

北大荒 (600598): 业绩符合预期 稳定增长可期

增持 (维持)

农业

当前股价: 14.36 元

报告日期: 2009 年 4 月 23 日

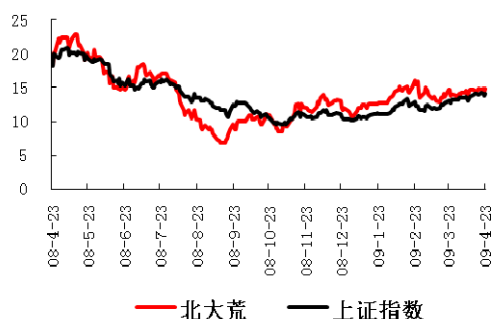
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	5,434	5,610	6,129	6,824
(+/-)	16.19%	3.24%	9.25%	11.33%
营业利润	524	487	585	644
(+/-)	0.20%	-7.16%	20.08%	10.21%
归属于母公 司的净利润	537	58,806	600	659
(+/-)	2.11%	9.55%	2.03%	9.76%
每股收益(元)	0.31	0.34	0.35	0.38
市盈率(倍)	38	42	41	37

公司基本情况 (2008 年 12 月 31 日止)

总股本/已流通股 (万股)	167,631 / 107,018
流通市值 (亿元)	153.68
每股净资产 (元)	2.82
资产负债率 (%)	41.86

股价表现 (近一年)



天相消费品组

联系人一天相农业组

010-66045566-8180 ranll@txsec.com

服务热线 010-66045555

- 2008年年报显示,公司全年实现营业收入56.10亿元,同比增长3.24%;营业利润4.87亿元,同比下降7.16%;归属于母公司所有者的净利润5.88亿元,同比增长9.55%;基本每股收益0.36元,扣除非经常性损益后的基本每股收益为0.33元,符合预期(我们的预测值为0.33元)。按当前最新股本17.14亿股进行全面摊薄后的每股收益为0.34元,扣除非经常性损益后为0.32元。分配预案:每股派现金红利0.274元(含税)。
- 2009年一季度报显示,公司实现营业收入12.67亿元,同比下降19.9%;营业利润1.28亿元,同比下降12.48%;归属母公司所有者的净利润1.34亿元,同比下降4%;实现每股收益0.09元。
- 土地承包收入同比增长6.9%。报告期内公司实现土地承包收入12.9亿元,同比增长6.9%,增速高于市场普遍预期的5%-6%,究其原因,我们认为这是由于报告期内公司实施了旱田改水田项目(水田租金高于旱田)以及大豆、玉米价格上涨带动的旱田租金上升所致。从长期看,我们认为粮价上涨是一种常态,就今年而言,尽管国家大幅提高了稻谷最低收购价,由于连续五年丰收,粮食库存和供给增加,粮价大幅上行压力较大,加上由于前期基数较高,出于对农户的保护,公司09年土地承包收入增速将低于08年,我们预计约为4%左右。
- 报告期内公司其他业务表现平平,盈利贡献仍较小(77%的收入占比仅贡献25%的毛利)。具体分业务而言:(1)报告期内米业产能利用率仍不达30%,共销售大米43万吨、副产品9.7万吨,实现营业收入21.3亿元,同比下降4.9%;(2)报告期内公司化肥产能扩张至31.3万吨,甲醇产能收缩至6.8万吨,分别实现销售20.6万吨和8万吨,实现收入5亿元,同比增长22.5%;(3)报告期内麦芽业务由于收购了秦皇岛麦芽,产能扩张至35万吨,但受下半年宏观经济影响,啤酒消费低于预期,公司部分合同未履约,仅实现收入3.8亿元,同比下降39.45%。

- **综合毛利率持平，费用率上升。**公司综合毛利率与07年同期持平（均为30.72%），而营业利润同比下降的原因是期间费用率上升了1.5个百分点，其中，管理费用率由于08年工资增加以及07年存在福利费转回，同比上升了2.53个百分点。
- **营业外净收入约贡献EPS0.03元。**公司08年净利润增速高于收入增速的原因主要是由于营业外收入的大幅增加。报告期内，公司共获得营业外净收入7377万元（去年同期仅为1972万元），约计贡献EPS0.03元。其中，包括：（1）麦芽子公司债务重组获得净收益4000万元；（2）获取政府给予的入采采购粳稻和粳米的运费补贴1894万元。
- **公司一季度收入同比下降**主要是由于麦芽、大米等的销量降低所致，净利润降速低于收入降速主要是因为低毛利率产品销量降低带来的公司综合毛利率上升2个百分点，至30.82%。
- **土地承包收入稳定业绩，大米深加工提升盈利能力。**我们认为，（1）公司土地承包业务收入将持续稳定增长，公司业绩也将因此而保持稳定增长的态势；（2）延伸大米加工产业链，发展米糠油、米糠蛋白等米糠深加工项目是公司未来盈利能力提升的关键。我们曾推算米糠深加工项目达产后，约能提升稻米加工毛利率15个百分点，拉动公司综合毛利率提升7-9个百分点。估计该项目2010年能达产。
- **盈利预测与评级。**根据最新股本（17.14亿股）进行全面摊薄后，预计公司2009-2010年的EPS分别为0.35元和0.38元。以最新收盘价14.36元计算，对应的动态市盈率分别为41X和37X，维持“增持”的评级。
- **风险提示：**农产品和农资价格若大幅波动压缩农户收益，使公司土地承包业务收入差于我们的预期。

附表1 公司盈利能力指标

	2007A	2008A	2007Q4	2008Q4
综合毛利率 (%)	30.72%	30.72%	31.61%	35.25%
净利润率 (%)	9.88%	10.48%	7.30%	13.06%
净资产收益率 (%)	12.46%	11.92%	2.85%	3.24%

附表2 公司费用控制能力指标

	2007A	2008A	2007Q4	2008Q4
营业费用(万元)	21,733	20,867	5,391	3,583
营业费用率 (%)	4.00%	3.72%	3.20%	2.92%
管理费用(万元)	61,608	77,780	20,644	28,652
管理费用率 (%)	11.34%	13.86%	12.26%	23.39%
财务费用(万元)	18,363	15,011	8,349	777
财务费用率 (%)	3.38%	2.68%	4.96%	0.63%
期间费用(万元)	101,703	113,658	34,383	33,012
期间费用率 (%)	18.72%	20.26%	20.42%	26.94%

附表3 公司资产运营能力指标

	2007A	2008A
总资产周转(天)	0.54	0.54
存货周转(天)	248.54	235.96
收款周期(天)	78.15	58.61
付款周期(天)	32.48	26.03
每股经营性净现金流(元/股)	0.60	0.54

附表4 北大荒（600598）盈利预测（万元）

单位：万元	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	543,420	561,003	612,898	682,354
增长率	16.19%	3.24%	9.25%	11.33%
毛利率(%)	30.72%	30.70%	30.73%	30.53%
减：营业税金及附加	209	322	368	409
销售费用	21,733	20,867	24,516	27,294
管理费用	61,608	77,780	72,322	80,518
财务费用	18,363	15,011	22,698	25,648
期间费用率	18.72%	20.26%	19.50%	19.56%
资产减值损失	12,532	9,456	10,000	10,000
加：公允价值变动净收益	0	50	0	0
投资净收益	(66)	(284)	0	0
营业利润	52,436	48,679	58,453	64,423
增长率(%)	0.20%	-7.16%	20.08%	10.21%
加：营业外收入	2,513	8,241	2,000	2,000
减：营业外支出	541	865	0	0
利润总额	54,408	56,056	60,453	66,423
增长率(%)	9.37%	#REF!	#REF!	7.84%
利润率(%)	10.01%	9.99%	9.86%	9.73%
减：所得税费用	266	883	242	332
实际税负比率(%)	0.49%	1.58%	0.40%	0.50%
净利润	54,143	55,173	60,211	66,090
归属母公司所有者的净利润	53,682	58,806	60,001	65,859
增长率	2.11%	9.55%	2.03%	9.76%
净利润率(%)	9.96%	9.83%	9.82%	9.69%
少数股东损益	461	(3,633)	211	231
总股本（万股）	171,447	171,447	171,447	171,447
每股收益(元)	0.31	0.34	0.35	0.38
每股净资产（元）	2.56	2.82	-	-
净资产收益率(%)	12.23%	12.16%	-	-

资料来源：天相投资顾问有限公司

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 5%--- (-) 15%
5	卖出	< (-) 15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦 2808 室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市高新区华龙路 1825 号嘉恒商务大厦 A 座 1005 室 电话：0531-88162375 传真：0531-88162317 邮编：250100