 投资要点

- 业绩总结:** 公司2022年前三季度实现营业收入34.7亿元, 同比增长20.9%, 实现归母净利12.9亿元, 同比增长51.4%, 扣非后归母净利润为12.5亿元, 同比增长21.9%。单三季度实现营业收入9.5亿元, 同比增长5.5%, 环比减少46.9%, 归母净利润为3.6亿元, 同比增长336.2%, 环比减少27.2%, 扣非后归母净利润为3.6亿元, 同比增长37.3%。三季度业绩出现环比减少系因为, 公司年度收入通常于二季度达到峰值, 归母净利实现快速增长的原因主要系21年同期鑫都房地产公司确认与呼伦贝尔市天顺房地产开发有限公司房产开发仲裁案件违约赔偿金约3亿元, 从扣非后归母净利润可以看出公司稳健经营, 未来种植高景气, 公司土地资源优质, 业绩有望迎进一步提升。
- 国际粮价存在波动因素, 国内粮食保障充分, 种植维持高景气。** 从国际社会来看, 受俄乌地缘冲突的影响, 俄罗斯部分粮食出口运输出现不确定因素, 乌克兰作为主要粮食生产国, 分析机构UkrAgroConsult公司称, 乌克兰2022年玉米收获产量预计为2700万吨、小麦1890万吨, 同比减产近35-40%。我国农业农村部数据显示截止至10月9日, 我国秋粮已经收获7.37亿亩, 完成进入达56.5%。东北、西北、黄淮海地区秋粮涨势较好, 玉米产量有望达到2.7亿吨, 小麦产量有望达到1.37亿吨, 大豆产量预计在1950-1970万吨, 稻谷产量超过2亿吨, 整体上我国粮食供应充足。根据wind数据, 截至22年10月25日, 玉米现货价格2864.4元/吨, 小麦现货价3186.7元/吨, 处于相对高位。公司拥有优质土地资源, 主要分布在土质最为肥沃的三大黑土带之一的三江平原上, 是“天然粮仓”, 市场竞争力强, 若地租提升则公司业绩弹性较大。
- 转基因种子研究工作顺利推进, 种业规范程度加强, 未来市场成长空间广阔。** 中央一号文件中明确提出了粮食安全与种子安全的重要性; 同样在中央经济工作会议中针对种子问题明确的三项任务中也提到开展种源“卡脖子”技术攻关, 立志打一场翻身仗。2021年7月, 中央深改委会议审议通过了《种业振兴行动方案》强调粮食安全的重要性, 为落实相关要求, 国家农作物品种审定委员会办公室组织修改了国家级玉米、稻品种审定标准, 针对玉米与稻皆在基本条件中增加一致性和真实性要求。在规范化发展的过程中, 拥有研发实力的优秀种子企业和土地公司将拥有更优质的成长环境。22年1月, 农业农村部决定对《农业转基因生物安全评价管理办法》《主要农作物品种审定办法》《农作物种子生产经营许可管理办法》《农业植物品种命名规定》4部规章的部分条款予以修改, 真的对转基因管理进一步规范, 转基因在我国拥有成长空间以及发展前景, 若未来实施产业化, 则种业将迎来结构调整, 产生的红利将由农民、种业、化肥、土地企业共同享有。公司作为优质粮食生产基地, 拥有规模、资源、资源、管理、绿色产品等优势, 将从中受益。
- 盈利预测与投资建议。** 预计2022-2024年EPS分别为0.74元、0.83元、0.93元, 对应动态PE分别为18/16/14倍, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 种植景气不及预期、极端天气等。

指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	3629.37	4450.13	4936.62	5452.94
增长率	11.99%	22.61%	10.93%	10.46%
归属母公司净利润(百万元)	857.43	1308.26	1475.55	1659.02
增长率	-13.39%	52.58%	12.79%	12.43%
每股收益EPS(元)	0.48	0.74	0.83	0.93
净资产收益率ROE	10.42%	16.39%	17.40%	18.41%
PE	27	18	16	14
PB	3.45	3.17	3.01	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  
联系人: 刘佳宜  
电话: 021-68415832  
邮箱: liujy@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)	12.97-16.8
总市值(亿元)	231.28
总资产(亿元)	80.29
每股净资产(元)	4.00

### 相关研究

- 北大荒(600598): 种植高景气, 土地承包业务稳健发展 (2022-08-24)
- 北大荒(600598): 主营土地承包稳健增长, 种植高景气长期向好 (2022-04-27)
- 北大荒(600598): 土地承包业务稳步增长, 推动农业现代化提升 (2022-03-30)
- 北大荒(600598): 公司稳健经营, 未来土地价值有望提升 (2021-10-27)

### 关键假设:

假设 1: 当前种植景气度较高, 公司土地资源优质, 预计 2022-2024 年公司土地承包业务增速为 25%/10%/8%, 对应毛利率分别为 56%/56.5%/58%。

假设 2: 房地产业务在公司营收与利润中占比较少, 预计未来以稳健发展为主, 2022-2024 对应增速为 10%/5%/5%, 毛利水平为 17.5%/18%/19%。

基于以上假设, 我们预测公司 2022-2024 年分业务收入成本如下表:

表: 分业务收入及毛利率

单位: 百万元		2021A	2022E	2023E	2024E
土地承包	收入	2,792.88	3,491.10	3,840.21	4,147.43
	增速	3.96%	25.00%	10.00%	8.00%
	毛利率	54.57%	56.00%	56.50%	58.00%
其他业务	收入	777.69	894.34	1,028.50	1,234.19
	增速	41.90%	15.00%	15.00%	20.00%
	毛利率	2.79%	3.50%	3.60%	4.00%
房地产	收入	58.80	64.68	67.91	71.31
	增速	839.30%	10.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	17.23%	17.50%	18.00%	19.00%
合计	收入	3,629.4	4,450.1	4,936.6	5,452.9
	增速	11.99%	22.61%	10.93%	10.46%
	毛利率	42.87%	44.89%	44.95%	45.27%

数据来源: Wind, 西南证券

**附表：财务预测与估值**

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	3629.37	4450.13	4936.62	5452.94	净利润	699.09	1195.21	1338.29	1496.73
营业成本	2073.56	2452.49	2717.65	2984.51	折旧与摊销	245.72	643.18	643.18	643.18
营业税金及附加	9.60	11.53	12.70	14.13	财务费用	-89.80	-1.63	-6.13	1.86
销售费用	16.70	26.70	29.62	32.72	资产减值损失	-125.93	0.00	0.00	0.00
管理费用	382.47	623.02	691.13	763.41	经营营运资本变动	289.19	325.29	-109.30	91.16
财务费用	-89.80	-1.63	-6.13	1.86	其他	207.81	23.17	-13.60	-10.40
资产减值损失	-125.93	0.00	0.00	0.00	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>1226.07</b>	<b>2185.22</b>	<b>1852.44</b>	<b>2222.54</b>
投资收益	7.09	8.00	8.00	8.00	资本支出	41.16	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-518.63	320.21	-72.68	-33.66
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-477.47</b>	<b>320.21</b>	<b>-72.68</b>	<b>-33.66</b>
<b>营业利润</b>	<b>1034.68</b>	<b>1346.01</b>	<b>1499.66</b>	<b>1664.31</b>	短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非经营损益	-302.91	-120.00	-120.00	-120.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>731.77</b>	<b>1226.01</b>	<b>1379.66</b>	<b>1544.31</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	32.68	30.80	41.36	47.58	支付股利	-711.07	-615.86	-939.68	-1059.84
净利润	699.09	1195.21	1338.29	1496.73	其他	-1.22	3.73	6.13	-1.86
少数股东损益	-158.34	-113.04	-137.26	-162.29	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>-712.29</b>	<b>-612.13</b>	<b>-933.55</b>	<b>-1061.70</b>
归属母公司股东净利润	857.43	1308.26	1475.55	1659.02	<b>现金流量净额</b>	<b>36.31</b>	<b>1893.30</b>	<b>846.22</b>	<b>1127.18</b>
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	1684.83	3578.13	4424.34	5551.52	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	41.08	197.49	182.03	195.67	销售收入增长率	11.99%	22.61%	10.93%	10.46%
存货	179.81	186.31	218.27	247.19	营业利润增长率	-6.88%	30.09%	11.41%	10.98%
其他流动资产	1332.15	1027.00	1111.87	1157.97	净利润增长率	-28.05%	70.97%	11.97%	11.84%
长期股权投资	560.64	560.64	560.64	560.64	EBITDA 增长率	-6.23%	66.94%	7.50%	8.08%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	3270.85	2641.55	2012.26	1382.96	毛利率	42.87%	44.89%	44.95%	45.27%
无形资产和开发支出	414.49	404.90	395.31	385.72	三费率	8.52%	14.56%	14.48%	14.63%
其他非流动资产	545.17	540.87	536.58	532.29	净利率	19.26%	26.86%	27.11%	27.45%
<b>资产总计</b>	<b>8029.01</b>	<b>9136.89</b>	<b>9441.29</b>	<b>10013.95</b>	ROE	10.42%	16.39%	17.40%	18.41%
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	ROA	8.71%	13.08%	14.17%	14.95%
应付和预收款项	508.75	970.58	898.62	1010.99	ROIC	20.01%	31.29%	38.58%	47.77%
长期借款	2.98	2.98	2.98	2.98	EBITDA/销售收入	32.80%	44.66%	43.28%	42.35%
其他负债	806.51	870.18	847.93	871.33	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>1318.24</b>	<b>1843.74</b>	<b>1749.54</b>	<b>1885.31</b>	总资产周转率	0.45	0.52	0.53	0.56
股本	1777.68	1777.68	1777.68	1777.68	固定资产周转率	1.11	1.51	2.13	3.24
资本公积	2420.22	2420.22	2420.22	2420.22	应收账款周转率	562.09	990.10	572.24	660.94
留存收益	2910.94	3603.33	4139.20	4738.37	存货周转率	8.22	10.90	10.58	10.53
归属母公司股东权益	7105.81	7801.23	8337.10	8936.27	销售商品提供劳务收到现金营业收入	95.03%	—	—	—
少数股东权益	-395.04	-508.09	-645.35	-807.63	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>6710.76</b>	<b>7293.14</b>	<b>7691.75</b>	<b>8128.64</b>	资产负债率	16.42%	20.18%	18.53%	18.83%
负债和股东权益合计	8029.01	9136.89	9441.29	10013.95	带息债务/总负债	0.23%	0.16%	0.17%	0.16%
					流动比率	2.64	2.85	3.58	3.99
					速动比率	2.50	2.74	3.45	3.85
					股利支付率	82.93%	47.08%	63.68%	63.88%
					<b>每股指标</b>				
					每股收益	0.48	0.74	0.83	0.93
					每股净资产	3.78	4.10	4.33	4.57
					每股经营现金	0.69	1.23	1.04	1.25
					每股股利	0.40	0.35	0.53	0.60
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E					
EBITDA	1190.60	1987.57	2136.71	2309.35					
PE	26.97	17.68	15.67	13.94					
PB	3.45	3.17	3.01	2.85					
PS	6.37	5.20	4.68	4.24					
EV/EBITDA	16.50	9.09	8.02	6.91					
股息率	3.07%	2.66%	4.06%	4.58%					

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

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 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综合指数或标普 500 指数为基准。

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 20% 以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 10% 与 20% 之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -10% 与 10% 之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 -20% 与 -10% 之间
	卖出：未来 6 个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 -20% 以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数 5% 以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数 -5% 与 5% 之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数 -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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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  
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。

请务必阅读正文后的重要声明部分

## 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：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 A 座 8 楼

邮编：100033

### 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

### 重庆

地址：重庆市江北区金沙门路 32 号西南证券总部大楼

邮编：400025

## 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	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	高宇乐	销售经理	13263312271	13263312271	gylyf@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyryf@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
北京	张玉树	销售经理	18957157330	18957157330	zymyf@swsc.com.cn
	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn