

2018年01月12日

苏垦农发 (601952.SH)

公司快报

证券研究报告

种子

业绩稳健，种植优质标的有望持续稳定增长！

■事件：2018年1月11日，公司公布2017年业绩快报：2017年实现营业收入43.16亿元，同比增长5.69%；归属于上市公司股东的净利润为5.59亿元，同比增长10.65%；扣非后归属于上市公司股东的净利润为5.06亿元，同比增长13.22%。

■我们的分析和判断：

1. 全产业链种植，公司业绩稳步增长：根据公司公告，2017年公司小麦产销量增长，且麦价稳中有升，小麦收入同比改善。

公司主营业务包括农作物种植、种子销售及农产品加工、销售等，进行全产业链种植，根据公司公告，公司拥有约120万亩自有种植基地及3家全资子公司：

1) 苏垦米业：主要进行大米的生产与销售，主要品种有民用米和工业用米。根据公司公告，①民用米是苏垦米业利润的主要来源，其销售以江浙沪为主，福建、广东等地为辅，拥有苏垦、苏垦+X、三特、海月等系列品牌，渠道覆盖苏果超市、浙江物美超市、卜蜂莲花、欧尚等大连锁超市等；②工业米与亨氏、贝因美、百威、青岛、江苏洋河等公司建立稳定的合作关系。根据公司公告，苏垦米业2016年大米加工线产能约39.25万吨/年，实际生产24.14万吨，产能利用率61.5%。

2) 大华种业：根据中国种业协会数据，2016年大华种业规模在行业中排第六，是国内最大的常规种企业，主营业务为水稻种、大麦种及小麦种的选育、制种、加工和销售。根据公司公告，2016年公司种子销量超过30万吨，其中小麦和水稻种子是主导产品，2016年销售收入合计占比超过98%。随着公司IPO募集资金到位，对大华种业进行扩建改造，大华种业竞争力有望进一步加强。

3) 苏垦物流：主要负责农资的集中采购和配送，通过统一采购提升公司议价能力并保证采购农资的质量。

公司通过全产业链种植模式，产品实现可追溯、质量卓越，同时公司拥有自由品牌等优势，推动公司业绩稳步增长；根据公司公告，2017年上半年实现营业收入18.43亿元，同比增长13.21%；归母净利润2.67亿元，同比增长14.67%，公司业绩稳步增长。

2. 机械化种植提升效率、节约成本。根据公司公告，通过承租江苏农垦自有耕地约100万亩，同时通过土地流转增加自有耕地面积，公司拥有稳定的成规模自有种植基地，可实现：1) 机械化种植，一方面江

投资评级 买入-A
维持评级

6个月目标价： 18.00元
股价(2018-01-11) 13.33元

交易数据

总市值(百万元)	14,129.80
流通市值(百万元)	3,465.80
总股本(百万股)	1,060.00
流通股本(百万股)	260.00
12个月价格区间	12.45/18.43元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-12.12	-17.89	-8.34
绝对收益	-8.01	-16.64	

李佳丰

分析师

SAC 执业证书编号：S1450516040001
lijf3@essence.com.cn
021-35082017

沙戈惠

报告联系人

shayh@essence.com.cn

相关报告

苏垦农发：种植优质标的，
土地流转+募投产能投放
有望推动业绩稳步增长！/
李佳丰

2017-09-18

苏农垦下辖农场具有规模化优势，另一方面公司通过土地流转将零散耕地修整成片，方便机械化种植。根据我们草根调研，公司种植环节基本全部实现机械化，极大的提高了种植效率、减少了人力需求；2) **地区分散，降低灾害风险**，根据公司公告，其自有种植基地主要集中在江苏苏北地区，在实现种植规模化的同时，种植地区较分散，降低了自然灾害带来的损失风险。

3. 土地流转加速，公司业绩稳步增长可期。根据我们草根调研，江苏省内土地流转加速，2016 年土地流转比例达到 50%，根据公司公告，随着土地流转加速，公司通过与地方政府签订土地流转协议，增加自有种植基地面积，同时公司主要经营大米、小麦等作物作为主粮市场价格稳定，随着种植面积的稳步扩张，公司业绩预计稳步增长。

■ **投资建议：**我们预计公司 2017-2019 年实现归属于母公司净利润 5.59 亿元、6.76 亿元、7.48 亿元；对应 2017-2019 年 EPS 分别为 0.53 元、0.64 元、0.71 元，我们给予“买入-A”评级，6 个月目标价 18 元。

■ **风险提示：**农产品价格波动风险，土地流转速度不及预期。

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	4,178.4	4,084.2	4,316.6	4,699.6	5,038.8
净利润	487.6	505.0	558.8	675.6	749.7
每股收益(元)	0.46	0.48	0.53	0.64	0.71
每股净资产(元)	2.12	2.41	4.88	5.27	5.69

盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	29.0	28.0	25.3	20.9	18.8
市净率(倍)	6.3	5.5	2.7	2.5	2.3
净利润率	11.7%	12.4%	12.9%	14.4%	14.9%
净资产收益率	21.7%	19.8%	10.8%	12.1%	12.4%
股息收益率	0.0%	0.0%	1.6%	1.9%	2.1%
ROIC	16.3%	14.2%	17.0%	18.0%	22.4%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	4,178.4	4,084.2	4,316.6	4,699.6	5,038.8	成长性					
减:营业成本	3,372.6	3,268.3	3,423.4	3,677.3	3,911.0	营业收入增长率	19.1%	-2.3%	5.7%	8.9%	7.2%
营业税费	1.3	3.2	2.2	2.3	2.5	营业利润增长率	0.2%	-4.9%	22.6%	26.4%	14.3%
销售费用	137.2	144.2	151.1	155.1	161.2	净利润增长率	-0.3%	3.6%	10.7%	20.9%	11.0%
管理费用	278.7	308.9	321.6	350.1	375.4	EBITDA 增长率	2.0%	-2.9%	15.9%	20.9%	14.5%
财务费用	23.0	13.3	-7.0	-22.3	-25.2	EBIT 增长率	-0.5%	-7.2%	16.1%	23.2%	14.4%
资产减值损失	3.3	2.0	2.4	1.8	1.6	NOPLAT 增长率	-1.6%	-5.8%	15.1%	23.2%	14.4%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	8.2%	-3.8%	16.0%	-8.3%	15.3%
投资和汇兑收益	-0.0	-	-0.7	-1.3	-1.9	净资产增长率	14.7%	13.5%	100.2%	7.8%	8.1%
营业利润	362.2	344.3	422.3	533.9	610.3	利润率					
加:营业外净收支	142.9	171.8	153.9	162.7	162.7	毛利率	19.3%	20.0%	20.7%	21.8%	22.4%
利润总额	505.1	516.1	576.2	696.6	773.0	营业利润率	8.7%	8.4%	9.8%	11.4%	12.1%
减:所得税	14.0	7.0	12.8	15.6	17.3	净利润率	11.7%	12.4%	12.9%	14.4%	14.9%
净利润	487.6	505.0	558.8	675.6	749.7	EBITDA/营业收入	12.6%	12.5%	13.7%	15.2%	16.3%
						EBIT/营业收入	9.2%	8.8%	9.6%	10.9%	11.6%
						运营效率					
资产负债表						固定资产周转天数	101	107	104	98	92
						流动营业资本周转天数	104	107	108	103	103
货币资金	191.8	364.7	2,456.6	3,101.9	3,172.7	流动资产周转天数	221	225	315	404	413
交易性金融资产	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	14	14	14	13	13
应收帐款	174.8	139.1	184.6	154.8	209.1	存货周转天数	151	153	151	146	145
应收票据	2.0	0.6	3.0	0.9	3.3	总资产周转天数	335	348	436	517	518
预付帐款	265.3	280.1	290.5	322.4	329.4	投资资本周转天数	206	215	216	204	196
存货	1,801.2	1,676.2	1,937.3	1,883.0	2,180.1						
其他流动资产	102.2	110.4	106.3	108.3	107.3	投资回报率					
可供出售金融资产	7.0	10.2	8.1	8.4	8.9	ROE	21.7%	19.8%	10.8%	12.1%	12.4%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	12.6%	12.7%	8.7%	9.7%	10.1%
长期股权投资	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	ROIC	16.3%	14.2%	17.0%	18.0%	22.4%
投资性房地产	-	-	-	-	-	费用率					
固定资产	1,193.2	1,231.2	1,264.6	1,283.4	1,297.3	销售费用率	3.3%	3.5%	3.5%	3.3%	3.2%
在建工程	29.6	39.6	71.7	40.8	24.2	管理费用率	6.7%	7.6%	7.5%	7.5%	7.5%
无形资产	96.7	114.9	112.0	109.0	106.1	财务费用率	0.6%	0.3%	-0.2%	-0.5%	-0.5%
其他非流动资产	29.4	33.2	25.3	21.5	15.6	三费/营业收入	10.5%	11.4%	10.8%	10.3%	10.1%
资产总额	3,893.6	4,000.6	6,460.3	7,034.9	7,454.6	偿债能力					
短期债务	376.5	156.8	-	-	-	资产负债率	40.7%	34.5%	18.8%	19.6%	18.0%
应付帐款	582.7	457.9	607.2	557.3	681.2	负债权益比	68.6%	52.6%	23.1%	24.3%	21.9%
应付票据	0.7	-	0.8	0.1	0.8	流动比率	1.74	2.06	4.56	4.45	4.93
其他流动负债	499.5	636.0	483.6	694.2	534.6	速动比率	0.50	0.72	2.79	2.95	3.14
长期借款	10.2	-	-	-	-	利息保障倍数	16.72	26.88	-59.75	-22.92	-23.22
其他非流动负债	115.2	128.9	122.0	125.4	123.7	分红指标					
负债总额	1,584.7	1,379.5	1,213.6	1,377.0	1,340.3	DPS(元)	-	-	0.21	0.25	0.28
少数股东权益	58.9	66.1	70.6	76.0	82.1	分红比率	0.0%	0.0%	40.0%	40.0%	40.0%
股本	800.0	800.0	1,060.0	1,060.0	1,060.0	股息收益率	0.0%	0.0%	1.6%	1.9%	2.1%
留存收益	1,450.0	1,755.0	4,116.2	4,521.9	4,972.2						
股东权益	2,308.9	2,621.1	5,246.7	5,657.9	6,114.2						

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	491.1	509.0	558.8	675.6	749.7	EPS(元)	0.46	0.48	0.53	0.64	0.71
加:折旧和摊销	144.8	159.1	177.5	205.0	235.7	BVPS(元)	2.12	2.41	4.88	5.27	5.69
资产减值准备	3.3	2.0	-	-	-	PE(X)	29.0	28.0	25.3	20.9	18.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	6.3	5.5	2.7	2.5	2.3
财务费用	24.8	15.2	-7.0	-22.3	-25.2	P/FCF	4,176.2	37.9	937.0	15.6	39.4
投资损失	0.0	-	0.7	1.3	1.9	P/S	3.4	3.5	3.3	3.0	2.8
少数股东损益	3.5	4.0	4.5	5.4	6.0	EV/EBITDA	-	-	19.8	15.5	13.4
营运资金的变动	-168.1	101.3	-313.4	218.4	-391.0	CAGR(%)	11.5%	14.1%	4.6%	11.5%	14.1%
经营活动产生现金流量	494.7	797.4	421.1	1,083.4	577.1	PEG	2.5	2.0	5.5	1.8	1.3
投资活动产生现金流量	-172.1	-190.0	-238.6	-191.7	-232.4	ROIC/WACC	1.6	1.4	1.6	1.7	2.1
融资活动产生现金流量	-518.7	-434.5	1,909.4	-246.4	-273.9	REP	-	-	2.6	2.5	1.8

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

李佳丰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	章政	021-35082861	zhangzheng@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	深圳联系人	胡珍	0755-82558073
范洪群		0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
巢莫雯		? 0755-82558183?	chaomw@essence.com.cn
黎欢		0755-82558045	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034