

北大荒 (600598)

## 扣非业绩大幅增长，后续改革升级可期

——2015 年报点评

	王乾 (分析师)	钱浩 (研究助理)
	021-38676675	021-38674925
	wangqian@gtjas.com	qianhao@gtjas.com
证书编号	S0880515020001	s0880115080191

## 本报告导读:

公司 2015 年扣非业绩同比大增 223%，工贸业务继续减亏。2016 年公司将继续推进管理层与员工持股、现代农业产业升级，维持“增持”评级。

## 投资要点:

- **维持“增持”评级。**2016 年公司将继续推进管理层与员工持股，治理结构、管理效率有望实现质变。公司利用信息化技术、有机农业等手段，积极推进现代农业的转型升级，传统“出血点”工贸板块将继续止血。考虑地租提价及工贸业务调整进度，预计 2016-2018 年 EPS 分别为 0.58 (-0.13) / 0.71 (-0.22) / 0.87 元，目标价 17.33 元，维持“增持”评级。
- **扣非后业绩大增 223%，基本符合市场预期。**2015 年公司实现营收 36.54 亿元，同比下降 28.5% (合并口径变化)，其中土地租金收入 24.73 亿元，同比增长 0.4%；实现归母净利润 6.59 亿元，扣非后 6.75 亿，同比增长 223%，业绩大幅增长主要源于工贸业务减亏。**分红预案：**每 10 股派 2.95 元 (含税)。
- **工贸业务调整成效显著，2015 年大幅减亏。**通过剥离、外租、减员、停产等手段，2015 年公司工贸业务实现营收 4.26 亿元，同比增长 13.6%；净利润-4.12 亿元，同比减亏 2.32 亿元，其中麦芽公司、纸业公司、鑫亚经贸同比分别减亏 0.31 亿、0.22 亿、2.24 亿。
- **以有机农业为核心，推动现代农业升级。**公司积极开展绿色、有机种植，推动产品层次转型升级。截止 2015 年底，公司有机认证总面积达 76.74 万亩，新增面积 2.24 万亩；绿色认证总面积达到 520.76 万亩，新增面积 5.16 万亩。
- **风险提示：**政策风险、工贸板块调整不达预期风险、自然灾害风险等

财务摘要 (百万元)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	5,114	3,654	3,311	3,391	3,378
(+/-)%	-46%	-29%	-9%	2%	0%
经营利润 (EBIT)	596	805	1,162	1,223	1,499
(+/-)%	0%	35%	44%	5%	23%
净利润	792	657	1,027	1,258	1,555
(+/-)%	312%	-17%	56%	22%	24%
每股净收益 (元)	0.45	0.37	0.58	0.71	0.87
每股股利 (元)	0.00	0.30	0.35	0.40	0.45

利润率和估值指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营利润率 (%)	11.7%	22.0%	35.1%	36.1%	44.4%
净资产收益率 (%)	14.0%	11.7%	17.0%	19.1%	21.2%
投入资本回报率 (%)	13.4%	16.9%	30.7%	38.1%	47.8%
EV/EBITDA	20.7	17.7	13.0	11.7	9.4
市盈率	26.0	31.3	20.0	16.3	13.2
股息率 (%)	0.0%	2.6%	3.0%	3.5%	3.9%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: 17.33

上次预测: 17.33

当前价格: 11.57

2016.03.22

## 交易数据

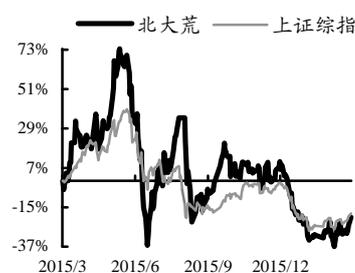
52 周内股价区间 (元)	8.61-26.71
总市值 (百万元)	20,568
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,778/1,778
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	2292.68
日均成交值 (百万元)	269.38

## 资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	5,816
每股净资产	3.27
市净率	3.5
净负债率	-8.65%

EPS (元)	2015A	2016E
Q1	0.09	0.13
Q2	0.25	0.30
Q3	0.13	0.16
Q4	-0.10	-0.01
全年	0.37	0.58

## 52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	12%	-26%	-20%
相对指数	6%	-9%	-2%

## 相关报告

《有望顺利“摘帽”，静待混改方案落地》  
2015.03.30

《改革唤醒沉睡土地，制度改革释放红利》  
2015.03.17

模型更新时间: 2016.03.21

**股票研究**

必需消费  
农业

**北大荒 (600598)**

**评级: 增持**

上次评级: 增持

**目标价格: 17.33**

上次预测: 17.33

**当前价格: 11.57**

公司网址

www.hacl.cn

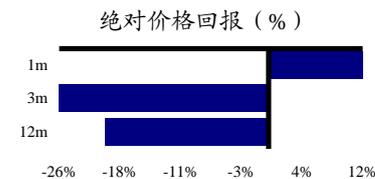
**公司简介**

公司是我国目前规模最大、现代化水平最高的农业类上市公司和优质商品粮生产基地,具有明显的规模、资源、技术、管理、绿色产品等优势。

公司拥有丰富的耕地资源和可垦荒地资源,主要分布在世界上土质最肥沃的三大黑土带之一的三江平原上,是一个举世闻名的“天然粮仓”。

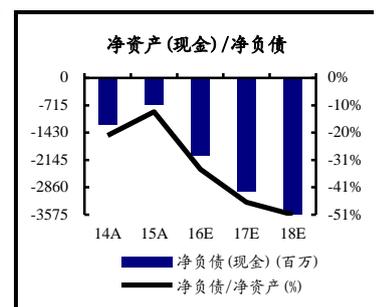
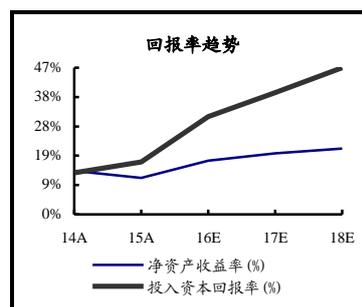
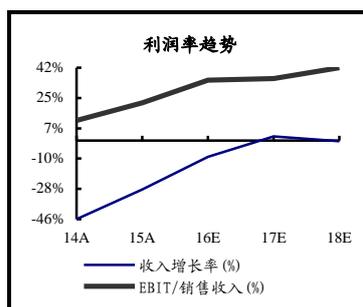
52 周价格范围 8.61-26.71

市值 (百万) 20,568



**财务预测 (单位: 百万元)**

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
<b>损益表</b>					
营业总收入	5,114	3,654	3,311	3,391	3,378
营业成本	2,584	1,155	741	687	506
税金及附加	40	27	18	23	22
销售费用	92	62	66	102	68
管理费用	1,803	1,605	1,324	1,357	1,284
EBIT	596	805	1,162	1,223	1,499
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	688	23	3	3	3
财务费用	51	-23	-13	-25	-34
营业利润	831	671	1,028	1,251	1,536
所得税	13	11	20	24	30
少数股东损益	-77	-37	-59	-72	-89
净利润	792	657	1,027	1,258	1,555
<b>资产负债表</b>					
货币资金、交易性金融资产	1,366	713	2,038	3,076	3,816
其他流动资产	47	298	0	0	0
长期投资	58	138	131	131	131
固定资产合计	4,211	3,927	3,309	3,137	2,961
无形及其他资产	543	515	547	619	656
资产合计	8,229	7,235	7,823	8,548	8,927
流动负债	2,568	1,687	1,938	2,186	1,895
非流动负债	16	14	6	8	11
股东权益	5,677	5,631	6,034	6,582	7,337
投入资本(IC)	4,362	4,680	3,708	3,147	3,076
<b>现金流量表</b>					
NOPLAT	586	792	1,138	1,199	1,469
折旧与摊销	340	314	268	272	276
流动资金增量	2,657	-369	-526	371	-156
资本支出	-161	-212	128	-212	-178
自由现金流	3,422	524	1,009	1,630	1,411
经营现金流	1,910	776	1,195	1,868	1,624
投资现金流	-422	-1,037	139	-209	-175
融资现金流	-1,631	-838	-9	-621	-709
现金流净增加额	-143	-1,100	1,325	1,038	740
<b>财务指标</b>					
<b>成长性</b>					
收入增长率	-45.7%	-28.5%	-9.4%	2.4%	-0.4%
EBIT 增长率	0.3%	35.1%	44.2%	5.3%	22.6%
净利润增长率	311.5%	-17.1%	56.4%	22.5%	23.6%
利润率					
毛利率	49.5%	68.4%	77.6%	79.7%	85.0%
EBIT 率	11.7%	22.0%	35.1%	36.1%	44.4%
净利润率	15.5%	18.0%	31.0%	37.1%	46.0%
<b>收益率</b>					
净资产收益率(ROE)	14.0%	11.7%	17.0%	19.1%	21.2%
总资产收益率(ROA)	9.6%	9.1%	13.1%	14.7%	17.4%
投入资本回报率(ROIC)	13.4%	16.9%	30.7%	38.1%	47.8%
<b>运营能力</b>					
存货周转天数	366	387	550	600	650
应收账款周转天数	32	13	23	18	20
总资产周转天数	788	772	830	881	944
净利润现金含量	2.41	1.18	1.16	1.48	1.04
资本支出/收入	3%	6%	-4%	6%	5%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	31.4%	23.5%	24.8%	25.7%	21.4%
净负债率	-21.5%	-12.6%	-33.7%	-46.6%	-51.9%
<b>估值比率</b>					
PE	26.0	31.3	20.0	16.3	13.2
PB	3.6	3.7	3.4	3.1	2.8
EV/EBITDA	20.7	17.7	13.0	11.7	9.4
P/S	4.0	5.6	6.2	6.1	6.1
股息率	0.0%	2.6%	3.0%	3.5%	3.9%



## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

	评级	说明
<b>1. 投资建议的比较标准</b> 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 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 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
<b>2. 投资建议的评级标准</b> 报告发布日后的 12 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。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

## 国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		