

2015-1-29


公司报告(点评报告)


评级

**推荐**
**上调**
**\*ST 大荒 (600598)**

## 摘星脱帽迎接公司经营拐点


分析师: 陈佳


 862765799811

 chenjia2@cjsc.com.cn


执业证书编号: S0490513080003

联系人: 高辰星

 8602765799773

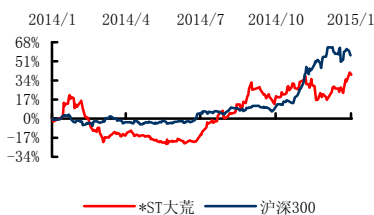
 gaocx@cjsc.com.cn

联系人: 杨靖凤

 (8621)68751636

 yangjf@cjsc.com.cn

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源: Wind

相关研究

 《北大荒调研简报: 农业化时代的领军者》  
 2015/1/19

 《以美日数据映射中国耕地资源价值重估空间——只会更高》  
 2014/12/9

### 报告要点

#### ■ 事件描述

北大荒公布 2014 年业绩预告。

#### ■ 事件评论

- 北大荒 2014 年归属于上市公司股东的净利润预计达到 8.1 亿元, 与去年同期相比实现扭亏为盈, 折合 EPS 为 0.46 元; 其中单四季归属上市公司股东净利润-3.98 亿元, 同比减亏 7862 万元, 折合 EPS 为-0.22 元。此外, 注册会计师结合预审计情况预计北公司 2014 年度将实现盈利, 净资产预计增加。总体上, 公司业绩复合我们预期。
- **工贸建及担保企业减亏及出售股权收益是公司业绩扭亏主因。** 报告期公司进一步剥离亏损资产, 实现“止血”目的, 先后转让米业集团和希杰食品股权, 获得投资收益 6.86 亿元; 此外, 报告期公司直属工贸建及担保企业相比 13 年减亏 6.4 亿元左右, 大幅减少了对主营利润的侵蚀。我们判断, 公司在 2015 年“摘星脱帽”是大概率事件。一方面, 公司 2014 年业绩基本能够实现确定性盈利; 另一方面, 公司涉嫌信披违规的立案将会有调查结果, 预计不会影响到公司脱星摘帽。
- **公司耕地价值的重估是未来的最大看点。** 上市之初, 大股东将 1296 万亩土地(当时匡算的是 936 万亩的耕地和 360 万亩的可垦荒地, 现阶段耕地为 1158 万亩)的承包经营权无偿让渡给上市公司, 期限 50 年(从成立股份公司起的 1998 年到 2048 年)。对于上述耕地, 市场一直存在某种争议:“北大荒从集团层面无偿让渡承包经营权是否可以按照土地价值进行评估?” 我们认为是无可置疑的, 且未来随着土改深化, 这种承包经营权接近似的土地所有权价值进行评估将越来越明晰。这里我们想引用现代产权经济学的创始人之一张五常教授讲的话来回答这个问题:“有些国家和地区的土地所有权是国家或女王的, 但国民拥有完整的使用权、收益权和转让权, 这时名义上的所有权可以变得不重要。”基于此, 我们认为, 未来公司耕地资源的产权问题将会愈加明晰, 加之土地流转下的耕地价值重估和租金上涨, 后期北大荒的隐含价值将会有倍数级的提升。
- **重申“推荐”。** 预计公司 2014、2015 年的 EPS 分别为 0.47 元、0.45 元。我们看好公司后期耕地价值的逐步重估、中长期逻辑下的农垦系统改革, 给予公司“推荐”评级。
- **风险提示:** (1) 土改政策低于预期; (2) 农垦系统改革进程推进缓慢。

## 财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2013A	2014E	2015E	2016E		2013A	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	<b>9410</b>	<b>6076</b>	<b>5285</b>	<b>5759</b>	货币资金	1580	608	1362	3054
营业成本	6939	3572	2867	2867	交易性金融资产	0	0	0	0
<b>毛利</b>	<b>2470</b>	<b>2503</b>	<b>2419</b>	<b>2892</b>	应收账款	1266	637	612	667
%营业收入	26.3%	41.2%	45.8%	50.2%	存货	3832	1955	1568	1568
营业税金及附加	8	5	5	5	预付账款	324	168	135	135
%营业收入	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%	其他流动资产	147	117	101	111
销售费用	286	304	264	288	<b>流动资产合计</b>	<b>7291</b>	<b>3575</b>	<b>3858</b>	<b>5621</b>
%营业收入	3.0%	5.0%	5.0%	5.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	1582	1154	1004	1094	持有至到期投资	20	20	20	20
%营业收入	16.8%	19.0%	19.0%	19.0%	长期股权投资	90	89	89	89
财务费用	309	140	22	3	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	3.3%	2.3%	0.4%	0.1%	固定资产合计	5674	5119	4733	4354
资产减值损失	700	103	-37	82	无形资产	299	284	269	256
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	2	688	1	1	递延所得税资产	2	1	0	1
<b>营业利润</b>	<b>-412</b>	<b>1486</b>	<b>1161</b>	<b>1420</b>	其他非流动资产	476	476	476	476
%营业收入	-4.4%	24.5%	22.0%	24.7%	<b>资产总计</b>	<b>13852</b>	<b>9564</b>	<b>9445</b>	<b>10817</b>
营业外收支	-92	0	0	0	短期贷款	5174	602	0	0
<b>利润总额</b>	<b>-506</b>	<b>1486</b>	<b>1161</b>	<b>1420</b>	应付款项	1001	524	421	421
%营业收入	-5.4%	24.5%	22.0%	24.7%	预收账款	1574	1015	740	806
所得税费用	4	15	12	14	应付职工薪酬	268	142	114	114
净利润	-510	1471	1150	1406	应交税费	-490	18	15	18
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>-376.8</b>	<b>832.1</b>	<b>801.2</b>	<b>979.9</b>	其他流动负债	1005	573	413	424
少数股东损益	-134	639	348	426	<b>流动负债合计</b>	<b>8532</b>	<b>2874</b>	<b>1702</b>	<b>1783</b>
<b>EPS (元/股)</b>	<b>-0.21</b>	<b>0.47</b>	<b>0.45</b>	<b>0.55</b>	长期借款	257	257	257	257
					应付债券	0	-17	-34	-50
					递延所得税负债	0	0	0	0
					其他非流动负债	72	72	72	72
					<b>负债合计</b>	<b>8861</b>	<b>3185</b>	<b>1997</b>	<b>2061</b>
					归属于母公司	4885	5633	6355	7236
					少数股东权益	107	746	1094	1520
					<b>股东权益</b>	<b>4992</b>	<b>6379</b>	<b>7449</b>	<b>8757</b>
					<b>负债及股东权益</b>	<b>13852</b>	<b>9565</b>	<b>9446</b>	<b>10818</b>
					<b>基本指标</b>				
						2013A	2014E	2015E	2016E
					EPS	-0.212	0.468	0.451	0.551
					BVPS	2.75	3.17	3.57	4.07
					PE	-55.20	25.00	25.96	21.22
					PEG	0.23	-0.11	-0.11	-0.09
					PB	4.26	3.69	3.27	2.87
					EV/EBITDA	83.41	7.87	8.66	7.00
					ROE	-7.7%	14.8%	12.6%	13.5%

**对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部**

姓名	分工	电话		E-mail
周志德	主管	(8621) 68751807	13681960999	zhouzd1@cjsc.com.cn
甘 露	副主管	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
杨 忠	华东区总经理	(8621) 68751003	18616605802	yangzhong@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
李敏捷	华北区总经理	(8621) 66290412	18911132188	limj@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130	zhanghui1@cjsc.com.cn

**投资评级说明**

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看 好：	相对表现优于市场
中 性：	相对表现与市场持平
看 淡：	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
推 荐：	相对大盘涨幅大于 10%
谨慎推荐：	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中 性：	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减 持：	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级：	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。



## 研究部/机构客户部

### 上海

浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 21 楼  
(200122)

电话: 021-68751100

传真: 021-68751151

### 武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼  
(430015)

传真: 027-65799501

### 北京

西城区金融大街 17 号中国人寿中心 606 室  
(100032)

传真: 021-68751791

### 深圳

深圳市福田区福华一路 6 号免税商务大厦 18 楼  
(518000)

传真: 0755-82750808

0755-82724740

## 重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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。

本公司及作者在自身所知情范围内，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。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。