



糖价低迷 矿来扛 产业整合是核心

——粤桂股份（000833）财报点评

2018年08月30日

强烈推荐/首次

粤桂股份

财报点评

孟维肖

分析师

执业证书编号：S1480518070002

Mengweixiao520@sina.com 010-66554040

事件：

8月30日，公司发布半年报称，2018年上半年归属于母公司所有者的净利润为7145.85万元，较上年同期增99.37%；营业收入为13.03亿元，较上年同期增46.64%；基本每股收益为0.1069元，较上年同期增99.44%。

公司分季度财务指标

指标	2016Q4	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
营业收入（百万元）	436.67	365.84	523.06	539.8	478.67	538.92	764.54
增长率（%）	10.68%	-1.33%	8.06%	7.83%	9.62%	47.31%	46.17%
毛利率（%）	16.10%	18.72%	16.34%	12.32%	18.12%	17.56%	15.70%
期间费用率（%）	12.86%	14.25%	9.59%	5.28%	12.15%	9.20%	7.33%
营业利润率（%）	0.14%	4.93%	5.36%	4.44%	6.18%	7.60%	6.93%
净利润（百万元）	43.96	16.50	21.29	22.38	20.07	30.37	39.07
增长率（%）	-10.81%	-386.02%	969.22%	-1643.91%	-54.35%	84.10%	83.57%
每股盈利（季度，元）	0.07	0.02	0.03	0.04	0.03	0.05	0.06
资产负债率（%）	23.02%	24.49%	23.79%	16.31%	24.21%	27.67%	26.74%
净资产收益率（%）	1.67%	0.62%	0.80%	0.83%	0.74%	1.11%	1.44%
总资产收益率（%）	1.29%	0.47%	0.61%	0.69%	0.56%	0.80%	1.05%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

观点：

- 控股公司正式设立子公司糖业板块和矿业板块，捋顺了矿业板块及与广业集团子公司广东湛江与云硫矿业同业竞争问题，国企改革提速明显。公司于17年7月底收到广西证监局的监管函后积极整顿了公司治理问题，通过对公司矿业和糖业子版块业务梳理，于今年7月先后改组了公司董事长、总经理、总工程师及公司一名副总。此举预示着广东广业集团对于旗下上市平台公司的整合加速，以解决贵糖股份公司2015年重大资产重组收购的全资子公司广东广业云硫矿业有限公司在人员管理、生产经营和办公管理系统等方面与其原大股东、公司控股股东云浮广业硫铁矿集团有限公司未完全分开的问题。同时解决了集团旗下广东湛江与云硫矿业同业竞争问题。新任董事长、总经理拥有广东宏达爆破股份有限公司的丰富混改经验，新任副总拥有丰富的资本运作经验，有望为粤桂控股注入新的力量。同时广业旗下的广

东广业清怡食品科技有限公司被列入国改“双百”行动，广东省国资委对省直属国企提出要求“强主业、压层级、降杠杆、去僵尸”将激励集团提高资产证券化率做大做强。

- **公司糖业板块业绩有所下滑，预计糖业板块 19/20 榨季方能走出糖价下跌周期。**2018 年上半年制糖营业收入 66,248.72 万元，与上年同比增加 117.16%；自产糖营业毛利率 4.84%，与上年同比下降 8.76%，主要是食糖价格由 2017/2018 年榨季初的每吨 7,032 元下跌至 2018 年 6 月份的每吨 5,905 元，跌幅 19.09%。预计 2018/19 榨季中国糖料种植面积 2276 万亩，连续第二年扩大，较 2017/18 榨季增加约 4%。其中，甘蔗种植面积 1925 万亩，甜菜种植面积 351 万亩。公司在下半年糖业板块毛利率继续下行，可能会出现亏损。榨季前广西政府会根据当年 4-10 月份的非榨季糖价来制定下一年的甘蔗指导收购价格，我们认为今年在甘蔗价格持续下行的因素下，政府制定的甘蔗收购价格有望降低，公司明年的制糖成本有望显著降低。
- **纸业板块降费增效，退出生活成品纸成效显著。**2018 年上半年造纸业营业收入 20,758.68 万元，同比下降 16.77%。但造纸业毛利率同比上升 11.31%，造纸市场好转明显。机制浆上半年产销双增分别为 3.95 万吨、1.94 万吨，同比增加 4.47%、26.80%；受益于 17 年中公司开始退出纯点的生活成品纸，生活用纸上半年产量销量双减但毛利率显著提高毛利率 7.74 个百分点达 11.93%。
- **公司矿业板块复苏延续，矿业销售稳中有升。**上半年云硫矿业完成主营业务收入 39,004 万元，同比增长 32.71%；毛利率 41.46%，同比增加 1.55 个百分点。公司矿业板块受益于技改在今年有望量价齐升支撑糖价不振对公司带来的业绩拖累。公司矿业板块主要产品为硫精矿，受运输成本的影响，其销售范围受到一定限制，且硫精矿产品对化工等下游行业依赖性较强，现阶段，我国硫酸生产工艺主要为硫铁矿制酸、硫磺制酸和冶炼烟气制酸，硫磺和有色金属冶炼烟气对硫铁矿具有替代作用。硫磺作为石油炼化副产品，其价格受国际石油价格的影响较大，2017 年 6 月以来国际油价开始上升，国际原油价格开始了上行。这直接导致硫铁矿制酸相对硫磺制酸更具成本优势，硫铁矿价格开始上行。我们预计硫铁矿将受益于油价维持高位。
- **盈利预测和投资评级：**预计公司 2018 年到 2020 年的 EPS 分别为 0.08 元、0.19 元和 0.40 元，对应 PE 分别为 63 倍、27 倍和 12 倍，考虑到公司作为广业核心的上市平台目前整合加速，公司糖业板块最快有望在明年榨季复苏，企业综合优势突出。首次覆盖给予“强烈推荐”评级。

风险提示：原材料波动风险 国改不及预期

公司盈利预测表

资产负债表					利润表					单位:百万元	
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E		2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产合	1559	1452	2347	2445	2630	营业收入	1792	1907	2325	2102	2065
货币资金	1004	823	1594	1797	2046	营业成本	1543	1600	2046	1678	1463
应收账款	65	43	69	55	57	营业税金及	36	36	47	42	41
其他应收款	41	13	15	14	14	营业费用	63	39	47	42	43
预付款项	33	24	9	-2	-12	管理费用	140	155	186	168	165
存货	220	272	320	274	234	财务费用	2	-5	-7	-17	-19
其他流动资	7	19	61	38	35	资产减值损	10.00	5.91	35.00	30.00	30.00
非流动资产	1860	1928	1868	1814	1756	公允价值变	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	0.65	0.55	6.00	10.00	10.00
固定资产	744.8	720.35	792.01	850.18	834.75	营业利润	-2	100	-22	169	351
无形资产	974	1034	961	895	835	营业外收入	54.26	10.60	100.00	5.00	5.00
其他非流动	38	28	24	30	27	营业外支出	3.18	2.92	2.85	2.98	2.92
资产总计	3419	3381	4215	4259	4385	利润总额	49	107	75	171	353
流动负债合	531	456	500	471	448	所得税	10	27	15	34	71
短期借款	30	160	0	0	0	净利润	39	80	60	137	283
应付账款	121	140	167	141	121	少数股东损	0	0	6	10	15
预收款项	36	29	28	24	22	归属母公司	39	80	54	127	268
一年内到期	0	25	130	130	130	EBITDA	1075	1215	153	340	517
非流动负债	256	197	76	76	76	EPS (元)	0.06	0.12	0.08	0.19	0.40
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比					
应付债券	0	0	0	0	0	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	
负债合计	787	653	576	547	524	成长能力					
少数股东权	0	11	17	27	42	营业收入增	3.27%	6.43%	21.90%	-9.59%	-1.76%
实收资本(或	668	668	668	668	668	营业利润增	-102.45	-5203.3	-121.81	-878.58	107.67%
资本公积	1342	1342	2220	2220	2220	归属于母公	-31.87%	133.49%	-31.87%	133.49%	110.89%
未分配利润	530	610	588	550	497	获利能力					
归属母公司	2632	2717	3614	3678	3811	毛利率 (%)	13.90%	16.10%	12.00%	20.19%	29.14%
负债和所有	3419	3381	4215	4259	4385	净利率 (%)	2.16%	4.21%	2.60%	6.51%	13.68%
现金流量表					单位:百万元	总资产净利	1.13%	2.36%	1.29%	2.98%	6.10%
	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE (%)	1.47%	2.94%	1.50%	3.45%	7.02%
经营活动现	330	-3	241	406	511	偿债能力					
净利润	39	80	60	137	283	资产负债率	23%	19%	14%	13%	12%
折旧摊销	1075.	1120.3	0.00	91.83	95.43	流动比率	2.93	3.18	4.70	5.19	5.86
财务费用	2	-5	-7	-17	-19	速动比率	2.52	2.59	4.06	4.61	5.34
应收账款减	0	0	-26	14	-3	营运能力					
预收帐款增	0	0	-1	-4	-2	总资产周转	0.53	0.56	0.61	0.50	0.48
投资活动现	-30	-121	-152	-156	-147	应收账款周	31	35	42	34	37
公允价值变	0	0	0	0	0	应付账款周	14.74	14.63	15.12	13.64	15.74
长期股权投	0	0	2	0	0	每股指标					
投资收益	1	1	6	10	10	每股收益	0.06	0.12	0.08	0.19	0.40
筹资活动现	-12	-55	682	-46	-115	每股净现金	0.43	-0.27	1.15	0.30	0.37
应付债券增	0	0	0	0	0	每股净资产	3.94	4.06	5.41	5.50	5.70
长期借款增	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	0	0	0	0	P/E	86.17	43.08	63.59	27.23	12.91
资本公积增	0	0	878	0	0	P/B	1.31	1.27	0.96	0.94	0.91
现金净增加	288	-179	771	203	249	EV/EBITDA	2.31	2.32	13.04	5.26	2.98

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

孟维肖

本科毕业于中国农业大学，南新罕布什尔大学硕士。先后就职于多中诚信国际、鹏元资信等多家债券评级机构2年债券评级工作经历及中航证券研究所3年农林牧渔研究经历。2018年7月加入东兴证券从事农林牧渔行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出自为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率5%~15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。

行业投资评级（以沪深300指数为基准指数）：

以报告日后的6个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看涨：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率5%以上。