

中粮糖业 (600737)

公司研究/简评报告

并购扩张产能，高糖价保证业绩持续增长

简评报告/农林牧渔行业

2017 年 08 月 29 日

一、事件概述

公司发布 2017 年半年报，报告期内，公司实现营业收入 83.16 亿元，同比上升 88.81%，实现营业利润 4.31 亿元，比上年同期增加 309%；归母净利润 3.5 亿元，同比增加 270%。

二、分析与判断

➤ 受益高糖价，上半年归母净利润增长 270%

报告期内，公司坚持以“深化改革、提质增效”作为管理提升的有力手段大力推进机采面积，提升公司产能。上半年，国内白糖现货价格维持在 6660-6910 元/吨，远高于 2016 年全年 6000 元/吨左右的均价。受益于上半年糖价高位震荡，公司实现营收 83.16 亿元，归母净利润 3.5 亿元，同比增长 270.14%。上半年预收款项 6.44 亿元，同比增长 41.75%，公司在糖价高位锁定下半年收入。财务费用同比增长 236%，达到 2.03 亿元，主要是由于报告期内公司借款增加导致。报告期内公司已通过非公开发行业股票的预案，预计下半年公司财务费用会有明显改善。

➤ 通过并购扩张主业产能，亏损业务逐步剥离

(1) 公司通过拍卖的方式购买德宏梁河力量生物制品有限公司下属的梁河糖厂、芒东糖厂相关资产，并成立中粮梁河糖业有限公司对云南省内糖厂进行整合。公司通过收购资产的方式，进军南方糖类生产市场，不断扩大糖类业务产能。(2) 公司已挂牌转让屯河水泥 49%的股权，2015-2016 财年，屯河水泥为上市公司带来 1 亿元左右的亏损。报告期内，公司董事会决定通过以挂牌方式出售包括拜城番茄制品、五原番茄制品在内的 11 家子公司股权及 1 家分公司资产，该 13 家公司全部经营番茄制品相关业务。公司逐步剥离亏损业务，意在加大对糖类主业的投入，将糖制品相关业务做大做强。

➤ 发展路线明确，有望充分享受国内糖类市场的政策红利

在经历了两年的景气后，国内白砂糖现货价格自 6 月份以来开始有所回落，但仍处在 6500 元/吨的高位水平。我国自 2017 年 5 月 22 日起，对关税配额外的进口食糖征收高达 45%保障性关税，巴西、泰国的进口食糖成本显著提高。在国内保护政策的呵护下，预计未来国内糖价仍会维持在 6000 元/吨上下的水平。公司为目前我国最大的食糖生产和贸易商之一，拥有 150 万吨的炼糖能力，糖价维持高位，保证了公司下半年收入的持续增长。公司坚持通过并购扩张产能，并逐步剥离亏损业务的路线明确，有望充分享受国内糖类市场的政策红利。

三、盈利预测与投资建议

公司是国内糖类市场龙头，公司糖类业务产能不断提升，有望充分享受国内糖类市场政策红利。与此同时，公司逐步剥离亏损的水泥、番茄制品类业务，减轻公司业绩压力，预计公司 2017-2019 年 EPS 分别为 0.30 元、0.33 元、0.36 元，对应 PE 为 31.7 倍、29.4 倍、26.7 倍，未来 12 个月合理估值区间为 10.5-13.3 元，给予“强烈推荐”评级。

四、风险提示：

糖类价格持续下滑、恶劣天气及自然灾害、政策变化风险等。

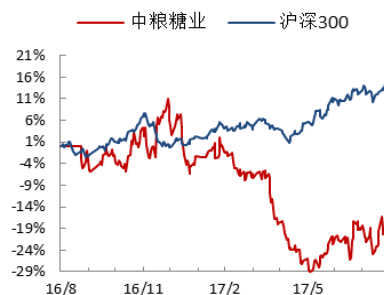
强烈推荐 首次评级

合理估值： 10.5-13.3 元

交易数据 2017-8-28

收盘价(元)	9.66
近 12 个月最高/最低(元)	13.3/8.5
总股本(百万股)	2051.88
流通股本(百万股)	2051.88
流通股比例(%)	100%
总市值(亿元)	198.21
流通市值(亿元)	198.21

该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind、民生证券研究院

分析师：陈柏儒

执业证号： S0100512100003
电话： 010-85127729
邮箱： chenbairu@mszq.com

研究助理：汪玲

执业证号： S0100117030004
电话： (8610)85127665
邮箱： wangling@mszq.com

相关研究

盈利预测与财务指标

项目/年度	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	13,557	16,675	18,676	20,021
增长率 (%)	16.2%	23.0%	12.0%	7.2%
归属母公司股东净利润 (百万元)	515	626	673	742
增长率 (%)	576.9%	21.5%	7.6%	10.2%
每股收益 (元)	0.25	0.30	0.33	0.36
PE (现价)	38.5	31.7	29.4	26.7
PB	3.0	2.7	2.5	2.3

资料来源：公司公告、民生证券研究院

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	13,557	16,675	18,676	20,021
营业成本	11,587	14,322	16,141	17,368
营业税金及附加	58	43	52	64
销售费用	486	599	662	716
管理费用	581	763	816	883
EBIT	845	948	1,005	990
财务费用	118	0	0	0
资产减值损失	141	0	0	0
投资收益	187	38	25	84
营业利润	651	986	1,030	1,074
营业外收支	16	0	0	0
利润总额	668	1,027	1,065	1,104
所得税	157	519	475	437
净利润	510	508	590	668
归属于母公司净利润	515	626	673	742
EBITDA	1,227	1,385	1,452	1,464

资产负债表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	1124	2781	2232	2036
应收账款及票据	893	1672	1741	1825
预付款项	935	747	789	1052
存货	6239	5946	6786	7468
其他流动资产	884	884	884	884
流动资产合计	12477	13481	14218	15297
长期股权投资	551	551	551	551
固定资产	4469	4576	4829	5127
无形资产	0	0	0	0
非流动资产合计	6503	6191	6150	6215
资产合计	18981	19672	20367	21512
短期借款	6659	6659	6659	6659
应付账款及票据	918	1118	1119	1234
其他流动负债	1410	1410	1410	1410
流动负债合计	10644	10828	10933	11410
长期借款	270	270	270	270
其他长期负债	1286	1286	1286	1286
非流动负债合计	1556	1556	1556	1556
负债合计	12200	12384	12489	12966
股本	2052	2052	2052	2052
少数股东权益	129	12	(72)	(146)
股东权益合计	6781	7289	7879	8546
负债和股东权益合计	18981	19672	20367	21512

主要财务指标	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入增长率	16.2%	23.0%	12.0%	7.2%
EBIT 增长率	95.3%	12.2%	6.0%	-1.5%
净利润增长率	576.9%	21.5%	7.6%	10.2%
盈利能力				
毛利率	14.5%	14.1%	13.6%	13.3%
净利润率	3.8%	3.8%	3.6%	3.7%
总资产收益率 ROA	2.7%	3.2%	3.3%	3.4%
净资产收益率 ROE	7.7%	8.6%	8.5%	8.5%
偿债能力				
流动比率	1.2	1.2	1.3	1.3
速动比率	0.6	0.7	0.7	0.7
现金比率	0.1	0.3	0.2	0.2
资产负债率	0.6	0.6	0.6	0.6
经营效率				
应收账款周转天数	26.6	32.5	31.0	30.0
存货周转天数	165.8	151.5	153.5	156.9
总资产周转率	0.8	0.9	0.9	1.0
每股指标 (元)				
每股收益	0.3	0.3	0.3	0.4
每股净资产	3.2	3.5	3.9	4.2
每股经营现金流	(0.7)	0.8	(0.1)	0.1
每股股利	0.1	0.0	0.0	0.0
估值分析				
PE	38.5	31.7	29.4	26.7
PB	3.0	2.7	2.5	2.3
EV/EBITDA	21.7	18.0	17.6	17.6
股息收益率	1.3%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	510	508	590	668
折旧和摊销	484	437	448	474
营运资金变动	(2,543)	838	(1,180)	(799)
经营活动现金流	(1,415)	1,703	(202)	227
资本开支	681	83	372	508
投资	(477)	0	0	0
投资活动现金流	(1,132)	(45)	(346)	(424)
股权募资	0	0	0	0
债务募资	1,729	0	0	0
筹资活动现金流	1,398	(2)	0	0
现金净流量	(1,150)	1,657	(548)	(197)

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

陈柏儒，北京交通大学技术经济学硕士，2012年加盟民生证券研究院，从事轻工行业及上市公司研究。

汪玲，农林牧渔行业研究助理，中央财经大学会计硕士。五年大型资产管理公司从业经验，2017年加入民生证券。

分析师承诺

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。