

朱卫华 86-755-82943101
 zhuweihua@cmschina.com.cn

 黄珺、董广阳 86-755-82943241
 huangj@cmschina.com.cn

2009年3月30日
北大荒(600598.SH)/14.00元
不求惊喜，但求稳健
日用消费·农林牧渔
中性-A(维持)
基础数据

上证综指	2362
总股本(万股)	167631
已上市流通股(万股)	60613
总市值(亿元)	235
流通市值(亿元)	85
每股净资产(MRQ)	2.6
ROE(TTM)	12.6
资产负债率	44.6%
主要股东 黑龙江北大荒农垦集团	
主要股东持股比例	68.6%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-2	44	-22
相对表现	-18	34	12



在春耕开始之际，我们与转债分析师于上周共赴哈尔滨对 A 股市值最大的农业股——北大荒进行调研，与董事长兼总经理奚河滨（08 年 11 月份上任）、副总经理兼董事会秘书史晓丹等多位公司高管进行深入交流。基于土地转包业务，公司的业绩有了“保底”的收益，基于受益于资源优势及三农政策的农产品加工业务，长期成长性有保证，在经济前景仍不明朗的背景下，我们认为公司业绩的稳定性及确定性溢价是支撑目前高估值的原因，维持“中性 A”的评级。

- 以下几个问题是此次调研的初衷：1、新上任董事长奚河滨对公司有无新的战略规划；2、大集团、小上市公司的格局能否有集团土地再次注入或其它优质资产注入的可能性；3、土地承包费上涨的可能性，能否受益于三农政策；4、07 年底发行可转债项目如米业加工的效益如何，未来的发展前景等。
- 三个“不”回答虽打消业绩暴增的想象空间，业绩一贯的稳定性倒是没有丝毫改变。对于市场上对公司的各种猜想，我们得到三个否定回答：短期内承包费不涨、土地不注入、资产不注入。尽管缺少了短期业绩一次性暴增的因素，业绩一贯的稳定性倒没有受到影响，公司稳定的地租收入仍是主要来源，基于独特农垦资源的加工业务则创造了多个业务增长点。
- 土地承包费将保持稳定(12-13 亿元)，预计未来三年农业分公司(16 个农场)收益维持在 5.1-5.2 亿，贡献 90%净利润。08 年土地承包费略有上涨，主要是可转债项目旱田改水田导致，每亩承包费单价并没有太大调整，目前旱田改水田项目已大部分进行完毕，因此 09 年开始承包费收入基本稳定；从历史数据看，农业分公司的净利润率都在 50%左右，即公司对农场投入的管理费用、财务费用等基本在承包费收入的 50%，预计未来仍保持这个比例对农场投入，预计净利润也保持稳定。
- 其他业务：1、经贸公司 09 年将启动，预计新增近 20 亿销售收入，但利润贡献有限；2、米业是未来发展重点，也是业绩增长点，目前产销平台已初步搭建，大米加工将长期受益于公司资源优势和三农政策，但大米消费尚在“产地消费”未到“品牌消费”阶段，行业竞争同质化，盈利水平上升要假以时日；3、麦芽加工业务受啤酒行业整体不景气影响，09 年面临压力。4、化肥和纸业 08 年业绩亮丽，09 年堪忧。
- 投资建议：维持“中性 A”的评级。相对估值较高，但在全球经济不确定的 09 年，相对其他农业股，公司业绩及分红政策的稳定性及确定性存在一定的溢价。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	5434	5708	8323	9045	9926
同比增长	10%	5%	46%	9%	10%
营业利润(百万元)	524	546	558	589	624
同比增长	0%	4%	2%	5%	6%
净利润(百万元)	537	558	570	600	635
同比增长	2%	4%	2%	5%	6%
每股收益(元)	0.33	0.34	0.35	0.37	0.39
PE	42.6	41.0	40.1	38.1	36.0
PB	5.5	5.0	4.6	4.2	3.9

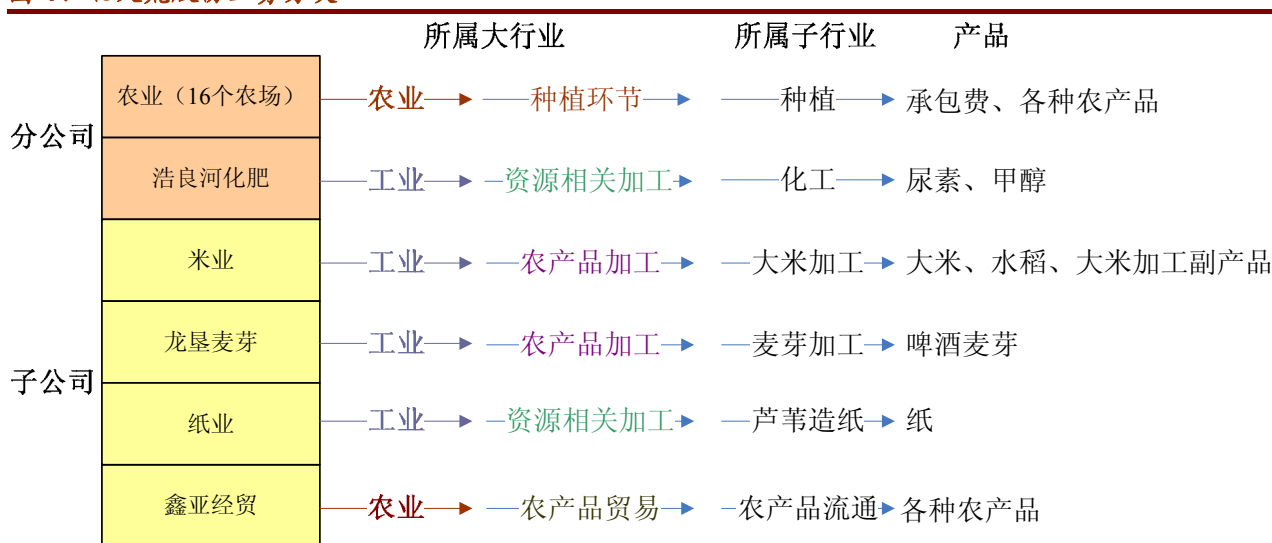
资料来源：招商证券

北大荒业务分类

北大荒是我国规模最大、现代化程度最高的农业上市公司，公司拥有 936 万亩耕地和 360 万亩可垦荒地，下辖友谊、七星、青龙山等 16 个农业分公司和浩良河化肥分公司，控股北大荒米业有限公司、北大荒纸业有限公司、龙垦麦芽有限公司和鑫亚经贸有限公司等。

公司的业务较多，但大多都和农业紧密相关。从大行业来说，分为农业和工业；从细分子行业可分为四类，一是主导业务农产品种植环节，二是农产品销售的流通环节，三是农产品加工环节，四是和当地资源相关的其它加工业。

图 1、北大荒股份业务分类



资料来源：招商证券研发中心

土地承包费及农业分公司利润未来将保持稳定

土地承包费未来将保持稳定，农业分公司 08 年利润提高来自于土地用途的结构性调整，09 年以后则维持稳定。确定土地承包费收入有两个重要的变量，一是土地承包费的单价，过去 5 年，公司每亩农地的承包费呈小幅上涨的态势（见表 1），这和公司过去在公告中多次提到的承包费定价原则——“家庭农场所得毛利润一半左右”基本一致，而在当前种粮利润低下、国家高度强调“农民增收”的大环境下，公司的承包费继续增长的可能性不大；另一方面就是土地结构的变化，07 年前公司土地基本是水田、旱田各一半，水田的承包费高出旱田 50% 左右，过去每年旱田改水田都在稳步进行，也使承包费收入逐步提高，旱田比例逐步减少，08 年则进行大规模的改造（可转债项目“150 万亩水稻生产基地建设”，其中原有稻田配套改造 68.5 万亩，旱田改水田 81.5 万亩），目前基本实施完毕，09 年以后改造空间不大。即，08 年土地承包费收入的增长主要是结构变化的增长，未来三年维持不变的可能性较大。

土地承包费确定后推算农业分公司的净利润还须知农场的综合管理费用、财务费用等成本，这些农场管理成本包括农业基础设施建设（含新建水泥晒场、种子库房、晒粮棚、农机库等）、农田水利建设（国家无偿投入大水利，公司配套建设小水利）、农业机械设

备购置等。公司虽然没有披露农场的相关费用和净利润情况，不过我们可以从披露的母公司和浩良河分公司的数据推算，可以看出农业分公司的净利润变动情况和承包费一致，两者比例稳定在 45% 上下。公司称每年都会根据承包费收入等综合因素来确定农场的投入多少，约是 50% 的比例，这个净利润数据基本吻合，我们认为若种粮收益、国家投入等综合环境保持稳定，这个比例也将保持稳定，同时农业分公司的净利润也将稳定在 5.1-5.2 亿元。

表 1、承包费收入明细

	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E
承包费收入（万元）	99,050	103,837	109,031	120,952	127,440	128,460	128,460	128,460
播种面积（万亩）	953	939	950	972	972	972	972	972
承包费单价（元/亩）	106	111	115	124	131	132	132	132
水田承包费（万元）	50,960	56,295	68,600	76,960	90,675	93,310	93,310	93,310
水田面积（万亩）	380	405	490	520	585	602	602	602
水田承包费（元/亩）	134	139	140	148	155	155	155	155
旱田承包费（万元）	48,090	47,542	40,431	43,992	36,765	35,150	35,150	35,150
旱田面积（万亩）	572	534	460	452	387	370	370	370
旱田承包费（元/亩）	84	89	88	97	95	95	95	95

资料来源：公司公告，招商证券研发中心

表 2、农业分公司盈利水平的推算及预测

	2003	2004	2005	2006	2007	2008E
承包费收入（万元）	911658	99,050	103,837	109,031	120,952	127,440
承包费收入增长率	2%	9%	5%	5%	11%	5%
净利润（万元）	38,343	44,756	49,324	52,803	54,143	56,566
母公司净利润（万元）	38,343	44,763	50,441	51,061	52,358	53,665
其中：农场（万元）	42,381	46,604	46,903	49,517	52,345	51,256
农业分公司净利润/承包费	46%	47%	45%	45%	43%	40%
EPS	0.259	0.285	0.287	0.297	0.320	0.312

资料来源：公司公告，招商证券研发中心

《农业生产承包协议》的签订：

《农业生产承包协议》的期限一般为 3 至 5 年不等，但生产承包费百分之九十以上是一年一调整，少数是一订二至三年。由于人均占有资源多，机械化程度高，栽培技术先进并具有完善的服务体系支持，农工从事农业生产可以获得超过本地区平均收入的可观收入，从而确保了本公司与农工能够建立起稳定的承包关系。2005 年以来，公司承包户稳定在 3 万余户。

生产承包费的确定原则及具体标准：

生产承包费主要是遵循公司与家庭农场所得大体相当，家庭农场能够获得高于本地区平均收入的原则来确定。根据多年统计测算，各分公司种植业单位面积的成本与利润情况大体是：直接生产成本占产值的 50~60%，利润占产值的 40~50%。在双层经营体制下，公司收取的生产承包费与家庭农场所得基本上各占毛利润的一半左右。每年生产承包费收取的具体标准主要是依据影响利润形成的农作物产值、生产成本的各因素（包括农作物产量、耕地质量差异、生产资料价格、粮食市场价格及走势）进行综合分析测算，在上年承包费的基数上适当调整。

摘自《北大荒：发行可转换公司债券募集说明书》2007 年 12 月 14 日

经贸公司 09 年正式启动

经贸公司成立，业务正式进入流通领域。08 年 9 月公司成立了全资子公司——北大荒鑫亚经贸有限责任公司，旨在进一步发挥和整合北大荒的资源优势，建立统一市场营销网络体系，培育新的经济增长亮点，长远目标是“实现北大荒股份从‘大粮仓’向‘大粮商’的转变，实现从‘买垦区’、‘卖全国’到‘买全国’、‘卖全球’的跨越”。我们认为这将是公司首次大规模涉足农产品流通领域，对公司土地承包业务和加工业务有很好的稳固和提升作用。

经贸公司 09 年将启动，预计新增近 20 亿销售收入，但利润贡献有限。我们预计经贸公司于 09 年将正式启动，可经营水稻、大豆、玉米、大麦、小麦、饲料及有机绿色杂粮产品 50 余万吨，化肥 10 万吨左右，目前已和巴西签订 10 万吨芸豆出口订单及和韩国希杰合作大米、大豆出口等，我们预计 09 年销量为 50 万吨，销售额在 20 亿左右，未来三年小幅上升，考虑到低附加值的原粮流通领域利润空间有限，加上要涉及大量资金和人员，我们保守估算其盈利水平，预计头三年盈利水平较低，毛利率约为 2% 左右。

米业公司前景良好但需耐心等待其营销能力提升

米业公司依托资源和政策优势提升规模和品质，不过盈利水平的提升重在营销，因此我们看好米业长期良好的发展前景但需耐心等待。

公司的米业加工业务是除种植业外的第二大业务，虽然销售额达 22 亿，为最大单一品种，但由于交通不便利、营销网络不健全等，销路不畅，采取以销定产的模式，08 年产能约 185 万吨而销量只有 90 万吨左右，同比略有下降，售价也较低，毛利率也只有行业平均的 10% 左右，目前处在产能利用率较低，整体盈利能力低、盈利水平波动大的状况。

近年来，公司一直把大米加工作为未来发展的重中之重，多管齐下提升盈利水平，07 年底的可转债募集资金 7 个项目中的 5 个项目都是和大米加工相关，其中包括提升稻谷产量和品质（优质水稻）、大米产量和品质（优质大米）、大米深加工能力（米糠蛋白、米糠油、膳食纤维）及营销网络的建设等，未来的远景是 250 万吨销量、100 亿销售额，其中高端米占 20%，获取 80% 的利润，小包装走商超零售，大包装主要满足团购、军供任务、出口任务及粮食局需求。

我们认为公司的大米是公司最为优势的品种，也是最有希望创造新的利润增长点的品种，原因有二，一是在在规模上，可以依托股份公司乃至农垦的水稻种植基地，二是在大米品质上，随着国家对农垦的扶持及投入及公司自己的投入加大，水稻及大米的品质将会持续提升，公司拥有的这些资源优势是同行难以超越的，也是我们看好公司大米加工长期发展的主要原因。不过大米加工业务盈利能力的提升仍在于终端产品价格的提升和产品附加值的提升，虽然目前公司米业产销平台已较成熟——北大荒米业是子公司中唯一一个国家级龙头企业，“北大荒”大米也为国内第一大大米品牌，但大米加工同质化严重，大米的消费仍为“产地消费”，还未上升到“品牌消费”，因此大米加工盈利水平的提升不是公司独有而是行业普遍问题，近期公司将可转债项目中“营销网络建设”设立 1000 家加盟店的规划改为超市销售为主的模式大概也是基于这个考虑，因此营销方面的进步不会在短期之内表现。

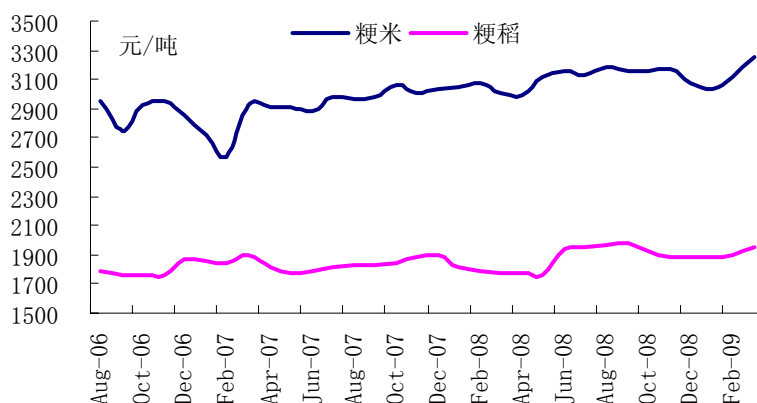
我们相信中短期内公司大米规模和品质能够有较快的提升,但营销的瓶颈解决需假以时日。有了前期大量投入铺垫,我们预计公司大米加工业务的销量和价格都会稳步提升,成为除承包费之外的第二利润贡献点。

表 3、2009 中国十大大米品牌

北大荒大米	中国名牌,中国驰名商标,国家免检产品,十佳大米品牌
五常大米	中国名牌,国家免检产品,十佳大米品牌
金健大米	中国名牌,中国驰名商标,湖南金健米业股份有限公司
盘锦大米	中国名牌,中国驰名商标,国家免检产品,十佳大米品牌
金佳大米	中国名牌,中国驰名商标,江西省金佳谷物股份有限公司
东南香大米	中国名牌,中国驰名商标,福建省东南香米业发展有限公司
好雨大米	中国名牌,中国驰名商标,吉林裕丰米业(集团)股份有限公司
粮丰大米	中国名牌,中国驰名商标,汕头市粮丰集团有限公司
太粮大米	中国名牌,中国驰名商标,东莞市太粮米业有限公司
德安府大米	国家免检产品,吉林市丰迪食品有限公司,十佳大米品牌

资料来源: 中国名企排行榜

图 2、粳稻和粳米价格走势



资料来源: 国家粮食局, 招商证券研发中心

表 4、米业经营情况

	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
大米及副产品销量 (万吨)	73	91	100	102	90	110	132
销售收入 (万元)	122600	166938	235643	223643	189000	242550	305613
毛利 (万元)	23705	19631	19583	22743	18215	24077	31247
毛利率	19%	12%	8%	10%	10%	10%	10%
净利润 (万元)	5082	2137	984	268	1075	1421	3125
净利率	4.15%	1.28%	0.42%	0.12%	0.57%	0.59%	1.02%

资料来源: 公司公告, 招商证券研发中心

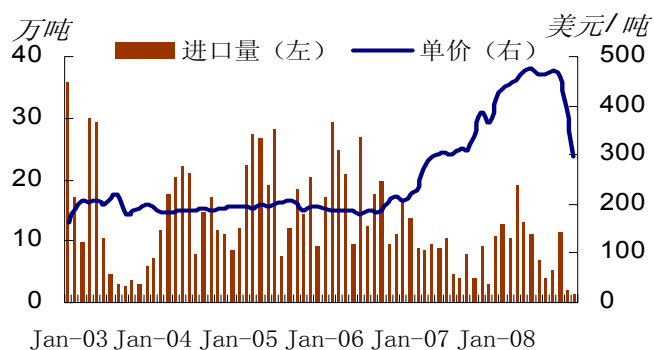
麦芽加工业务受进口低价大麦挤出效应影响，09 年面临压力

龙垦麦芽全国第三，受啤酒行业不景气影响 08 年下半年开始盈利水平下滑明显。公司下属子公司龙垦麦芽产能 36 万吨（包括收购的秦皇岛麦芽 10 万吨），主要供应东北三省的啤酒企业（哈尔滨啤酒和华润啤酒），是全国第三大啤酒麦芽生产企业，位于香港永顺泰（产能接近 100 万吨，世界第五）和中粮麦芽（大连、江阴、呼伦贝尔）之后，不过就国产麦芽来说，是全国第一。

07 年以前国内啤酒企业所需的麦芽原料——大麦一半以上是从澳洲、加拿大进口，但从 07 年开始国外农产品持续涨价后，国内大麦开始占领市场，大麦进口量下降到 06 年的一半，不过 08 年下半年，全球经济危机蔓延，国际农产品价格下跌（2 月进口大麦吨价大幅回落，由上月的 363 美元下滑至 264 美元，基本已回到 07 年初的水平），国内外价格基本接近，而在国外大麦品质明显好于国内大麦的情况下，国际大麦在国内的竞争力又开始加强。

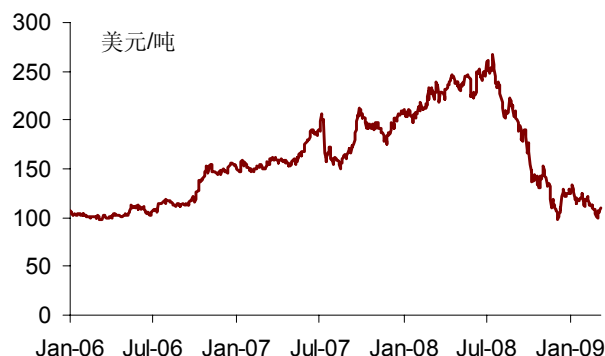
公司的麦芽加工业务是依托于公司丰富的资源优势的，就国产大麦加工来说，有明显的规模优势，但和进口大麦加工相比，规模、品质上还不足，考虑到啤酒麦芽的销售半径通常在 800 公里以内，公司的业务难有内生性增长。我们认为经济危机下啤酒行业需要较长的时间复苏，导致麦芽加工的利润水平仍会较低，因此我们预测未来三年龙垦麦芽将持续小幅盈利。

图 3、中国大麦进口数量及价格



资料来源：中国海关总署

图 4、加拿大温尼伯交易所大麦期货价格



资料来源：BLOOMBERG

化肥和纸业 08 年业绩亮丽，09 年堪忧

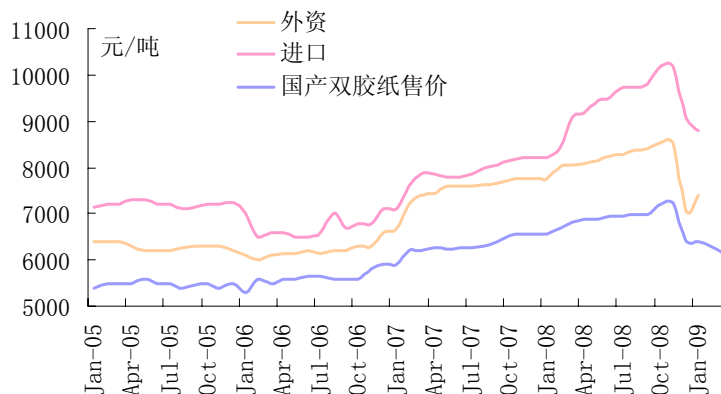
工业虽有扩张，但 09 年经营受经济影响，预计盈利水平下滑。浩良河化肥分公司和北大荒纸业子公司都是依托公司土地资源优势，和农产品种植相关的工业，浩良河生产的尿素和化肥多数供农垦集团内，纸业是利用农垦丰富的芦苇资源生产文化用纸，也是大部分供农垦，因此，生产和销售都较为稳定。但目前这两个行业都面临和大多数传统工业企业一样的产能过剩的问题，盈利空间仍在继续萎缩中。浩良河化肥 08 年上半年实现净利润 2252 万元，但下半年尿素和甲醇价格急速下跌，预计 08 年下半年和 09 年微利；纸业 08 年上半年实现净利润 309 万，预计全年净利润 800 万，09 年书写纸价格大幅回调，预计净利润会大幅缩水。

图 5、尿素(46%)长三角地区价格走势


资料来源：化工在线，招商证券研发中心

图 6、甲醇长三角地区价格走势


资料来源：化工在线，招商证券研发中心

图 7、双胶纸价格走势


资料来源：中国纸网，招商证券研发中心

小公司、大集团的猜想

农垦集团下企业要争取单独上市，集团资产注入可能性不大。公司的控股股东是北大荒农垦集团总公司，农垦集团是隶属于农业部的中央国有企业，集团下属企业约 132 家，分布在黑龙江 12 个地级市，其中有 88 家农场，包括完达山、九三油脂等知名企业，截止 2008 年末，黑龙江省农垦总局国资委重点监管的 13 户重点龙头企业预计实现营业收入 244.49 亿元，实现利润 9.2 亿元。不过根据农垦总局下发的《2008—2010 年黑龙江垦区工业化进程推进实施方案》，集团更倾向于增加上市公司的家数，旗下多多药业、完达山乳业的上市工作正在进行，九三油脂、北大荒种业、北大荒薯业、北大荒丰缘麦业、北大荒商贸公司也上市公司正在积极推进。

盈利预测及投资策略

盈利预测：土地承包仍是主要利润来源，加工业在政策扶持下稳步增长，利好在长期内体现。通过上文分析，土地承包费的仍是公司最主要的利润来源，政策的利好难以在转包业务中直接体现，而会逐步转移到加工业中长期显现。预计未来三年公司销售规模会大幅增长（新增农产品流通业务），而农业分公司的利润基本保持不变，农产品加工小

幅增长，其他加工微幅下滑，预计 2008-2010 年的 EPS 分别为 0.34、0.35、0.37 元，详见表 5、盈利预测简表、表 6、北大荒销售收入结构预测、表 7、北大荒各分、子公司盈利水平推算及预测。

投资策略：相对估值偏高，但业绩、分红的稳定性和确定性突出，维持“中性 A”的评级。

目前农业板块整体估值水平依然较高，扣除亏损及微利企业的 08 年平均市盈率约为 40 倍 PE，以我们预测北大荒 09 年 EPS0.35 元，PE 高达 44 倍，高于农业股平均估值水平，远高于 A 股平均水平。不过我们认为在经济发展趋势不确定性较大的背景下，公司“稳定”及“确定”的业绩表现在市场上尤为难得，此外公司的分红政策（见表 8）也在股改时做出“未来 5 年每年现金分红不低于当年实现的可分配利润的 50%”的承诺，因此我们认为相对农业板块其他加工型企业剧烈波动的业绩，公司短期相对估值水平稍高于行业平均是投资者对稳定确定的业绩表现和分红政策的溢价，同时我们也，长期看好公司基于资源优势具有良好发展前景的农产品加工业，维持对北大荒“中性 A”的评级。

风险因素：若农产品价格进入下跌通道将影响农产品加工盈利水平。

表 5、盈利预测简表

单位：百万元	2004	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E
营业收入	3205	4052	4959	5,434	5,708	8,323	9,045	9,926
营业成本	1,885	2,690	3,497	3,765	4,006	6,537	7,176	7,926
营业税金及附加	2	1	1	2	2	3	3	4
营业费用	214	165	174	217	240	241	270	297
管理费用	566	637	526	616	674	681	724	744
财务费用	93	91	66	184	240	302	282	330
营业利润	446	466	523	524	546	558	589	624
营业外收入	4	6	20	25	25	25	25	25
营业外支出	13	11	5	5	5	5	5	5
利润总额	437	461	538	544	566	578	609	643
所得税	2	-1	10	3	3	3	3	3
净利润	435	462	528	541	563	575	606	640
少数股东损益	1	-4	2	5	5	5	5	5
归属于母公司净利润	434	466	526	537	558	570	600	635
EPS（元）	0.29	0.26	0.32	0.33	0.34	0.35	0.37	0.39

资料来源：招商证券研发中心

表 6、北大荒销售收入结构预测

单位：百万元	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E	2011E
营业收入	4,052	4,959	5,434	5,708	8,323	9,045	9,926
主营业务收入	4,052	4,677	5,162	5,368	8,000	8,705	9,569
生产承包费收入	1,038	1,090	1,210	1,274	1,285	1,285	1,285
农产品销售	2,553	2,923	2,729	2,383	4,918	5,599	6,444
其中：大米	1,669	2,047	2,236	1,890	2,426	3,056	3,851
其中：其它	884	877	493	493	2,493	2,543	2,593
化肥销售	268	275	251	454	595	589	589
甲醇	0	23	170	188	102	96	96
纸销售	88	88	182	200	188	197	197
麦芽	104	277	620	868	912	939	958
其他业务收入	0	282	273	341	324	340	357

营业收入增长率	26%	22%	10%	5%	46%	9%	10%
主营业务毛利率	26%	15%	10%	4%	49%	9%	10%
生产承包费收入	5%	5%	11%	5%	1%	0%	0%
农产品销售	32%	15%	-7%	-13%	106%	14%	15%
其中：大米	36%	23%	9%	-15%	28%	26%	26%
其中：其它	24%	-1%	-44%	0%	406%	2%	2%
化肥销售	36%	2%	-9%	81%	31%	-1%	0%
甲醇	-	-	638%	11%	-46%	-6%	0%
纸销售	15%	1%	107%	10%	-6%	5%	0%
麦芽	-	166%	124%	40%	5%	3%	2%
其他业务毛利	-	-	-3%	25%	-5%	5%	5%
营业毛利	1,362	1,469	1,669	1,702	1,786	1,869	2,000
主营业务毛利	1,362	1,449	1,650	1,668	1,763	1,845	1,974
生产承包费收入	1,038	1,090	1,210	1,274	1,285	1,285	1,285
农产品销售	247	255	268	216	303	376	470
其中：大米	196	196	227	182	241	312	406
其中：其它	884	59	40	34	62	64	65
化肥销售	44	44	-1	29	53	53	53
甲醇	-	11	21	36	18	18	19
纸销售	20	19	85	33	31	32	32
麦芽	13	29	69	80	73	80	115
其他业务利润	-	20	19	34	23	24	25
营业毛利率	34%	30%	31%	30%	21%	21%	20%
主营业务毛利率	34%	31%	32%	31%	22%	21%	21%
生产承包费收入	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
农产品销售	10%	9%	10%	9%	6%	7%	7%
其中：大米	12%	10%	10%	10%	10%	10%	11%
其中：其它	100%	7%	8%	7%	3%	3%	3%
化肥销售	17%	16%	0%	6%	9%	9%	9%
甲醇	0%	48%	12%	19%	18%	19%	19%
纸销售	22%	22%	46%	16%	16%	16%	16%
麦芽	12%	10%	11%	9%	8%	9%	12%
其他业务毛利	0%	7%	7%	10%	7%	7%	7%
毛利增长率		8%	14%	2%	5%	5%	7%
主营业务毛利率		6%	14%	1%	6%	5%	7%
生产承包费收入		5%	11%	5%	1%	0%	0%
农产品销售		3%	5%	-19%	40%	24%	25%
其中：大米		0%	16%	-20%	32%	30%	30%
其中：其它		-93%	-32%	-16%	83%	2%	2%
化肥销售		0%	-102%	-4213%	86%	0%	0%
甲醇		-	86%	75%	-49%	2%	1%
纸销售		-1%	335%	-61%	-6%	5%	0%
麦芽		123%	137%	17%	-9%	9%	44%
其他业务毛利		-	-4%	77%	-33%	5%	5%

资料来源：公司公告，招商证券研发中心

表 7、北大荒各分、子公司盈利水平推算及预测

单位：百万元	2003	2004	2005	1H06	2006	1H07	2007	1H08	2008E	2009E	2010E
净利润	383	448	493	261	528	275	541	287	558	570	600
母公司净利润	383	448	504	245	511	266	524	270	535	551	560
其中：农场	424	466	469	240	485	253	523	247	510	516	518

其中：浩化	-40	-18	35	25	25	13	0	23	24	17	19
其中：贸易	-	-	-	-	-	-	-	-	-	18	23
子公司净利润	-	-0	-11	16	17	9	18	17	29	24	45
其中：麦芽	-	-	-9.90	0.70	4.10	5.22	10.33	10.43	10.64	3.00	6.40
其中：米业	-	50.82	21.37	14.66	9.84	4.61	2.68	13.84	10.75	14.21	31.25
其中：纸业	0.29	2.25	3.61	2.82	1.32	1.05	0.42	3.05	7.32	7.17	7.53
抵消	-	-1	4	-2	-2	-1	-5	-10	-5	-5	-5

资料来源：公司公告，招商证券研发中心

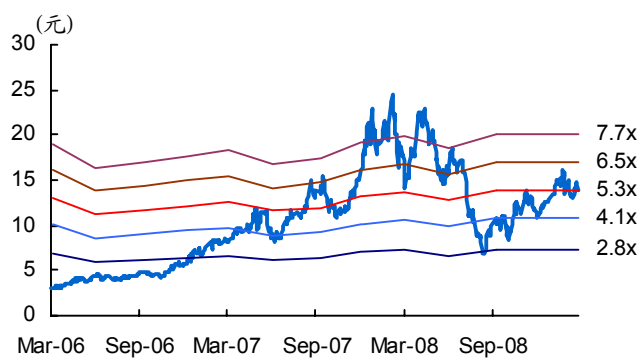
表 8、北大荒历年分红情况

年报报告期	2002	2003	2004	2005	2006	2007
送股（股/股）			0.20			
现金股利（万元）	19,109	32,339	7,350	72,563	45,433	44,453
现金股利（元/股）税前	0.13	0.22	0.05	0.44	0.28	0.27
现金股利/当年利润	50%	84%	16%	147%	86%	82%
股息率	2.26%	3.29%	0.82%	10.86%	4.69%	1.79%

资料来源：公司公告，招商证券研发中心

图 1：北大荒历史 PE Band


资料来源：招商证券研发中心

图 2：北大荒历史 PB Band


资料来源：招商证券研发中心

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008E	2009E	2010E	2011E
流动资产	5880	5152	7539	8156	8888
现金	1881	1000	1000	1000	1000
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	136	143	208	226	248
应收款项	806	836	1219	1325	1454
其它应收款	296	311	453	493	541
存货	2497	2646	4319	4740	5236
其他	264	216	340	372	410
非流动资产	4619	4626	4548	4379	4220
长期股权投资	4	4	4	4	4
固定资产	4343	4441	4380	4226	4080
无形资产	193	174	156	141	127
其他	79	7	8	9	10
资产总计	10498	9777	12087	12534	13109
流动负债	4929	5059	6964	6987	7111
短期借款	3192	3425	4935	4851	4849
应付账款	247	262	428	470	519
预收账款	385	409	668	733	810
其他	1105	963	933	933	933
长期负债	1260	13	13	13	13
长期借款	43	13	13	13	13
其他	1218	0	0	0	0
负债合计	6189	5072	6977	6999	7124
股本	1634	1634	1634	1634	1634
资本公积金	1284	1284	1284	1284	1284
留存收益	1258	1649	2048	2469	2913
少数股东权益	133	138	143	148	154
母公司所有者权益	4176	4567	4967	5387	5831
负债及权益合计	10498	9777	12087	12534	13109

现金流量表

单位：百万元	2007	2008E	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	988	966	(805)	649	625
净利润	537	558	570	600	635
折旧摊销	0	281	280	271	261
财务费用	0	240	302	282	330
投资收益	0	1	1	1	1
营运资金变动	0	(121)	(1974)	(513)	(611)
其它	451	7	16	8	9
投资活动现金流	(341)	(289)	(202)	(102)	(102)
资本支出	0	(300)	(200)	(100)	(100)
其他投资	(341)	11	(2)	(2)	(2)
筹资活动现金流	292	(1558)	1007	(547)	(523)
借款变动	0	68	1481	(85)	(1)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
股利分配	0	(168)	(171)	(180)	(190)
其他	292	(1458)	(302)	(282)	(331)
现金净增加额	939	(881)	0	0	0

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008E	2009E	2010E	2011E
营业收入	5434	5708	8323	9045	9926
营业成本	3765	4006	6537	7176	7926
营业税金及附加	2	2	3	3	4
营业费用	217	240	241	270	297
管理费用	616	674	681	724	744
财务费用	184	240	302	282	330
资产减值损失	125	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
营业利润	524	546	558	589	624
营业外收入	25	25	25	25	25
营业外支出	5	5	5	5	5
利润总额	544	566	578	609	643
所得税	3	3	3	3	3
净利润	541	563	575	606	640
少数股东损益	5	5	5	5	5
母公司所有者净利润	537	558	570	600	635
EPS (元)	0.33	0.34	0.35	0.37	0.39

主要财务比率

	2007	2008E	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	10%	5%	46%	9%	10%
营业利润	0%	4%	2%	5%	6%
净利润	2%	4%	2%	5%	6%
获利能力					
毛利率	30.7%	29.8%	21.5%	20.7%	20.1%
净利率	9.9%	9.8%	6.9%	6.6%	6.4%
ROE	12.9%	12.2%	11.5%	11.1%	10.9%
ROIC	9.1%	9.6%	8.5%	8.3%	8.8%
偿债能力					
资产负债率	58.9%	51.9%	57.7%	55.8%	54.3%
净负债比率	32.4%	35.5%	40.9%	38.8%	37.1%
流动比率	1.2	1.0	1.1	1.2	1.2
速动比率	0.7	0.5	0.5	0.5	0.5
营运能力					
资产周转率	0.5	0.6	0.7	0.7	0.8
存货周转率	1.5	1.6	1.9	1.6	1.6
应收帐款周转率	7.3	7.0	8.1	7.1	7.1
应付帐款周转率	14.0	15.7	18.9	16.0	16.0
每股资料(元)					
每股收益	0.33	0.34	0.35	0.37	0.39
每股经营现金	0.60	0.59	-0.49	0.40	0.38
每股净资产	2.56	2.79	3.04	3.30	3.57
每股股利	0.14	0.10	0.10	0.11	0.12
估值比率					
PE	42.6	41.0	40.1	38.1	36.0
PB	5.5	5.0	4.6	4.2	3.9
EV/EBITDA	6.4	5.8	5.4	5.4	5.1

分析师简介

朱卫华：清华大学经济学学士，中国科学技术大学管理学硕士，拥有证券从业资格、注册国际投资分析师 CIIA 资格，8 年证券从业经验。现为招商证券研发中心研究董事、消费品研究小组组长，连续获得 2005、2006、2007 年度《新财富》最佳分析师食品饮料行业第一名，2005 年度最佳分析师农林牧渔行业第三名。

黄珺：MBA 在读，拥有证券从业资格，4 年证券从业经验，现于招商证券从事食品饮料、农林牧渔行业研究。

董广阳：上海财经大学经济学硕士，2008 年进入招商证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从 2008 年 4 月 11 日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20% 以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20% 之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5% 以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。