

其他种植业



赵钦 郭锐

农林牧渔行业研究员

021-38565914

zhaoq@xyzq.com.cn

北大荒 (600598)

年报点评：业绩稳定增长

推荐

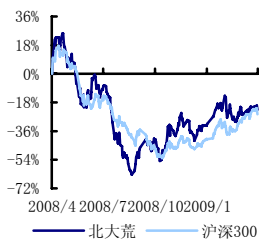
市场数据

报告日期	2009-4-23
收盘价(元)	14.36
52周最高/最低(元)	23.26/6.79
总股本(百万股)	1714.47
流通股本(百万股)	1714.47
总市值(百万元)	24619.84
流通市值(百万元)	24619.84
每股净资产(元)	3.05

主要财务指标

会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	2009 中报
营业收入(百万元)	5610	6070	6713	7445	3339
同比增长(%)	3.2%	8.2%	10.6%	10.9%	7.6%
净利润(百万元)	588	618	655	705	301
同比增长(%)	9.5%	5.1%	5.9%	7.6%	5.6%
毛利率(%)	30.7%	30.4%	29.5%	28.8%	30.5%
净利率(%)	10.5%	10.2%	9.8%	9.5%	9.0%
每股收益(元)	0.35	0.37	0.39	0.42	0.18
每股经营现金流(元)	0.54	0.70	0.41	0.47	0.63

股价走势



投资要点

事件：

北大荒发布 2008 年年报，实现营业收入 56.10 亿元，同比增长 3.24%；归属母公司所有者净利润 5.88 亿元，同比增长 9.55%，每股收益 0.35 元（摊薄）。分配预案为每股派发现金股利 0.274 元（含税）。

2009 年一季度实现营业收入 12.67 亿元，归属母公司所有者的净利润 1.44 亿元，实现 EPS 0.08 元，与上年同期基本持平。

点评：

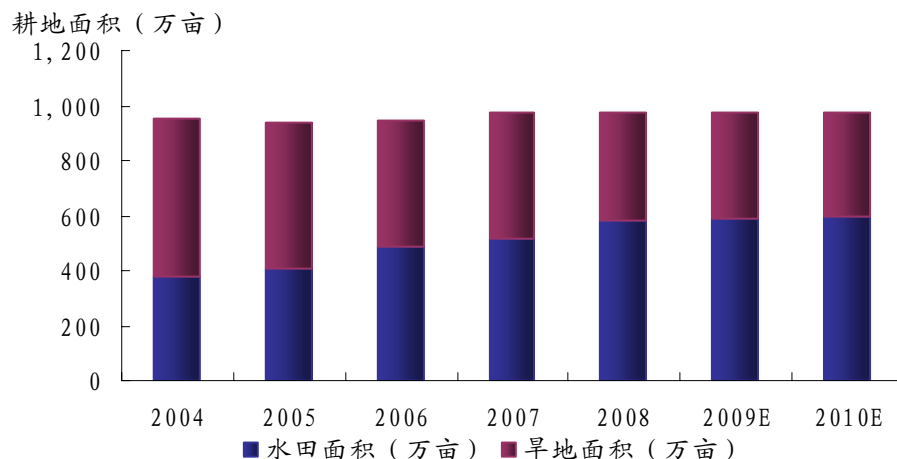
- **土地承包费稳定增长。**2009 年水田改造项目逐渐完成后，土地租金将由结构性上涨进入稳定增长期，预计 2010 年后平均租金将以 3% 的增长率稳定增长。
- **粮食深加工业务将是发展重点。**粮食价格长期看涨利于公司粮食业务发展，预计公司粮食加工业务将以接近 10% 的速度持续增长。
- **给予推荐评级。**预计公司 2009-2011 年 EPS 为 0.37、0.39、0.42 元，土地承包费用稳定增长，粮食价格长期看涨利于公司粮食加工业务发展，给予公司推荐评级。
- **风险提示。**粮食价格波动影响公司承包费收入和粮食加工业务收入；化工、麦芽、造纸业务受景气周期回落影响。

土地成本费用稳定增长

● 耕地格局将维持稳定

150 万亩优质水稻生产基地建设项目将在 2009 年完成,未来耕地格局将维持稳定。

图 1: 公司耕地面积 (万亩)

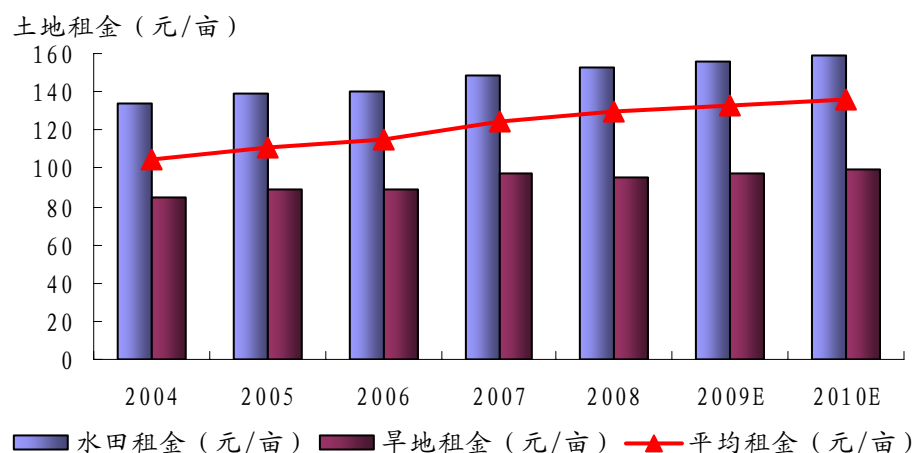


数据来源: 公司公告、兴业证券研发中心

● 租金将进入稳定增长期

随着 2009 年水田改造项目的逐渐完成,土地租金将由结构性上涨进入稳定增长期,预计 2010 年后公司土地平均租金将以 3%增长率稳定增长。

图 2: 公司租金水平 (元/亩)



数据来源: 公司公告、兴业证券研发中心

● 土地承包费用提供稳定收入

公司 2008 年土地承包费收入 12.93 亿元,同比增站 6.90%,占总收入 20%左右,

土地承包费为公司提供稳定的收入来源，公司资金充裕。

表 1: 土地承包业务预测

	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
水田							
水田面积（万亩）	405.00	490.00	520.00	585.00	590.00	595.00	600.00
每亩租金（元/亩）	139.00	140.00	148.00	155.50	158.61	161.78	166.64
YOY (%)	3.73%	0.72%	5.71%	5.07%	2.00%	2.00%	3.00%
水田承包费（百万元）	562.95	686.00	769.60	909.68	935.80	962.60	999.81
旱地							
旱地面积（万亩）	534.00	454.00	452.00	387.00	382.00	377.00	372.00
每亩租金（元/亩）	89.00	89.00	97.30	99.00	100.98	103.00	106.09
YOY (%)	5.70%	0.00%	9.33%	1.75%	2.00%	2.00%	3.00%
旱地承包费（百万元）	475.26	404.06	439.80	383.13	385.74	388.31	394.65
耕地合计							
耕地面积合计（万亩）	939.00	944.00	972.00	972.00	972.00	972.00	972.00
平均租金（元/亩）	110.57	115.47	124.42	133.00	135.96	138.98	143.46
承包费合计（百万元）	1,038.21	1,090.06	1,209.40	1,292.81	1,321.54	1,350.91	1,394.47
YOY (%)	4.70%	4.99%	10.95%	6.90%	2.22%	2.22%	3.22%
成本（百万元）	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
毛利（百万元）	1038.21	1090.06	1209.40	1292.81	1321.54	1350.91	1394.47
毛利率 (%)	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

数据来源：公司公告、兴业证券研发中心

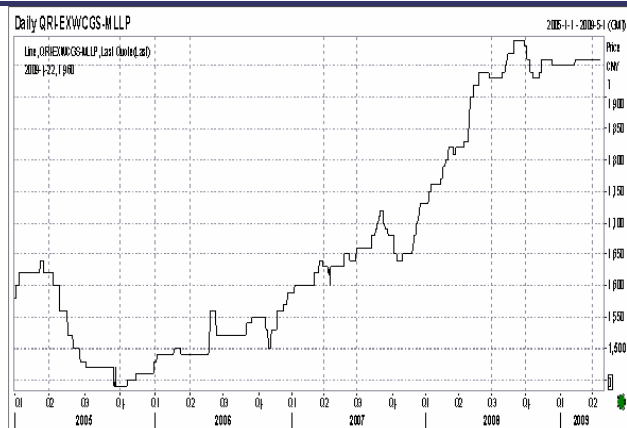
粮食深精加工业务将是发展重点

● 粮食价格长期看涨提供机遇

公司承包土地主要种植水稻、玉米、大豆和其它农作物，通常水稻种植面积占总面积的 50% 左右，是主要种植品种。

耕地面积有限以及提高粮食收购价格、促进农业增产农民增收等政策的施行，将推动粮食价格长期上涨，为公司土地承包费上升和粮食加工业务发展提供良好机遇。

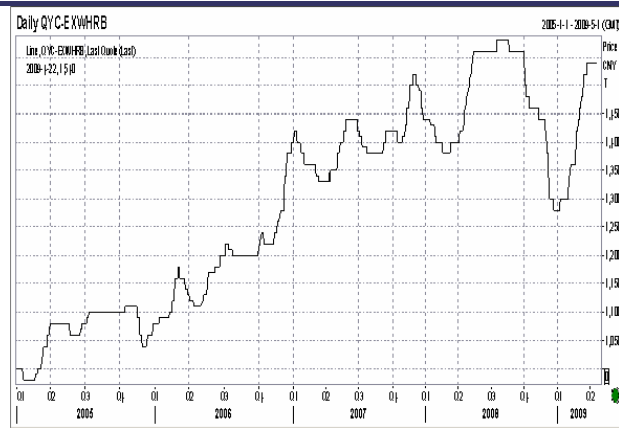
图 3: 长沙大米现货价格 (元/吨)



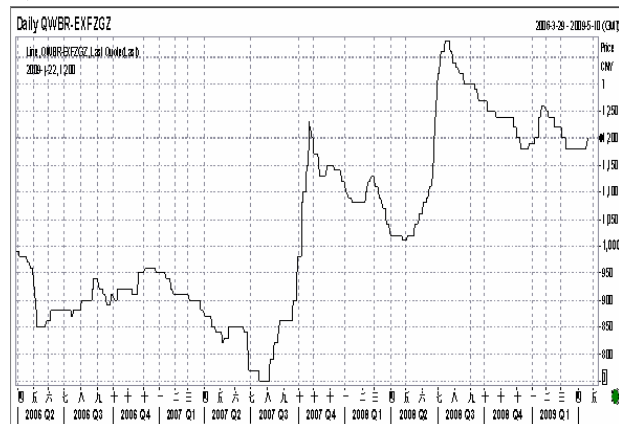
哈尔滨大豆现货价格 (元/吨)



哈尔滨玉米现货价格 (元/吨)



郑州小麦现货价格 (元/吨)



数据来源: Reuters、兴业证券研发中心

● 深精加工业务将提高产品毛利

粮食深精加工业务将是公司未来发展重点。大米加工业务 2008 年实现销售收入 21.27 亿元, 占公司总收入的 37.91%, 但是由于大多只为简单的初加工, 大米加工销售毛利率仅为 2.93%, 整体农产品销售毛利率较低。

公司明确提出粮食深精加工的发展规划: 突出北大荒绿色产品的品牌优势, 大力拓展以水稻为主的农产品精深加工, 实现种植业向农产品加工、传统农业向现代农业转变。预计公司粮食加工业务将以接近 10% 的速度持续增长。

表 2: 农产品加工、销售业务预测

	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
大米销售							
均价 (元/吨)	2,920.00	2,950.00	3,009.00	3,100.00	3,255.00	3,417.75	3,588.64
YOY (%)	30.07%	1.03%	2.00%	3.02%	5.00%	5.00%	5.00%
销售量 (万吨)	31.10	50.00	57.00	43.00	49.45	56.87	65.40
YOY (%)	-23.77%	60.77%	14.00%	-24.56%	15.00%	15.00%	15.00%
销售收入 (百万元)	908.12	1,475.00	1,715.13	1,333.00	1,609.60	1,943.59	2,346.88
YOY (%)	-0.86%	62.42%	16.28%	-22.28%	20.75%	20.75%	20.75%
毛利率 (%)	12.50%	10.00%	10.55%	11.50%	11.50%	12.00%	12.50%
成本 (百万元)	794.61	1327.50	1534.18	1179.71	1424.49	1710.36	2053.52
毛利 (百万元)	113.52	147.50	180.95	153.30	185.10	233.23	293.36
水稻及其它农产品销售							
均价 (元/吨)	1280.00	1155.00	1150.00	1190.00	1249.50	1311.98	1377.57
YOY (%)	28.00%	-9.77%	-0.43%	3.48%	5.00%	5.00%	5.00%
销售量 (万吨)	59.50	49.80	45.30	66.80	70.14	73.65	77.33
YOY (%)	91.94%	-16.30%	-9.04%	47.46%	5.00%	5.00%	5.00%
销售收入 (百万元)	761.60	575.19	520.95	794.92	876.40	966.23	1065.27
YOY (%)	145.68%	-24.48%	-9.43%	52.59%	10.25%	10.25%	10.25%
毛利率 (%)	10.90%	8.50%	9.00%	10.00%	10.00%	10.50%	11.00%
成本 (百万元)	678.59	526.30	474.06	715.43	788.76	864.78	948.09
毛利 (百万元)	83.01	48.89	46.89	79.49	87.64	101.45	117.18
农产品及加工合计							
均价 (元/吨)	1842.96	2054.30	2185.81	1938.00	2078.77	2229.50	2390.69
YOY (%)	7.94%	11.47%	6.40%	-11.34%	7.26%	7.25%	7.23%
销售量 (万吨)	90.60	99.80	102.30	109.80	119.59	130.51	142.73
YOY (%)	26.18%	10.15%	2.51%	7.33%	8.92%	9.13%	9.36%
销售收入 (百万元)	1669.72	2050.19	2236.08	2127.92	2486.00	2909.82	3412.15
YOY (%)	36.20%	22.79%	9.07%	-4.84%	16.83%	17.05%	17.26%
毛利率 (%)	11.76%	9.57%	10.17%	10.94%	10.97%	11.50%	12.03%
毛利 (百万元)	196.53	196.39	227.83	232.79	272.74	334.68	410.54
成本 (百万元)	1473.19	1853.80	2008.25	1895.13	2213.25	2575.13	3001.61

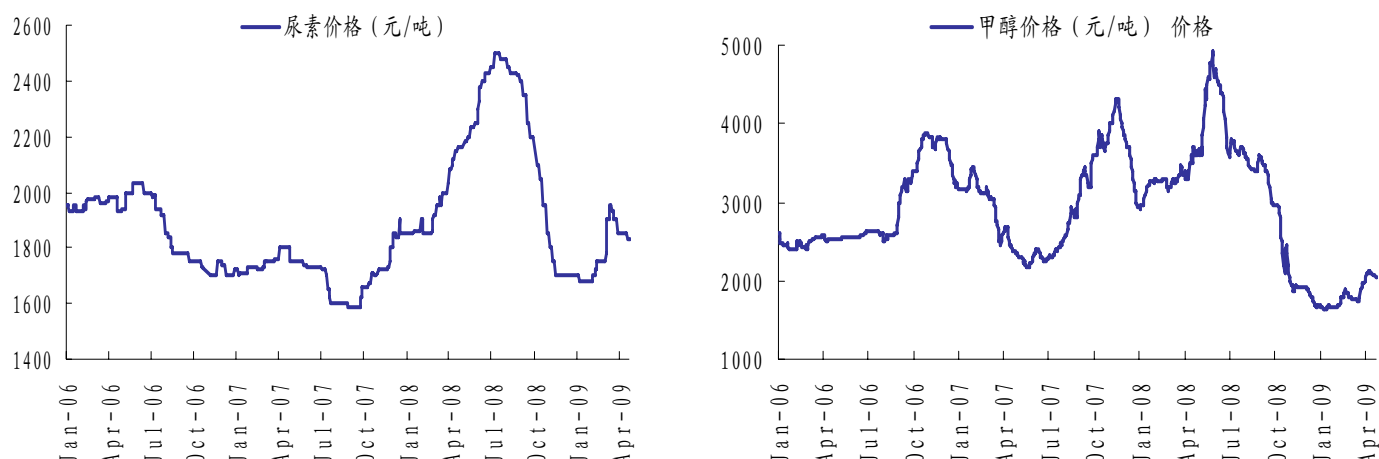
数据来源: 公司公告、兴业证券研发中心

化工业务保持稳定, 麦芽和纸业压力较大

● 化工业务稳定

技改完成后公司尿素产能增加到 31.3 万吨, 甲醇产能缩减到 8.6 万吨。2008 年公司销售尿素 20.6 万吨, 甲醇 8 万吨, 实现营业收入 5.28 亿元, 同比增长 21.1%, 实现净利润 595 万元, 盈利状况进一步改善。2009 年初尿素、甲醇价格出现企稳回升, 公司化工业务将稳定发展。

图 4: 长三角地区尿素、甲醇价格 (元/吨)



数据来源: 化工在线、兴业证券研发中心

表 3: 化工业务预测

	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
尿素业务							
均价(不含税, 元/吨)	1,472.00	1,485.00	1,370.00	1,690.00	1,690.00	1,774.50	1,863.23
YOY (%)		0.88%	-7.74%	23.36%	0.00%	5.00%	5.00%
销售量(万吨)	19.70	17.30	18.30	20.60	22.66	24.93	26.17
YOY (%)		-12.18%	5.78%	12.57%	10.00%	10.00%	5.00%
销售收入(百万元)	289.98	256.91	250.71	348.14	382.95	442.31	487.65
YOY (%)		-11.41%	-2.41%	38.86%	10.00%	15.50%	10.25%
毛利率(%)	16.50%	16.10%	2.00%	3.00%	5.00%	6.00%	7.00%
成本(百万元)	242.14	215.54	245.70	337.70	363.81	415.77	453.51
毛利(百万元)	47.85	41.36	5.01	10.44	19.15	26.54	34.14
甲醇业务							
均价(元/吨)		2,310.00	2,100.00	2,200.00	2,200.00	2,310.00	2,425.50
YOY (%)			-9.09%	4.76%	0.00%	5.00%	5.00%
销售量(万吨)		1.00	8.30	8.20	8.61	9.04	9.49
YOY (%)			730.00%	-1.20%	5.00%	5.00%	5.00%
销售收入(百万元)		23.10	174.30	180.40	189.42	208.84	230.24
YOY (%)			654.55%	3.50%	5.00%	10.25%	10.25%
毛利率(%)		20.00%	10.00%	5.00%	6.00%	7.00%	8.00%
成本(百万元)		18.48	156.87	171.38	178.05	194.22	211.82
毛利(百万元)		4.62	17.43	9.02	11.37	14.62	18.42
化工业务合计							
收入(百万元)	289.98	280.01	425.01	528.54	572.37	651.15	717.89
YOY (%)		-3.44%	51.79%	24.36%	8.29%	13.76%	10.25%
成本(百万元)	242.14	234.02	402.57	509.08	541.86	609.99	665.34
毛利(百万元)	47.85	45.98	22.44	19.46	30.51	41.16	52.55
毛利率(%)	16.50%	16.42%	5.28%	3.68%	5.33%	6.32%	7.32%

数据来源: 公司公告、兴业证券研发中心

● 麦芽、造纸业务面临压力

收购秦皇岛麦芽公司后公司麦芽产能扩张至 35 万吨，位居全国第三。2008 年大麦价格下跌，客户违约和库存成本较高造成公司麦芽业务出现亏损，净利润为 -7351 万元。在大麦价格持续低迷的 2009 年公司麦芽业务仍面临较大压力。

麦芽库存成本较高造成存货跌价准备大额上升，2008 年公司存货跌价准备为 7290 万元，同比增长 77.24%。

造纸业务面临产量小、毛利率低的尴尬，由于采用秸秆作为原料，难以有大的发展。

表 4: 公司麦芽、造纸等业务预测

	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
麦芽业务							
均价（元/吨）	2,120.00	2,540.00	2,685.00	3,520.00	2,992.00	3,141.60	3,298.68
YOY (%)		19.81%	5.71%	31.10%	-15.00%	5.00%	5.00%
销售量（万吨）	4.90	11.00	23.10	13.30	13.30	13.97	14.66
YOY (%)		124.49%	110.00%	-42.42%	0.00%	5.00%	5.00%
收入（百万元）	104.00	277.00	639.16	468.16	397.94	438.72	483.69
YOY (%)		166.35%	130.74%	-26.75%	-15.00%	10.25%	10.25%
毛利率（%）	12.40%	10.50%	12.00%	-13.94%	5.00%	10.00%	12.00%
成本（百万元）	91.10	247.92	562.46	533.42	378.04	394.85	425.65
毛利（百万元）	12.90	29.09	76.70	-65.26	19.90	43.87	58.04
造纸业务							
均价（元/吨）	4,869.44	4,409.00	4,554.00	5,000.00	4,750.00	4,987.50	5,236.88
YOY (%)		-9.46%	3.29%	9.79%	-5.00%	5.00%	5.00%
销售量（万吨）	1.80	2.00	4.00	3.90	4.10	4.22	4.34
YOY (%)		11.11%	100.00%	-2.50%	5.00%	3.00%	3.00%
收入（百万元）	87.65	88.18	182.16	195.00	194.51	210.37	227.51
YOY (%)		0.60%	106.58%	7.05%	-0.25%	8.15%	8.15%
毛利率（%）	22.00%	22.00%	20.00%	18.00%	18.00%	19.00%	20.00%
成本（百万元）	68.37	68.78	145.73	159.90	159.50	170.40	182.01
毛利（百万元）	19.28	19.40	36.43	35.10	35.01	39.97	45.50
其它业务							
收入（百万元）	862.00	1,173.00	742.50	997.50	1,097.25	1,152.11	1,209.72
YOY (%)		36.08%	-36.70%	34.34%	10.00%	5.00%	5.00%
毛利率（%）	5.48%	6.44%	13.06%	20.90%	15.00%	15.00%	15.00%
成本（百万元）	814.80	1,097.50	645.50	789.00	932.66	979.30	1,028.26
毛利（百万元）	47.20	75.50	97.00	208.50	164.59	172.82	181.46

数据来源：公司公告、兴业证券研发中心

给予推荐评级

● 公司业务稳定发展

表 5: 公司营收合计

	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
销售收入 (百万元)	4051.56	4958.44	5434.31	5609.93	6069.61	6713.08	7445.43
YOY (%)	26.41%	22.38%	9.60%	3.23%	8.19%	10.60%	10.91%
毛利率 (%)	33.62%	29.37%	30.73%	30.72%	30.39%	29.55%	28.78%
毛利 (百万元)	1361.97	1456.42	1669.80	1723.39	1844.30	1983.41	2142.56
成本 (百万元)	2689.60	3502.02	3764.50	3886.53	4225.32	4729.67	5302.87

数据来源: 公司公告、兴业证券研发中心

● 给予推荐评级

预计公司 2009-2011 年 EPS 为 0.37、0.39、0.42 元, 公司各项业务均衡稳定, 土地承包费用稳定增长, 粮食价格长期看涨利于公司粮食加工业务发展, 给予公司推荐评级。

● 风险提示

粮食价格波动影响公司承包费收入和粮食加工业务收入; 化工、麦芽、造纸业务受景气周期影响。

表 6、公司分季度业绩对比（单位：百万元、元、%）

主要数据	08-2Q	08-3Q	08-4Q	09-1Q	QOQ	2007	2008	YOY	说明
营业收入	1521	1281	1225	1267	3.4%	5434	5610	3.2%	
营业成本	1067	887	793	877	10.5%	3765	3887	3.2%	
毛利	454	394	432	391	-9.6%	1669	1723	3.2%	
销售费用	65	39	36	50	39.0%	217	209	-4.0%	
管理费用	181	154	287	153	-46.6%	616	778	26.3%	福利费用余额充回及职工薪酬提高
财务费用	39	50	8	48	514.8%	184	150	-18.3%	可转债募集资金到位，借款减少
资产减值	31	3	44	12	-73.4%	125	95	-24.5%	麦芽业务大额计提
公允价值	0	0	0	-0	-200.0%	0	0		
投资收益	-0	-4	1	0	-65.0%	-1	-3	329.8%	
营业利润	138	145	57	128	122.9%	524	487	-7.2%	
利润总额	137	143	129	134	4.0%	544	561	3.0%	
净利润	135	143	160	144	-9.8%	537	588	9.5%	
EPS	0.083	0.086	0.095	0.084	-11.8%	0.328	0.351	6.8%	
销售费用率	4.2%	3.0%	2.9%	3.9%	1.0%	4.0%	3.7%	-0.3%	
管理费用率	11.9%	12.0%	23.4%	12.1%	-11.3%	11.3%	13.9%	2.5%	
财务费用率	2.6%	3.9%	0.6%	3.8%	3.1%	3.4%	2.7%	-0.7%	
所得税率	0.8%	0.8%	4.8%	0.0%	-4.8%	0.5%	1.6%	1.1%	
毛利率	29.9%	30.8%	35.2%	30.8%	-4.4%	30.7%	30.7%	0.0%	
净利润率	8.9%	11.1%	13.1%	11.4%	-1.7%	9.9%	10.5%	0.6%	

资料来源：天软投资系统

附表

资产负债表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	5028	4788	5247	5752
货币资金	1014	1000	1000	1000
交易性金融资产	4	0	0	0
应收账款	849	824	912	1011
其他应收款	226	297	351	395
存货	2528	2443	2735	3066
非流动资产	5166	5492	5725	5791
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	4	4	4	4
投资性房地产	10	0	0	0
固定资产	4570	4995	5294	5444
在建工程	369	284	242	171
油气资产	0	0	0	0
无形资产	200	188	177	166
资产总计	10193	10280	10972	11542
流动负债	4384	3903	4476	4909
短期借款	2640	2178	2672	2984
应付票据	0	0	0	0
应付账款	308	335	374	420
其他	1436	1390	1429	1505
非流动负债	876	863	863	863
长期借款	13	13	13	13
其他	863	850	850	850
负债合计	5260	4766	5339	5772
股本	1676	1676	1676	1676
资本公积	1653	1653	1653	1653
未分配利润	728	1254	1315	1391
少数股东权益	202	164	123	80
股东权益合计	4933	5513	5633	5770
负债及权益合计	10193	10280	10972	11542

现金流量表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	588	618	655	705
折旧和摊销	269	274	307	335
资产减值准备	39	40	31	53
无形资产摊销	15	15	15	15
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	150	139	141	171
投资损失	3	0	0	0
少数股东损益	-36	-38	-40	-44
营运资金的变动	-121	-167	408	433
经营活动产生现金流量	1133	1176	695	786
投资活动产生现金流量	-566	-582	-553	-403
融资活动产生现金流量	-1284	-608	-141	-383
现金净变动	-717	-14	-0	0
现金的期初余额	1881	1014	1000	1000
现金的期末余额	1164	1000	1000	1000

利润表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	5610	6070	6713	7445
营业成本	3887	4225	4730	5303
营业税金及附加	3	3	4	4
销售费用	209	243	269	298
管理费用	778	819	906	968
财务费用	150	139	141	171
资产减值损失	95	50	40	30
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	-3	0	0	0
营业利润	487	589	624	672
营业外收入	82	0	0	0
营业外支出	9	0	0	0
利润总额	561	589	624	672
所得税	9	9	10	11
净利润	552	580	614	661
少数股东损益	-36	-38	-40	-44
归属母公司净利润	588	618	655	705
EPS (元)	0.35	0.37	0.39	0.42

主要财务比率

	2008	2009E	2010E	2011E
成长性(%)				
营业收入增长率	3.2%	8.2%	10.6%	10.9%
营业利润增长率	-7.2%	21.1%	5.9%	7.6%
净利润增长率	9.5%	5.1%	5.9%	7.6%
盈利能力(%)				
毛利率	30.7%	30.4%	29.5%	28.8%
净利率	10.5%	10.2%	9.8%	9.5%
ROE	12.4%	11.6%	11.9%	12.4%

偿债能力(%)

资产负债率	51.6%	46.4%	48.7%	50.0%
流动比率	1.15	1.23	1.17	1.17
速动比率	0.55	0.58	0.54	0.52

营运能力(次)

资产周转率	0.54	0.59	0.63	0.66
应收帐款周转率	6.19	6.57	7.00	7.01

每股资料 (元)

每股收益	0.35	0.37	0.39	0.42
每股经营现金	0.54	0.70	0.41	0.47
每股净资产	2.82	3.19	3.29	3.39

估值比率 (倍)

PE	40.93	38.93	36.77	34.16
PB	5.09	4.50	4.37	4.23

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% 部 ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售部

机构销售负责人

郭 锐

电话: 021-38565929

Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉

电话: 021-38565911

Email: yinli@xyzq.com.cn

北京地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元戩

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱

电话: 021-38565915

Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。