

北大荒(600598.SH)

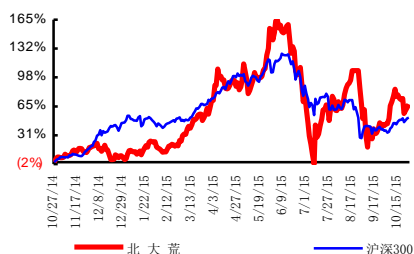
农业主业稳增长，争当农垦改革排头兵

评级： 买入 **前次： 买入**
目标价(元)： 24
 分析师：张俊宇
 谢刚
 S0740510120005 S0740511120002
 021-20315178 021-20315191
 xiegang@r.qlzq.com.cn zhangjy@r.qlzq.com.cn
 2015年10月26日

基本状况

总股本(百万股)	1,778
流通股本(百万股)	1,778
市价(元)	15.92
市值(百万元)	28,301
流通市值(百万元)	28,301

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	9,388.56	5,109.09	3,356.20	3,137.90	3,140.22
营业收入增速	-30.84%	-45.58%	-34.31%	-6.50%	0.07%
净利润增长率	-82.65%	299.12%	15.05%	27.21%	26.85%
摊薄每股收益(元)	-0.22	0.44	0.51	0.65	0.82
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市场)					
市盈率(倍)	—	22.37	38.51	30.28	23.87
PEG	—	0.07	2.56	1.11	0.89
每股净资产(元)	2.74	3.19	3.31	3.96	4.78
每股现金流量	1.02	1.07	0.65	0.90	1.00
净资产收益率	-8.11%	13.90%	15.41%	16.39%	17.21%
市净率	4.12	3.11	5.94	4.96	4.11
总股本(百万股)	1,777.68	1,777.68	1,777.68	1,777.68	1,777.68

备注：市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 事件：**北大荒发布三季报，公司实现营业收入 26.71 亿元，同比减少 33.47%，归属母公司股东净利润 8.35 亿元，同比下降 30.87%，扣非后净利润 8.16 亿元，同比增加 52.33%，EPS0.47 元/股。
- 公司营业收入下降**主要由于剥离北大荒米业、北大荒汉枫以及农产品销售下滑所致。北大荒 14 年前三季度完成了对北大荒米业以及北大荒汉枫资产剥离，15 年不再进入公司合并报表，导致前三季度营收同比下滑 33.47%。同时由于粮食产量过剩、临储政策变化、进口冲击等多重因素影响，公司分公司农产品销售出现一定程度的下滑，拖累营收增长。
- 三季度净利润同比略有增长，扣非后增长明显。**净利润方面公司 15 年前三季度实现净利润 8.35 亿元，同比下滑 30.87%，三季度实现净利润 2.27 亿元，同比 14 年三季度 2.16 亿元增长 5.1%。若扣除上年同期处置北大荒米业以及北大荒汉枫股权造成的非经常性损益 6.87 亿元，则公司扣非后归属公司股东净利润同比增长 52.33%，增长较为明显。
- 成本端控制良好，不良资产剥离见成效。**公司 15 年前三季度营业成本 8.3 亿元，同比下降 61.95%，主要原因在于剥离的北大荒米业以及北大荒汉枫不再并入报表。同时公司本期销售费用为 4242.45 万元，同比下降 39.21%。公司调整业务结构，理顺内部管理机制，在回归以农业为主导核心的大战略方向指导下，经营已步入正轨。
- 员工持股打响农垦改革第一枪，激发公司内在潜力。**公司在 15 年 8 月下旬公告员工持股计划，面向对象包括高层及业务骨干在内的合计不超过 64 人。我们认为在农垦改革方案获批，改革脚步不断加速的当下，公司作为改革排头兵，在深化农场企业改革、垦区集团化、股权多元化方面的动作值得关注。

- 我们预计北大荒 2015-2016 年 EPS 分别为 0.51、0.65 元，运用 DCF 绝对估值将公司目标价设定为 24 元，维持“买入”评级。短期来看，粮食价格下跌对公司整体业务有所影响，但我们认为公司目前正处于高速发展时期的开端，在以农业为核心的大战略方向指导下，在政策推动、大股东资产支持、公司经营改善情况下，在不断提升的土地资源价值支撑下，公司的市值将继续往新的层级迈进。
- 风险提示：集团资产整合以及公司产业链扩张低于预期；租金增长低于预期。

图表 1：北大荒三张报表

损益表（人民币百万元）							资产负债表（人民币百万元）						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业总收入	13,576	9,389	5,109	3,356	3,138	3,140	货币资金	1,433	1,580	1,366	3,163	4,370	6,149
增长率	2.04%	-30.8%	-45.6%	-34.3%	-6.5%	0.1%	应收账款	1,909	1,517	537	672	646	660
营业成本	-11,182	-6,939	-2,584	-958	-754	-656	存货	4,830	4,145	1,352	509	382	358
% 销售收入	82.4%	73.9%	50.6%	28.5%	24.0%	20.9%	其他流动资产	676	474	161	90	79	75
毛利	2,394	2,449	2,525	2,398	2,384	2,484	流动资产	8,847	7,717	3,416	4,434	5,477	7,242
% 销售收入	17.6%	26.1%	49.4%	71.5%	76.0%	79.1%	% 总资产	56.4%	55.7%	41.5%	53.6%	62.8%	70.8%
营业税金及附加	-17	-8	-40	-17	-13	-9	长期投资	108	109	58	58	58	58
% 销售收入	0.1%	0.1%	0.8%	0.5%	0.4%	0.3%	固定资产	6,106	5,675	4,211	3,325	2,775	2,537
营业费用	-320	-286	-92	-101	-63	-63	% 总资产	38.9%	41.0%	51.2%	40.2%	31.8%	24.8%
% 销售收入	2.4%	3.0%	1.8%	3.0%	2.0%	2.0%	无形资产	314	308	501	406	368	348
管理费用	-1,402	-1,582	-1,803	-1,175	-1,004	-879	非流动资产	6,849	6,136	4,813	3,832	3,245	2,987
% 销售收入	10.3%	16.9%	35.3%	35.0%	32.0%	28.0%	% 总资产	43.6%	44.3%	58.5%	46.4%	37.2%	29.2%
息税前利润 (EBIT)	654	573	591	1,106	1,304	1,532	资产总计	15,696	13,853	8,229	8,266	8,721	10,230
% 销售收入	4.8%	6.1%	11.6%	33.0%	41.6%	48.8%	短期借款	5,709	5,174	140	140	140	140
财务费用	-327	-309	-51	45	75	105	应付款项	3,545	3,543	2,164	1,244	1,092	1,004
% 销售收入	2.4%	3.3%	1.0%	-1.3%	-2.4%	-3.3%	其他流动负债	870	-184	264	845	131	109
资产减值损失	-613	-700	-403	-190	-180	-170	流动负债	10,123	8,533	2,568	2,229	1,363	1,253
公允价值变动收益	-1	0	0	0	0	0	长期贷款	11	259	8	8	8	8
投资收益	4	2	688	20	4	3	其他长期负债	71	70	1	1	1	1
% 税前利润	-1.3%	-0.4%	95.2%	2.3%	0.3%	0.2%	负债	10,205	8,861	2,576	2,238	1,371	1,262
营业利润	-282	-433	826	981	1,203	1,471	普通股股东权益	5,249	4,880	5,666	5,879	7,032	8,494
营业利润率	-2.1%	-4.6%	16.2%	29.2%	38.4%	46.8%	少数股东权益	242	107	-38	-64	-76	-90
营业外收支	-52	-92	-103	-100	-60	-20	负债股东权益合计	15,696	13,848	8,205	8,052	8,327	9,665
税前利润	-334	-525	723	881	1,143	1,451	比率分析						
利润率	-2.5%	-5.6%	14.2%	26.3%	36.4%	46.2%		2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
所得税	-13	-4	-13	-2	-2	-3	每股指标						
所得税率	—	-0.8%	1.8%	0.2%	0.2%	0.2%	每股收益(元)	-0.122	-0.222	0.443	0.510	0.648	0.822
净利润	-347	-529	710	880	1,141	1,448	每股净资产(元)	2.953	2.745	3.188	3.307	3.956	4.778
少数股东损益	-131	-134	-77	-26	-11	-15	每股经营现金净流(元)	0.866	1.024	1.074	0.653	0.904	0.995
归属于母公司的净利润	-217	-396	788	906	1,153	1,462	每股股利(元)	0.000	0.000	0.390	0.390	0.000	0.000
净利率	-1.6%	-4.2%	15.4%	27.0%	36.7%	46.6%	回报率						
							净资产收益率	-4.13%	-8.11%	13.90%	15.41%	16.39%	17.21%
							总资产收益率	-1.38%	-2.86%	9.60%	11.25%	13.84%	15.13%
							投入资本收益率	7.03%	6.62%	13.35%	40.26%	48.63%	65.24%
							增长率						
							营业总收入增长率	2.04%	-30.84%	-45.58%	-34.31%	-6.50%	0.07%
							EBIT 增长率	-7.39%	-12.40%	3.16%	87.02%	17.90%	17.50%
							净利润增长率	-151.01%	-82.65%	299.12%	15.05%	27.21%	26.85%
							总资产增长率	-12.81%	-11.77%	-40.75%	0.45%	5.50%	17.29%
							资产管理能力						
							应收账款周转天数	31.6	35.9	31.9	33.0	35.0	37.0
							存货周转天数	173.7	236.0	388.3	194.0	185.0	199.0
							应付账款周转天数	38.1	56.6	101.6	56.5	56.4	56.6
							固定资产周转天数	157.9	223.2	347.5	407.1	354.9	311.0
							偿债能力						
							净负债/股东权益	78.06%	77.24%	-21.64%	-51.84%	-60.69%	-71.41%
							EBIT 利息保障倍数	2.0	1.9	11.7	-24.4	-17.3	-14.6
							资产负债率	65.01%	63.99%	31.40%	27.79%	16.47%	13.06%

来源：中泰证券

投资评级说明

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6—12 个月内波动幅度在-5%~+5%

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。