

北大荒(600598)调研报告

中国农业的最后一块净土

农业/种植业

推荐

首次评级

发布时间: 2011 年 3 月 21 日

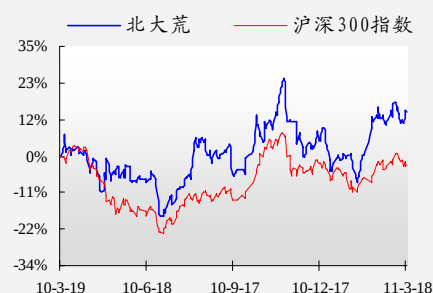
投资要点:

- 北大荒拥有 1200 万亩无污染的耕地,是国内唯一具备从农场到餐桌条件的农业上市公司,未来潜力较大。
- 公司大米加工销售业务高速增长,随着消费者对食品安全的重视,北大荒大米的品牌价值将显现,大米业务将逐步贡献利润。
- 粮食价格长期看涨,公司农场承包费稳步增长。
- 化工、纸业、麦芽业务亏损额较大,拖累公司整体业绩,扣除这些非核心业务亏损,公司业绩稳步增长,在农业股中有估值优势。
- 短期业绩不能反映公司价值,公司土地资源重估价格和品牌价值远高于股票市值,公司内在价值被低估。
- 核心优势明显,给予“推荐”评级。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2009	652,195	16.26	35,852	-39.03	0.21	7.23	73	0.67
2010E	920,000	41.06	20,800	-42.00	0.12	3.85	128.3	-
2011E	1,181,900	28.47	49,700	138.94	0.28	8.05	55.0	-
2012E	1,457,880	23.35	54,600	9.86	0.31	8.18	49.6	-

走势图



市场数据

2011/3/18

收盘价:	15.39 元
52 周最高价:	17.21 元
52 周最低价:	10.38 元
平均持仓成本:	14.82 元

基本数据

2010Q3

总股本 (万股):	177,768
流通 A 股 (万股):	177,768
每股收益 (元):	0.17
每股净资产 (元):	3.12
每股经营现金流 (元):	0.62
市净率:	4.93

分析师: 钟大举

执业证书编号: S0550209040099

TEL: (8621)6336 7000 - 275

FAX: (8621)6337 3209

Email: xxxx@nesc.cn

地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编: 200002

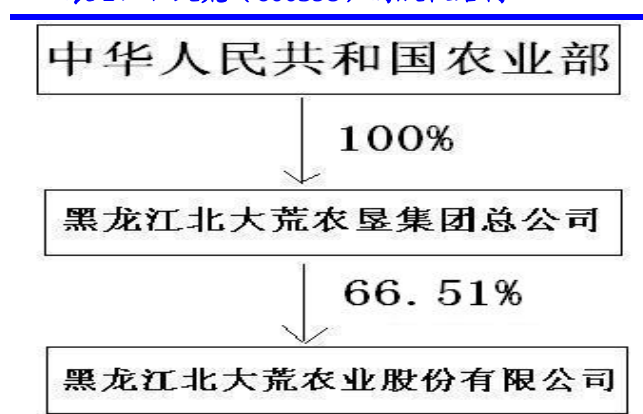
一、北大荒(600598)的基本情况

北大荒地理名称是指黑龙江省北部在三江平原、黑龙江沿河平原及嫩江流域的广大荒芜地区，总面积 5.53 万平方公里。清王朝为了巩固祖先的龙脉，严禁汉人进入东北地区，使得边境千里人迹少见。直到中国五十年代进行大规模开垦，经营农场，使得北大荒变成了如今的北大仓。

北大荒农业股份有限公司（600598）是由黑龙江北大荒农垦集团总公司独家发起设立的股份有限公司。农垦集团以其拥有的友谊农场等 16 家农场中与农业相关的资产及浩良河化肥厂中与化肥生产相关的资产重组为 16 个从事农业的分公司 1 个从事化肥生产的分公司后投入公司。北大荒（600598）2002 年 3 月 29 日在上海证券交易所挂牌交易，目前总股本 17.78 亿，北大荒农垦集团是第一股东。

从股权结构上看，北大荒（600598）的实际控制人应该是农业部，但实际运营中并非如此，公司的最终产权是财政部，业务受农业部管，组织关系又归属黑龙江省，北大荒农垦集团是一家大型央企，但不在国务院国资委属下。公司复杂的体制关系对上市公司的治理造成了障碍。

表 1、北大荒（600598）的股权结构



资料来源：公司年报

北大荒集团是由黑龙江省农垦总局及所属的 9 个分局，104 个农牧场，1 家上市公司，50 余家国有及国有控股直属企业组成。集团总公司注册资本 60 亿元。现有耕地 226.8 万公顷，粮食综合生产能力达到 1000 万吨，从业人员 74.4 万人，资产总额 417 亿元，所有者权益 126 亿元，是中国耕地规模最大、现代化程度最高的农业企业集团。上市公司资产在集团中的占比较小，公司拥有 16 家农场，不到集团的 1/5。在集团的企业成员中，九三油脂、完达山乳业、北大荒丰缘麦业、北大荒种业等规模较大，未在上市公司中。

二、资源优势：绿色农业的最佳实践区

农业资源优势是北大荒（600598）的先天优势，公司拥有 1200 万亩优质耕地，水利条件及各种设施都是国内最好的。偏于中国最北，气候寒冷的北大荒，人口稀少，开发节奏缓慢，相对于内地及沿海的高速经济增长，几乎是另一个世界，但这恰恰为北大荒保留了优质的生态资源。

1、寒土农业

北大荒位于北纬高寒地带，一年之中 1/3 的时间在冰霜笼罩之下，冬季气温低至零下 40℃，冻土层最深达 2.5 米，这里是我国东北黑土带，被称为寒地黑土，这是发展绿色农业的基础。

寒地黑土被称之为“土中之王”，土壤的有机质含量高，重金属含量低。与红壤、黄壤、褐壤相比较，寒地黑土的有机质和微量元素含量均居首位，黑土有机质含量大约是黄土的十倍。近几年黑土有机质退化，但仍远优于其他地区。

我国是世界上唯一在高寒地带种植水稻的国家，水稻品质应该是最高的。在高寒地带发展农业，病虫害发展远低于内陆，农药施用量较低。

2、农业环境：无污染的土壤、非转基因作物和常规粳稻

中国处在工业化快速发展阶段，农业污染比较严重，农药残留被公众关注程度较高，但土壤重金属污染和硝酸盐污染关注程度低，实际上，土壤重金属污染更为严重。土壤重金属污染物主要包括汞、镉、铅、铬和类金属砷等生物毒性显著元素，及有一定毒性的锌、铜、镍等元素。中国重金属污染的土壤至少达到 2000 万公顷，约占 1/5，并且仍在扩大。

长三角地区有的城市有万亩连片农田受镉、铅、砷和锌等多种重金属污染。中国各大中心城市郊区农田基本都被污染，矿区农田污染值通常严重超标。污染也开始由东部及沿海地区向中西部蔓延，包括东北地区靠近内地的部分。在东北地区，辽宁省农作物已经有 10% 的重金属污染。北大荒能够避开重金属污染主要是远离内地，人口稀少，有些地区完全没有工业。公司的农场大多比较偏远，职工在耕种、收割时来到农场，结束后离开，处于无人看管的状态。由于天气寒冷，整个黑龙江地区的工业很不发达，未来的产业转移也不会到达这里，这个区域是中国农业的保留地。重金属污染的治理难度远高于农药控制，被污染的耕地治理起来要用几十年的时间，各级政府的也没有动力监控污染，未来情况会更加恶劣。

除了土壤条件外，北大荒的种植的物种也非常符合绿色潮流。公司种植的作物全部是非转基因品种，种植的水稻是北方常规粳稻，比南方杂交稻有更好的品质。

无污染的土壤和常规作物品种是北大荒的核心资源优势，未来如果商业化运营成功，将成为公司的核心竞争力。

3、商业化运营的环境渐渐成熟

长期以来，北大荒（600598）和农垦集团只是生产大宗农产品为主，产业化程度不高，承担了保障国家粮食安全的社会功能。1990 年以后，虽然粮食市场放开，但国内粮价水平低，运营的空间很小。公司每年生产 500 万吨粮食，数量庞大，又处在偏远的北方，2005 年以前粮食运输压力很大，与内地省份相比没有什么竞争力。

2005 年以后，我国粮食价格上升了 1 倍，粮食需求大幅增加，农产品贸易由顺差变成逆差，北大荒生存环境得到改善，消费者对食品安全的重视为公司发展绿色农业提供契机。我国农业生产主要还是以农村家庭为单位，农产品的质量和安全得不到有效控制。国内农业和食品两大行业是分割的，大部分企业无法实现“农田到餐桌”的食品安全控制，即使是看上去很强大的食品公司，也很容易出现食品安全事故。北大荒拥有大型农场，完全可以实现从“农田到餐桌”的安全控制。公司农业生产的组织模式是大农场套家庭农场，16 个大型农场承包给职工家庭，家庭农场服从统一管理，每年种植的品种、数量、种子、肥料、农药由农场提供。

在几年前，公司将大米产业作为重点发展，北大荒米业公司的加工能力达到 700 万吨，成为世界上最大的米业公司。米业公司销售收入增长很快，盈利很少，我们认为，公司专一发展大米产业是富有战略眼光的表现。国内居民的口粮消费已经开始从重视价格到重视安全的阶段，而近两年频繁的食品安全事故加速了品牌大米时代的到来。北大荒米业的销量和品质都可以称得上大米第一品牌，公司多年的努力在今后两年会得到丰厚回报。

三、北大荒（600598）的产业

北大荒（600598）的主营业务收入主要来自于 2 家分公司和 3 家子公司，其中，农业分公司是主要的利润来源，浩化分公司亏损幅度较大，其余子公司都处于亏损状态，拖累公司的整体业绩。公司的发展战略比较清晰，就是以农场承包费为基础，重点发展米业，其余业务争取减亏扭亏。

表 2、北大荒（600598）收入和利润构成(2010E)

业务单元	产品	控股比例	收入（亿元）	净利润（亿元）
农业分公司	承包费及贸易	100%	13.8	5.95
浩化分公司	化肥	100%	2.23	-1.5
龙恩麦芽公司	麦芽	58.44%	5.76	-0.74
北大荒米业公司	大米、杂粮	98.55%	60.00	-0.6
北大荒纸业公司	文化纸	93.17%	2.00	-0.02
公司合并报表	-	-	92.00	2.08

资料来源：东北证券

1、农场承包费收入

公司农场承包费收入稳定增长，2010 年增幅约 10%，预计为 13.8 亿。农场承包费和粮食价格相关，公司和农场职工共同分享收益，每年根据粮食价格和成本的变化确定承包费，按季节结算收入。公司耕地面积约 936 万亩，其中约 50%是水田，承包费每亩约 200 元，其余是旱地，每亩承包费 100 元。公司每年在水利、仓储上的投入算作承包费的成本，承包费毛利率约 50%。我国粮食长期上涨的趋势较明显，公司这一收入也是稳定增长的状态。

2、北大荒米业

米业是公司战略产业。北大荒米业处在高速成长期，近近收入增长在 40%以上，预计 2010 年大米销售收入约 60 亿，两年内有望到 100 亿的销售收入。米业公司利润贡献不明显，有的年份甚至亏损，这主要是国家调控米价和造成的。公司的销售网点已经布局全国 20 个大中城市，品牌影响力较强。

北大荒米业公司收购的稻谷来自于北大荒集团，集团内有 2000 万亩水稻，有些农场已经进行了绿色认证。除了普通大米，米业公司也推出了系列高端米，如富硒米、有机大米。米业是我们最看好的业务，国内小包装米只占全部消费量的 2%。北大荒米的品质没有反应在价格上。大米有望成为第一个从农场到餐桌的农产品。随着消费者对食品安全的重视，大米的品牌时代到来，大米产品同质化、低价格的性质会发生变化，米业公司未来潜力较大。但短期的盈利仍然较少，2010 年/2011 年，政府对通胀控制较严，频繁干预米价，而稻谷价格较高，公司短期盈利不佳。

3、大麦芽业务

北大荒龙垦麦芽有限公司 2002 年 3 月注册成立，注册资本 3.85 亿元，年生产规模 35 万吨。麦芽业务受到大麦价格剧烈波动影响，2009 亏损较多。2010 年产量已较 2009 年增长 60%，但仍未扭亏，预计亏损 7400 万。麦芽业务是周期性很强的产业，历史上在大麦价格上升是，利润大幅增长。大麦价格跟随小麦价格，预计 2010/2011 年度价格将恢复性上涨，麦芽业务有望盈利。但出于谨慎，我们不作乐观估计。

4、化肥和纸业

浩良河化肥公司和北大荒纸业公司是两家长期亏损企业，两家公司年产量都远低于产能。两家公司前景不易预测。化工和造纸和公司的核心业务没有任何联系，从长期来看，公司有可能将这两项业务从上市公司剥离。

5、业绩预测

北大荒细分业务中，农场承包费是看预期稳定增长的，我国粮价上涨的空间还比较大。北大荒米业前景良好，但近期盈利难以预测。其他业务的收益也不会改善。我们出

于谨慎考虑，对北大荒未来三年的业绩做了一个保守预测，这个预测仅代表公司保底收益，并没有考虑到亏损子公司可能会扭亏或者从上市公司剥离。

表 3、北大荒主要子公司盈利预测（亿元）

年度	2010 年	2011 年	2012 年
农业分公司	5.95	6.37	6.81
浩化分公司	-1.5	-1.5	-1.5
龙恩麦芽公司	-0.74		
北大荒米业公司	-0.6	0.1	0.15
北大荒纸业公司	-0.02		
公司合并报表	2.08	4.97	5.46

资料来源：东北证券

四、投资建议

我们的投资建议基于这样几个观点：

1、公司没有重组或整体上市的机会

北大荒农垦集团的资产比较庞大，但适合注入上市公司的不多，整体上市也不利于管理，集团公司没有此类意向。未来最大的可能是公司将亏损的化工和造纸业务剥离，专一发展大米产业。北大荒管理激励不足，但发展米业的目标非常明确，减少了经营风险。

2、短期的业绩下降不影响公司价值

农场承包费和米业是北大荒核心业务，承包费长期稳定增长，米业未来潜力较大。其余业务均不是公司核心，完全可以剥离。考虑全部业务，北大荒 2010、2011、2012 年每股收益为 0.12、0.28、0.31 元，公司动态市盈率为 128 倍、55 倍、50 倍；剔除非核心业务，2010、2011、2012 年每股收益为 0.29、0.36、0.39 元，对应动态市盈率为 53 倍、43 倍、39 倍，在农业类上市公司有估值优势。

3、最具有核心竞争力的农业上市公司

北大荒（600598）的 1200 万亩无污染的耕地，是未来发展绿色农业的基础，是公司的核心竞争力。从现在的情况看，今后不会有第二家公司有这样的优势。

4、公司重估价值巨大

北大荒（600598）的总市值约 260 亿，公司拥有 1200 万亩优质耕地，按照国内农田价格，资产价值应超过 1000 亿，即使考虑到体制、业绩等问题，公司价值也高于目前市值。此外，北大荒米业公司虽然微利，但品牌价值较高。土地价值加上品牌价值，公司

市值存在低估。

投资建议：

1. 公司价值低估。
2. 忽视短期业绩，看重核心资源优势，长期持有。
3. 给予公司“推荐”评级。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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。本报告版权归我公司所有。