

北大荒 (600598)

土地发包主业稳健，战略和价值属性凸显

报告摘要

◆ 核心主业稳健

公司23年实现营业收入50.44亿元，同比增长18.37%；归属于母公司所有者的净利润10.64亿元，同比增长9.07%。其中，土地发包业务23年实现收入34.34亿元，同比增9.86%，主要系公司积极采取机动地竞价、超规模阶梯收费等方式实现收入增加；农产品经营规模显著扩大，23年实现农产品销售收入1.56亿元，22年仅231.8万。1) 盈利能力方面，23年整体业务毛利率48.86%，降4.19pcts，主要系社保基数带来费用增加、农田水利维护、企业农险支出费用增加所致。2) 期间费用方面，23年公司业务销售费用率0.73% (同比+0.17pct)、研发费用率1.78% (同比+0.07pct)，基本稳定；财务费用-1.68亿元，同比减少0.62亿，系利息收入同比增加；管理费用率，11.5% (同比降2.5pcts)，主要由于计提内部退养人员辞退福利同比减少。

◆ 战略和价值属性凸显

我们认为，公司作为国内“农业航母”，无论在粮食稳产保供战略意义上，还是在稳定盈利分红的价值上都有较强的逻辑支撑。1) 战略意义：公司拥有黑龙江广袤的黑土地种植资源，23年公司全年播种面积达1042.9万亩，实现生产水稻、玉米、大豆等优质农作物120亿斤，是我国粮食稳产保供“压舱石”。公司也是建设农业强国的排头兵。近年，公司持续开展绿色生产技术应用，良田改造及黑土地保护等措施，在产能提升、环境治理、信息化应用、节本增效等各方面均起到了引领示范作用。从全球维度看，地缘政治博弈加剧，保护主义抬头，粮食能源安全问题已成为主要国家重要关切，北大荒作为我国农业航母，战略地位凸显。2) 盈利和分红价值：由于公司耕地发包主业的属性，公司持续稳健盈利和分红。国内农地租金在长周期中稳步增长。据ifind，过去20年，国内三种粮食综合的土地租金21年为52.32元/亩，过去10年增长194.8%，CAGR11.4%。公司持续保持高比例分红，23年度公司合计拟派发现金红利7.82亿元，现金分红比例为

投资评级

买入
首次评级

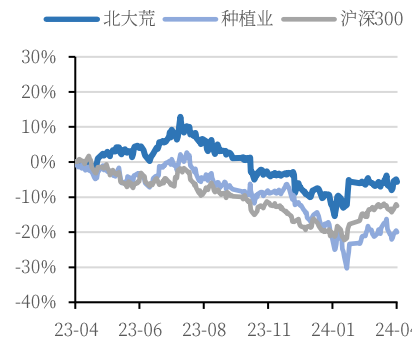
2024年04月02日

收盘价(元): 12.28

公司基本数据

总股本(百万股)	1,777.68
总市值(百万)	21,829.91
流通股本(百万股)	1,777.68
流通市值(百万)	21,829.91
12月最高/最低价(元)	14.77/10.84
资产负债率(%)	16.08
每股净资产(元)	4.22
市盈率(TTM)	20.52
市净率(PB)	2.91
净资产收益率(%)	14.18

股价走势图



作者

彭海兰 分析师
SAC执业证书: S0640517080001
联系电话: 010-59562522
邮箱: penghl@avicsec.com

陈翼 分析师
SAC执业证书: S0640523080001
联系电话: 010-59562522
邮箱: chenyyjs@avicsec.com

相关研究报告

股市有风险 入市需谨慎

中航证券研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文之后的免责声明部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司
公司网址: www.avicsec.com
联系电话: 010-59219558 传真: 010-59562637

73.53%。近5年公司分红比例持续保持在70%以上，分红比例22年度在SW农林牧渔行业排名12/114。

◆ 投资建议

北大荒是我国农业粮食种植的龙头企业，基于公司核心耕地发包业务的稳健性，公司粮食保供“压舱石”的战略属性，以及公司持续高分红的价值性，我们看好公司长周期逻辑支撑的表现。我们预计公司2024-2026年归母净利润分别为11.3亿元、12.1亿元、12.8亿元，EPS分别为0.64元、0.68元、0.72元，对应2024-2026年PE分别为19.30、18.10、17.08倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

◆ 风险提示

粮食价格波动、政策变化等风险。

财务数据与估值	2022A	2023A	2024E	2025E	2025E
营业收入(百万元)	4261.57	5044.44	5423.10	5722.34	6042.16
增长率(%)	17.42	18.37	7.51	5.52	5.59
归母净利润(百万元)	975.29	1063.71	1131.30	1206.24	1278.39
增长率(%)	13.75	9.07	6.35	6.62	5.98
毛利率(%)	39.55	35.38	35.52	35.36	35.17
每股收益(元)	0.55	0.60	0.64	0.68	0.72
市盈率PE	22.38	20.52	19.30	18.10	17.08
市净率PB	3.04	2.91	2.81	2.70	2.60
净资产收益率ROE(%)	13.57	14.18	14.54	14.93	15.23

资料来源：iFind，中航证券研究所

◆ 公司分业务拆分(百万元)

		2023	2024E	2025E	2026E
土地承包	销售收入	3,434.15	3,708.88	3,894.33	4,089.05
	成本	1,682.27	1,817.35	1,908.22	2,003.63
	收入增长率	9.86%	8.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	51.01%	51.00%	51.00%	51.00%
其他业务	销售收入	1,454.25	1,526.96	1,603.31	1,683.48
	成本	1,423.95	1,494.90	1,569.64	1,648.12
	收入增长率	-	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	2.08%	2.10%	2.10%	2.10%
农产品销售	销售收入	156.04	187.25	224.70	269.64
	成本	153.69	184.44	221.33	265.60



	收入增长率	6630.56%	20.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	1.51%	1.50%	1.50%	1.50%
合计	销售收入	5,044.44	5,423.10	5,722.34	6,042.16
	同比增长	18.37%	7.51%	5.52%	5.59%
	营业成本	3,259.91	3,496.69	3,699.19	3,917.35
	毛利率	35.38%	35.52%	35.36%	35.17%

公司公告，中航证券研究所

财务报表与财务指标 (单位: 百万元)

资产负债表					利润表				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	2370.28	3177.58	3805.58	4507.75	营业收入	5044.44	5423.10	5722.34	6042.16
应收票据及账款	10.91	3.91	4.12	4.36	营业成本	3259.91	3496.69	3699.19	3917.35
预付账款	2.31	4.63	4.89	5.16	税金及附加	15.53	14.67	15.47	16.34
其他应收款	31.78	52.59	55.49	58.59	销售费用	36.92	43.38	42.92	45.32
存货	244.77	272.23	288.00	304.98	管理费用	582.14	623.66	640.90	664.64
其他流动资产	1039.25	1040.35	1042.56	1044.93	研发费用	89.56	92.19	103.00	111.78
流动资产总计	3699.31	4551.29	5200.64	5925.76	财务费用	-168.07	-8.74	-11.51	-14.10
长期股权投资	434.49	412.29	390.09	367.89	资产减值损失	-110.86	0.00	0.00	0.00
固定资产	3703.73	3312.37	3073.70	2762.71	信用减值损失	0.25	0.00	0.00	0.00
在建工程	20.31	238.54	231.77	225.00	其他经营损益	0.00	-0.00	-0.00	-0.00
无形资产	414.44	345.37	276.29	207.22	投资收益	-3.89	5.12	5.12	5.12
长期待摊费用	32.43	16.22	0.00	0.00	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	394.77	394.77	394.77	394.77	资产处置收益	0.34	0.58	0.58	0.58
非流动资产合计	5000.16	4719.55	4366.62	3957.58	其他收益	9.58	8.15	8.15	8.15
资产总计	8699.47	9270.84	9567.26	9883.34	营业利润	1123.87	1175.09	1246.21	1314.68
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	营业外收入	8.22	36.49	36.49	36.49
应付票据及账款	96.93	165.77	175.37	185.71	营业外支出	21.41	138.01	138.01	138.01
其他流动负债	1138.11	1450.19	1533.65	1623.52	其他非经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	1235.05	1615.96	1709.03	1809.24	利润总额	1110.68	1073.57	1144.69	1213.16
长期借款	22.55	17.24	11.88	6.55	所得税	26.34	25.46	27.15	28.77
其他非流动负债	141.51	141.51	141.51	141.51	净利润	1084.34	1048.11	1117.54	1184.39
非流动负债合计	164.06	158.76	153.40	148.06	少数股东损益	20.62	-83.19	-88.70	-94.00
负债合计	1399.11	1774.72	1862.42	1957.30	归属母公司股东净 利润	1063.71	1131.30	1206.24	1278.39
股本	1777.68	1777.68	1777.68	1777.68	EBITDA	1195.41	1773.24	1913.90	2035.89
资本公积	2420.45	2420.45	2420.45	2420.45	NOPLAT	933.11	1140.52	1207.24	1271.57
留存收益	3305.31	3584.25	3881.67	4196.88	EPS(元)	0.60	0.64	0.68	0.72
归属母公司权益	7503.45	7782.39	8079.81	8395.01					
少数股东权益	-203.08	-286.27	-374.97	-468.97					
股东权益合计	7300.36	7496.12	7704.84	7926.04					
负债和股东权益合 计	8699.47	9270.84	9567.26	9883.34					

主要财务比率				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营收增长率	18.37%	7.51%	5.52%	5.59%
营业利润增长率	18.75%	4.56%	6.05%	5.49%
EBIT 增长率	10.59%	12.97%	6.42%	5.81%

现金流量表				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动				
投资活动				
筹资活动				
现金及等价物				

税后经营利润	1084.34	1133.71	1203.14	1269.99	EBITDA 增长率	8.60%	48.34%	7.93%	6.37%
折旧与摊销	252.80	708.41	780.73	836.84	归母净利润增长率	9.07%	6.35%	6.62%	5.98%
财务费用	-168.07	-8.74	-11.51	-14.10	经营现金流增长率	23.13%	34.57%	-6.05%	6.45%
投资损失	3.89	-5.12	-5.12	-5.12	盈利能力				
营运资金变动	35.30	336.24	71.71	77.26	毛利率	35.38%	35.52%	35.36%	35.17%
其他经营现金流	334.64	-88.26	-88.26	-88.26	净利率	21.50%	19.33%	19.53%	19.60%
经营性现金净流量	1542.89	2076.24	1950.69	2076.61	营业利润率	22.28%	21.67%	21.78%	21.76%
资本支出	582.61	450.00	450.00	450.00	ROE	14.18%	14.54%	14.93%	15.23%
长期投资	-850.00	0.00	0.00	0.00	ROA	12.23%	12.20%	12.61%	12.93%
其他投资现金流	-1154.17	-870.03	-870.03	-870.03	ROIC	17.11%	19.14%	21.97%	24.51%
投资性现金净流量	-1421.56	-420.03	-420.03	-420.03	估值倍数				
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	P/E	20.52	19.30	18.10	17.08
长期借款	7.86	-5.30	-5.36	-5.33	P/S	4.33	4.03	3.81	3.61
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	P/B	2.91	2.81	2.70	2.60
资本公积增加	0.19	0.00	0.00	0.00	股息率	3.42%	3.90%	4.16%	4.41%
其他筹资现金流	-788.19	-843.61	-897.30	-949.08	EV/EBIT	20.94	18.35	16.71	15.23
筹资性现金净流量	-780.14	-848.91	-902.67	-954.41	EV/EBITDA	16.51	11.02	9.90	8.97
现金流量净额	-658.81	807.30	628.00	702.16	EV/NOPLAT	21.15	17.13	15.69	14.36

资料来源：iFind, 中航证券研究所

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券农林牧渔团队: 农林牧渔行业研究涵盖了细分的畜禽养殖、种业、宠物和粮油饲料等重点板块。团队成员出身国内顶尖农业院校, 在大宗商品方面积累了较深研究经验, 在畜禽养殖、种业等领域拥有丰富的产业投资背景。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuq@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 再次申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复本给予任何其他人。未经授权的转载, 本公司不承担任何转载责任。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期, 中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区 2 号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637