

## 兼具安全边际与业绩改善空间

### ⑤ 事件

公司发布 16 年三季报，报告期内实现 EPS0.16 元，其中单三季度 EPS 为 0.12 元，业绩环比改善明显。随着内糖不断创下新高、叠加传统需求旺季的到来，预计公司全年利润水平将超出之前的市场预期。

### ⑤ 安全边际所在：粮安战略托底+进口政策倾斜

做大粮商关乎国家粮食安全战略，公司今年定增以 10.83 元的价格发行 1.6 亿股以扩大糖运营规模，其中中粮集团认购 1 亿股。对管理层授予股权激励行权价格 12.2 元，目前股价运行于行权价之下。此外，商务部今年 10 月把原糖进口配额内关税从 15% 提高至 30%，配额外从 50% 提升至 100%，保护内糖的政策方向明显。

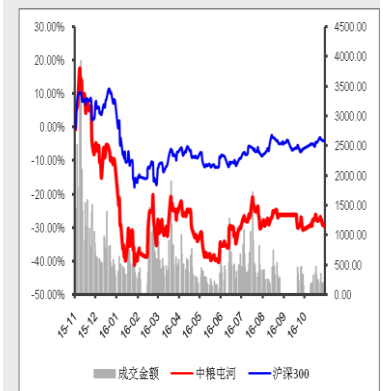
### ⑤ 业绩超预期点：糖价上涨幅度以及制糖效率提升空间

全球总供给连续 3 年走平，国际糖市 6 年来首现短缺，15/16 榨季供需缺口约 600 万吨。叠加极端气候下主要产糖国减产，国际原糖价格由 15 年初底部的 12 美分上涨至目前的 22.5 美分/磅。国内方面 15/16 榨季甘蔗种植面积同减 3.26%，产量 870 万吨（90% 以上是蔗糖）、较上一榨季的 1080 万吨同比减少 19.45%，内糖价格也从 14 年 10 月底部的 4000 元上涨至目前的 6685 元/吨，超出市场预期的 6500 元/吨高点。预计明年国内供需缺口在 200 万吨左右（国储、地储抛储 150 万吨，16/17 榨季产量 880，进口 270 万吨，需求 1500 万吨）。此外，“双高”基地技改以及甜菜糖机械化程度提高将大幅提升制糖效率。

**从边际思维看公司业绩弹性：**假设 17 年国内糖价上涨至 6500 元/吨（16 年下半年南糖现货均价为 6021 元/吨），公司制糖销量由目前的 80 万吨（15 年 78.83 万吨）提升至 110 万吨（公司在广西原有 3 家子公司蔗糖年产能 20 万吨，今年六月竞拍当地另外一家制糖厂-永凯左江制糖，并在原有蔗区基础上技改建设双高基地，项目在 2020 年建成后公司在广西的甘蔗种植面积增加 15 万亩，亩产由目前平均的 5 吨提高到 8 吨，2020 年甘蔗产能增加 120 万吨。4 年平均下来预计 17 年可增加产能 30 万吨，还不包括甜菜技改带来的增量）。那么收入端每吨可增加  $500 \text{ 元/吨} \times 110 \text{ 万吨} =$  共增加 5.5 亿元。去年甘蔗收购价 450 元/吨，17 年预计在 480 元/吨；砍蔗人工成本去年 150 元/吨，17 年预计 160 元/吨。甘蔗制糖成本每吨增加  $40 \times 8$ （目前甘蔗出糖率约 12.5%，双高建成可提升至 14%）= 320 元。假设甜菜制糖成本与甘蔗同比例增加，17 甜菜糖销量 60 万吨，甘蔗糖销量 50 万吨，预计公司 17 年国内制糖毛利每吨可增加 180 元，乘以 110 万吨产量，毛利共增加近 2 亿元。按

## 推荐

### 市场表现 截至 2016.11.1



### 市场数据 2016-11-1

A 股收盘价 (元)	11.74
一年内最高价 (元)	20.08
一年内最低价 (元)	9.43
上证指数	3,100.49
市净率	3.75
总股本 (万股)	205,188
实际流通 A 股 (万股)	132,266
限售流通 A 股 (万股)	72,921
流通 A 股市值 (亿元)	155.28

分析师：袁晨

执业证书号：S1490516090003

电话：010-85556187

邮箱：yuanchen@hrsec.com.cn

照历年平均 10%左右的期间费用率，期间费用增加约 5500 万元，预计 17 年国内制糖业务净利增加 1.45 亿元。（相当于制糖销售均价每提高 100 元，可为公司增利 2900 万元）

### ⑤ 关注糖产业链价值延伸潜力

作为中国糖业龙头，公司长期以来专注于糖产业链的运作，拥有国际化的发展视角与中粮集团的资源支持使得公司具备品牌价值延伸的潜力。未来随着非糖业务的持续剥离（水泥）或改善（番茄），以及国内外制糖资产的并购、注入，整体资产质量有望显著提升，投资回报率也将得到不断改善。

### ⑤ 投资策略

预计 17 年糖价上涨带来制糖净利增量 1.45 亿元（进口炼糖业务利润相对稳定，保守假设 17 年无增量贡献），用定增后最新总股本 22.12 亿股摊薄后可为公司 EPS 增厚 0.066 元。按照 40 倍历史估值对应 2.62 元的上涨空间。（最新收盘价 11.74，对应上涨空间 22.32%，17 年目标价 14.36 元）

我们预计公司 2016-18 年 EPS 分别为 0.21 元、0.28 元、0.32 元，对应动态 PE 分别为 56 倍、43 倍、37 倍，鉴于公司进入快速发展期，给予“推荐”评级。

### ⑤ 风险提示

募投项目进度缓慢；国储抛储政策变动；并购不达预期等。

**图表：财务数据及估值**

会计年度	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入（百万元）	8939.4	11667.6	13256.7	15262.8	16853.3
同比增长(+/-%)	-20.6%	30.5%	13.6%	15.1%	10.4%
归属净利润（百万元）	32.4	76.1	464.5	610.5	707.8
同比增长(+/-%)	-59.7%	135.0%	510.6%	31.4%	15.9%
每股收益（元）	0.02	0.04	0.21	0.28	0.32
PE	587.00	293.50	55.90	42.54	36.69
PB	4.06	4.06	3.73	3.66	3.60

## 投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15%以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5%以上
推 荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5%到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5%到 5%内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5%以上
卖 出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15%以上		

## 免责声明

袁晨, 在此声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿等。华融证券股份有限公司(已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格)已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司(以下简称本公司)的资产管理和证券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的意见和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给本公司客户有偿使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司会授权相关媒体刊登研究报告, 但相关媒体客户并不视为本公司客户。本报告版权归本公司所有。未获得本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播, 不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供本公司客户参考之用, 不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求, 在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估, 并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求, 必要时可就研究报告相关问题咨询本公司的投资顾问。本公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠, 但本公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证, 也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。本公司及其关联方可能会持有报告中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投资银行服务或其他服务, 敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

### 华融证券股份有限公司市场研究部

地址: 北京市朝阳区朝阳门北大街 18 号 15 层 (100020)

传真: 010-85556173

网址: [www.hrsec.com.cn](http://www.hrsec.com.cn)