

2020年10月08日

种植产业链回暖，地租涨价高弹性

北大荒(600598)

分析判断:

► **农作物价格普涨提升土地价值，公司有望充分受益**
公司从事土地发包经营活动，不直接从事农业种植生产活动，由与公司签订《农业生产承包协议》的家庭农场种植水稻、大豆、玉米等作物，产出的产品归与公司签订《农业生产承包协议》的家庭农场所有并自行销售。公司是我国目前规模较大、现代化水平较高的商品粮生产基地，现有土地面积 1296 万亩，耕地面积 1158 万亩，在种植产业链景气上行的大趋势下，农民种植意愿上升有望推升地租，公司业绩弹性巨大。

► 公司是我国现代农业的典型代表

北大荒农垦集团有限公司地处我国东北部小兴安岭南麓、松嫩平原和三江平原地区。辖区土地总面积 5.54 万平方公里，现有耕地 4448 万亩、林地 1362 万亩、草地 507 万亩、水面 388 万亩，是国家级生态示范区。下辖 9 个分公司、108 个农(牧)场有限公司，978 家国有及国有控股企业。从收入构成上看，2020H1，公司实现营业收入 17.53 亿元，yoy+3.73%，其中农业板块实现收入 17.46 亿元，占公司营业收入的 99.61%，房地产板块实现收入 398 万元，占公司营业收入的比重为 0.23%。从毛利构成上看，2020H1，公司实现毛利 9.27 亿元，其中，农业板块实现毛利 9.29 亿元，占公司总毛利的 100.21%，房地产板块实现毛利 101 万元，占公司总毛利的 0.11%。

► 玉米供需缺口持续扩大，带动种植产业链景气度回暖

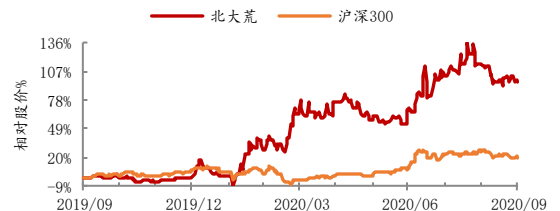
玉米播种面积 & 临储库存双双见底，而在养殖高盈利刺激下，下游生猪产能正在快速恢复，根据农业农村部数据，全国能繁母猪存栏已于 2020 年 6 月实现同比正增长，8 月同比增长 37%，产能恢复速度非常快，在未来 2-3 年内，玉米供需矛盾持续扩大支撑玉米价格上行。水稻、小麦作为玉米的替代品，广泛用于饲料以及深加工领域，虽然我国稻谷、小麦库存充足，但值得注意的是，过去数年我国稻谷的产量和销量都稳定在 2 亿吨左右，小麦的产量和销量都稳定在 1.2 亿吨左右，如果后续开启库存拍卖，水稻、小麦库存可能加速去化，价格有望跟涨。基于此，我们认为，种植业的景气向上周期已经开始。

投资建议

我们预计，2020-2022 年，公司收入分别为 32.92/35.42/38.73 亿元，归母净利润分别为 10.65/12.04/13.24 亿元，对应 EPS 分别为 0.60/0.68/0.74

评级及分析师信息

评级:	增持
上次评级:	首次覆盖
目标价格:	
最新收盘价:	18.5
股票代码:	600598
52 周最高价/最低价:	22.3/8.84
总市值(亿)	328.87
自由流通市值(亿)	328.87
自由流通股数(百万)	1,777.68



分析师: 周莎

邮箱: zhousha@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519110005

联系电话: 0755-23947349

研究助理: 施腾

邮箱: shiteng@hx168.com.cn

SAC NO:

联系电话:

元，当前股价对应的 PE 分别为 31/27/25X，考虑到种植产业链回暖，公司地租涨价预期较强，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示

自然灾害风险，农产品涨价不及预期风险，政策变动风险。

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,265	3,111	3,292	3,542	3,873
YoY (%)	9.1%	-4.7%	5.8%	7.6%	9.3%
归母净利润(百万元)	976	849	1,065	1,204	1,324
YoY (%)	25.2%	-13.1%	25.5%	13.1%	10.0%
毛利率 (%)	84.7%	85.8%	86.4%	86.7%	87.3%
每股收益 (元)	0.55	0.48	0.60	0.68	0.74
ROE	15.0%	12.8%	13.8%	13.5%	12.9%
市盈率	33.68	38.75	30.87	27.31	24.83

资料来源：Wind，华西证券研究所

正文目录

1. 公司是我国现代农业的典型代表.....	4
2. 玉米供需缺口持续扩大，带动种植产业链景气度回暖.....	5
2.1. 库存见底 & 生猪产能快速恢复，玉米价格上行动力强劲.....	5
2.2. 水稻、小麦替代需求旺盛，价格有望跟涨.....	6
3. 农作物价格普涨提升土地价值，公司有望充分受益.....	6
4. 盈利预测与投资建议.....	7
5. 风险提示.....	7

图表目录

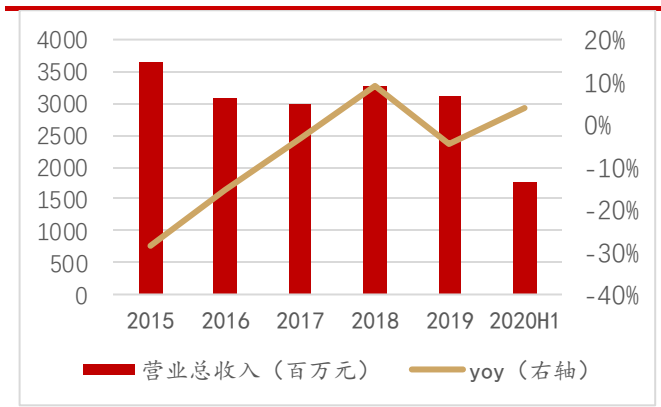
图 1 2015-2020H1，公司营收及其同比变化情况.....	4
图 2 2015-2020H1，公司归母净利及其同比变化情况.....	4
图 3 2020H1，公司收入构成情况.....	4
图 4 2020H1，公司毛利构成情况.....	4
图 5 2019 年，我国玉米结转库存已降至低位.....	5
图 6 2015-2020 年，生猪价格走势.....	5
图 7 2011-2020 年，小麦现货均价走势图.....	6
图 8 2011-2020 年，水稻价格走势.....	6
表 1 敏感性分析.....	7
表 2 可比公司盈利预测.....	7

1. 公司是我国现代农业的典型代表

北大荒农垦集团有限公司地处我国东北部小兴安岭南麓、松嫩平原和三江平原地区。辖区土地总面积 5.54 万平方公里，现有耕地 4448 万亩、林地 1362 万亩、草地 507 万亩、水面 388 万亩，是国家级生态示范区。下辖 9 个分公司、108 个农(牧)场有限公司，978 家国有及国有控股企业。

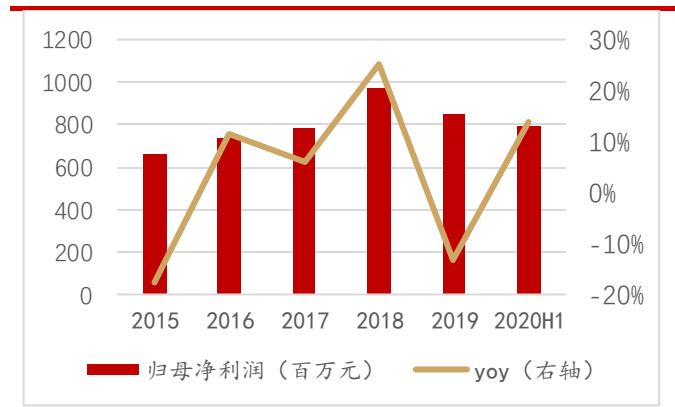
公司归母净利润稳健增长。2015-2019 年，受种植产业链景气度影响，公司营业收入从 36.54 亿元小幅下滑至 31.11 亿元，但受运行效率提升影响，公司归母净利润呈现出稳定增长趋势，从 6.59 亿元增长至 8.49 亿元，CAGR+6.54%。

图 1 2015-2020H1，公司营收及其同比变化情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

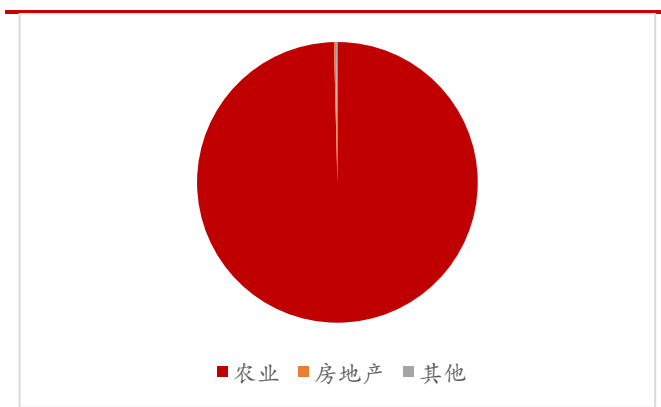
图 2 2015-2020H1，公司归母净利润及其同比变化情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

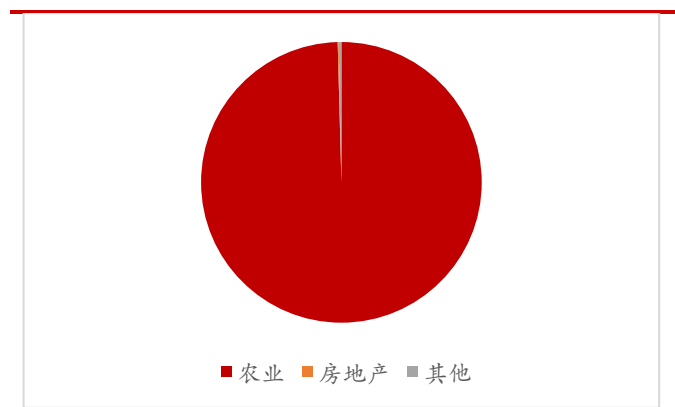
农业是公司主要的收入和利润来源。从收入构成上看，2020H1，公司实现营业收入 17.53 亿元，yoy+3.73%，其中农业板块实现收入 17.46 亿元，占公司营业收入的 99.61%，房地产板块实现收入 398 万元，占公司营业收入的比重为 0.23%。从毛利构成上看，2020H1，公司实现毛利 9.27 亿元，其中，农业板块实现毛利 9.29 亿元，占公司总毛利的 100.21%，房地产板块实现毛利 101 万元，占公司总毛利的 0.11%。

图 3 2020H1，公司收入构成情况



资料来源：公司公告，华西证券研究所

图 4 2020H1，公司毛利构成情况



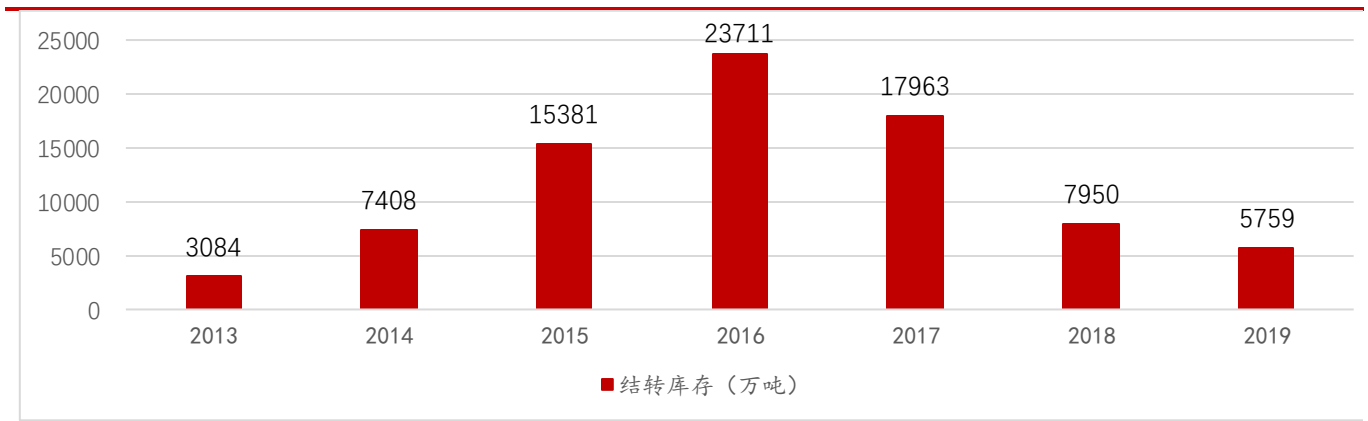
资料来源：公司公告，华西证券研究所

2. 玉米供需缺口持续扩大，带动种植产业链景气度回暖

2.1. 库存见底 & 生猪产能快速恢复，玉米价格上行动力强劲

从供给端来看，种植面积方面，2016年，我国临储玉米收购制度取消之后，玉米价格随之下滑，农民种植积极性受挫，玉米播种面积连年下滑，2020年，受大豆振兴计划影响，玉米播种面积再度下滑1000万亩左右；库存方面，2020年临储玉米拍卖行情火热，截至2020年9月3日，国家共计进行15次拍卖，共计拍卖玉米5684.41万吨，高成交高溢价特征明显，我国玉米库存已经见底；此外，草地贪夜蛾对玉米减产的威胁仍在，玉米供给端承压。

图5 2019年，我国玉米结转库存已降至低位



资料来源：卓创资讯，华西证券研究所

从需求端来看，受非洲猪瘟疫情影响，生猪产能去化幅度较大，生猪供需缺口扩大支撑猪价屡创历史新高，根据猪易通数据，截至2020年9月25日，全国生猪均价32.96元/公斤，按照完全成本17元/公斤，出栏均重120kg测算，生猪养殖头均利润高达1915元/头。在养殖高盈利刺激下，大型养殖集团和规模养殖户补栏积极性大幅提升，全国能繁母猪存栏于2019年10月首次环比转正，2020年6月首次实现同比增长，8月同比增长37%。随着能繁母猪产能的快速释放，饲料进而玉米的需求将逐步趋旺。

图6 2015-2020年，生猪价格走势



资料来源：猪易通，华西证券研究所

我们认为，玉米播种面积 & 临储库存双双见底，而下游生猪产能在养殖高盈利刺激下正在快速恢复，玉米供需缺口呈现持续扩大趋势，支撑玉米价格上行，带动玉米种植行业迎来反转的关键节点。

2.2. 水稻、小麦替代需求旺盛，价格有望跟涨

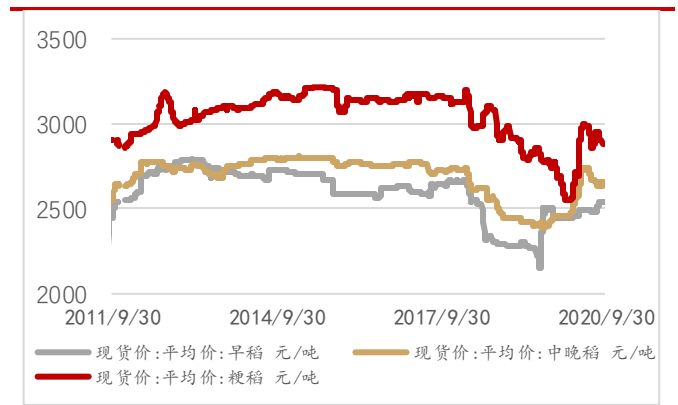
水稻和小麦可以在一定程度上作为玉米的替代品，广泛用于饲料以及深加工领域，虽然我国稻谷、小麦库存充足，但值得注意的是，过去数年我国稻谷的产量和销量都稳定在 2 亿吨左右，小麦的产量和销量都稳定在 1.2 亿吨左右，国内的稻谷、小麦供需处于相对平衡的状态。一旦启动口粮拍卖，稻谷、小麦库存就会下滑，在产量和消费量都不发生重大变化的情况下，这部分库存缺口是无法通过当年上市的新粮来补充的。在国内玉米库存即将清零的背景下，下游生猪产能快速恢复，即使扩大种植面积最快也要等到 2021 年春季播种，而收获期更要等到明年 9 月新季玉米上市。在此之前，国内玉米供需缺口将持续扩大，玉米价格上行的支撑动力强劲。受益于替代需求提升，水稻、小麦的供需格局也将维持在相对偏紧状态，如果后续开启库存拍卖，水稻、小麦库存可能加速去化。基于此，我们认为，种植业的景气向上周期已经开始。

图 7 2011-2020 年，小麦现货均价走势图



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 8 2011-2020 年，水稻价格走势



资料来源：Wind，华西证券研究所

3. 农作物价格普涨提升土地价值，公司有望充分受益

公司从事土地发包经营活动，不直接从事农业种植生产活动，由与公司签订《农业生产承包协议》的家庭农场种植水稻、大豆、玉米等作物，产出的产品归与公司签订《农业生产承包协议》的家庭农场所有并自行销售。公司是我国目前规模较大、现代化水平较高的商品粮生产基地，现有土地面积 1296 万亩，耕地面积 1158 万亩，种植产业链景气度将拉动土地价值提升，公司有望充分受益。

我们可以对公司利润变动情况做一个敏感性分析，在悲观/中性/谨慎乐观/乐观预期下，假设土地租金分别上涨 50/100/150/200 元/亩，则公司利润分别增厚 6.48/12.96/19.44/25.92 亿元。

表 1 敏感性分析

	悲观	中性	谨慎乐观	乐观
土地租金上涨 (元/亩)	50	100	150	200
租赁面积 (万亩)	1296	1296	1296	1296
增厚利润 (百万元)	648	1296	1944	2592

资料来源：公司公告，华西证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

我们预计，2020-2022 年，公司收入分别为 32.92/35.42/38.73 亿元，归母净利润分别为 10.65/12.04/13.24 亿元，对应 EPS 分别为 0.60/0.68/0.74 元，当前股价对应的 PE 分别为 31/27/25X，考虑到种植产业链回暖，公司地租涨价预期较强，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 2 可比公司盈利预测

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	可比公司 EPS (元)				P/E			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
601952.SH	苏垦农发	13.15	0.43	0.54	0.66	0.80	30.58	24.35	19.92	16.44
平均							30.58	24.35	19.92	16.44

资料来源：Wind，华西证券研究所；采用 Wind 一致预期，股价截至 2020 年 9 月 30 日收盘价

5. 风险提示

自然灾害风险，农产品涨价不及预期风险，政策变动风险。

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	3,111	3,292	3,542	3,873	净利润	834	1,029	1,164	1,283
YoY (%)	-4.7%	5.8%	7.6%	9.3%	折旧和摊销	217	576	338	380
营业成本	441	447	469	493	营运资金变动	-216	-2	83	54
营业税金及附加	9	20	18	21	经营活动现金流	814	1,607	1,557	1,687
销售费用	15	18	18	20	资本开支	-234	-1,233	-658	-762
管理费用	1,688	1,764	1,891	2,076	投资	759	0	0	0
财务费用	-9	0	0	0	投资活动现金流	604	-1,184	-606	-705
资产减值损失	-5	-54	-24	-29	股权募资	0	0	0	0
投资收益	46	49	52	58	债务募资	0	0	0	0
营业利润	999	1,029	1,162	1,279	筹资活动现金流	-711	0	0	0
营业外收支	-177	0	0	0	现金净流量	707	423	951	982
利润总额	822	1,029	1,162	1,279					
所得税	-11	0	-2	-4	主要财务指标	2019A	2020E	2021E	2022E
净利润	834	1,029	1,164	1,283	成长能力				
归属于母公司净利润	849	1,065	1,204	1,324	营业收入增长率	-4.7%	5.8%	7.6%	9.3%
YoY (%)	-13.1%	25.5%	13.1%	10.0%	净利润增长率	-13.1%	25.5%	13.1%	10.0%
每股收益	0.48	0.60	0.68	0.74	盈利能力				
					毛利率	85.8%	86.4%	86.7%	87.3%
资产负债表 (百万元)	2019A	2020E	2021E	2022E	净利率率	26.8%	31.3%	32.9%	33.1%
货币资金	1,022	1,444	2,395	3,378	总资产收益率 ROA	10.8%	11.8%	11.7%	11.4%
预付款项	45	59	56	59	净资产收益率 ROE	12.8%	13.8%	13.5%	12.9%
存货	218	322	285	309	偿债能力				
其他流动资产	1,655	1,704	1,710	1,736	流动比率	2.27	2.41	2.94	3.39
流动资产合计	2,940	3,529	4,446	5,482	速动比率	2.06	2.15	2.72	3.16
长期股权投资	681	681	681	681	现金比率	0.79	0.99	1.59	2.09
固定资产	3,193	3,714	3,965	4,265	资产负债率	18.0%	17.5%	15.9%	14.9%
无形资产	421	492	528	570	经营效率				
非流动资产合计	4,906	5,510	5,806	6,161	总资产周转率	0.40	0.36	0.35	0.33
资产合计	7,845	9,039	10,252	11,642	每股指标 (元)				
短期借款	0	0	0	0	每股收益	0.48	0.60	0.68	0.74
应付账款及票据	140	152	151	161	每股净资产	3.74	4.34	5.02	5.76
其他流动负债	1,157	1,310	1,360	1,456	每股经营现金流	0.46	0.90	0.88	0.95
流动负债合计	1,297	1,461	1,511	1,618	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	4	4	4	4	估值分析				
其他长期负债	114	114	114	114	PE	38.75	30.87	27.31	24.83
非流动负债合计	119	119	119	119	PB	2.60	4.26	3.69	3.21
负债合计	1,416	1,580	1,629	1,736					
股本	1,778	1,778	1,778	1,778					
少数股东权益	-218	-255	-295	-336					
股东权益合计	6,430	7,459	8,623	9,906					
负债和股东权益合计	7,845	9,039	10,252	11,642					

资料来源:公司公告, 华西证券研究所

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属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。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。