

谨慎推荐 (维持)

中粮糖业 (600737) 深度报告

风险评级: 中风险

糖业龙头不惧下行周期, 优化资源实现持续增长

2018年10月25日

投资要点:

魏红梅

SAC 执业证书编号:

S0340513040002

电话: 0769-22110925

邮箱: whm2@dgzq.com.cn

研究助理: 陈伟光

SAC 执业证书编号:

S0340118060023

电话: 0769-22110619

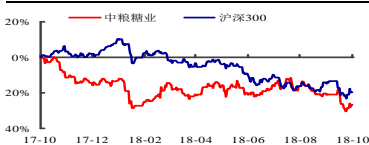
邮箱:

chenweiguang@dgzq.com.cn

主要数据 2018年10月24日

收盘价(元)	6.72
总市值(亿元)	137.89
总股本(亿股)	2,051.88
流通股本(亿股)	2,051.88
ROE(TTM)	12.28%
12月最高价(元)	9.52
12月最低价(元)	6.15

行业指数走势



资料来源: 东莞证券研究所, Wind

相关报告

- **公司是我国最大食糖生产和贸易商之一。**公司前身是“新疆屯河股份有限公司”。中粮集团进入“新疆屯河”后, 公司开始积极布局糖产业, 并逐渐形成以食糖业务为主, 番茄酱加工业务为辅的业务体系。2017年, 在形成当前业务体系后, 公司更名为“中粮糖业”。公司食糖业务贡献超九成收入, 最近3年CAGR约为27.42%, 保持较快增长。公司国内业务贡献了超九成的收入。
- **当前处于糖周期下行阶段。**2017年, 厄尔尼诺现象影响逐渐消退, 世界糖主产国的食糖产量逐步回升。从销糖率看, 全球已经连续两年出现销糖率下滑。从库销比看, 当前全球糖库销已经接近历史最高位。从销糖率和库销比两方面分析, 当前世界糖产量与库存都处于过剩状态。
- **公司有四大竞争优势。**第一, 中粮集团持有公司51.53%的股份, 是公司的最大股东。公司股东实力雄厚, 在糖周期下行阶段, 增添了公司抗风险的能力。第二, 公司是中国最大的食糖贸易商之一, 拥有优质低价进口糖资源, 具有价格优势。第三, 经过多年的努力, 在食糖业务方面, 公司形成了一条涵盖国内外制糖, 食糖进口, 炼糖, 食糖仓储与贸易, 食糖销售及贸易等业务的完整食糖产业链。良好的产品品质与完善的食糖产业链, 为公司赢得了国内外著名优质客户, 如亿滋(卡夫)、嘉吉、可口可乐、玛氏、雀巢、蒙牛、伊利等。第四, 近年来, 公司通过一些外延并购使公司产能获得扩张。当前公司产能利用率不足50%, 公司产能存在提升空间。当前我国人均食糖消费量远低于世界水平, 我国食糖市场规模存在扩大的可能性。当食糖市场扩大时, 公司产能具有竞争优势。
- **公司业绩保持快速增长, 糖价下跌影响盈利能力。**2018年上半年实现营业收入94.03亿元, 同比增长13.07%, 增速低于行业6.87个百分点; 实现归母净利润5.09亿元, 同比增长45.05%。增速高于行业7.10个百分点。公司销售毛利率为12.36%, 同比下降4.35个百分点, 销售净利率为5.70%, 同比上升2.15个百分点。销售净利率上升主要是因为三项费用率同比下降0.55个百分点, 其中, 财务费用率同比下降0.92个百分点, 管理费用率同比下降0.33个百分点, 销售费用率同比上升0.70个百分点。
- **投资建议: 维持谨慎推荐。**预计公司2018-2019年EPS分别为0.43元和0.57元, 对应PE分别为16倍和12倍。公司是国内糖业龙头, 在糖周期下行阶段具有较强的抗风险能力。在糖周期下行阶段, 公司作为国内最大的食糖贸易商, 掌握相对更低价的食糖, 具有成本优势。同时, 公司优质的客户保证了公司产品的销售。近几年, 公司通过外延并购, 产能获得提升。在未来糖周期上行阶段或食糖市场扩大时, 公司有产能提升与释放空间, 自产糖业务与炼糖业务将成为公司业绩增长点。因此, 维持谨慎推荐评级。
- **风险提示:** 糖价大幅下降、产能释放不及预期、重大自然灾害等。

目 录

1. 公司是国内糖业龙头	3
2. 当前处于糖周期下行阶段	4
3. 公司的竞争优势	7
4. 公司业绩保持快速增长 糖价下跌影响盈利能力	11
5. 投资建议：维持谨慎评级	12

插图目录

图 1：公司发展历程	3
图 2：公司业务收入构成	3
图 3：公司分业务收入占比	3
图 4：公司国内国外营收及同比增速	4
图 5：公司 2017 年国内国外收入占比	4
图 6：世界食糖产量及其增速	5
图 7：全球食糖主产国产糖量变化	5
图 8：全球销糖率同比	5
图 9：全球与中国食糖库销比	5
图 10：世界食糖期货价格	5
图 11：中国食糖进口量	6
图 12：中国国内食糖价格与进口食糖价格	6
图 13：食糖价格与淀粉糖价格关系	6
图 14：淀粉糖消费需求	6
图 15：中粮糖业第一与第二大股东	7
图 16：国内食糖与进口食糖价差	8
图 17：公司业务布局	8
图 18：中国碳酸饮料的产量	9
图 19：中国乳制品产量	9
图 20：中国碳酸饮料的产量	9
图 21：乳制品营养标签中含有白砂糖	9
图 22：可口可乐公司旗下中国品牌	10
图 23：糖类人均消费量对比：全球水平与中国水平	10
图 24：公司营业收入情况	11
图 25：公司归母净利润情况	11
图 26：公司销售毛利率	11
图 27：公司销售净利率	11
图 28：公司三项费用率	12

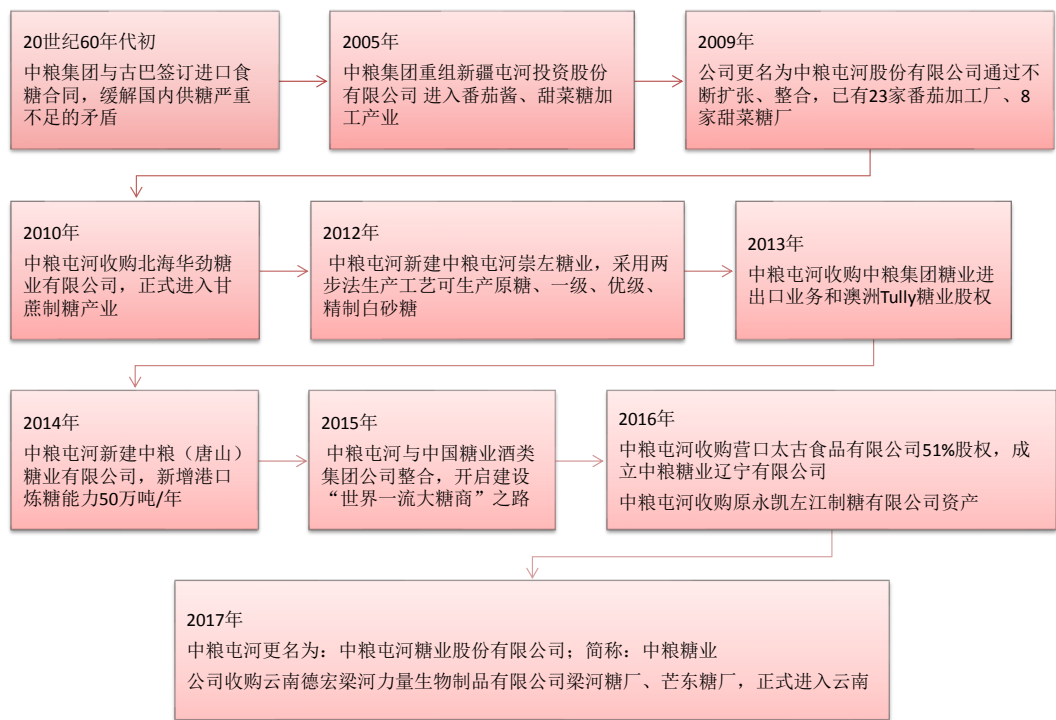
表格目录

表 1：公司部分客户业绩情况	8
表 2：公司盈利预测（截至 2018/10/24）	13

1. 公司是国内糖业龙头

公司是我国最大食糖生产和贸易商之一。公司前身是“新疆屯河股份有限公司”，并于1996年在上交所上市，公司当时的主营业务是建材业务。进入21世纪后，公司积极转型，公司成功转型为以番茄酱加工和其他食品加工为主要业务。2005年，中粮集团进入“新疆屯河”，公司开始积极布局糖产业，并逐渐形成食糖业务为主，番茄酱加工业务为辅的业务体系。2017年，在形成当前业务体系后，公司更名为“中粮糖业”。当前公司在国内外已建立完善的糖生产工厂，拥有较好的糖进口渠道和仓储物流体系。经过不懈的努力，公司已成为我国最大食糖生产和贸易商之一，是国内食糖进口的主渠道。公司在“十三五”期间，公司致力于打造“世界一流大糖商”，为保障国家食糖供给、服务国家宏观调控发挥主力军作用。

图 1：公司发展历程

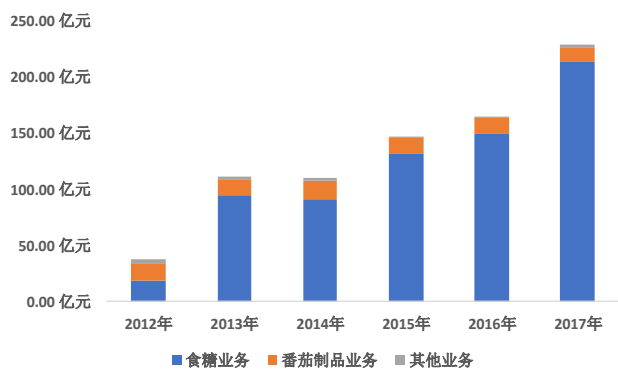


资料来源：公司官网，东莞证券研究所

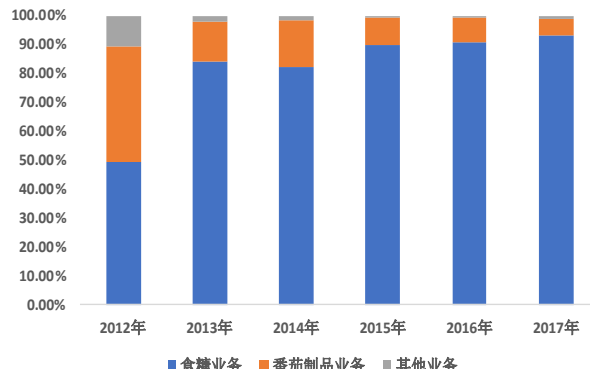
食糖业务贡献超九成收入，近三年保持较快增长。公司的主营业务由食糖业务和番茄加工两部分构成，公司其他业务包括农业、农资、电力等。2017年食糖业务实现营业收入214.12亿元，收入占比达到93.26%，同比增长42.97%。番茄加工业务和其他业务分别实现营业收入13.22亿元和2.26亿元，分别同比增长-4.81%和122.31%，营收占比分别为5.76%和0.99%。近几年食糖业务收入保持较快增长，最近3年CAGR约为27.42%；番茄加工业务和其他业务最近3年CAGR分别为-2.40%和53.79%。

图 2：公司业务收入构成

图 3：公司分业务收入占比



资料来源：wind，东莞证券研究所

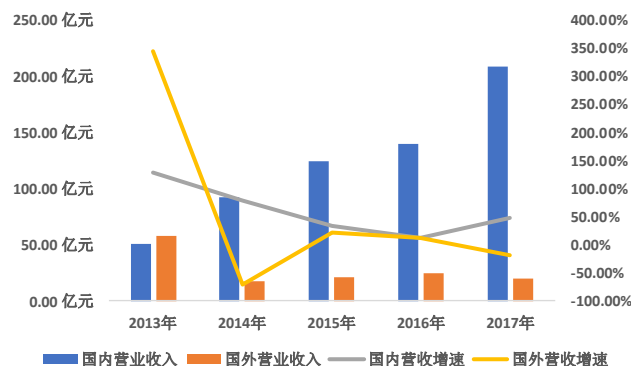


资料来源：wind，东莞证券研究所

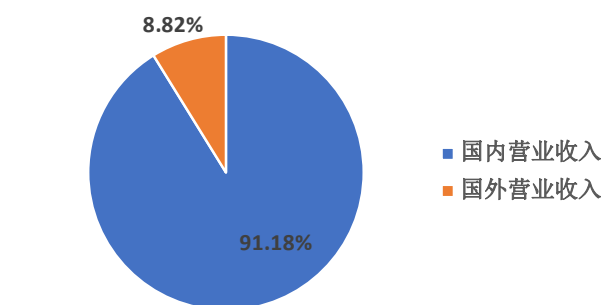
国内市场贡献了超九成的收入。2017年，公司国内市场实现营业收入209.34亿元，收入占比达到91.18%，同比增长49.27%；海外市场实现营业收入20.26亿元，收入占比为8.82%，同比下降17.07%。2017年，由于巴西、印度和泰国等食糖主产国摆脱气候变换的影响，恢复生产，因此海外市场营业收入出现下滑。

图 4：公司国内国外营收及同比增速

图 5：公司 2017 年国内国外收入占比



资料来源：wind，东莞证券研究所

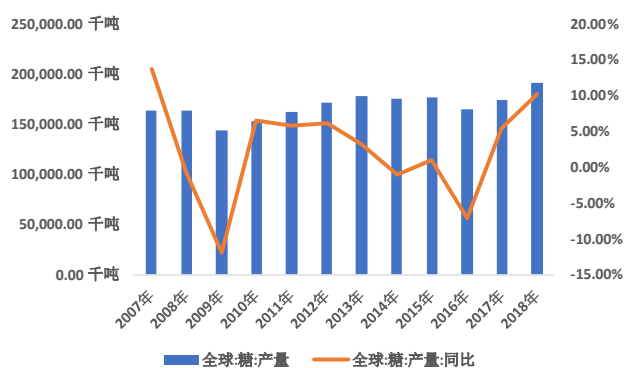


资料来源：wind，东莞证券研究所

2. 当前处于糖周期下行阶段

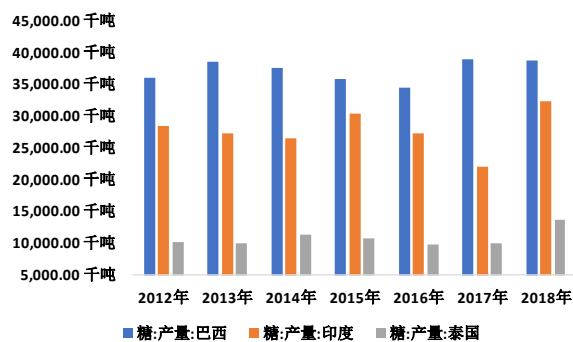
当前全球处于糖量过剩状态。2016年，由于厄尔尼诺现象的出现，全球气候出现变化，巴西，印度以及泰国等食糖生产国的产糖量受到较大影响。2016年，全球食糖产量为164,888千吨，同比下降7.15%。2017年，厄尔尼诺现象影响逐渐消退，世界糖主产国的食糖产量逐步回升。2017年，全球食糖产量为173,980千吨，同比增长5.51%。2018年，世界产糖量为191,813千吨，同比增长10.25%。糖产量的快速回升，带来的是糖产量的过剩。从销糖率看，2018年，全球食糖消费量为174,886千吨，全球销糖率为91.18%，同比下降7.43个百分点，全球已经连续两年出现销糖率下滑。从库销比看，近十年，全球食糖库销比平均水平为23.65%，最大值为27.71%，预计2018年，全球糖库销比为26.16%，同比上升1.07个百分点，当前全球糖库销比已经接近历史最高位。近十年中国食糖库销比平均水平是40.34%，预计中国2018年食糖当前的库销比为45.45%。从销糖率和库销比两方面分析，当前世界糖产量与库存都处于过剩状态。

图 6：世界食糖产量及其增速



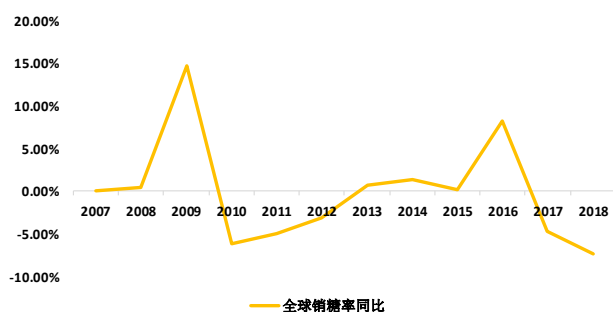
资料来源：wind，东莞证券研究所

图 7：全球食糖主产国产糖量变化



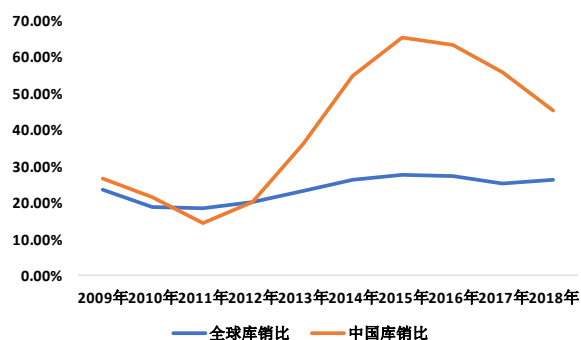
资料来源：wind，东莞证券研究所

图 8：全球销糖率同比



资料来源：wind，东莞证券研究所

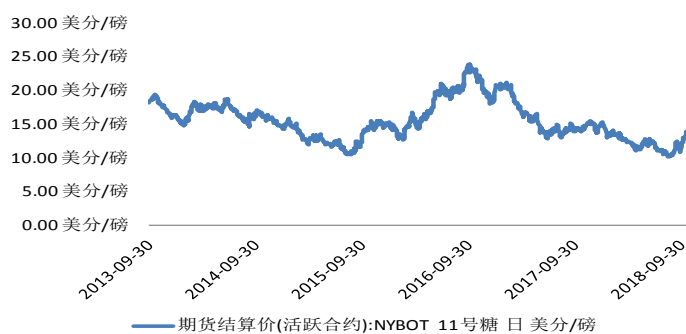
图 9：全球与中国食糖库销比



资料来源：wind，东莞证券研究所

糖周期下行阶段，糖价下跌。从 2017 年起，由于食糖的生产持续恢复，食糖当前的产量处于过剩状态，当前处于糖量增糖价跌的状态。国际食糖价格从 2016 年的 23.81 美分/磅下跌至当前的 14.01 美分/磅（截至 2018 年 10 月 24 日），跌幅接近 70%，甚至在 2018 年 8 月一度跌至 10.09 美分/磅。由于市场供需信息传递存在滞后，预计全球食糖过剩规模将逐步扩大，今年食糖产量保持增长态势，全球食糖价格将会继续下跌。

图 10：世界食糖期货价格

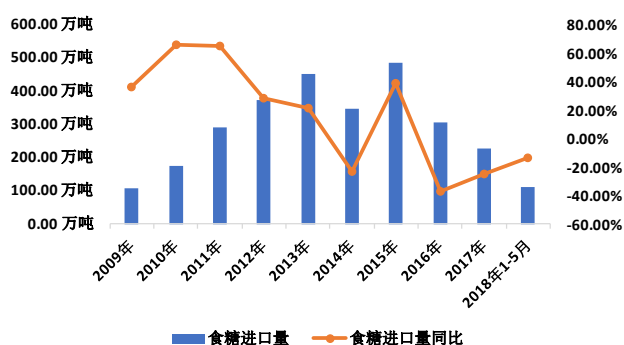


资料来源：wind，东莞证券研究所

增加关税也难改国内糖周期下行。中国进口食糖的关税税率分为配额内关税税率与配额外关税税率。配额内的进口食糖关税为 15%，配额外进口食糖关税为 50%。由于当前处于

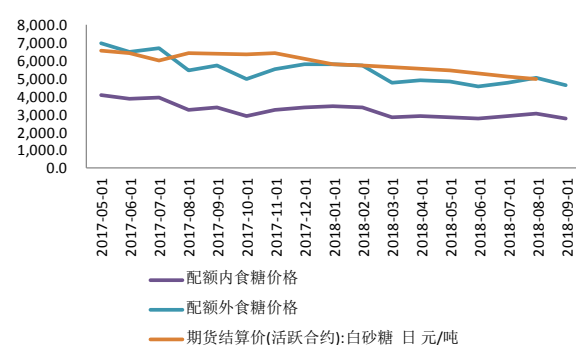
糖周期下行阶段，中国积极保护国内糖业，对关税配额外进口食糖实施增加关税税率：2017年5月22日至2018年5月21日，保障措施关税税率为45%；2018年5月22日至2019年5月21日，保障措施关税税率为40%；2019年5月22日至2020年5月21日，保障措施关税税率为35%。根据上述税率，当前配额外食糖进口关税税率为90%，而价格约为4608.7元/吨，略低于国内食糖价格。关税提升确实有效的减少了食糖进口量，2017年，我国食糖进口量为229万吨，同比下降25.16%。然而，关税的提升对糖周期的下行影响较少，原因是两方面：（1）关税提高的部分为配额外进口食糖，配额内进口食糖为194.5万吨，国内食糖供应量变化较少；（2）后续关税的逐步降低，配额外食糖的价格会跟随降低，进口量可能会回升。

图 11：中国食糖进口量



资料来源：wind，东莞证券研究所

图 12：中国国内食糖价格与进口食糖价格



资料来源：wind，东莞证券研究所

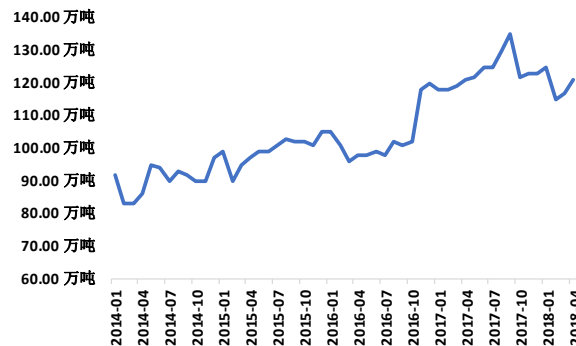
食糖替代品具有一定冲击。淀粉糖是利用淀粉的粮食、薯类等为原料，经过酸法、酸酶法或酶法制取的糖。长期以来，我国形成以食糖为主，淀粉糖为辅的食糖消费习惯。淀粉糖价格与食糖价格呈反向关系，食糖价格高，则淀粉糖价格低。2016年，由于食糖产量下降，食糖价格处于高位，此时淀粉糖价格处于低位，消费者会转向淀粉糖消费，淀粉糖需求量不断上升。另一方面，由于近年来国家大力扶持和推广淀粉糖，淀粉糖行业的自我更新与发展，即使在2017年食糖产量恢复的情况下，淀粉糖市仍然呈现扩大的局面。淀粉糖市场的逐步扩大，以及相对较低的价格，将会对食糖的消费形成一定的冲击。

图 13：食糖价格与淀粉糖价格关系



资料来源：wind，东莞证券研究所

图 14：淀粉糖消费需求

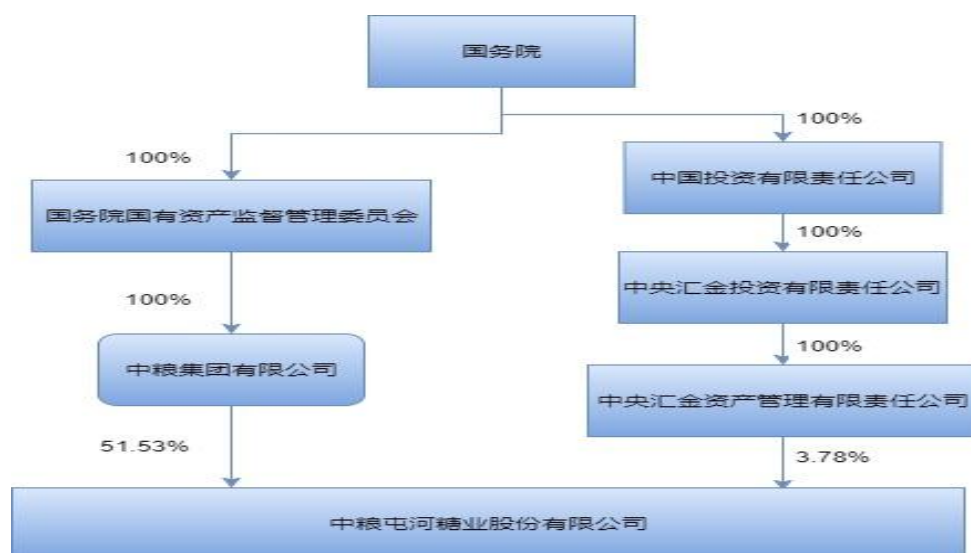


资料来源：wind，东莞证券研究所

3.公司的竞争优势

优势一：公司股东实力雄厚。1949年，经国务院批准，中粮集团有限公司成立，并由国务院国有资产监督管理委员会直接管理。中粮集团是中国最大的粮油食品企业，名列世界500强企业。目前，中粮集团资产总额5444亿元，年营业收入4709亿元，年经营总量近1.6亿吨，全球仓储能力3100万吨，年加工能力9000万吨，年港口中转能力6500万吨。目前中粮集团旗下有19个专业化公司（平台），中粮糖业是中粮集团旗下专业负责食糖业务的公司。当前中粮集团持有中粮糖业51.53%的股份，是公司的最大股东。公司第二大股东是中央汇金资产管理有限责任公司，持股3.78%。公司股东实力雄厚，在糖周期下行阶段，增添了公司抗风险的能力。

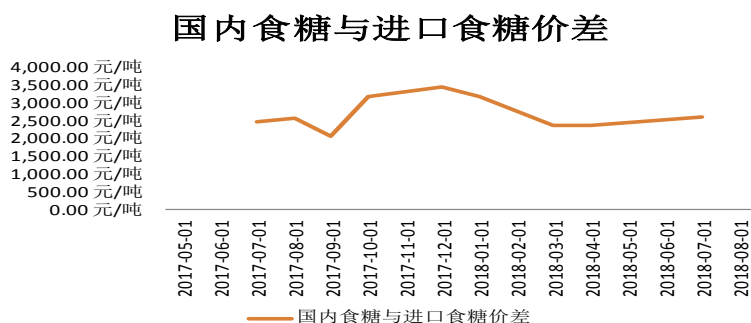
图 15：中粮糖业第一与第二大股东



资料来源：公司官网，东莞证券研究所

优势二：公司是中国最大的食糖贸易商之一，拥有优质低价进口糖资源。从中粮集团成立之初，中粮集团一直承担着为国家进口储存进口原糖的责任。时至今日，这一重要使命由中粮糖业继承。公司当前不仅继续负责国储古巴原糖的进口代理，并且也为自营产品进口海外优质原糖和白糖。当前，公司原糖和白糖进口量约占全国总进口量的50%。根据商务部的政策，2017年，食糖进口关税配额总量为194.5万吨，其中70%为国营贸易配额，即约136万吨的进口食糖为国营企业配额，配额内进口食糖的关税税率为15%。根据政策文件的内容，公司符合相关规定。当前，配额内的食糖价格低于国产的自产糖价格，价差约为2212元/吨（截至2018年9月）。因公司承担国家原糖进口与储存的使命，公司的产品原料成本相对较低，具有价格优势。

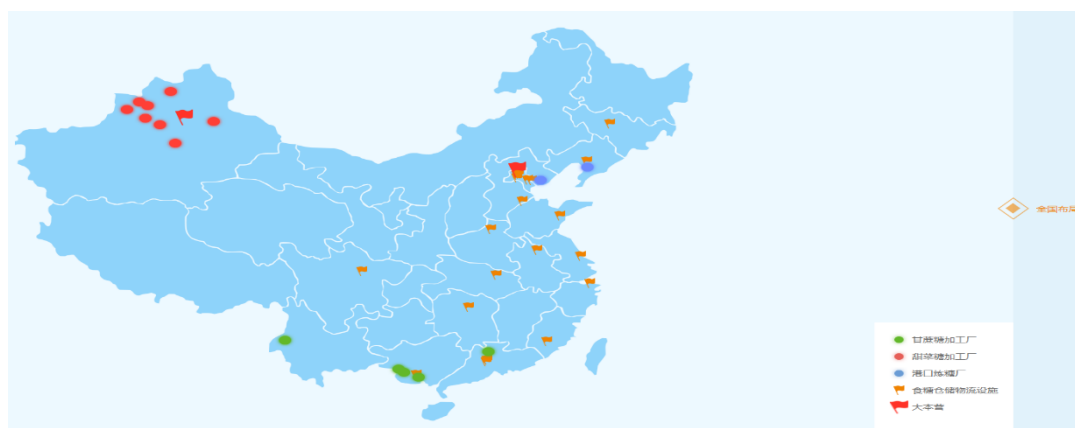
图 16：国内食糖与进口食糖价差



资料来源：Wind，东莞证券研究所

优势三：完善的食糖产业链为公司赢得国内外知名客户。经过多年的努力，在食糖业务方面，公司形成了一条涵盖国内外制糖，食糖进口，炼糖，食糖仓储与贸易，食糖销售及贸易等业务的完整食糖产业链。作为中国最大的食糖贸易商，公司已经在国内重点港口与交通枢纽城市建立相对完善的食糖仓储物流系统，以此来促进中国国内食糖的流通，服务国内食糖商家。当前，公司拥有22个食糖仓储节点，总计200万吨，年贸易量为200万吨，占国内消费的15%。良好的产品品质与完善的食糖产业链，为公司赢得了优质的客户。当前公司的主要客户包括亿滋（卡夫）、嘉吉、可口可乐、玛氏、雀巢、蒙牛、伊利等国内外知名客户。

图 17：公司业务布局



资料来源：公司官网，东莞证券研究所

表 1：公司部分客户业绩情况

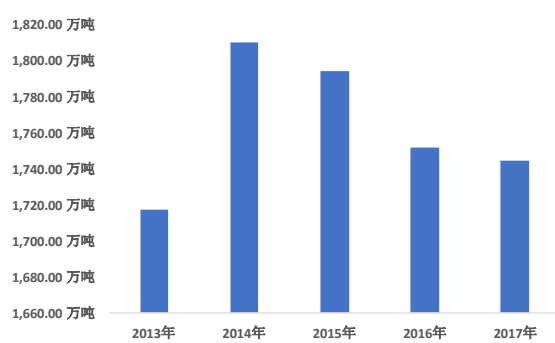
名称	2017 年营业总收入（亿元）	2017 年总营收同比	2018 年上半年营业收入（亿元）	2018 年上半年营收同比
蒙牛乳业	603.01	11.47%	345.59	17.15
伊利股份	675.47	12.22%	196.09	25.12%
可口可乐(COCA COLA)	2,313.76	-15.41%	479.53	-16.36%
亿滋国际(MONDELEZ INTL)	1,692.10	-0.10%	425.39	5.47%

资料来源：Wind，东莞证券研究所

乳制品将有望成为下一个食糖消费重点。从以上公司客户业绩可以看到，蒙牛乳业与伊利股份的业绩呈现增长状态，亿滋国际也有所改善。但是可口可乐公司的业绩出现连续

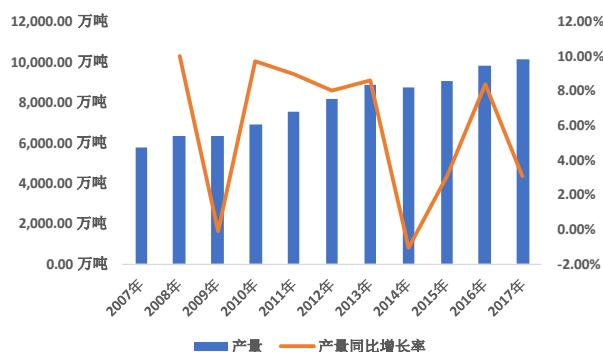
出现下滑。可口可乐公司业绩出现下滑与近年来人民在饮料方面的消费习惯改变有关。碳酸饮料，俗称“汽水”，主要成分包括：碳酸水、柠檬酸等酸性物质、白糖、香料，有些含有咖啡因，人工色素等。碳酸饮料被认为高糖高热量的特征，过多饮用会造成影响骨质，牙齿，容易造成肥胖等危害。由于这些危害，近几年碳酸饮料的产量的也出现下降。碳酸饮料的产量在2014年达到1811万吨顶峰之后，就持续下降，2018年碳酸饮料的产量下降至1744万吨。另一方面，由于乳制品的营养价值逐渐被人们青睐，乳制品产量也随之增加。2017年，全国乳制品产量为约为10120万吨，同比增长3.06%。（注：乳制品产量数据来源于国家统计局，部分月份数据缺失，因此选择每年共有月份进行加总计算。）并且根据美国农业部数据测算，2018年，中国乳制品产量与消费量将会进一步提升。在乳制品中一般都会加入食糖进行调味，因此乳制品的产量与消费量的提升将有望成为食糖的新消费点。

图 18：中国碳酸饮料的产量



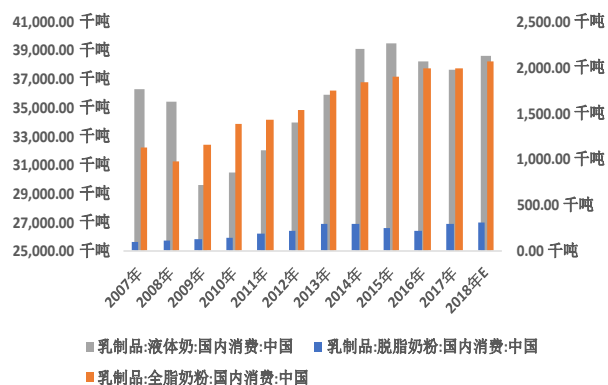
资料来源：wind，东莞证券研究所

图 19：中国乳制品产量



资料来源：wind，东莞证券研究所

图 20：中国碳酸饮料的产量



资料来源：wind，东莞证券研究所

图 21：乳制品营养标签中含有白砂糖



资料来源：公开资料整理，东莞证券研究所

碳酸饮料产量下降，公司的业绩是否会受到严重影响？ 答案是不会的。碳酸饮料产量下降，导致可口可乐的业绩下滑，导致可口可乐食糖消费量下降，从而影响到公司的业绩。这只是一般惯性逻辑。然而，可口可乐公司作为世界 500 强企业，产品不仅仅只有碳酸饮料。可口可乐公司的产品涉及汽水、运动饮料、乳类饮品、果汁和咖啡等。作为全球最大的饮料公司，面对当前的形势，可口可乐公司是有能力做出转变的，例如可以

加大对运动饮料、果汁、乳类饮品的投入与推广。这些产品在生产过程中都会用到食糖，因此不会出现严重影响。

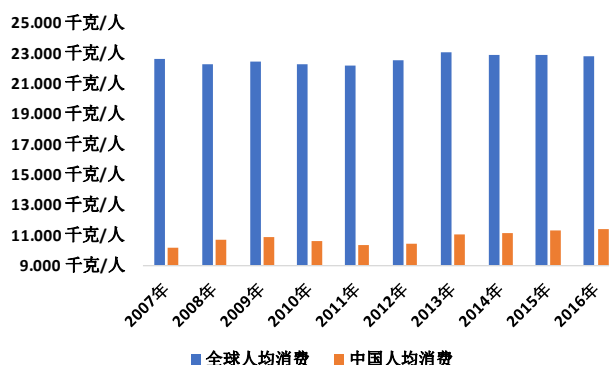
图 22：可口可乐公司旗下中国品牌



资料来源：公司官网，东莞证券研究所

糖周期下行阶段仍然存在机会。根据上述的分析，根据当前的销糖率以及库销比，当前中国乃至全世界正处于糖库存与食糖产量过剩的状态，是糖周期的下行阶段。糖库存与产量过剩是基于糖的消费情况与市场规模而决定。如果消费改变导致市场规模改变，那么食糖产量与库存的态势将有可能改变。2016年，全球糖类人均消费量是 22.88 千克，而中国糖类人均消费量只有 11.43 千克。中国当前的人均糖类消费量还不足世界水平的一半。因此，中国的食糖消费市场还有很大的发展的空间。如何提升中国食糖消费市场，这是下游企业一直思考的问题。对于公司而言，食糖的市场规模扩大，将有利于公司的业绩增长。对于当前食糖的市场规模的扩大动力点，根据上述分析，乳制品有望成为其中一种，未来可能有更多的动力点。

图 23：糖类人均消费量对比：全球水平与中国水平



资料来源：wind，东莞证券研究所

优势四：公司产能有提升空间。一旦食糖市场规模扩大，公司是否有能力抢占市场？答案是有的。首先，公司产品有较强议价能力。公司作为符合资格的申请配额进口食糖贸易商，根据当前的食糖价格，公司产品的原材料成本比例会相对较低，同时部分自营产品直接来源于进口，因此公司产品整体价格会相对较低，公司产品具有价格优势。第二，公司产能有释放空间。公司通过一系列外延并购，不断扩张自身产能。自产糖方面，2016年，公司通过参加竞拍收购了崇左市永凯左江制糖有限责任公司资产，并设立崇左糖业与江州糖业，公司在自产糖业务上拥有 60 万吨的产能。2017 年，公司通过竞拍方式取得云南德宏梁河力量生物制品有限公司下属梁河糖厂、芒东糖厂相关资产，

实现公司食糖业务云南布局突破，预计公司 2018 年自产糖的产能可以再上一个台阶。炼糖业务，2016 年，公司与营口北方签订《股权转让合同》，以人民币 2.63 亿元的价格，受让营口北方持有的营口太古 51% 股权。当前公司拥有唐山糖业和辽宁糖业共计 150 万吨/年炼糖能力。在海外，公司在澳洲拥有一家工厂 Tully 糖业公司，年产糖约 30 万吨。从以上数据可以知道，公司当前总产能起码有 240 万吨。2017 年，公司自产糖生产量为 101.33 万吨，产能利用率仅为 42.22%。因此，公司产能还有很大的释放空间。

4. 公司业绩保持快速增长 糖价下跌影响盈利能力

近几年业绩保持较快增长。公司 2017 年实现营业收入为 191.57 亿元，同比增长 41.31%，增速同比上升 25.11 个百分点，增速高出行业 14.09 个百分点；实现归属于母公司股东的净利润 7.40 亿元，同比增长 43.69%，增速高出行业 34.08 个百分点，增速同比下降 533.25 个百分点。公司近三年营业收入年均复合增速达到 28.14%，归母净利润年均复合增速达到 211.88%。2018 年上半年实现营业收入 94.03 亿元，同比增长 13.07%，增速低于行业 6.87 个百分点；实现归母净利润 5.09 亿元，同比增长 45.05%。增速高于行业 7.10 个百分点。

图 24：公司营业收入情况

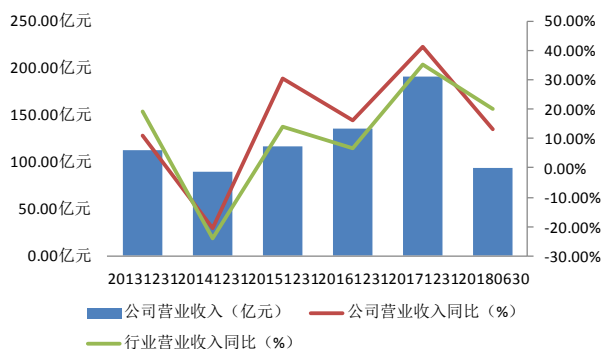
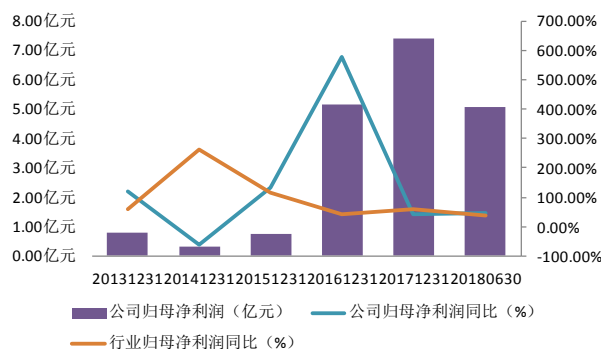


图 25：公司归母净利润情况



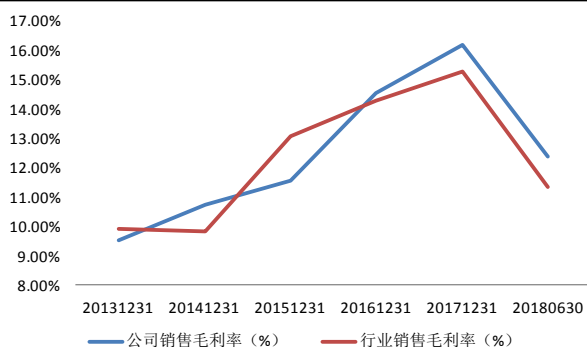
资料来源：wind，东莞证券研究所

资料来源：wind，东莞证券研究所

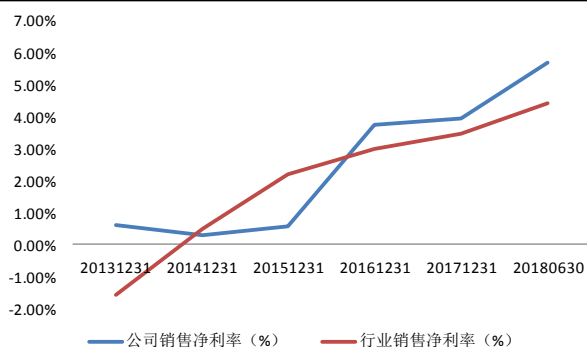
糖价下跌影响公司盈利能力。2017 年，公司销售毛利率为 16.17%，同比上升 1.64 个百分点，高于行业 0.77 个百分点；销售净利率为 3.94%，同比上升 0.17 个百分点，高于行业 1.25 个百分点；期间费用率为 8.39%，同比下降 0.35 个百分点。由于 2018 年一季度食糖价格同比下滑 15.59%，公司 2018 年上半年盈利能力有所下滑。2018 年上半年，公司销售毛利率为 12.36%，同比下降 4.35 个百分点，销售净利率为 5.70%，同比上升 2.15 个百分点。销售净利率上升主要是因为三项费用率同比下降 0.55 个百分点，其中，财务费用率同比下降 0.92 个百分点，管理费用率同比下降 0.33 个百分点，销售费用率同比上升 0.70 个百分点。

图 26：公司销售毛利率

图 27：公司销售净利率

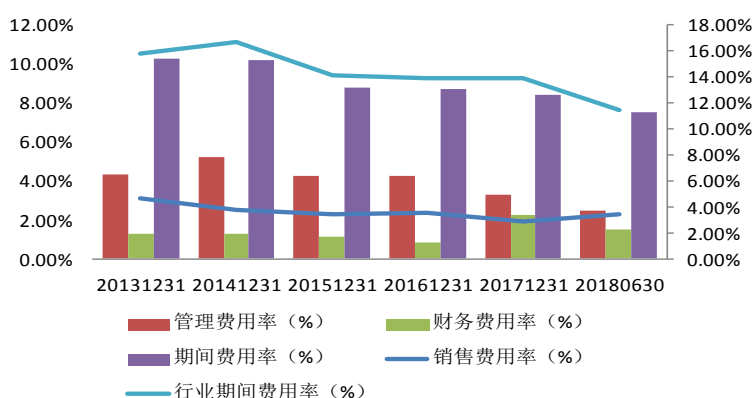


资料来源：wind，东莞证券研究所



资料来源：wind，东莞证券研究所

图 28：公司三项费用率



资料来源：wind，东莞证券研究所

总结：当前贸易糖业务依然是公司的营业收入与营业利润的第一贡献点。在糖周期下行阶段，在食糖消费市场规模不变的情况下，相对低价的进口糖是公司有力的竞争点，成为业绩的支撑点。假设食糖消费市场规模扩大，公司近年来的通过外延并购的产能将获得释放，届时，自产糖业务与炼糖业务将会成为公司新的业绩向上的动力。糖周期下行阶段糖价下跌的趋势短期难以改变，公司毛利率有可能继续受到影响。然而，近几年，公司严格控制成本，三项费用率都出现下降，因此，公司净利率有望继续保持高于行业水平。

5 投资建议：维持谨慎评级

预计公司 2018-2019 年 EPS 分别为 0.43 元和 0.57 元，对应 PE 分别为 16 倍和 12 倍。公司是国内糖业龙头，在糖周期下行阶段具有较强的抗风险能力。在糖周期下行阶段，公司作为国内最大的食糖贸易商，掌握相对低价的食糖，具有成本优势。同时，公司优质的客户保证了公司产品的销售。近几年，公司通过外延并购，产能获得提升。在未来糖周期上行阶段或食糖市场扩大时，公司产能有提升和释放空间，自产糖业务与炼糖业务将成为公司业绩增长点。因此维持谨慎推荐评级。

风险提示：糖价大幅下降、产能释放不及预期、重大自然灾害等。

表 2：公司盈利预测（截至 2018/10/24）

科目(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
营业总收入	19,157.21	22,605.51	25,318.17	28,356.35
营业总成本	17,988.15	21,470.86	23,797.14	26,453.52
营业成本	16,059.75	19,259.89	21,267.26	23,677.55
营业税金及附加	117.20	124.33	146.85	172.97
销售费用	555.12	655.56	734.23	822.33
管理费用	625.82	739.20	827.90	927.25
财务费用	425.46	450.00	550.00	550.00
其他经营收益	-167.58	26.33	29.94	34.43
公允价值变动净收益	37.38	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-220.21	10.32	12.32	15.05
营业利润	1,001.48	1,160.98	1,550.96	1,937.25
加 营业外收入	17.79	0.00	0.00	0.00
减 营业外支出	14.57	0.00	0.00	0.00
利润总额	1,004.71	1,160.98	1,550.96	1,937.25
减 所得税	249.43	288.27	385.10	481.02
净利润	755.28	872.71	1,165.86	1,458.23
减 少数股东损益	13.91	-2.00	-1.00	-1.66
归母公司所有者的净利润	741.37	874.71	1,166.86	1,459.89
总股本(万)	205,187.62	205,187.62	205,187.62	205,187.62
基本每股收益(元)	0.36	0.43	0.57	0.71
PE(倍)	23.73	16	12	9

资料来源：东莞证券研究所

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn