

2009 年 11 月 3 日星期二

买入

农业

分析师：康敬东

电 话：010-88656233

E-mail：kangjingdong@cindasc.com

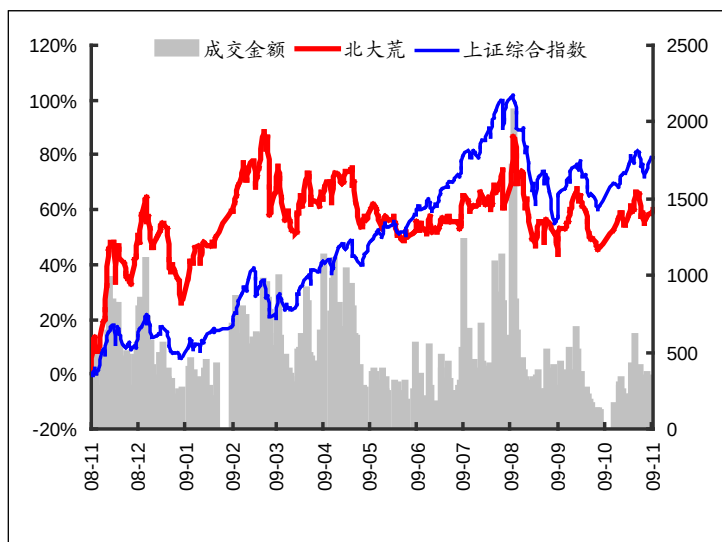
## 北大荒（600598）

业绩谷底已现 未来潜力巨大

### 主要财务指标（百万元）

|           | 2006  | 2007  | 2008  |
|-----------|-------|-------|-------|
| EPS（元）    | 0.32  | 0.33  | 0.36  |
| ROE（%）    | 12.73 | 13.41 | 13.20 |
| 每股净资产（元）  | 2.35  | 2.56  | 2.82  |
| 收入增长（%）   | 22.39 | 9.59  | 3.24  |
| 毛利率（%）    | 29.49 | 30.72 | 30.72 |
| 销售净利率（%）  | 10.65 | 9.96  | 9.83  |
| 应收账款周转率   | 8.80  | 7.25  | 6.78  |
| 存货周转率     | 1.29  | 1.47  | 1.55  |
| 每股经营现金（元） | 0.58  | 0.60  | 0.54  |

### 近期股价表现



### 摘要

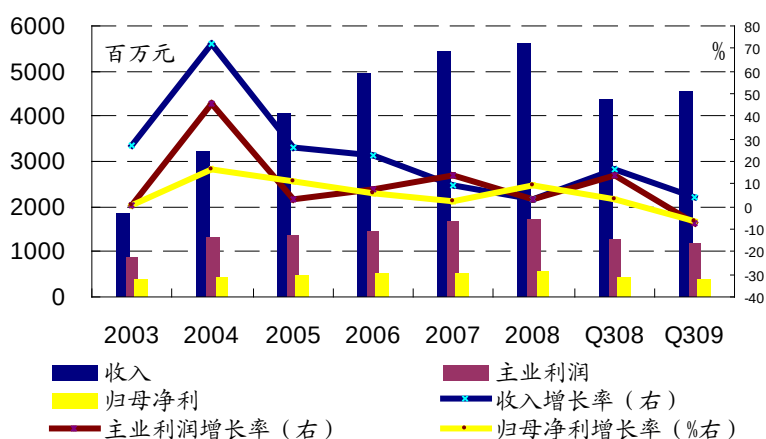
- 2009 年前三季度公司主业收入 45.64 亿元，同比增长 4.08%，实现归属母公司净利润 4.02 亿元，同比减少 6.11%。从单季度来看，第三季度公司收入同比下降 26.11%，归属母公司净利润同比下降 22.99%。
- 我们认为土地以及大米才是公司真正的价值所在。根据我们先前的测算，公司土地价值不低于 10 元，如果主业估值 10 元，那么公司价值定在 20 元并不过分。
- 当前我国面临的战略形势极其复杂，北大荒蕴含的粮食的战略意义远未被市场所反映。在当前国际粮价仍然相对低位，粮食经济属性和其战略属性对于我们这样一个被围堵的大国来说尤为重要和迫切。从北大荒走出去的战略我们可以清晰地看到其在粮食安全方面所肩负的重大使命，考虑到北大荒作为集团的主要融资平台，近年来公司大量融资，我们判断公司业绩提升时机不远，市场空间巨大。
- 尽管麦芽和化肥业务拖累公司业绩，公司出现业绩谷底，但我们认为复杂的战略形势和集团市场化的动作预期将极大提升公司未来几年的盈利和价值，业绩谷底将强化了战略机会，我们维持对公司“买入”的评级，并认为在农业公司中公司战略价值无可匹敌。

## 业绩低谷出现

2009 年前三季度公司主业收入 45.64 亿元，同比增长 4.08%，实现主业利润 11.96 亿元，同比减少 7.27%，实现归属母公司净利润 4.02 亿元，同比减少 6.11%。从单季度来看，第三季度公司收入同比下降 26.11%，归属母公司净利润同比下降 22.99%，这是公司上市以来不多见的，特别是归属母公司净利润第三季度同比下降为公司上市以来首次出现，而第三季度收入同比下降分别在 2003 和 2006 年也曾出现过。

公司业绩下降主要原因还是在于化工和麦芽业务。公司年初对大麦走势判断失策，在上半年大量采购大麦，而大麦价格却在 6 月到 9 月间下降了 40%。化工方面，甲醇价格截止 7 月份较去年同期下降 40~50%，尿素截止 7 月份较去年同期价格下跌幅度总体呈不断扩大之势，7 月份同比下降了 33%。不过 9 月以来化肥产品价格均出现了小幅回升。

图 1: 近年主业经营情况



资料来源：信达证券

图 2: 近年季度收入构成 (%)

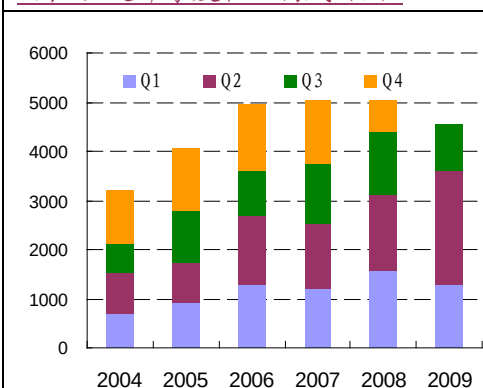
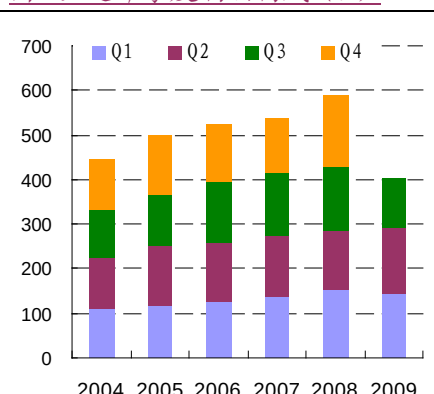
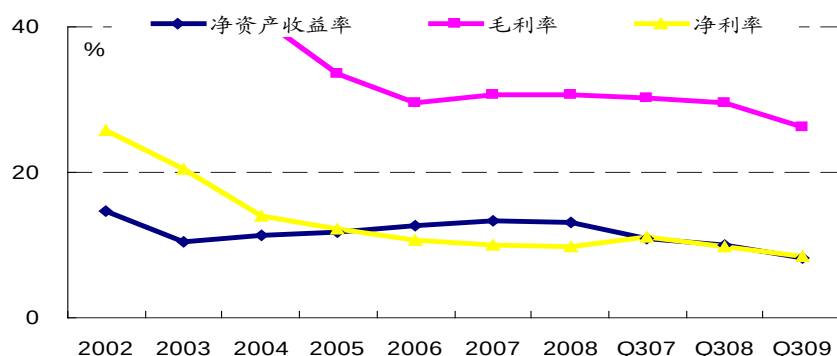


图 3: 近年季度利润构成 (%)



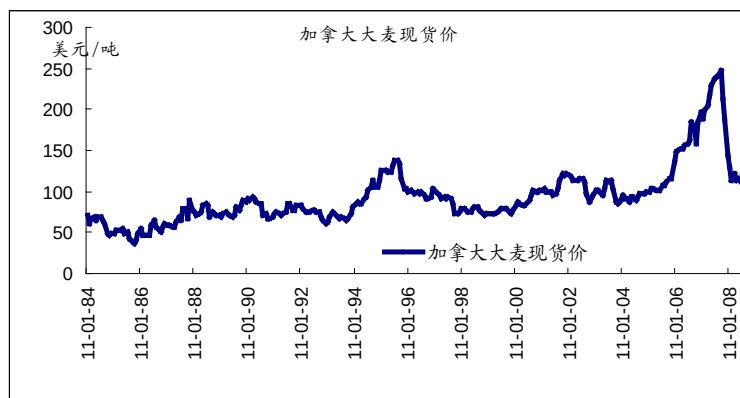
资料来源：公司公告 信达证券

图 4: 历年盈利能力



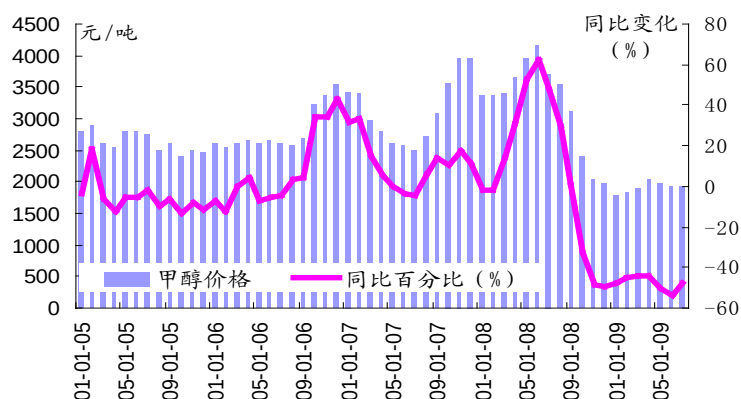
资料来源: 信达证券

图 5: 历年国际大麦价格



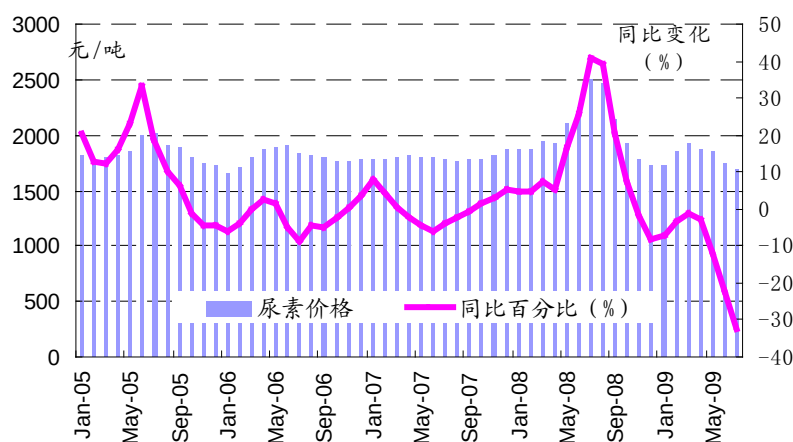
资料来源: 信达证券

图 6: 近年国内甲醇价格



资料来源: 信达证券

图 7: 近年国内尿素价格



资料来源：信达证券

## 土地、大米是看点

尽管公司业绩受麦芽业务和化肥业务拖累，我们认为这两项业务主要受金融危机影响，总体上属短期影响。但这并不妨碍我们对公司的总体判断。我们仍然认为土地以及大米才是公司真正的价值所在。根据我们先前的测算，公司土地价值不低于 10 元，如果主业估值 10 元，那么公司价值定在 20 元并不过份。

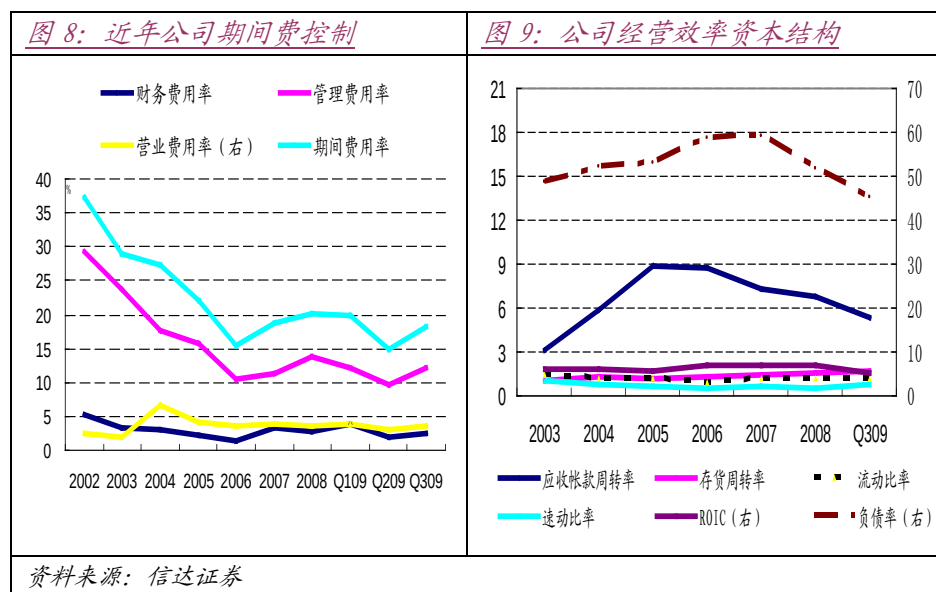
## 粮食在当前形势下的意义被低估

当前我国面临的战略形势极其复杂，北大荒蕴含的粮食的战略意义远未被市场所反映。在当前国际粮价仍然相对低位，粮食经济属性和其战略属性对于我们这样一个被围堵的大国来说尤为重要和迫切。

新华网报道截至 2009 年 9 月，垦区已有 8 个分局 28 个农场在俄罗斯承包土地，签订土地种植合同 120 万亩，累计生产粮食 31.07 万吨，种植地点涉及俄罗斯多地。此外，黑龙江垦区还在菲律宾、巴西等国家和地区，组织实施了较大规模的农业资源开发。2004 年以来，黑龙江垦区共完成土地开发种植 400 多万亩，实现境外农业效益 3 亿元左右。预计到 2012 年，黑龙江垦区在俄罗斯远东地区、南美洲、非洲和东盟等地开发种植耕地 300 万亩，比 2007 年扩大 3 倍。从北大荒走出去的战略我们可以清晰地看到其在粮食安全方面所肩负的重大使命，考虑到北大荒作为集团的主要融资平台，近年来公司大量融资，我们判断公司业绩提升时机不远，市场空间巨大。

## 市场化将极大提升公司价值

结合媒体关于北大荒集团层面的报道，我们认为集团正着手推进市场化。这包括销售品种的增加、产业链的延伸、盈利能力的提升、品牌的利用、渠道的建设、以及在有机绿色和无公害等方面的深入挖掘。凭借农垦的资源 and 实力，其在未来中国农业整合过程中有望发挥重大作用，不仅维护国家粮食安全同时也将大幅提升自身价值。从集团推及到上市公司层面，我们认为米业将是短期的一个重点发展方向。



## 国际米价创新高呼声再起

彭博社称，今年以来恶劣的气候状况，对大米供需两端都影响极大：全球第二大大米出口国印度今年产量骤降，该国今年甚至可能需要进口近 300 万吨大米；而大米的最大进口国菲律宾则被迫提早进行明年的大米采购。另外，高油价带来的化肥价格上涨，也会刺激米价进一步走高。路透社称，联合国粮农组织预计，受气候变化影响，2010 年全球主要大米出口国的大米库存可能降至不到 2000 万吨，远低于今年的 3000 多万吨。

按照目前的趋势，米价在明年再创新高的概率很高。美国农业部预计，明年全球对糙米的需求将超过供应量 240 万吨。国务院发展研究中心党组成员、农村研究部部长韩俊近来也指出，明年我国粮食供求总量偏紧格局难以改变，小麦基本供求平衡，稻谷、玉米偏紧。

## 结论

尽管麦芽和化肥业务拖累公司业绩，公司出现业绩谷底，但我们认为复杂的战略形势和集团市场化的动作预期将极大提升公司未来几年的盈利和价值，业绩谷底将强化了战略机会，我们维持对公司“买入”的评级，并认为在农业公司中公司战略价值无可匹敌。

## 评级说明

### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准

### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅

| 评级     |      | 说明                        |
|--------|------|---------------------------|
| 股票投资评级 | 强烈买入 | 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上       |
|        | 买入   | 相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~20%之间  |
|        | 持有   | 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~5%之间  |
|        | 卖出   | 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上       |
| 行业投资评级 | 强于大市 | 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上       |
|        | 中性   | 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间 |
|        | 弱于大市 | 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上       |

## 免责声明

本报告是基于信达证券股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，也不保证分析师作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。本公司及所属关联机构可能会持有本报告中涉及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承销等业务服务。未经本公司书面同意，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

### 信达证券股份有限公司

地址：北京市西城区三里河东路 5 号中商大厦 10 层

邮编：100045

传真：010-88656483

网址：www.cindasc.com

本公司及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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供承销业务服务。未经本公司书面许可任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。客户应全面理解本报告结尾处的免责声明。