

苏垦农发 (601952.SH)

2022年一季报点评: 种植行业领导者, 小麦粮价周期优选标的

买入

核心观点

2022Q1 业绩表现亮眼, 核心产品销量显著增长。公司 2022Q1 营收达 24.09 亿元, 同比+31.42%, 归母净利润达 1.34 亿元, 同比+15.04%, 扣非净利润达 1.07 亿元, 同比+10.49%。公司 2022Q1 业绩显著增长, 主要来源于稻麦等主要产品受益粮价景气向上, 销量增加, 2022 年 1-3 月公司自产大小麦、外采大小麦、水稻、麦种的销售量分别同比增长 5.48%、37.22%、125.91%、12.04%, 对公司业绩带来了明显的促进作用。

稻麦种植核心受益标的, 小麦高产优势显著。公司主营业务为稻麦种植、种子生产、大米和食用植物油加工及其产品销售、农资贸易。2021 年公司共实现营收 106.4 亿元 (内部抵消后), 其中米业、种植业、食用油制造行业、农资行业、种业的收入占比 (内部抵消前) 分别为 29.7%、22.4%、13.7%、12.1%。稻麦种植业务方面, 公司以自主生产粮食为基础, 通过承包和流转土地从事稻麦原粮 (含商品粮和种子原粮) 种植, 通过下属龙头子公司大华种业和苏垦米业从事稻麦种子生产和大米加工业务, 主要销售水稻种子、小麦种子、大米、小麦等农产品。2021 年公司继续稳固粮食的高产优势, 全年麦稻总产 126.6 万吨 (含发包种植产量), 其中, 本部小麦平均亩产 1147 斤, 比上年增产 4 斤, 再创历史新高。考虑到 2022 年国内小麦基本面有强支撑, 2021 年冬季小麦主产区出现晚播、发芽率低等问题, 2022 年产量可能降低, 公司有望成为最为受益于小麦粮价上涨的标的。

自主经营种植基地, 掌握上游核心耕地资源。截至 2021 年秋播, 公司通过与农垦集团签订《土地承包协议》自主经营约 95.5 万亩优质生产基地, 同时公司顺应国家土地流转政策, 有序推进土地流转, 土地流转 (含土地托管) 面积达 28.9 万亩, 未来公司种植规模有望受益国家土地承包经营权流转政策的逐步落实继续向上增长。另外, 公司新签署协议的承包费下降明显, 将有助于公司控制土地经营成本, 据公司最新于 2022 年 2 月与农垦集团签署的《土地承包协议之补充协议》, 公司在最新一期合同期限 (2021.11.01-2041.10.31) 的亩均年承包费/租金单价为 361.64 元, 较上一合同期限 (2016.11.01-2021.10.31) 下降 9.2%。

风险提示: 恶劣天气带来的不确定性风险。

投资建议: 优质种植企业, 粮价高景气受益者, 维持买入评级。公司掌握上游种植源头, 粮食成本固定且种植规模有望通过流转等形式继续提升, 维持稳健增长。预计公司 2022-2024 年净利润分别为 8.64/9.93/9.83 亿元, EPS 分别为 0.63/0.72/0.71 元, 对应 PE 分别为 22.0/19.2/19.4 倍。

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	8,620	10,640	13,076	15,070	16,946
(+/-%)	7.4%	23.4%	22.9%	15.2%	12.4%
净利润 (百万元)	670	737	864	993	983
(+/-%)	13.2%	10.1%	17.2%	14.9%	-1.0%
每股收益 (元)	0.49	0.53	0.63	0.72	0.71
EBIT Margin	5.3%	7.1%	7.4%	7.5%	6.6%
净资产收益率 (ROE)	10.6%	12.7%	13.5%	13.9%	12.9%
市盈率 (PE)	28.4	25.8	22.0	19.2	19.4
EV/EBITDA	31.3	27.7	24.9	22.0	22.5
市净率 (PB)	3.02	3.29	2.98	2.67	2.49

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究 · 财报点评

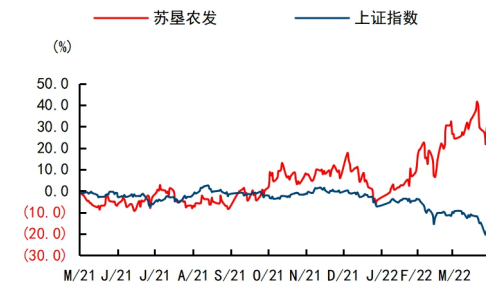
农林牧渔 · 种植业

证券分析师: 鲁家瑞 **联系人: 李瑞楠**
 021-61761016 021-60893308
 lujiarui@guosen.com.cn lirunan@guosen.com.cn
 S0980520110002

基础数据

投资评级	买入 (首次覆盖)
合理估值	
收盘价	13.97 元
总市值/流通市值	19251/19251 百万元
52 周最高价/最低价	16.59/10.00 元
近 3 个月日均成交额	473.92 百万元

市场走势

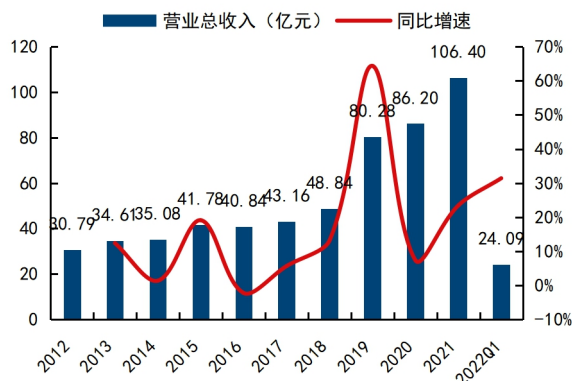


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

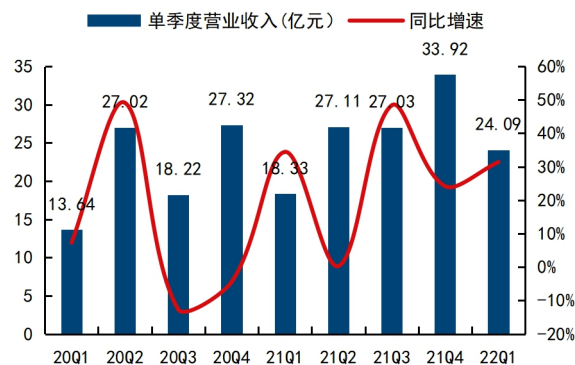
2022Q1 业绩表现亮眼，核心产品销量显著增长。公司 2022Q1 营收达 24.09 亿元，同比+31.42%，归母净利润达 1.34 亿元，同比+15.04%，扣非净利润达 1.07 亿元，同比+10.49%。公司业绩增长主要系稻麦等主要产品受益粮价景气向上，销量增加，2022 年 1-3 月公司自产大小麦、外采大小麦、水稻、麦种的销售量分别同比增长 5.48%、37.22%、125.91%、12.04%，对公司业绩带来了明显的促进作用。

图1：苏垦农发营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：苏垦农发单季营业收入及增速（单位：亿元、%）



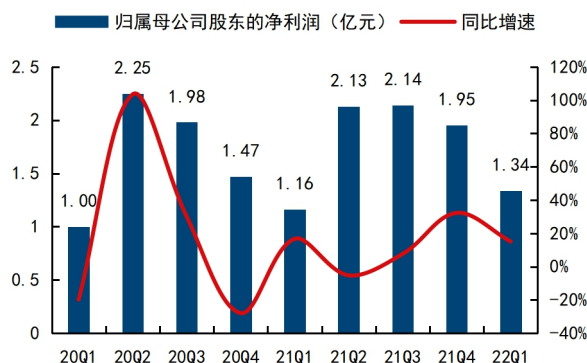
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图3：苏垦农发归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

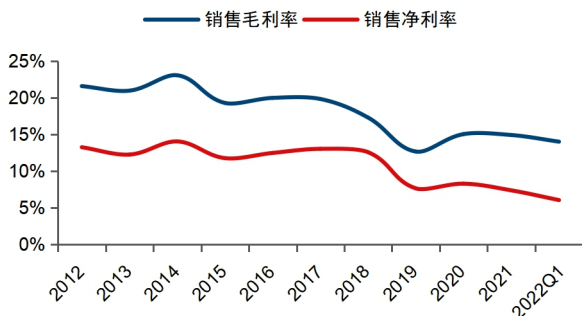
图4：苏垦农发单季归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

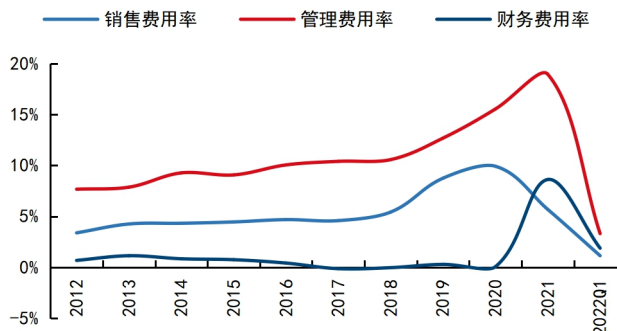
从盈利能力指标和费用率指标来看，公司 2022Q1 销售毛利率与销售净利率分别降至 14.00%和 6.02%，同比分别下降 29.3%和 13.4%，主要系收入准则变更，公司将销售费用中与合同相关的运输装卸费调整至营业成本所致。此外，2022Q1 公司销售费用率下滑 3.05pct 至 1.43%，管理费用率下滑 0.59pct 至 4.84%，财务费用率下滑 1.29pct 至 2.39%，公司管理水平持续优化。

图5: 苏垦农发毛利率、净利率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

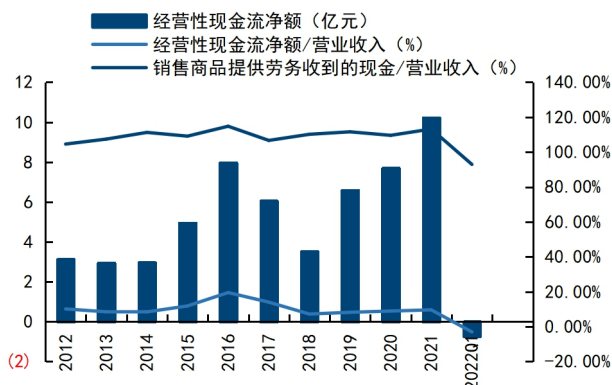
图6: 苏垦农发四项费用率变化情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

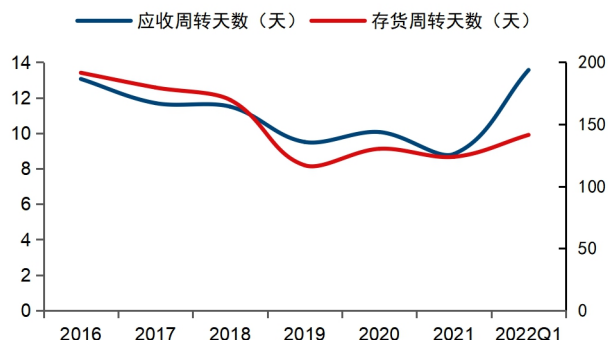
经营性现金流有所收紧，应收及存货周转率小幅提升。2021 年经营性现金流净额 -0.73 亿元，经营性现金流净额占营业收入比例为 -3.03%，销售商品提供劳务收到的现金占营业收入比例为 92.94%（-5.25%）。在主要流动资产周转方面，2022Q1 公司应收周转天数为 13.57 天（-13.57%），存货周转天数达 141.46 天（-15.60%），周转效率小幅上升。

图7: 苏垦农发经营性现金流情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图8: 苏垦农发主要流动资产周转情况



资料来源: 公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：优质种植企业，粮价高景气受益者，维持买入评级。考虑到公司掌握上游种植源头，粮食成本固定，粮价上行后，公司业绩直接受益。此外，公司种植规模有望通过流转等形式继续提升，维持稳健增长。预计公司 2022-2024 年净利润分别为 8.64/9.93/9.83 亿元，EPS 分别为 0.63/0.72/0.71 元，对应 PE 分别为 22.0/19.2/19.4 倍。

表1: 可比公司估值表

代码	公司简称	股价	总市值	EPS			PE			投资评级
			亿元	21A	22E	23E	21A	22E	23E	
600958.SH	北大荒	9.22	598	0.48	0.57	0.61	19	16	15	未评级

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理及预测（双汇发展已公告 2021 年报，故该公司 2021 年 EPS 为实际值，其余 EPS 均为 wind 一致预测值）

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E	利润表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	953	889	1698	2205	2417	营业收入	8620	10640	13076	15070	16946
应收款项	254	315	422	446	498	营业成本	7324	9053	11133	12780	14516
存货净额	2775	3451	4207	4887	5546	营业税金及附加	9	10	12	14	16
其他流动资产	755	688	1037	1163	1250	销售费用	305	175	209	250	277
流动资产合计	6706	7605	9624	10963	11971	管理费用	478	583	684	810	928
固定资产	1581	1571	1632	1675	1695	研发费用	48	65	71	86	97
无形资产及其他	198	191	184	176	168	财务费用	2	265	17	22	16
投资性房地产	186	4729	4729	4729	4729	投资收益	61	49	3	2	5
长期股权投资	0	2	2	2	2	资产减值及公允价值变动	38	25	25	20	10
资产总计	8670	14099	16171	17545	18566	其他收入	156	217	(71)	(86)	(97)
短期借款及交易性金融负债	186	665	334	395	465	营业利润	756	846	979	1130	1111
应付款项	287	261	396	445	482	营业外净收支	10	(7)	6	2	9
其他流动负债	1249	1798	1969	2343	2686	利润总额	766	839	985	1132	1120
流动负债合计	1722	2724	2699	3183	3632	所得税费用	54	57	67	78	76
长期借款及应付债券	0	0	1200	1200	1200	少数股东损益	42	45	53	61	61
其他长期负债	268	5159	5413	5513	5563	归属于母公司净利润	670	737	864	993	983
长期负债合计	268	5159	6613	6713	6763	现金流量表（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
负债合计	1990	7883	9313	9896	10396	净利润	670	737	864	993	983
少数股东权益	379	433	471	517	547	资产减值准备	12	2	1	0	0
股东权益	6301	5783	6388	7132	7624	折旧摊销	215	217	171	184	197
负债和股东权益总计	8670	14099	16171	17545	18566	公允价值变动损失	(38)	(25)	(25)	(20)	(10)
关键财务与估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E	财务费用	2	265	17	22	16
每股收益	0.49	0.53	0.63	0.72	0.71	营运资本变动	(103)	201	(649)	(308)	(367)
每股红利	0.22	0.23	0.19	0.18	0.36	其它	12	24	36	46	30
每股净资产	4.57	4.20	4.64	5.18	5.53	经营活动现金流	767	1156	398	895	833
ROIC	10%	16%	20%	21%	19%	资本开支	0	(224)	(200)	(200)	(200)
ROE	11%	13%	14%	14%	13%	其它投资现金流	67	(291)	0	0	0
毛利率	15%	15%	15%	15%	14%	投资活动现金流	67	(517)	(200)	(200)	(200)
EBIT Margin	5%	7%	7%	7%	7%	权益性融资	(0)	29	0	0	0
EBITDA Margin	8%	9%	9%	9%	8%	负债净变化	0	0	700	0	0
收入增长	7%	23%	23%	15%	12%	支付股利、利息	(299)	(322)	(259)	(248)	(491)
净利润增长率	13%	10%	17%	15%	-1%	其它融资现金流	134	(87)	(331)	61	70
资产负债率	27%	59%	60%	59%	59%	融资活动现金流	(463)	(703)	610	(187)	(422)
息率	1.6%	1.7%	1.4%	1.3%	2.6%	现金净变动	371	(64)	808	508	211
P/E	28.4	25.8	22.0	19.2	19.4	货币资金的期初余额	582	953	889	1698	2205
P/B	3.0	3.3	3.0	2.7	2.5	货币资金的期末余额	953	889	1698	2205	2417
EV/EBITDA	31.3	27.7	24.9	22.0	22.5	企业自由现金流	0	898	224	729	666
						权益自由现金流	0	811	577	769	721

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者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，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032