

市场数据 日期：2009-11-03

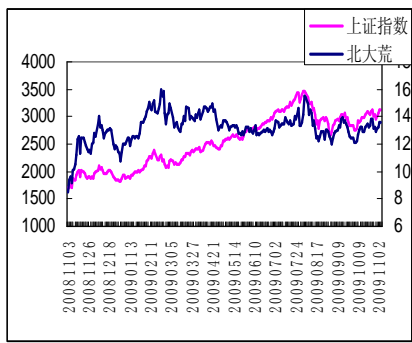
收盘价(元)：13.83

一年内最高价/最低价(元)：16.01/8.5

上证指数/深证指数：3114/12860

流通 A 股市值：237.11 亿元

股价走势：(最近一年)



本报告摘要：

I、黑龙江北大荒农业股份有限公司是我国规模最大、现代化程度最高的农业上市公司。公司致力于发展比较完善的上下游产业链，此外，上市以来实行了稳定的分红政策。

II、生产承包费用是公司业绩的主驱动力。过去 3 年，公司每亩农地的承包费呈小幅上涨的态势，土地承包费未来将保持稳定，预计今后土地承包费将保持稳定约在 13 亿元上方，仍将贡献大部分的公司利润。

III、稻谷加工业是公司未来业绩的撬动支点。米业加工业务是公司的第二大业务，是米业公司盈利提升的关键。有了前期大量投入，可以预计大米及其深精加工业务的销量和价格都会稳步提升，成为除土地承包费之外的第二大利润贡献点。

IV、金融危机对我国实体经济的影响以及居民消费能力水平的降低，进一步制约了公司工业企业经济效益的增长。对麦芽、尿素、甲醇、纸业均有不同程度的影响，尤其是对麦芽、甲醇的影响较大。

V、投资展望：中央 4 万亿元大规模经济刺激计划、全国新增 1000 亿斤粮食生产能力规划，给以粮食生产为主导的农业上市公司创造了难得的机遇。

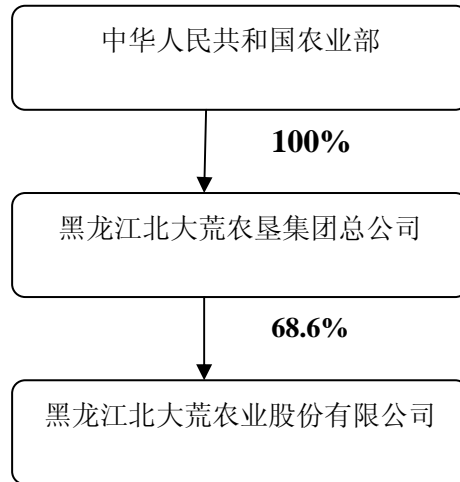
主要财务指标与估值

项目/年度	2006	2007	2009E	2010E	2011E
营业收入(万元)	5434	5610	5595	6088	6801
增长率 YoY%		3.2	-0.3	8.8	11.7
净利润(万元)	537	588	606	734	867
增长率 YoY%		9.5	3.0	21.2	18.1
每股收益 EPS(摊薄)(元)	0.32	0.35	0.361	0.438	0.52
毛利率%	30.7	30.7	29.8	30.6	30.6
净资产收益率 ROE%	12.9	12.4	11.4	12.1	12.5
每股净资产(元)	2.49	2.82	3.18	3.62	4.14
PE 值	41	37	36	30	25
PB 值	5	5	4	4	3
EBITDA(万元)	83397	73381	68032	78946	88053
EV/EBITDA	57	67	72	62	56

一、北大荒——农业板块龙头

黑龙江北大荒农业股份有限公司（以下简称：北大荒）是我国规模最大、现代化程度最高的农业上市公司。公司拥有 936 万亩耕地和 360 万亩可垦荒地（共计 1,296 万亩土地），年粮食综合生产能力在 420 万吨以上，主要种植水稻、玉米、大豆和其它农作物，通常水稻种植面积占总面积的 50%左右。

图 1、公司与实际控制人之间的产权及控制关系

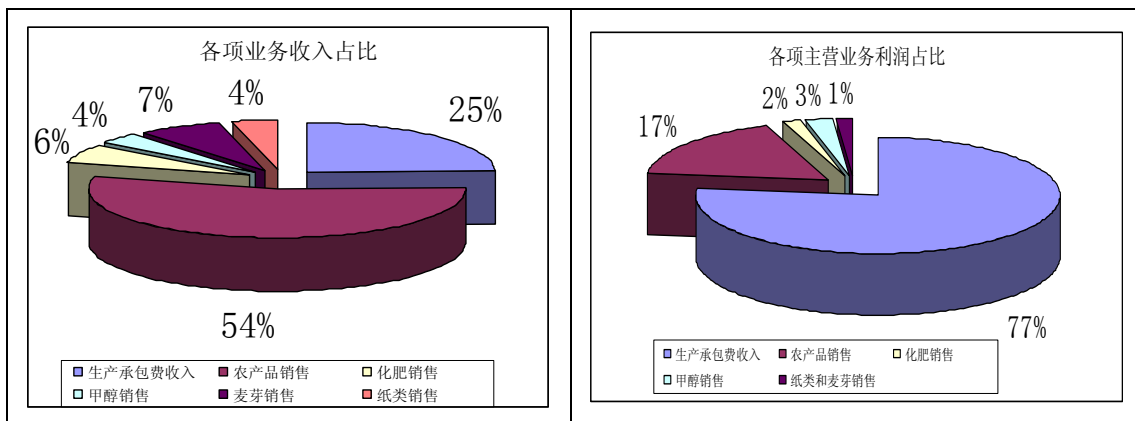


资料来源：公司年报

北大荒目前下辖 16 个农业分公司（友谊、七星、青龙山等）、1 个化肥分公司（浩良河化肥分公司）、7 个控股子公司（龙垦麦芽、北大荒米业等）。经营业务范围包括种植业、稻米加工、麦芽加工以及化肥、甲醇、纸生产等。其中种植业采用的是土地承包的经营模式，即农工（家庭农场）与公司签订《农业生产承包协议》，自负盈亏，不过公司提供产前、产中、产后服务。

北大荒当前致力于发展比较完善的上下游产业链，主要业务包括农资生产、农产品种植生产、农副产品深加工及销售。分析公司 2008 年数据，各项业务收入中，农产品销售占比最大，为 54%；分析毛利润构成，占比最大的是土地承包费用，占比为 77%。

图 2：业务收入构成和利润构成



资料来源：08 年公司年报

北大荒除了经营具有稳健性之外，作为农业股中的蓝筹股，公司还实行了稳定的分红政策。上市以来每年都有现金分红。公司承诺 2010 年之前的每年现金分红不低于当先实现的可分配利润的 50%。

表 1、近三年北大荒分红情况 单位：万元 币种：人民币

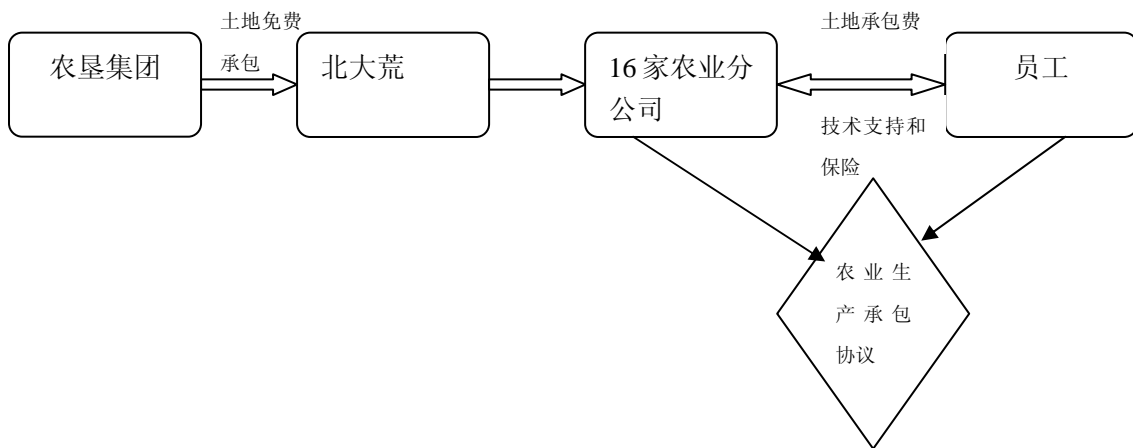
年度	现金分红的数额(含税)	分红年度的净利润	比率	派现金数(元/股)
2006	72, 563	52, 576	138%	0. 278
2007	45, 433	53, 820	84%	0. 272
2008	44, 453	58, 806	76%	0. 274

数据来源：公司年报

二、土地承包费用：公司业绩的主驱动力

北大荒农业承包经营模式为“土地转包”。农垦集团公司作为总承包人，以承包方式取得国有耕地、荒地的使用权。北大荒再与农工（家庭农场）签订《农业生产承包协议》（期限一般为 3-5 年，但生产承包费可能是一年一调整），将耕地转包给农工经营。值得注意的是：北大荒从农垦集团承包土地经营无需支付承包费，而农工则需向公司缴付生产承包费，由此形成的农业承包经营业务收入和利润。由于机械化程度高，栽培技术先进并具有完善的服务体系支持，农工从事农业生产可以获得超过本地区平均收入的可观收入，从而确保了本公司与农工能够建立起稳定的承包关系。

图 3、公司种植业土地承包经营模式



资料来源：公司年报

公司每年在播种期间陆续与家庭农场签订农业生产承包协议。公司土地承包费的定价原则是：公司与家庭农场所得要大体相当；家庭农场能够获得高于本地区平均收入。具体标准主要依据影响土地种植利润形成的农作物产值、生产成本的各项因素（包括农作物产量、耕地质量差异、生产资料价格、粮食市场价格及走势）进行综合分析测试，与家庭农场协商（谈判）后，在上年承包费基础上适当调整。农工可用现金或农产品或两者兼有的方式缴付。

土地承包费未来将保持稳定，确定土地承包费收入有两个重要的变量，一是土地承包费的单价；二是土地结构的变化。过去3年，公司每亩农地的承包费呈小幅上涨的态势，这和公司承包费定价原值——“公司与家庭农场所得要大体相当”基本一致，而在当前种粮利润低下、国家高度强调“农民增收”的大环境下，公司的承包费仍将保持稳定增长。另一方面就是土地结构的变化，公司现有耕地936万亩，07年前水田、旱田大约各占50%。水田主要用于种植水稻，旱田则种植玉米、大豆。一般情况下，水稻种植效益要高于大豆、玉米、小麦，故水田生产承包费高于旱田。2007年12月公司发行可转换债券投资项目之一就是150万亩优质水稻生产基地建设：将81.5万亩旱田改造为水田，68.5万亩水田改造，于2009年11月全面竣工验收，这将是这几年土地承包费上涨的驱动因素之一。

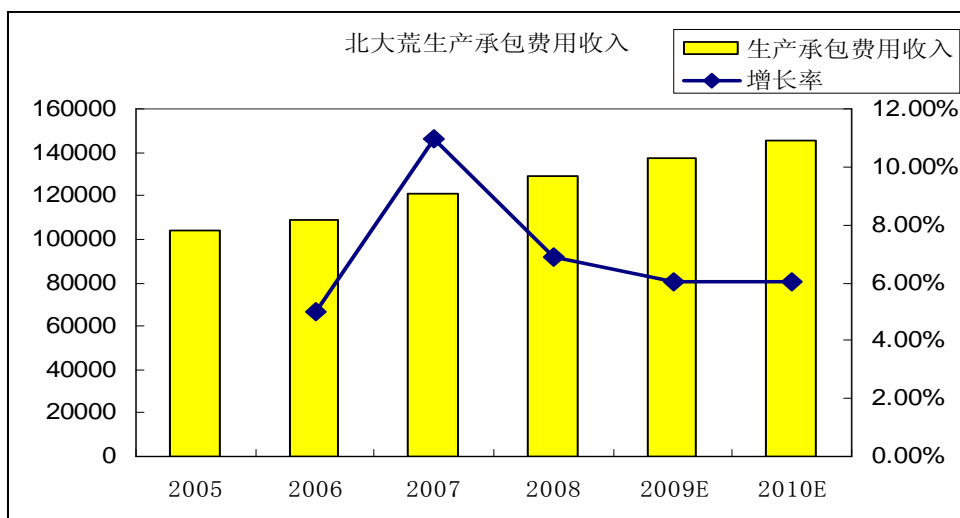
表2、土地承包费用明细

	2005	2006	2007	2008
水田面积（万亩）	405	490	525	540
水田单位承包费（元/亩）	139	140	148	153.3
水田租金收入（百万元）	562.95	686	777	827.82
同比增长		21.86%	13.27%	6.54%
旱田面积（万亩）	534	460	452	450
旱田单位承包费（元/亩）	88.5	89	93.3	103.4
旱田租金收入（百万元）	472.59	409.4	421.716	465.3
同比增长		-13.37%	3.01%	10.33%
合计面积（万亩）	939	950	977	990
合计租金收入（百万元）	1035.54	1095.4	1198.716	1293.12
单位承包费（元/亩）	110.28	115.31	122.69	130.62
同比增长		4.56%	6.41%	6.46%

资料来源：公司报告

2009年上半年，公司土地承包费收入6.34亿元，同比增加8.47%。由于“土地转包”业务没有相应的营业成本。因此，公司“土地转包”业务毛利率为100%。2009年上半年，土地承包业务毛利额占公司主营业务毛利总额90%以上。

图 4：北大荒生产承包费用收入情况



资料来源：公司年报

近年来，由于粮食生产成本的提高，中国粮食生产效益出现下滑迹象。努力增加粮食生产效益已成中国政府稳定粮食生产、增加农民收入的主要政策取向。随着中国经济进一步发展，“人多地少”的矛盾不断凸现。国家对农用耕地的保护力度不断加大（政府确保 18 亿亩耕地“红线”）。中国农地改革探索开始出现（重庆摸索农地流转模式：承包权与经营权分离，允许土地承包经营权出资入股），农用耕地市场逐步激活，中国耕地价值将日益凸显。预计今后土地承包费将保持稳定约在 13 亿元上方，仍将贡献大部分的公司利润。

三、稻谷加工业：公司未来业绩的撬动支点

1、大米初加工毛利率有限

米业加工业务由北大荒米业公司经营，是除种植业外的第二大业务。北大荒从事米业加工具有无与伦比的地缘优势。因为所在的黑龙江省是我国粳稻主产区，粳稻种植面积约占全国 8%，粳稻产量占全国稻谷总产量的 9%，占全国粳稻 30%，为公司实现大规模采购，降低运输成本提供了便利。

表 3、北大荒大米加工业务产销数据

单位：万吨

项目	2004	2005	2006	2007	2008
大米产量	38.6	31.1	48.6	51.3	42.4
大米销量	41.8	31.1	50.1	57.0	43
产销率 (%)	108.2	100	102.9	111.1	101.4
大米副产品产量	9.1	6.1	10.2	15.3	9.1

数据来源：公司年报

不过近来国家加大对农业支持力度，水稻保护价格提高，而农产品初级加工终端产品——大米的价格涨幅有限，大米初级加工毛利率不显著。此项业务利润增长点主要原因是所属省外分子公司取得的中央财政给予的运费补贴。按照相关规定，为鼓励北粮南运，到东北三省采购新粳稻（含大米），运粮入关到本省销售或充实地方储备的，中央给予适当的运费补贴。

表 4：米业公司经营数据

单位：万元

	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年
销售收入	122600	166938	235643	223643	213000
净利润	5082	2137	984	268	1703
净利率	4.15%	1.28%	0.42%	0.12%	0.80%

资料来源：公司年报

2、稻谷深精加工是米业公司盈利提升的关键

我国稻谷深加工发展空间巨大。长期以来，国内稻谷加工仅处于初加工阶段，100 公斤稻谷加工 60 公斤大米后，其余 40 公斤的稻壳、米糠、碎米与米胚等副产品都未能很好地开发利用。米糠不仅有高含量的蛋白（14%~16%）和脂肪（15%~23%），而且还含有抗微生物、抗致癌和其它能够促进健康的活性物质，如膳食纤维、谷维素等。米糠精深加工产品全球供不应求。北大荒一直大力拓展以水稻为主的农产品精深加工，突出北大荒绿色产品的品牌优势，大力拓展以水稻为主的农产品精深加工，实现种植业向农产品加工、传统农业向现代农业转变。公司利用 2007 年可转债募集资金投入米糠深加工项目，该项目达产后预计年处理米糠 8 万吨，年产米糠油 1.2 万吨、米糠蛋白 3,600 吨（一期 1200 吨）、水溶性膳食纤维 3000 吨（一期 1000 吨）。北大荒成为国内首家生产米糠蛋白的企业。

全球米糠油市场供不应求。目前全球年产米糠油约 50 万吨，日美是最主要的消费国，日本每年米糠油产量 10 万吨，进口约为 10 万吨，而国内米糠油产量仅几万吨，其中符合国标一、二级的精制米糠油就更少。而米糠蛋白，不仅具有很高的营养价值，且与大豆蛋白相比，具有低过敏性。目前国际米糠蛋白供不应求，仅美国和欧洲市场每年的用量就在 20 万吨以上，而且需求量在急增。

公司在稻谷精深加工方面具有不可比拟的优势。我们认为公司在稻谷精深加工方面具有其他企业不可比拟的优势，包括资源、规模和技术方面的优势。（1）资源优势。黑龙江省以及农垦系统水稻与大米产量大，米糠资源丰富，公司具有原料优势来进行规模生产；（2）技术优势。公司与韩国 CJ 第一制糖株式会社出资设立希杰食品科技有限责任公司。精深加工

业务将大幅提高稻谷加工业务的盈利能力。

北大荒米业公司 2009 年 1-6 月累计生产大米及副产品 25.06 万吨，比上年同期降低 30.09%，累计销售 24.94 万吨，比上年同期降低 28.66%。我们相信中短期内公司大米规模和品质能够有较快的提升。有了前期大量投入，可以预计大米及其深精加工业务的销量和价格都会稳步提升，成为除土地承包费之外的第二大利润贡献点。

三、公司其它业务对上市公司业绩影响较小

1、甲醇、尿素 受金融危机影响较大

北大荒的尿素和甲醇实行联产，主要由浩良河分公司经营。浩化分公司产能规模为：尿素产能为 20 万吨、甲醇为 10 万吨，但在利用 07 年可转债募集资金 1.8 亿元用于浩化分公司年增产 11.3 万吨尿素项目，该项目当前已基本竣工投产。该项目实施后，公司尿素产能将达到 31.3 万吨，甲醇产能将调减至 6.8 万吨。

表 5：浩良河分公司经营情况

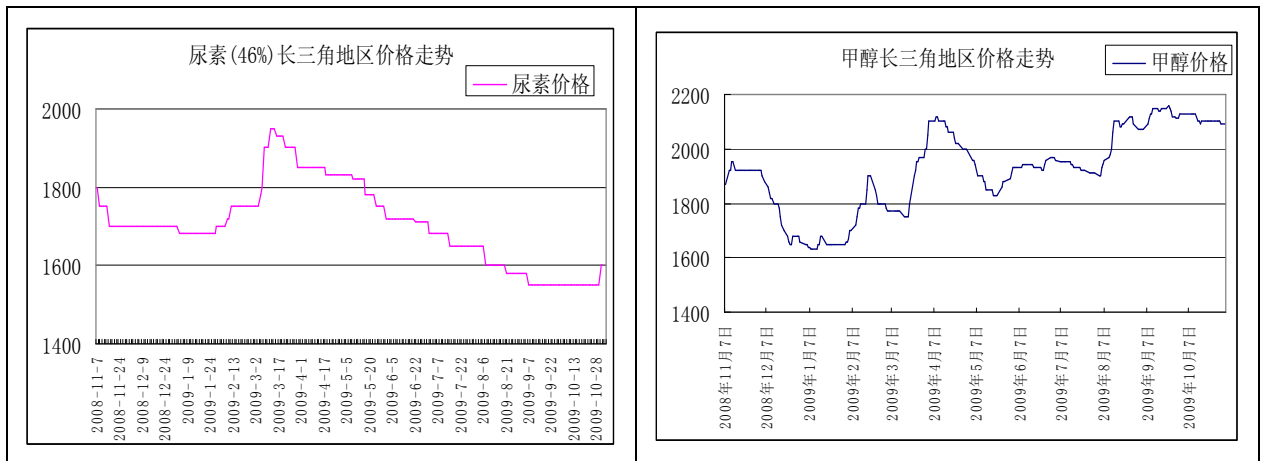
	2006	2007	2008
尿素产量（万吨）	17.2	18.4	20.5
销量（万吨）	17.3	18.3	20.6
产销率	100.58%	99.46%	100.49%
甲醇产量（万吨）	1	8.2	8.6
销量（万吨）	0.9	8.3	8
产销率	90.00%	101.22%	93.02%
营业收入（亿元）	2.8	4.36	5.28
利润（亿元）	2528	13	595

资料来源：公司年报

浩良河分公司 2009 上半年生产尿素 11.87 万吨，销售 9.82 万吨，生产甲醇 0.24 万吨，销售 0.22 万吨。实现营业收入 1.8 亿元，比上年同期下降 35%，1-6 月实现净利润 92 万元，比上年同期下降 96%，其中尿素盈利 619 万元，甲醇亏损 527 万元。

图 5：近期国内尿素、甲醇价格走势

单位：元/吨



资料来源：化工在线

公司化肥产品主要销售给集团的生产资料销售公司，销售区域集中在东北三省，需求较为稳定。影响公司化肥业务收入的关键因素是尿素的市场价格。09年3月初以来，国内尿素价格已经成下跌趋势，目前来看尿素价格短期大幅反弹的可能性较低。而过去一年甲醇价格震荡上扬，我们仍对今后甲醇价格走势充满期待。

2、麦芽：存货跌价准备造成亏损 业绩恢复须时日

公司麦芽加工业务由控股子公司北大荒龙垦麦芽经营。2008年龙垦麦芽收购了秦皇岛麦芽，麦芽产能扩张至35万吨。公司目前是国内最大的国产啤酒大麦加工企业，拥有“龙麦”等麦芽品牌，主要供应东北三省的啤酒企业（哈尔滨啤酒和华润啤酒）。公司麦芽加工所需原材料啤酒大麦主要从垦区各分局农场和内蒙古定点收购，公司在黑龙江和内蒙古约有250万亩的啤麦种植基地。

表：龙垦麦芽产销数据

	2006	2007	2008
麦芽产量（万吨）	11	22.4	16.3
麦芽销量（万吨）	11	23.1	13.3
产销率	100.00%	103.13%	81.60%
营业收入（亿元）	2.8	6.4	4.7
净利润（万元）	410	1033	-7315

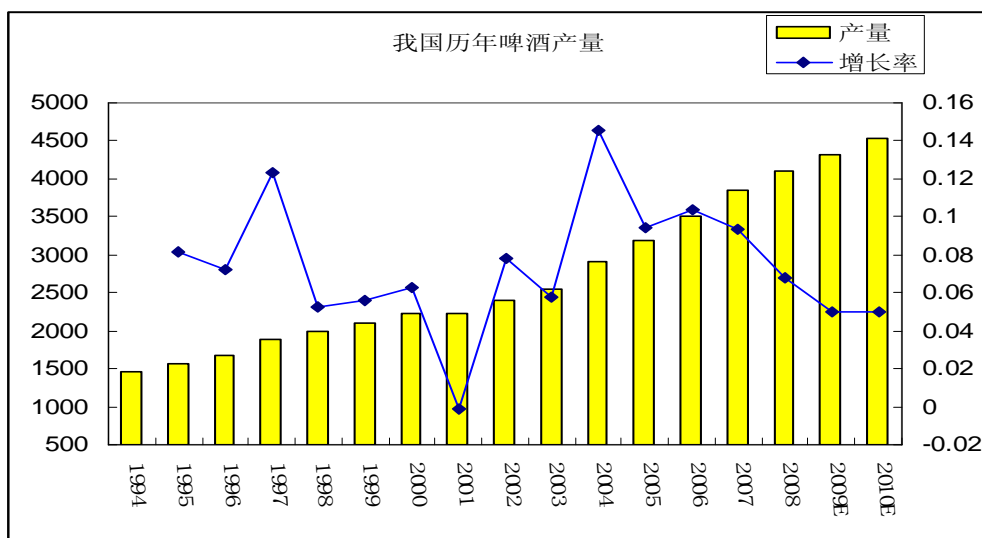
资料来源：公司年报

我国啤麦一直处于供不应求的状态，每年大约有一半以上的啤麦依赖从澳洲和加拿大等国进口。但从07年开始国外农产品持续涨价后，国内大麦开始占领市场，大麦进口量下降到06年的一半，不过08年下半年，全球经济危机蔓延，国际农产品价格下跌，国内外价格基本接近，而在国外大麦品质明显好于国内大麦的情况下，国际大麦在国内的竞争力又开始加强。

公司的麦芽加工业务是依托于公司丰富的资源优势的，就国产大麦加工来说，有明显的规模优势，但和进口大麦加工相比，规模、品质上还不足，考虑到啤酒麦芽的销售半径通常在800公里以内，公司的业务难有内生性增长。

我国啤酒产业近些年来产量增长迅速。1994年-2008年，我国啤酒产量的复合增长率为7.70%，1997和2004年两年的增长加快，增速分别为12.31%和14.55%。按5%的增速估计，2009年、2010年的啤酒产量分别能突破4300万吨和4500万吨。按1吨啤酒需要85公斤麦芽计算，2009年我国啤酒麦芽需求量约为506万吨，而2010年的麦芽需求量将达到531万吨。

图：我国历年啤酒产量及其增长率 单位：万吨



资料来源：中国副食流通协会

2008年公司利润下降的主要原因是上一原料收购其大麦成本较高，下半年受宏观经济影响，啤酒消耗低于预期，而大宗客户又千方百计把危机转嫁给麦芽企业，致使销售大幅降低，库存原料成本较高，年末提取存货跌价准备而形成。经济危机下啤酒行业需要较长的时间复苏，导致麦芽加工的利润水平仍会较低。

3、纸类及其它业务：发展空间有限 利润贡献有限

造纸业务面临产量小、毛利率低的尴尬，由于采用秸秆作为原料，难以有大的发展。北大荒纸业公司2009上半年生产纸张2.2万吨，销售2.1万吨，实现营业收入0.9亿元，比上年同期下降25%，实现净利润1.6万元，比上年同期下降99.5%。

2008年9月公司成立了全资子公司——北大荒鑫亚经贸有限责任公司，旨在进一步发挥和整合北大荒的资源优势，建立统一市场营销网络体系，培育新的经济增长亮点，长远目标是“实现北大荒股份从‘大粮仓’向‘大粮商’的转变，实现从‘买垦区’、‘卖全国’到‘买全国’、‘卖全球’的跨越”。北大荒鑫亚经贸公司2009上半年经销各类商品13.1万吨，实现

营业收入0.6亿元，净利润28.7万元。北大荒希杰食品科技有限公司正处于项目建设期，北大荒鑫都房地产开发公司和北大荒鑫都建筑公司建设项目正在逐步开展。

四、投资展望

自2003年国家取消农业税开始，我国农业政策向支持和保护农业转变，2004年以来出台6个与农业相关的“一号文件”，而2008年党的十七届三中全会更明确提出“工业反哺农业”，预示着中国农业将迎来一场新的革命性发展及新一轮发展的高峰。尤其应对当前严峻的国际、国内经济形势，中央4万亿元大规模经济刺激计划、全国新增1000亿斤粮食生产能力规划等系列措施的出台和实施彰显了国家在政策层面上对农业给予了高度重视、长期支持与保护。加之人们对农产品的需求日益增长、食品安全问题及全球农产品价格持续攀升，可以预期农产品价格将继续走高，这给以粮食生产为主导的农业上市公司创造了难得的机遇。

目前农业板块整体估值水平依然较高，以我们预测北大荒09年EPS0.361元。相对农业板块其他加工型企业剧烈波动的业绩，北大荒具有稳定的业绩表现和分红政策。同时北大荒基于资源优势具有良好发展前景的农产品加工业。

利润表（百万元）

指标名称	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	5434.20	5610.03	5594.93	6087.59	6800.81
营业成本	3764.73	3886.53	3927.67	4224.28	4720.61
毛利率	30.72%	30.72%	29.80%	30.61%	30.59%
营业税金及附加	2.09	3.22	3.36	3.65	4.08
营业费用	217.33	208.67	208.13	226.46	252.99
营业费用率	4.00%	3.72%	3.72%	3.72%	3.72%
管理费用	616.08	777.80	775.46	843.74	942.59
管理费用率	11.34%	13.86%	13.86%	13.86%	13.86%
财务费用	183.63	150.11	136.66	114.72	73.46
财务费用率	3.38%	2.68%	2.44%	1.88%	1.08%
投资收益	-0.66	-2.84	-3.12	-3.43	-3.78
营业利润	524.36	486.30	540.54	671.30	803.30
营业利润率	9.65%	8.67%	9.66%	11.03%	11.81%
营业外收入	25.13	82.41	82.41	86.54	90.86
营业外支出	5.41	8.65	7.12	7.48	7.85
利润总额	544.08	560.07	615.83	750.36	886.31
所得税	2.66	8.83	12.38	18.84	22.25
所得税率	0.49%	1.58%	2.01%	2.51%	2.51%
少数股东损益	4.61	-36.33	0.79	0.96	1.13
归属于母公司股东的净利润	536.82	588.06	605.78	733.99	866.71
净利率	9.88%	10.48%	10.83%	12.06%	12.74%

现金流量表 (百万元)

指标名称	2007	2008	2009E	2010E	2011E
税前利润	544.08	560.07	615.83	750.36	886.31
所得税支出	-2.66	-8.83	-12.38	-18.84	-22.25
折旧和摊销	0.00	0.00	350.52	350.52	350.52
营运资金变动	0.00	0.00	14.98	-191.16	-333.56
其他	446.38	358.51	142.91	121.59	81.01
经营现金流	987.81	909.75	1111.86	1012.46	962.03
资本支出	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.00	0.00	-3.12	-3.43	-3.78
资产变卖	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-340.74	-587.69	0.00	0.00	0.00
投资现金流	-340.74	-587.69	-3.12	-3.43	-3.78
发行股票	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
负债变化	0.00	0.00	-866.98	-795.78	-742.15
股息支出	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	291.56	-1207.21	-136.66	-114.72	-73.46
融资现金流	291.56	-1207.21	-1003.65	-910.50	-815.61
现金及现金等价物净增加额	938.63	-885.15	105.09	98.53	142.64

主要财务指标

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
增长率 (%)					
营业收入	15.30	3.24	-0.27	8.81	11.72
营业利润	-2.98	-7.26	11.15	24.19	19.66
净利润	0.86	1.81	9.47	21.22	18.12
利润率 (%)					
毛利率	30.72	30.72	29.80	30.61	30.59
EBIT Margin	13.31	13.32	13.49	14.25	14.15
EBITDA Margin	13.31	13.32	19.76	20.01	19.31
净利率	9.88	10.48	10.83	12.06	12.74
回报率 (%)					
净资产收益率	12.85	12.43	11.35	12.09	12.49
总资产收益率	5.11	5.77	6.04	7.27	8.34
其他 (%)					
资产负债率	58.9	51.6	44.7	37.8	31.3
所得税率	0.49	1.58	2.01	2.51	2.51
股息率	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

资产负债表（百万元）

指标名称	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	1880.98	1013.89	1118.99	1217.52	1360.16
存货	2496.99	2528.12	2554.88	2747.82	3070.67
应收账款	805.83	849.34	839.24	913.14	1020.12
其他流动资产	695.71	636.34	695.90	749.36	832.97
流动资产	5879.51	5027.69	5209.01	5627.83	6283.92
固定资产	4342.91	4570.18	4219.65	3869.13	3518.60
长期股权投资	3.70	4.45	4.45	4.45	4.45
无形资产	193.00	199.56	199.56	199.56	199.56
其他长期资产	79.26	391.34	391.34	391.34	391.34
非流动资产	4618.87	5165.52	4814.99	4464.47	4113.94
资产总计	10498.38	10193.21	10024.00	10092.30	10397.87
短期借款	3192.26	2639.85	2623.06	1827.28	1085.13
应付账款	246.60	307.70	392.77	422.43	472.06
其他流动负债	1489.72	1436.04	1442.17	1541.63	1671.89
流动负债	4928.58	4383.58	4457.99	3791.35	3229.08
长期负债	42.57	12.99	12.99	12.99	12.99
其他长期负债	1217.52	863.28	13.09	13.09	13.09
非流动性负债	1260.08	876.27	26.07	26.07	26.07
负债合计	6188.66	5259.85	4484.06	3817.42	3255.15
股本	1634.29	1676.31	1676.31	1676.31	1676.31
资本公积	1283.85	1653.33	1653.33	1653.33	1653.33
股东权益合计	4309.72	4933.36	5539.94	6274.88	7142.72
少数股东权益	133.23	201.85	202.64	203.60	204.73
负债股东权益总计	10498.38	10193.21	10024.00	10092.30	10397.87