

农林牧渔

2009 年 4 月 24 日



公司研究

公司点评

投资评级：短期—推荐，长期—A

北大荒（600598）：土地承包收入稳步增长仍可期

核心观点

公司 08 年实现营业收入 56.1 亿元，同比增长 3.2%，实现归属母公司净利润 5.9 亿元，同比增长 9.6%，每股收益 0.36 元。同时公司披露一季报，一季度营业收入 12.67 亿元，同比下降 19.9%，实现归属母公司净利润 1.5 亿元，同比下降 4.01%，一季度每股收益 0.085 元。

08 年公司粮豆总产量 425 万吨，同比增长 9.9%，产量增长主要来自生产能力的提高和种植结构的改进。公司 08 年粮食产量占黑龙江省粮食产量 10.06%，折算水稻销量约 110 万吨，占黑龙江省产量 7.25%。

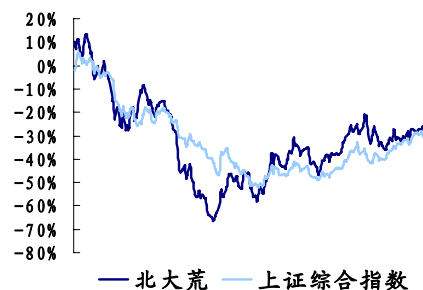
08 年土地承包费收入 12.93 亿元，同比增长 6.87%，承包费增幅比 07 年降低。08 年虽然粮食最低收购价提高，但化肥、农药等农资成本上涨导致种粮收益下降。我们认为 09 年种粮收益将有明显回升：1) 09 年粮食最低收购比 08 年水平提高 13%-15%，抑制粮食价格下行趋势；2) 09 年四项农业补贴增加到 1200 亿元以上；3) 化肥、农药等农资综合成本下降；4) 1000 亿斤新增粮食产能出台，粮食单产水平提高；5) 土地流转规模扩大，粮食生产规模效益体现。09 年种粮收益回升将支撑公司土地承包费增速提高。

08 年大米加工业务全年实现销售收入 21.26 亿元，同比减少约 4%，运输瓶颈是制约大米业务增长的主要因素，08 年内粮价大幅波动也增加了大米加工业务的不可控性。08 年大麦价格上涨，下游啤酒行业增速降低，麦芽原料需求不振，麦芽销量同比减少 10 万吨，公司对存麦计提减值准备，麦芽业务亏损直接影响每股收益约 0.02 元。预计 09 年下游啤酒行业销量有恢复性增长拉动麦芽销量回升，但国产大麦总体供过于求，价格比 08 年下跌 35%，09 年全年可能仍会小幅亏损。

08 年公司管理费用上升至 7.77 亿元，增加 1.61 亿元，侵蚀净利润增长。15 亿元可转债募集完毕降低 08 年财务费用，09 年转股比例增加资产负债率将继续下降。08 年公司期间费用率上升 1.54 个百分点，影响每股收益约 0.04 元，我们认为 09 年期间费用占比还有改善空间。

年初我们给予公司强烈推荐主要考虑公司当时市值明显低于我们测算的公司整体价值，并且公司防御性特点突出，目前公司市值已经有较大幅度上升。09 年农业生产整体形势严峻，后期可能有更多直接推进农业生产、稳定粮食价格政策出台，公司作为农业龙头公司，09 年业绩增长明确。预测公司 09 年每股收益 0.39 元，10 年每股收益 0.44 元，给予公司“短期—推荐，长期—A”的投资评级。

一年指数走势：



基础数据：

项目	数值
每股收益（元）	0.35
每股净资产（元）	2.82
净资产收益率（%）	12.43
息率（分红/股价）	1.98
总股本（万）	171447.3
流通 A 股（万）	171447.3

研究员：王明德 徐昊

电话：010—84183372

010—84183293

E-mail: wangmingde@guodu.com

xuhao@guodu.com

联系人：周红军

电话：010—84183380

E-mail: zhouhongjun@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。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。

1、业绩预测

1.1 基本假设

- 1、假设 09 年单位土地承包费涨幅 6%，10 年涨幅 4%；假设大米加工业务销售收入 09 年增速 1%，10 年增速 3.7%；假设 09 年麦芽销量回升至 18 万吨；假设 09 年化肥销量 25 万吨，甲醇销量 9.5 万吨。
- 2、08 年麦芽业务亏损，09 年麦芽价格仍难有明显回升，假设 09 年麦芽业务毛利率-5%；其他业务毛利率基本维持 08 年水平；假设 09 年主营业务毛利率 31.12%。
- 3、08 年公司期间费用占比上升至 20.26%，假设期间费用占比 09 年下降至 18%。

1.2 北大荒营业收入预测

表 1 分项营业收入预测表

	2007	2008	2009E	2010E
耕地面积（万亩）	960	960	960	960
平均地租（元/亩）	126	135	143	150
种植业收入（万元）	120952	129296	137054	143906
大米及其副产品销售收入（万元）	223643	212650	214668	222557
大米及其副产品毛利率	0.08%	2.93%	3.00%	4.00%
大麦芽销量（万吨）	23.1	13.3	18	20
大麦芽均价（元/吨）	2767	3538	2600	2900
大麦芽销售收入（万元）	63915.63	47055.31	46800	58000
大麦芽毛利率	11.76%	-13.94%	-3.00%	3.00%
化肥销量（万吨）	18.3	20.5	25.0	25.0
化肥销售均价（元/吨）	1369	1539	1600	1650
化肥销售收入（万元）	25051	31559	40000	41250
毛利率	14.56%	9.14%	10.00%	10.00%
甲醇销量（万吨）	8.3	8.6	9.5	9.5
甲醇销售均价（元/吨）	2050	2322	2300	2400
甲醇销售收入（万元）	17013	19971	21850	22800
毛利率	-3.48%	21.36%	22.00%	22.00%
纸业销售收入（万元）	18216	20348	22383	24174
毛利率	11.00%	16.60%	16.00%	17.00%
主营业务收入（万元）	516170	527088	554155	581537
主营业务成本（万元）	351146	359277	381717	394158
主营业务利润率	31.97%	31.84%	31.12%	32.22%

资料来源：国都证券研究所

1.3 盈利预测

表 2 北大荒盈利预测

科 目	2007	2008	2009E	2010E
一、营业总收入(元)	5,434,203,753	5,610,025,153	5,895,262,422	6,186,564,248
营业收入(元)	5,434,203,753	5,610,025,153	5,895,262,422	6,186,564,248
二、营业总成本(元)	4,909,179,226	5,120,888,004	5,264,562,175	5,450,154,929
营业成本(元)	3,764,734,125	3,886,527,922	4,104,484,808	4,252,508,794
营业税金及附加(元)	2,093,931	3,216,755	3,377,593	3,647,801
销售费用(元)	217,332,635	208,669,793	221,189,981	234,461,380
管理费用(元)	616,076,939	777,799,249	707,797,316	743,187,182
财务费用(元)	183,625,410	150,112,414	142,606,794	139,754,658
资产减值损失(元)	125,316,187	94,561,871	85,105,683	76,595,115
三、其他经营收益(元)				
公允价值变动净收益(元)	-	495,000	-	-
投资净收益(元)	(660,406)	(2,838,106)	(500,000)	-
四、营业利润(元)	524,364,121	486,794,043	630,200,247	736,409,319
加：营业外收入(元)	25,125,238	82,414,586	49,448,752	46,976,314
减：营业外支出(元)	5,406,039	8,647,590	9,512,349	9,987,966
五、利润总额(元)	544,083,320	560,561,039	670,136,649	773,397,666
减：所得税(元)	2,655,161	8,831,920	9,582,954	11,059,587
六、净利润(元)	541,428,159	551,729,119	660,553,695	762,338,080
减：少数股东损益(元)	4,608,182	-36,331,694	-	6,098,705
归属于母公司所有者的净利润(元)	536,819,977	588,060,814	660,553,695	756,239,375
每股收益(元)	0.33	0.35	0.39	0.44
每股净资产(元)	2.56	2.82	3.04	3.28
净资产收益率	13.99%	12.43%	12.69%	13.45%

资料来源：国都证券研究所 注：09年后每股收益按最新股本摊薄，未考虑新增转股因素

2、投资建议

年初我们给予公司强烈推荐主要考虑公司当时市值明显低于我们测算的公司整体价值，并且公司防御性特点突出，目前公司市值已经有较大幅度上升。09年农业生产整体形势严峻，后期可能有更多直接推进农业生产、稳定粮食价格政策出台，公司作为农业龙头公司，09年业绩增长明确。预测公司09年每股收益0.39元，10年每股收益0.44元，给予公司“短期-推荐，长期-A”的投资评级。

国都证券投资评级

表 1：国都证券行业投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	推荐	行业基本面向好，未来6个月内，行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，未来6个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，未来6个月内，行业指数跑输综合指数
长期 评级	A	预计未来三年内，该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内，该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内，该行业竞争力低于所有行业平均水平

表2：国都证券公司投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
短期 评级	强烈推荐	预计未来6 个月内，股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6 个月内，股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6 个月内，股价变动幅度介于± 5%之间
	减持	预计未来6 个月内，股价跌幅在5%以上
长期 评级	A	预计未来三年内，公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内，公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内，公司竞争力低于行业平均水平

免责声明：本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息，国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易，也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考，投资者据此操作，风险自负。