

公司研究

农业/种植
评级：买入

信达证券股份有限公司

北京市西城区南闹市口大街
九号院一号楼六层信达证券
研发中心

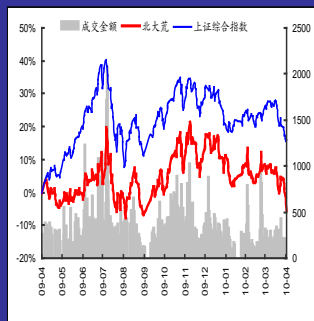
康敬东

证书编号: S1500208100048
010-63081261
kangjingdong@cindasc.com

主要财务指标

	2007	2008	2009
EPS (元)	0.33	0.36	0.21
ROE (%)	13.41	13.20	7.40
每股净资产 (元)	2.56	2.82	2.89
收入增长 (%)	9.59	3.24	16.26
毛利率 (%)	30.72	30.72	26.57
销售净利率 (%)	9.96	9.83	4.99
应收账款周转率	7.25	6.78	8.34
存货周转率	1.47	1.55	1.64
每股经营现金 (元)	0.60	0.54	-0.55

近一年股价走势



相关报告

《业绩谷底已现 未来潜力巨大》2009.10

请务必阅读最后一页重要的
免责声明

北大荒 (600598)

靴子落地 低谷已过—2009 年报点评

2010 年 5 月 4 日

摘要

- 2009 年公司实现销售收入 65.22 亿元，实现利润总额 3.35 亿元，实现归属母公司净利润 3.59 亿元，分别增长 16.26%、-40.25%和-39.03%。每股收益 0.21 元，每股净资产 2.79 元、每股经营活动现金流-0.55 元，净资产收益率 7.4%。除收入实现增长外，其它盈利、现金和成长性都处于上市以来最糟糕境地。其中四季度公司归属母公司净利润居然亏损 4337 万元，这在公司历史上前所未有；
- 2007-2009 年公司期间费用率分别为 18.7%、20.3%和 19.8%，尽管期间收入逐年上升，但期间费用水平居高不下。尽管如此受公司通过债券方式融资影响，财务费用较前两年明显下降。从分季度数据来看，第 3 和 4 季度公司期间费用率分别为 24.92%和 18.91%，其中管理费用率分别为 20.68%和 18.47%，处于近年来较高水平，对利润侵蚀作用较大；
- 2009 年公司各项业务中除了承包费和米业收入分别增长 5.31%和 39.03%外，其它业务收入同比全线大幅负增长，其中化肥收入减少 89.43%，麦芽减少 30.95%。在大米价格上涨的背景下米业公司居然亏损，营业利润率为-1.69%。化肥和麦芽营业利润率分别为-55.48%和-22.5%；
- 尽管公司工业分部全面亏损，费用水平居高不下，同时减值准备也总体处于高位，但我们仍然认为短期业绩并不妨碍长期价值，相反由于业绩低迷带来了绝佳的介入时机。我们认为公司土地和大米仍然是公司的核心所在。当然未来米糠油项目前景亦可乐观预期。另外从公司开始房地产业务和垦区的造城计划角度来看，未来公司将可能在房地产领域有所建树；
- 在黑龙江农垦准备一展身手的大背景下，在公司加强销售通路建设，收入增长业绩却突然出现大幅下降的局面必然不会持续太久。我们认为当然 100 多元的地租明显低估了公司土地资源的真实价值，公司价值至少应不低于 20 元。鉴于公司业务目前不确定性大，盈利预测将在调研后给出。维持“买入”评级不变

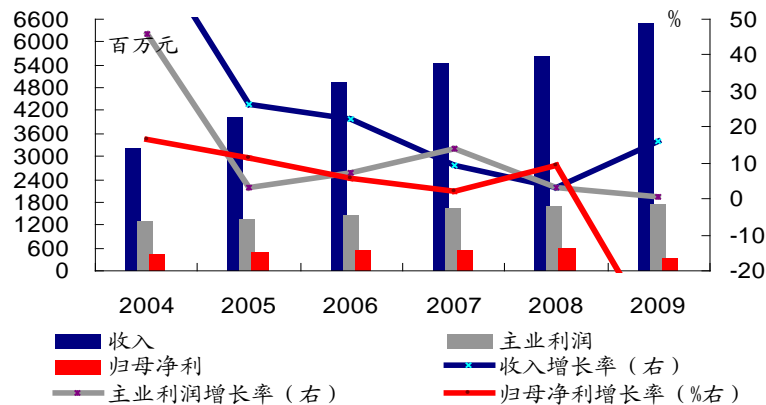
目录

1. 收入利润增长背离	2
2. 下半年期间费用率过高	3
3. 业绩现底无疑	4
4. 短期业绩不影响公司核心价值	5
5. 投资建议	5

1. 收入利润增长背离

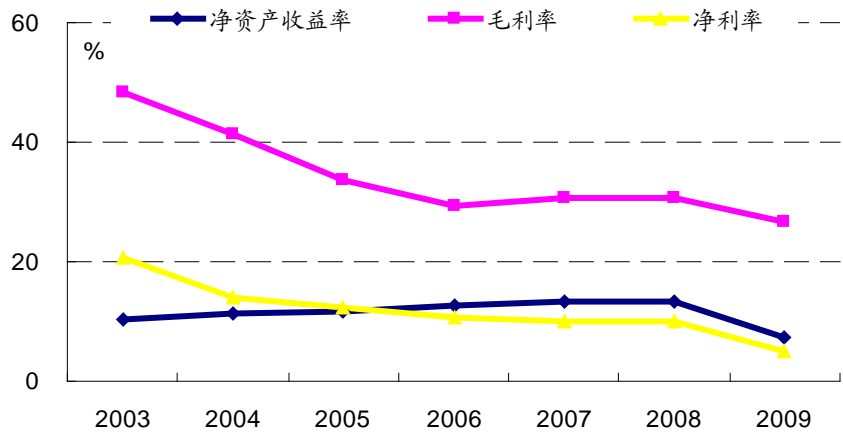
2010年4月29日，北大荒发布业绩报告。2009年公司实现销售收入65.22亿元，实现利润总额3.35亿元，实现归属母公司净利润3.59亿元，分别增长16.26%、-40.25%和-39.03%。每股收益0.21元，每股净资产2.79元、每股经营活动现金流-0.55元，净资产收益率7.4%。除收入实现增长外，其它盈利、现金和成长性都处于上市以来最糟糕境地。其中四季度公司归属母公司净利润居然亏损4337万元，这在公司历史上前所未有。

图 1: 公司收入、利润变动情况



资料来源: 信达证券

图 2: 公司盈利水平变动

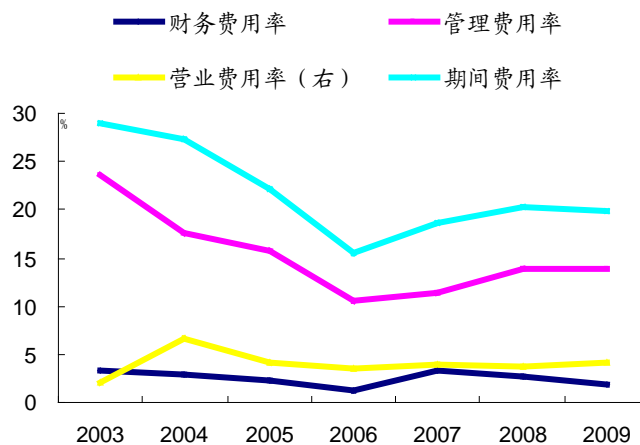


资料来源: 信达证券

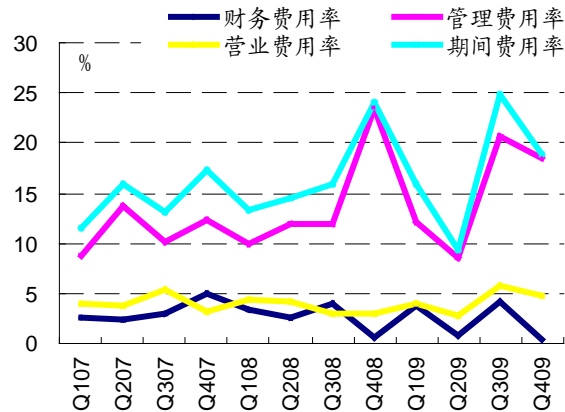
2. 下半年期间费用率过高

2007-2009 年公司期间费用率分别为 18.7%、20.3%和 19.8%，尽管期间收入逐年上升，但期间费用水平居高不下。尽管如此受公司通过债券方式融资影响，财务费用较前两年明显下降。从分季度数据来看，第 3 和 4 季度公司期间费用率分别为 24.92% 和 18.91%，其中管理费用率分别为 20.68%和 18.47%，处于近年来较高水平，对利润侵蚀作用较大。

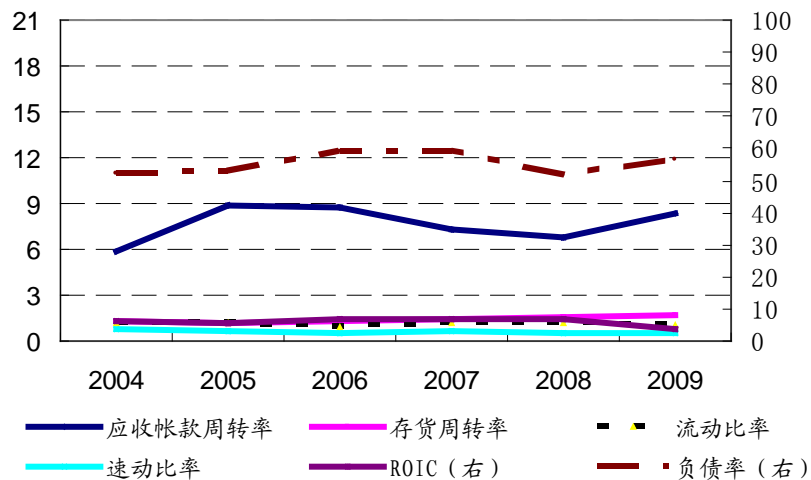
图 3: 近年期间费用变动情况



资料来源: 信达证券

图 4: 近年单季度期间费用变动情况


资料来源: WIND

图 5: 近年经营效率比较


资料来源: WIND

3. 业绩已经触底

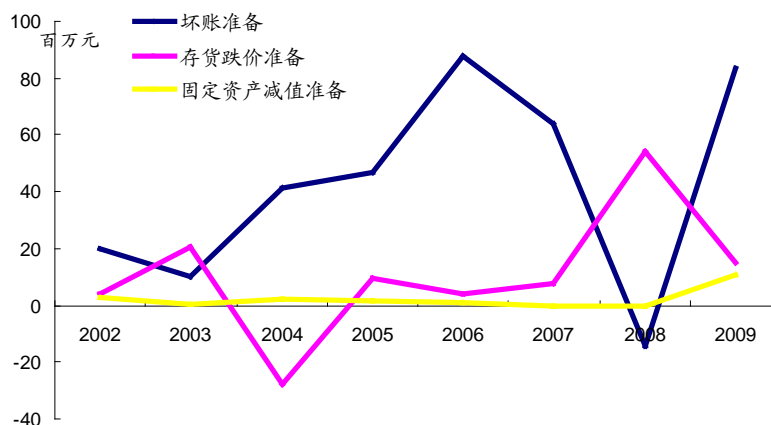
2009 年公司各项业务中除了承包费和米业收入分别增长 5.31%和 39.03%外, 其它业务收入同比全线大幅负增长, 其中化肥收入减少 89.43%, 麦芽减少 30.95%。在大米价格上涨的背景下米业公司居然亏损, 营业利润率为-1.69%。化肥和麦芽营业利润率分别为-55.48%和-22.5%。对于工业品分部较大亏损, 公司解释为麦芽、尿素、甲醇等工业品行业销售未见明显好转, 市场价格下降及部分原材料成本上升。其中甲醇产品市价下跌较大, 远低于成本, 因此年内基本未实现生产和销售; 麦芽产品主要消化以前年度采购价较高的大麦而使得本年亏损较大; 尿素产品主要原材料煤炭价格上升, 而售价未能相应提高, 使得尿素产品亏损较大。

2009 年公司存货中的原材料为 18.86 亿元, 较年初增长 1.3 亿元, 而年初对原材料计提的跌价准备为 4964 万元, 而年末跌价准备余额为 3949 万元。报告期内公司对

原材料计提的跌价准备为 1665 万元，转销了 2680 万元。而报告期内公司对库存商品中的麦芽、甲醇和尿素计提了 2400 万元的减值准备。因此我们估计公司原料中大米应占不少的比重。随着大米价格上涨这部分存货或将有助于业绩释放。

经营活动现金为负可能与公司支付购粮保证金有关，目前公司一年内的其它应收帐款达 2.22 亿元，3 年以上的为 2.74 亿元，合计其它应收款为 5.79 亿元。2009 年底公司单项金额不重大的其它应收款为 3.97 亿元，占其它应收款的 68.53%，对于 3.97 亿单项金额不重大的其它应收款已经提取了 2.64 亿元的坏帐准备。不过在其它应收款中大股东农垦集团的其它应收款仅占 0.68% 的比重。

图 6: 年内新增资产减值准备变动



资料来源: WIND

4. 短期业绩不影响公司核心价值

尽管公司工业分部全面亏损，费用水平居高不下，同时减值准备也总体处于高位，但我们仍然认为短期业绩并不妨碍长期价值，相反由于业绩低迷带来了绝佳的介入时机。我们认为公司土地和大米仍然是公司的核心所在。当然未来米糠油项目前景亦可以预期。另外从公司开始房地产业务和垦区的造城计划角度来看，未来公司将可能在房地产领域有所建树。总体上我们认为北大荒是农业股中唯一被边缘化，一年多倍受打压，但资源优势最为明显，题材众多，含金量较高的一个品种。

5. 投资建议

在黑龙江农垦欲冲全球 500 强，新成立的米业集团高调亮相和公司加强销售通路建设，都体现了集团层面正准备一展伸手。在这个背景下公司收入增长业绩却突然出现大幅下降，我们判断这一局面不会持续太久。我们认为当然 100 多元的地租明显低估了公司土地资源的真实价值，公司价值至少应不低于 20 元。鉴于公司业务目前不确定性大，盈利预测将在调研后给出。维持“买入”评级不变。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	强烈买入	相对沪深300指数涨幅20%以上
	买入	相对沪深300指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对沪深300指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对沪深300指数跌幅10%以上
行业投资评级	强于大市	相对沪深300指数涨幅10%以上
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间
	弱于大市	相对沪深300指数跌幅10%以上

免责声明

本报告是基于信达证券股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，也不保证分析师作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布当日的判断。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。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。未经本公司书面同意，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

信达证券股份有限公司

地址：北京市西城区闹市口大街9号院1号楼信达金融中心6层研究开发中心
 邮编：100031
 传真：0086 10 63081102