



# 中国粮油控股

## 资产重组刚到半程

### 业绩预览

#### 2017年盈利预计约为30亿港元

1月初，中国粮油控股发布盈利预喜公告，预计公司2017年账面盈利有望达约30亿港元。剔除2017年四季度9亿港元的一次性玉米加工资产处置收益，预计公司盈利为21亿港元。超出我们此前预期，考虑到政府补贴减少，2017年下半年公司的玉米深加工业务（公司两个主要贡献盈利的业务之一）增长或将停滞，因此我们认为公司正面盈利预喜的主要原因在于油籽加工业务表现好于预期。预计公司期末派息率为扣非后盈利（21亿港元）的20%，同时考虑到公司录得资产处置收益，预计公司有望派发特别股息。我们假设公司的特别股息区间为10-16亿港元，基于当前股价，则公司2017年股息收益率有望达10%左右。

#### 关注要点

- 1) 预计2017年下半年公司压榨利润有望达约270港元/吨，进而带动油籽加工业务毛利率达到5%以上，如果2018年农产品价格持续向好，整合小包装油业务有望带动油籽加工板块毛利率实现进一步提升；
- 2) 静待资产重组的剩下半程；
- 3) 大米加工业务、小麦加工业务以及大麦加工业务有望维持稳健增长。

#### 估值与建议

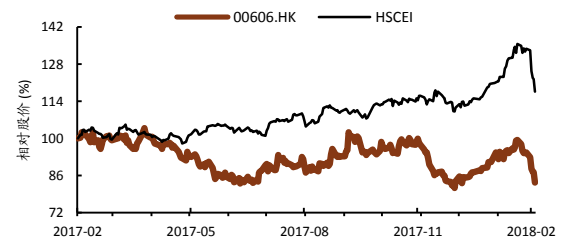
基于公司公告我们上调公司2017年盈利预测，同时下调公司2018年盈利预测12.1%，主要考虑到可以抵消处置玉米加工业务带来的盈利损失的油籽加工业务整合还未完成。将公司2018年底目标价暂时从5.06港元下调24.1%至3.84港元，在盈利预测中反映资产重组的全部影响及设定新目标价前，我们仍在等待更多油籽业务整合信息。我们目标价对应0.7倍2018年市净率，基于全球可比公司平均内部收益率（ROE除以市净率）。由于新目标价较公司目前股价存在16%的上行空间，且预计公司的资产重组有望在年内完成，以提升公司盈利前景，我们维持公司的“推荐”评级。

#### 风险

农产品价格走势不利；重组进程慢于预期。

### 维持推荐

股票代码	00606.HK
评级	推荐
最新收盘价	港币 3.21
目标价	港币 3.84
52周最高价/最低价	港币 4.08~3.07
总市值(亿)	港币 170
30日日均成交额(百万)	港币 38.33
发行股数(百万)	5,250
其中：自由流通股(%)	100
30日日均成交量(百万股)	10.63
主营行业	农业



(港币 百万)	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	89,163	99,853	96,783	101,501
增速	8.0%	12.0%	-3.1%	4.9%
归属母公司净利润	1,419	3,093	1,444	1,472
增速	N.M.	118.0%	-53.3%	1.9%
每股净利润	0.27	0.59	0.28	0.28
每股净资产	5.00	5.54	5.48	5.70
每股股利	0.05	0.33	0.06	0.06
每股经营现金流	0.30	0.13	0.52	0.13
市盈率	11.9	5.4	11.7	11.5
市净率	0.6	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA	9.8	6.4	9.1	9.0
股息收益率	1.7%	10.3%	1.7%	1.7%
平均总资产收益率	2.0%	4.0%	1.7%	1.8%
平均净资产收益率	5.4%	11.2%	5.0%	5.0%

资料来源：万得资讯，彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

### 袁霏阳

分析员  
 feiyang.yuan@cicc.com.cn  
 SAC 执证编号：S0080511030012  
 SFC CE Ref: A1Z727



## 财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万港元)	2016A	2017E	2018E	2019E	主要财务比率	2016A	2017E	2018E	2019E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	89,163	99,853	96,783	101,501	营业收入	8.0%	12.0%	-3.1%	4.9%
营业成本	-82,919	-92,058	-89,808	-94,226	营业利润	370.2%	89.6%	-43.7%	1.5%
营业费用	3,107	3,200	3,367	3,510	EBITDA	77.4%	54.1%	-30.9%	2.5%
管理费用	2,115	2,288	2,327	2,424	净利润	N.M.	118.0%	-53.3%	1.9%
其他	341	599	581	609	<b>盈利能力</b>				
营业利润	2,210	4,191	2,359	2,394	毛利率	7.0%	7.8%	7.2%	7.2%
财务费用	721	684	772	772	营业利润率	2.5%	4.2%	2.4%	2.4%
其他利润	0	0	0	0	EBITDA 利润率	4.2%	5.8%	4.1%	4.0%
利润总额	1,785	3,727	1,827	1,862	净利润率	1.6%	3.1%	1.5%	1.4%
所得税	253	401	274	279	<b>偿债能力</b>				
少数股东损益	113	233	109	111	流动比率	1.11	1.17	1.16	1.19
归属母公司净利润	1,419	3,093	1,444	1,472	速动比率	0.65	0.74	0.74	0.75
EBITDA	3,732	5,752	3,977	4,076	现金比率	0.20	0.31	0.32	0.32
扣非后净利润	1,419	3,093	1,444	1,472	资产负债率	58.0%	59.8%	59.9%	59.2%
<b>资产负债表</b>					净债务资本比率	51.2%	46.8%	45.5%	44.1%
货币资金	7,659	14,379	14,918	14,817	<b>回报率分析</b>				
应收账款及票据	2,903	3,251	3,151	3,304	总资产收益率	2.0%	4.0%	1.7%	1.8%
存货	17,887	19,858	19,373	20,326	净资产收益率	5.4%	11.2%	5.0%	5.0%
其他流动资产	15,101	16,874	16,365	17,145	<b>每股指标</b>				
流动资产合计	43,550	54,362	53,806	55,593	每股净利润 (港元)	0.27	0.59	0.28	0.28
固定资产及在建工程	24,335	24,372	24,357	24,277	每股净资产 (港元)	5.00	5.54	5.48	5.70
无形资产及其他长期资产	4,242	4,340	4,456	4,572	每股股利 (港元)	0.05	0.33	0.06	0.06
非流动资产合计	28,576	28,712	28,812	28,849	每股经营现金流 (港元)	0.30	0.13	0.52	0.13
资产合计	72,126	83,074	82,618	84,442	<b>估值分析</b>				
短期借款	21,594	27,935	27,935	27,935	市盈率	11.9	5.4	11.7	11.5
应付账款	3,308	3,672	3,582	3,759	市净率	0.6	0.6	0.6	0.6
其他流动负债	14,291	15,022	14,842	15,195	EV/EBITDA	9.8	6.4	9.1	9.0
流动负债合计	39,192	46,629	46,359	46,889	股息收益率	1.7%	10.3%	1.7%	1.7%
长期借款	1,596	2,065	2,065	2,065					
非流动负债合计	2,621	3,090	3,090	3,090					
负债合计	41,814	49,719	49,449	49,979					
股本	525	525	525	525					
未分配利润	25,724	28,534	28,240	29,423					
股东权益合计	26,249	29,059	28,765	29,948					
负债及股东权益合计	72,126	83,074	82,618	84,442					
<b>现金流量表</b>									
税前利润	1,785	3,727	1,827	1,862					
折旧和摊销	-1,515	-1,502	-1,561	-1,626					
营运资本变动	-2,296	-2,996	824	-1,359					
其他	3,611	1,441	1,663	1,787					
经营活动现金流	1,585	670	2,754	664					
资本开支	-1,424	-1,500	-1,500	-1,500					
其他	150	1,022	1,024	1,024					
投资活动现金流	-1,275	-478	-476	-476					
股权融资	-2	0	0	0					
银行借款	64,800	6,810	0	0					
其他	-62,715	-281	-1,739	-289					
筹资活动现金流	2,083	6,529	-1,739	-289					
汇率变动对现金的影响	-246	0	0	0					
现金净增加额	2,147	6,720	539	-101					

资料来源：公司数据，中金公司研究部

## 公司简介

中国粮油控股有限公司注册地香港，是中国领先的综合农产品及食品加工企业。公司主营业务涉及油籽、生化及生物燃料、大米、小麦及啤酒原料的加工及销售业务，大部分产品通过遍及中国的销售网络在国内市场出售。公司致力于成为农产品加工行业、生物质能源和生物化工产业的领导者，及中国快速增长的食品行业的一站式原料提供商。第一大股东为中粮集团有限公司。



预计 2017 年下半年公司压榨利润有望达约 270 港元/吨，进而带动油籽加工业务毛利率达到 5%以上，如果 2018 年农产品价格持续向好，整合小包装油业务有望带动油籽加工板块毛利率实现进一步提升。

我们预计 2017 年下半年公司油籽加工业务毛利率有望达到 5%以上(2017 上半年为 4.5%)，主要由于 2017 年下半年大豆价格下跌，而豆粕以及豆油价格保持坚挺，使得油籽加工业务实现不错的利润率。同时年底大豆价格下跌表明 2017 年下半年公司油籽加工业务毛利中有望录得套保收益。此外，上个季度对小包装食用油业务的整合也有望进一步改善 2017 年下半年油籽加工业务毛利率(小包装食用油业务毛利率通常在 10%以上，而豆粕以及散装油业务毛利率通常仅为 4-5%)。因此，我们预计公司油籽加工业务全年息税前利润(EBIT)有望达约 16.8 亿港元，相当于我们总营业利润预测的 40%左右；如果剔除玉米加工资产处置一次性收益，则占总营业利润预测的 50%以上。

基于我们农业组的预测，2018 年大豆价格有望小幅上涨，而豆粕价格涨幅有望超过豆油价格涨幅。但是，如果大豆价格持续温和上涨，我们预计年底将会产生套保损失，抵消压榨利润的上行。目前，我们假设 2018 年豆粕与散装油利润率持平，而油籽加工业务整体毛利率在小包装食用油业务(毛利率高于豆粕和散装油业务)的带动下有望进一步提升。因此，我们预计 2018 年该板块利润增速在 2017 年已经达到高峰的情况下仍然有望实现 20%左右的增速。

### 静待资产重组的剩下半程

公司以 20 倍 2016 年市盈率或 1.3 倍 2016 年市净率的价格出售了公司的玉米加工业务，获得大约 85 亿港元的现金收益，因此公司有望派发 10-16 亿港元的特别股息。我们认为此举是公司资产重组计划的一部分，预计公司未来将把重心放在油籽加工业务、大米加工业务以及小麦加工业务。预计公司今年可能会考虑整合来宝农业和中纺集团的油籽加工业务。目前来宝农业拥有 6 个加工厂，总加工能力达到 400 万吨。而中纺集团拥有 13 个加工厂，总加工能力达到 600 万吨。我们预计整合有望在今年完成，但公司可能会只保留表现较好的加工厂。因此，我们在等待公司披露更多的细节信息，以在盈利预测中反映资产重组(出售玉米加工资产，收购油籽加工资产)的全部影响。

正如我们此前所提到的，此次资产重组完成后(即公司业务重组第一步完成)，我们将会关注中粮集团是否会将所有农业相关业务整合进一家上市公司，同时关注届时中国粮油控股是否会被选为香港上市公司平台去完成这一使命。

### 大米加工业务、小麦加工业务以及大麦加工业务有望维持稳健增长

与玉米加工业务以及油籽加工业务相比，公司其余三个业务板块的利润率波动相对较小。虽然 2017 年大米出口量大幅上升带动大米加工业务利润提升，但我们认为该影响可能是非经常性影响，因为我们预计 2018 年大米出口量可能会从 2017 年的约 90 万吨下降至 60 万吨左右。预计 2017-18 年期间公司小麦以及大麦加工业务有望保持稳健的同比增长。我们预计 2017 年大米加工业务、小麦加工业务以及大麦加工业务在公司整体息税前利润中贡献有望达 24%，如果剔除资产处置收益，则贡献有望达到 31%。考虑到玉米加工资产已经被公司出售，而我们目前的盈利预测还未反映油籽加工业务整合，因此我们预计 2018 年公司其余三个业务板块在公司整体息税前利润中贡献占比有望达到 50%以上。



图表1: 历史财务数据比较

(港币 百万)	历史数据														
	同比				年度					半年度					
	2H17E	2H16	YoY	2017E	2016	YoY	FY16	FY17E	FY18E	1H15	2H15	1H16	2H16	1H17	2H17E
<b>销售收入</b>	<b>55,422</b>	<b>48,398</b>	<b>14.5%</b>	<b>99,853</b>	<b>89,163</b>	<b>12.0%</b>	<b>89,163</b>	<b>99,853</b>	<b>96,783</b>	<b>39,208</b>	<b>43,340</b>	<b>40,764</b>	<b>48,398</b>	<b>44,431</b>	<b>55,422</b>
油籽加工	33,270	28,554	16.5%	57,883	50,434	14.8%	50,434	57,883	66,466	19,064	21,989	21,880	28,554	24,613	33,270
大米加工及贸易	5,353	4,672	14.6%	11,637	9,196	26.5%	9,196	11,637	10,211	4,545	5,441	4,524	4,672	6,283	5,353
小麦加工	5,211	4,898	6.4%	9,351	8,946	4.5%	8,946	9,351	10,263	4,018	4,510	4,047	4,898	4,140	5,211
啤酒原料	832	1,034	-19.5%	2,064	2,685	-23.1%	2,685	2,064	2,129	1,456	1,161	1,651	1,034	1,232	832
生化及生物燃料	6,315	5,906	6.9%	11,905	11,526	3.3%	11,526	11,905	0	8,154	6,468	5,620	5,906	5,590	6,315
<b>毛利</b>	<b>4,159</b>	<b>4,481</b>	<b>-7.2%</b>	<b>7,795</b>	<b>6,243</b>	<b>24.9%</b>	<b>6,243</b>	<b>7,795</b>	<b>6,976</b>	<b>2,256</b>	<b>2,030</b>	<b>1,762</b>	<b>4,481</b>	<b>3,636</b>	<b>4,159</b>
油籽加工	1,671	2,125	-21.4%	2,778	2,169	28.1%	2,169	2,778	4,174	648	871	44	2,125	1,108	1,671
大米加工及贸易	749	1,095	-31.6%	1,629	1,113	46.4%	1,113	1,629	1,430	345	533	534	1,095	880	749
小麦加工	488	453	7.9%	795	760	4.5%	760	795	872	189	383	308	453	306	488
啤酒原料	195	273	-28.3%	485	545	-11.0%	545	485	500	323	174	272	273	289	195
生化及生物燃料	1,146	923	24.1%	2,107	1,418	48.6%	1,418	2,107	0	669	-55	495	923	962	1,146
销售费用	-1,511	-1,653	-8.6%	-3,200	-3,107	3.0%	-3,107	-3,200	-3,367	-1,397	-1,484	-1,454	-1,653	-1,689	-1,511
管理费用	-1,167	-1,190	-1.9%	-2,288	-2,115	8.2%	-2,115	-2,288	-2,327	-942	-1,021	-925	-1,190	-1,121	-1,167
其他收入净值	966	570	69.4%	1,884	1,189	58.5%	1,189	1,884	1,076	225	803	619	570	919	966
<b>息税前利润</b>	<b>2,446</b>	<b>2,208</b>	<b>10.8%</b>	<b>4,191</b>	<b>2,210</b>	<b>89.6%</b>	<b>2,210</b>	<b>4,191</b>	<b>2,359</b>	<b>142</b>	<b>328</b>	<b>2</b>	<b>2,208</b>	<b>1,745</b>	<b>2,446</b>
油籽加工	1,253	250	400.4%	1,679	1,046	60.4%	1,046	1,679	2,003	-1,008	-302	796	250	426	1,253
大米加工及贸易	270	83	225.9%	547	191	186.8%	191	547	490	24	99	108	83	277	270
小麦加工	113	110	3.2%	177	150	17.6%	150	177	194	-34	97	41	110	63	113
啤酒原料	113	143	-20.8%	293	296	-1.1%	296	293	302	187	24	153	143	180	113
生化及生物燃料	514	453	13.5%	1,268	607	109.0%	607	1,268	0	179	-16	154	453	754	514
财务成本净值	-354	-357	-0.9%	-684	-721	-5.2%	-721	-684	-772	-337	-349	-364	-357	-330	-354
联营公司损益	101	223	-54.7%	220	296	-25.7%	296	220	240	46	116	73	223	119	101
<b>除税前利润</b>	<b>2,193</b>	<b>2,074</b>	<b>5.7%</b>	<b>3,727</b>	<b>1,785</b>	<b>108.8%</b>	<b>1,785</b>	<b>3,727</b>	<b>1,827</b>	<b>-149</b>	<b>95</b>	<b>-289</b>	<b>2,074</b>	<b>1,534</b>	<b>2,193</b>
所得税	-74	-249	-70.4%	-401	-253	58.4%	-253	-401	-274	-73	-250	-3	-249	-327	-74
少数股东权益	-85	-182	-53.4%	-233	-113	106.6%	-113	-233	-109	-47	91	69	-182	-148	-85
<b>净利润</b>	<b>2,034</b>	<b>1,642</b>	<b>23.9%</b>	<b>3,093</b>	<b>1,419</b>	<b>118.0%</b>	<b>1,419</b>	<b>3,093</b>	<b>1,444</b>	<b>-269</b>	<b>-63</b>	<b>-223</b>	<b>1,642</b>	<b>1,059</b>	<b>2,034</b>
<b>毛利率</b>	<b>7.5%</b>	<b>9.3%</b>	<b>-1.8%</b>	<b>7.8%</b>	<b>7.0%</b>	<b>0.8%</b>	<b>7.0%</b>	<b>7.8%</b>	<b>7.2%</b>	<b>5.8%</b>	<b>4.7%</b>	<b>4.3%</b>	<b>9.3%</b>	<b>8.2%</b>	<b>7.5%</b>
销售费用率	2.7%	3.4%	-0.7%	3.2%	3.5%	-0.3%	3.5%	3.2%	3.5%	3.6%	3.4%	3.6%	3.4%	3.8%	2.7%
管理费用率	2.1%	2.5%	-0.4%	2.3%	2.4%	-0.1%	2.4%	2.3%	2.4%	2.4%	2.4%	2.3%	2.5%	2.5%	2.1%
<b>息税前利润率</b>	<b>4.4%</b>	<b>4.6%</b>	<b>-0.1%</b>	<b>4.2%</b>	<b>2.5%</b>	<b>1.7%</b>	<b>2.5%</b>	<b>4.2%</b>	<b>2.4%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.8%</b>	<b>0.0%</b>	<b>4.6%</b>	<b>3.9%</b>	<b>4.4%</b>
油籽加工	3.8%	0.9%	2.9%	2.9%	2.1%	0.8%	2.1%	2.9%	3.0%	-5.3%	-1.4%	3.6%	0.9%	1.7%	3.8%
大米加工及贸易	5.0%	1.8%	3.3%	4.7%	2.1%	2.6%	2.1%	4.7%	4.8%	0.5%	1.8%	2.4%	1.8%	4.4%	5.0%
小麦加工	2.2%	2.2%	-0.1%	1.9%	1.7%	0.2%	1.7%	1.9%	1.9%	-0.9%	2.2%	1.0%	2.2%	1.5%	2.2%
啤酒原料	13.6%	13.8%	-0.2%	14.2%	11.0%	3.2%	11.0%	14.2%	14.2%	12.8%	2.1%	9.3%	13.8%	14.6%	13.6%
生化及生物燃料	8.1%	7.7%	0.5%	10.7%	5.3%	5.4%	5.3%	10.7%	-	2.2%	-0.2%	2.7%	7.7%	13.5%	8.1%
<b>除税前利润率</b>	<b>4.0%</b>	<b>4.3%</b>	<b>-0.3%</b>	<b>3.7%</b>	<b>2.0%</b>	<b>1.7%</b>	<b>2.0%</b>	<b>3.7%</b>	<b>1.9%</b>	<b>-0.4%</b>	<b>0.2%</b>	<b>-0.7%</b>	<b>4.3%</b>	<b>3.5%</b>	<b>4.0%</b>
有效税率	3.4%	-0.9%	n.m	10.7%	-0.5%	n.m	14.2%	10.7%	15.0%	n.m	n.m	-1.2%	12.0%	21.3%	3.4%
<b>净利率</b>	<b>3.7%</b>	<b>3.4%</b>	<b>0.3%</b>	<b>3.1%</b>	<b>1.6%</b>	<b>1.5%</b>	<b>1.6%</b>	<b>3.1%</b>	<b>1.5%</b>	<b>-0.7%</b>	<b>-0.1%</b>	<b>-0.5%</b>	<b>3.4%</b>	<b>2.4%</b>	<b>3.7%</b>

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表2: 中国粮油控股油籽加工业务

百万港币	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E
收入	53,714	41,053	50,434	57,883	66,466	69,448
同比	-6.6%	-23.6%	22.9%	14.8%	14.8%	4.5%
毛利	-876	1,519	2,169	2,778	4,174	4,368
毛利率	-1.6%	3.7%	4.3%	4.8%	6.3%	6.3%
息税前利润	-1,519	-108	1,046	1,679	2,003	2,100
息税前利润率	-2.8%	-0.3%	2.1%	2.9%	3.0%	3.0%

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表4: 中国粮油控股小麦加工业务

百万港币	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E
收入	9,002	8,528	8,946	9,351	10,263	10,930
同比	5.2%	-5.3%	4.9%	4.5%	9.8%	6.5%
毛利	522	571	760	795	872	929
毛利率	5.8%	6.7%	8.5%	8.5%	8.5%	8.5%
息税前利润	82	63	150	177	194	207
息税前利润率	0.9%	0.7%	1.7%	1.9%	1.9%	1.9%

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表3: 中国粮油控股大米加工及贸易业务

百万港币	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E
收入	7,746	9,986	9,196	11,637	10,211	10,439
同比	0.0%	28.9%	-7.9%	26.5%	-12.3%	2.2%
毛利	751	879	1,113	1,629	1,430	1,462
毛利率	9.7%	8.8%	12.1%	14.0%	14.0%	14.0%
息税前利润	-17	124	191	547	490	501
息税前利润率	-0.2%	1.2%	2.1%	4.7%	4.8%	4.8%

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表5: 中国粮油控股啤酒原料业务

百万港币	2014	2015	2016E	2017E	2018E	2019E
收入	2,739	2,617	2,685	2,064	2,129	2,196
同比	26.2%	-4.4%	2.6%	-23.1%	3.2%	3.2%
毛利	575	497	545	485	500	516
毛利率	21.0%	19.0%	20.3%	23.5%	23.5%	23.5%
息税前利润	325	211	296	293	302	312
息税前利润率	11.9%	8.1%	11.0%	14.2%	14.2%	14.2%

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

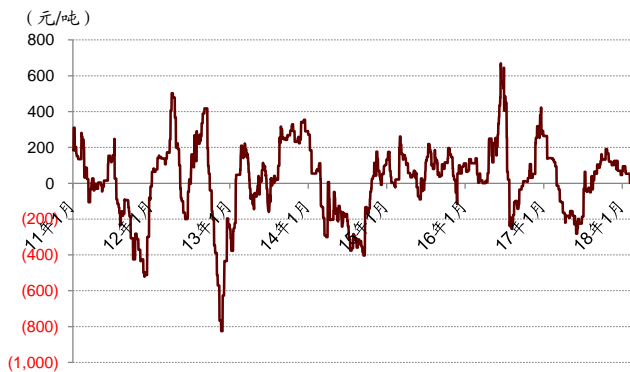


图表6: 盈利预测调整

(百万港币)	2017E			2018E			2019E
	调整前	调整后	变化	调整前	调整后	变化	调整后
<b>销售收入</b>	<b>92,563</b>	<b>99,853</b>	<b>7.9%</b>	<b>97,289</b>	<b>96,783</b>	<b>-0.5%</b>	<b>101,501</b>
油籽加工	52,918	57,883	9.4%	55,525	66,466	19.7%	69,448
大米加工及贸易	9,319	11,637	24.9%	9,455	10,211	8.0%	10,439
小麦加工	8,431	9,351	10.9%	9,505	10,263	8.0%	10,930
啤酒原料	2,978	2,064	-30.7%	2,978	2,129	-28.5%	2,196
生化及生物燃料	11,905	11,905	0.0%	12,112	0	-100.0%	0
<b>毛利</b>	<b>6,859</b>	<b>7,795</b>	<b>13.6%</b>	<b>6,850</b>	<b>6,976</b>	<b>1.8%</b>	<b>7,274</b>
油籽加工	2,275	2,778	22.1%	2,388	4,174	74.8%	4,368
大米加工及贸易	1,156	1,629	41.0%	1,172	1,430	21.9%	1,462
小麦加工	717	795	10.9%	808	872	8.0%	929
啤酒原料	604	485	-19.8%	604	500	-17.2%	516
生化及生物燃料	2,107	2,107	0.0%	1,877	0	-100.0%	0
销售费用	-2,968	-3,200	7.8%	-3,079	-3,367	9.3%	-3,510
管理费用	-2,109	-2,288	8.5%	-2,197	-2,327	5.9%	-2,424
<b>息税前利润</b>	<b>2,808</b>	<b>4,191</b>	<b>49.2%</b>	<b>2,626</b>	<b>2,359</b>	<b>-10.2%</b>	<b>2,394</b>
油籽加工	1,270	1,679	32.2%	1,333	2,003	50.3%	2,100
大米加工及贸易	289	547	89.3%	303	490	62.0%	501
小麦加工	159	177	10.9%	180	194	8.0%	207
啤酒原料	328	293	-10.5%	328	302	-7.7%	312
生化及生物燃料	1,268	1,268	0.0%	1,023	0	-100.0%	0
<b>除税前利润</b>	<b>2,312</b>	<b>3,727</b>	<b>61.2%</b>	<b>2,058</b>	<b>1,827</b>	<b>-11.2%</b>	<b>1,862</b>
所得税	-328	-401	22.3%	-292	-274	-6.0%	-279
少数股东权益	-139	-233	67.6%	-124	-109	-12.1%	-111
<b>净利润</b>	<b>1,846</b>	<b>3,093</b>	<b>67.6%</b>	<b>1,643</b>	<b>1,444</b>	<b>-12.1%</b>	<b>1,472</b>
<b>每股收益 (港币)</b>	<b>0.35</b>	<b>0.59</b>	<b>67.6%</b>	<b>0.31</b>	<b>0.28</b>	<b>-12.1%</b>	<b>0.28</b>
<b>毛利率</b>	<b>7.4%</b>	<b>7.8%</b>	<b>0.4%</b>	<b>7.0%</b>	<b>7.2%</b>	<b>0.2%</b>	<b>7.2%</b>
油籽加工	4.3%	4.8%	0.5%	4.3%	6.3%	2.0%	6.3%
大米加工及贸易	12.4%	14.0%	1.6%	12.4%	14.0%	1.6%	14.0%
小麦加工	8.5%	8.5%	0.0%	8.5%	8.5%	0.0%	8.5%
啤酒原料	20.3%	23.5%	3.2%	20.3%	23.5%	3.2%	23.5%
生化及生物燃料	17.7%	17.7%	0.0%	15.5%	0.0%	-15.5%	0.0%
销售费用率	3.2%	3.2%	0.0%	3.2%	3.5%	0.3%	3.5%
管理费用率	2.3%	2.3%	0.0%	2.3%	2.4%	0.1%	2.4%
<b>息税前利润率</b>	<b>3.0%</b>	<b>4.2%</b>	<b>1.2%</b>	<b>2.7%</b>	<b>2.4%</b>	<b>-0.3%</b>	<b>2.4%</b>
油籽加工	2.4%	2.9%	0.5%	2.4%	3.0%	0.6%	3.0%
大米加工及贸易	3.1%	4.7%	1.6%	3.2%	4.8%	1.6%	4.8%
小麦加工	1.9%	1.9%	0.0%	1.9%	1.9%	0.0%	1.9%
啤酒原料	11.0%	14.2%	3.2%	11.0%	14.2%	3.2%	14.2%
生化及生物燃料	10.7%	10.7%	0.0%	8.5%	n.m	n.m	n.m
有效税率	14.2%	10.7%	-3.4%	14.2%	15.0%	0.8%	15.0%
<b>净利率</b>	<b>2.0%</b>	<b>3.1%</b>	<b>1.1%</b>	<b>1.7%</b>	<b>1.5%</b>	<b>-0.2%</b>	<b>1.4%</b>

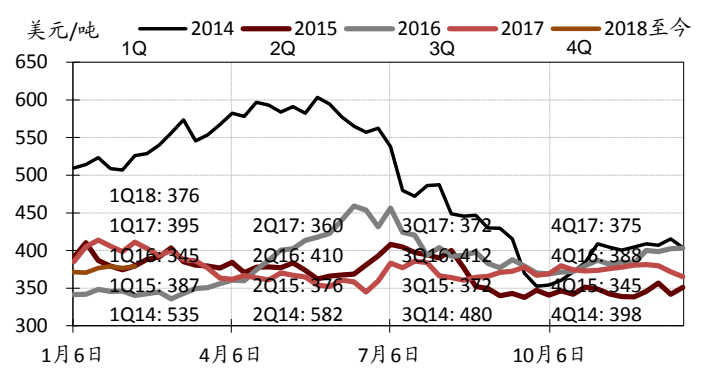
资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图表7: 大豆压榨利润



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

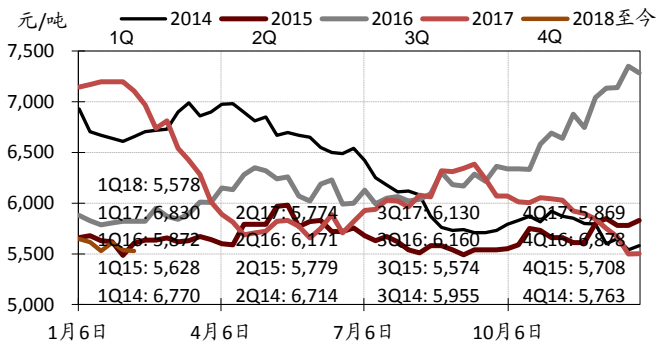
图表8: 美国大豆价格 (爱荷华州)



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

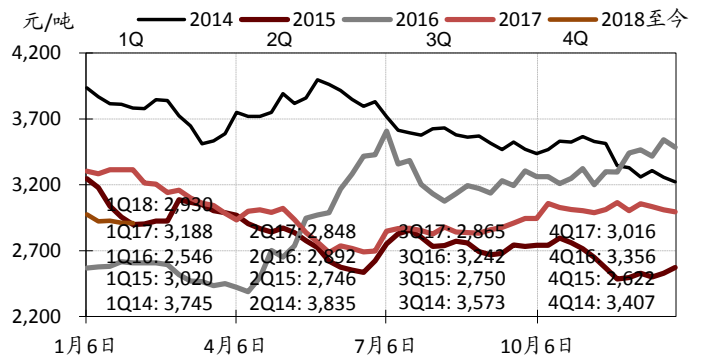


图表9：国内豆油平均价格



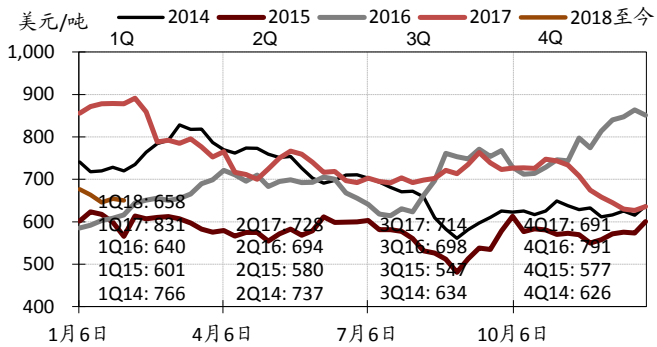
资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表10：国内豆粕平均价格



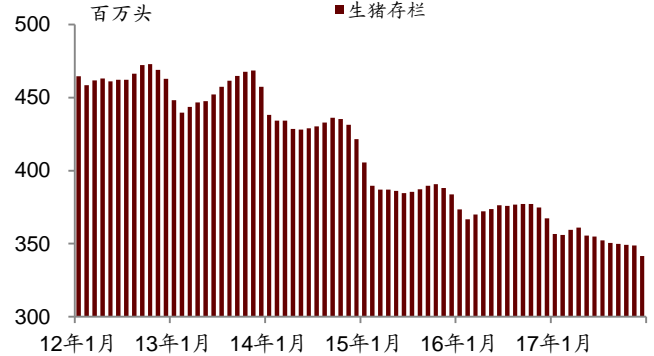
资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表11：马来西亚棕榈油价格走势



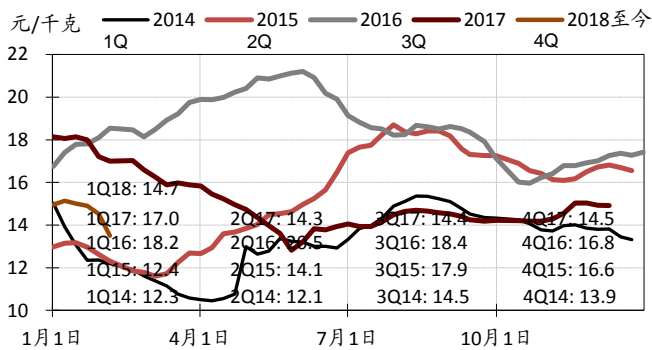
资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

图表12：国内生猪存栏量



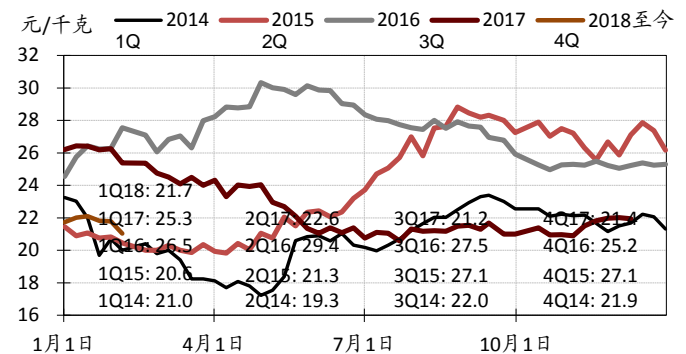
资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表13：国内生猪价格走势



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

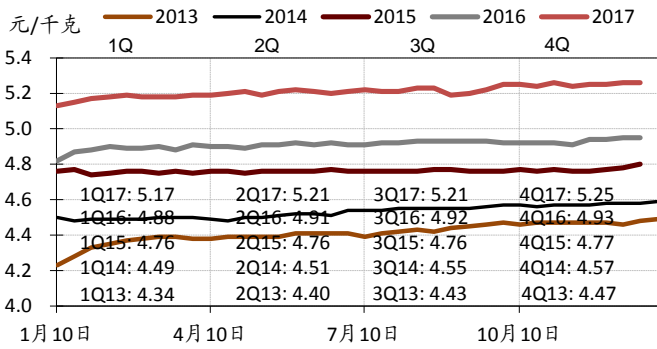
图表14：国内猪肉价格走势



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

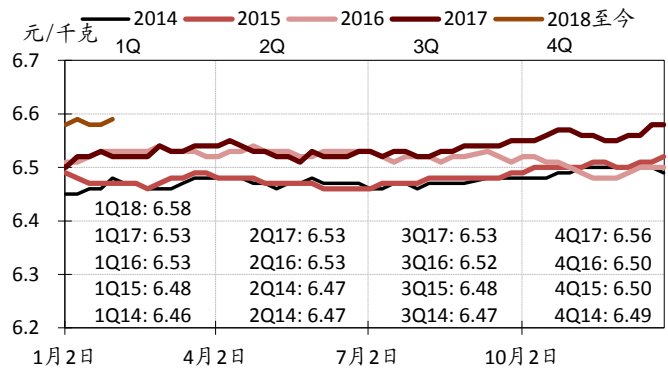


图表 15: 国内面粉价格走势



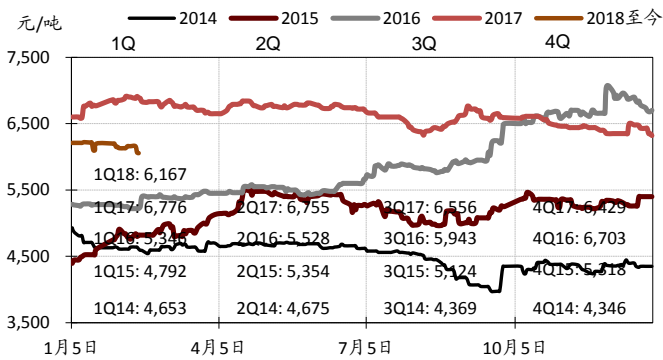
资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 16: 国内大米价格走势



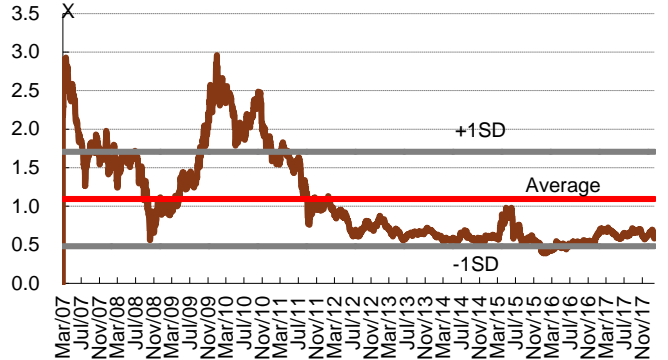
资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 17: 国内糖价走势 (南宁)



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 18: 市净率



资料来源: 彭博资讯, 公司数据, 中金公司研究部



图表 19: 全球农业可比公司估值表

公司	代码	市值 百万美元	市盈率			市净率			净资产收益率 (%)			股息收益率 (%)			EV/EBITDA		
			2016A	2017A	2018E	2016A	2017A	2018E	2016A	2017A	2018E	2016A	2017A	2018E	2016A	2017A	2018E
<b>水产捕捞与养殖企业</b>																	
Sanford新西兰有限公司	SAN NZ EQUITY	520	19.1	14.9	13.7	1.2	1.2	1.1	6.5	8.0	8.4	3.0	3.4	3.7	11.5	9.3	8.8
Marine Harvest股份有限公司	MHG NO EQUITY	9,031	12.5	12.1	12.9	2.9	2.9	2.8	23.3	24.3	22.0	6.5	8.4	6.5	7.5	8.6	8.5
日本水产	1332 JP EQUITY	1,502	10.9	8.4	9.5	1.2	1.2	1.1	10.7	13.9	11.2	1.1	1.5	1.8	9.4	9.1	9.2
<b>平均</b>			<b>14.2</b>	<b>11.8</b>	<b>12.0</b>	<b>1.8</b>	<b>1.8</b>	<b>1.7</b>	<b>13.5</b>	<b>15.4</b>	<b>13.8</b>	<b>3.5</b>	<b>4.5</b>	<b>4.0</b>	<b>9.5</b>	<b>9.0</b>	<b>8.8</b>
<b>肉类与禽类养殖</b>																	
澳大利亚农业有限公司	AAC AU EQUITY	551	8.9	27.9	15.4	0.7	0.7	0.6	7.7	2.4	4.1	0.0	n.a.	n.a.	7.9	18.6	12.3
Astral食品有限公司	ARL SJ EQUITY	890	12.8	9.2	9.7	3.2	2.8	2.4	25.0	30.0	25.0	4.2	5.6	5.9	8.2	6.4	6.7
<b>平均</b>			<b>10.8</b>	<b>18.5</b>	<b>12.5</b>	<b>1.9</b>	<b>1.7</b>	<b>1.5</b>	<b>16.3</b>	<b>16.2</b>	<b>14.5</b>	<b>2.1</b>	<b>5.6</b>	<b>5.9</b>	<b>8.1</b>	<b>12.5</b>	<b>9.5</b>
<b>屠宰与肉类加工行业</b>																	
泰森食品公司	TSN US EQUITY	29,904	15.4	11.4	11.1	2.3	2.2	2.1	14.9	19.2	18.6	2.5	1.6	1.8	10.6	8.9	8.8
荷美尔食品有限公司	HRL EQUITY	17,376	20.5	19.4	18.2	3.5	3.5	3.3	17.1	18.1	18.1	2.1	2.3	2.5	12.2	11.7	11.1
康尼格拉食品	CAG US EQUITY	14,247	24.0	18.5	16.9	3.9	3.9	3.8	16.0	21.2	22.7	2.5	2.4	2.6	14.9	11.7	11.4
日本火腿	2282 JP EQUITY	4,730	14.0	14.0	13.4	1.2	1.2	1.1	8.4	8.5	8.3	2.2	2.2	2.3	7.9	7.8	7.3
Atria Oyj	ATRAV FH EQUITY	408	18.1	12.8	11.2	0.8	0.8	0.7	4.4	6.0	6.7	3.9	4.5	5.3	7.5	6.6	6.1
HKScan oyj	HKSAV FH EQUITY	200	n.m.	98.8	19.8	0.5	0.5	0.5	n.m.	0.5	2.4	3.0	3.5	4.2	13.3	5.7	4.9
<b>平均</b>			<b>18.4</b>	<b>29.2</b>	<b>15.1</b>	<b>2.0</b>	<b>2.0</b>	<b>1.9</b>	<b>12.2</b>	<b>12.3</b>	<b>12.8</b>	<b>2.7</b>	<b>2.7</b>	<b>3.1</b>	<b>11.1</b>	<b>8.7</b>	<b>8.3</b>
<b>国际种子行业</b>																	
孟山都	MON US EQUITY	52,297	23.0	20.8	19.1	7.9	6.8	6.2	34.4	32.8	32.3	1.8	2.0	2.1	14.5	12.8	11.8
KWS种子股份有限公司	KWS GR EQUITY	2,612	21.9	21.1	20.0	2.7	2.4	2.2	12.5	11.2	10.8	1.0	1.0	1.1	12.2	12.3	11.4
<b>平均</b>			<b>22.4</b>	<b>21.0</b>	<b>19.5</b>	<b>5.3</b>	<b>4.6</b>	<b>4.2</b>	<b>23.5</b>	<b>22.0</b>	<b>21.6</b>	<b>1.4</b>	<b>1.5</b>	<b>1.6</b>	<b>13.4</b>	<b>12.5</b>	<b>11.6</b>
<b>国际饲料</b>																	
卜蜂食品股份有限公司	CPF TB EQUITY	6,186	11.5	18.8	15.8	1.0	1.2	1.1	8.4	6.1	7.0	4.2	3.7	3.5	11.6	14.9	12.7
Ridley股份有限公司	RIC AU EQUITY	329	16.3	16.5	14.9	1.6	1.5	1.5	10.0	9.4	10.0	2.9	3.4	3.6	8.7	8.4	7.7
<b>平均</b>			<b>13.9</b>	<b>17.6</b>	<b>15.3</b>	<b>1.3</b>	<b>1.3</b>	<b>1.3</b>	<b>9.2</b>	<b>7.8</b>	<b>8.5</b>	<b>3.5</b>	<b>3.6</b>	<b>3.6</b>	<b>10.1</b>	<b>11.7</b>	<b>10.2</b>
<b>国际玉米加工公司</b>																	
泰特利乐	TATE LN EQUITY	3,748	10.5	11.8	11.8	2.1	1.9	1.8	19.9	16.4	15.5	4.8	4.9	5.1	8.0	7.0	7.1
宜瑞安公司	INGR US EQUITY	9,198	17.8	15.4	14.4	3.2	3.0	2.6	17.8	19.2	17.8	1.7	1.9	2.0	10.0	9.1	8.7
巴斯夫欧洲公司	BAS GR EQUITY	96,237	19.3	13.2	13.1	2.4	2.3	2.2	12.5	17.5	16.5	3.5	3.7	3.9	8.6	7.4	7.2
<b>平均</b>			<b>15.9</b>	<b>13.5</b>	<b>13.1</b>	<b>2.6</b>	<b>2.4</b>	<b>2.2</b>	<b>16.7</b>	<b>17.7</b>	<b>16.6</b>	<b>3.3</b>	<b>3.5</b>	<b>3.7</b>	<b>8.8</b>	<b>7.8</b>	<b>7.7</b>
<b>国际农业综合公司</b>																	
ARCHER-DANIELS	ADM US EQUITY	23,203	14.9	14.9	13.7	1.3	1.3	1.3	8.5	8.9	9.6	3.1	3.2	3.2	13.2	9.5	9.1
Bunge有限公司	BG US EQUITY	11,355	15.9	30.1	17.3	1.7	1.5	1.4	10.4	5.1	8.3	2.0	2.1	2.3	10.0	13.4	10.1
<b>平均</b>			<b>15.4</b>	<b>22.5</b>	<b>15.5</b>	<b>1.5</b>	<b>1.4</b>	<b>1.4</b>	<b>9.4</b>	<b>7.0</b>	<b>8.9</b>	<b>2.5</b>	<b>2.7</b>	<b>2.7</b>	<b>11.6</b>	<b>11.5</b>	<b>9.6</b>
<b>总体平均</b>																	
			<b>16.2</b>	<b>20.5</b>	<b>14.6</b>	<b>2.3</b>	<b>2.1</b>	<b>2.0</b>	<b>14.1</b>	<b>13.9</b>	<b>13.8</b>	<b>2.8</b>	<b>3.2</b>	<b>3.3</b>	<b>10.4</b>	<b>10.0</b>	<b>9.1</b>
<b>中金覆盖</b>																	
卜蜂国际	0043.HK	1,847	7.1	n.m.	9.3	1.6	1.9	1.6	23.2	-0.1	16.8	7.1	0.0	5.4	5.4	23.6	7.3
中国粮油控股	0606.HK	2,155	11.9	5.4	11.7	0.6	0.6	0.6	5.4	11.2	5.0	1.7	10.3	1.7	9.8	6.4	9.1
<b>H股覆盖平均</b>			<b>9.5</b>	<b>5.4</b>	<b>10.5</b>	<b>1.1</b>	<b>1.2</b>	<b>1.1</b>	<b>14.3</b>	<b>5.5</b>	<b>10.9</b>	<b>4.4</b>	<b>5.2</b>	<b>3.6</b>	<b>7.6</b>	<b>15.0</b>	<b>8.2</b>

资料来源: 公司数据, 彭博资讯, 中金公司研究部





## 法律声明

### 一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、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。投资者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，中金公司不向客户提供税务、会计或法律意见。我们建议所有投资者均就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响可能与分析师已发布的关于相关证券的目标价预期方向相反，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券的基本面评级。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部、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或建议不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人仅是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

### 特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 [http://research.cicc.com/disclosure\\_cn](http://research.cicc.com/disclosure_cn)，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：分析员估测未来 6~12 个月绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”。星号代表首次覆盖或再次覆盖。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V160908

翻译：王文东

编辑：樊荣、张莹



## 北京

中国国际金融股份有限公司  
北京市建国门外大街1号  
国贸写字楼2座28层  
邮编: 100004  
电话: (86-10) 6505-1166  
传真: (86-10) 6505-1156

## 深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司  
深圳市福田区深南大道7088号  
招商银行大厦25楼2503室  
邮编: 518040  
电话: (86-755) 8319-5000  
传真: (86-755) 8319-9229

## 上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司  
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号  
汇亚大厦32层  
邮编: 200120  
电话: (86-21) 5879-6226  
传真: (86-21) 5888-8976

## Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited  
#39-04, 6 Battery Road  
Singapore 049909  
Tel: (65) 6572-1999  
Fax: (65) 6327-1278

## 香港

中国国际金融(香港)有限公司  
香港中环港景街1号  
国际金融中心第一期29楼  
电话: (852) 2872-2000  
传真: (852) 2872-2100

## United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited  
Level 25, 125 Old Broad Street  
London EC2N 1AR, United Kingdom  
Tel: (44-20) 7367-5718  
Fax: (44-20) 7367-5719

### 北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号  
SK大厦1层  
邮编: 100022  
电话: (86-10) 8567-9238  
传真: (86-10) 8567-9235

### 上海黄浦区湖滨路证券营业部

上海市黄浦区湖滨路168号  
企业天地商业中心3号楼18楼02-07室  
邮编: 200021  
电话: (86-21) 56386-1195、6386-1196  
传真: (86-21) 6386-1180

### 南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号  
亚太商务楼30层C区  
邮编: 210005  
电话: (86-25) 8316-8988  
传真: (86-25) 8316-8397

### 厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号  
磐基中心商务楼4层  
邮编: 361012  
电话: (86-592) 515-7000  
传真: (86-592) 511-5527

### 重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号  
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞  
蓝爵公馆1层  
邮编: 401120  
电话: (86-23) 6307-7088  
传真: (86-23) 6739-6636

### 佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号  
卓远商务大厦一座12层  
邮编: 528000  
电话: (86-757) 8290-3588  
传真: (86-757) 8303-6299

### 宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号  
11层  
邮编: 315103  
电话: (86-0574) 8907-7288  
传真: (86-0574) 8907-7328

### 北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号  
融科资讯中心B座13层1311单元  
邮编: 100190  
电话: (86-10) 8286-1086  
传真: (86-10) 8286-1106

### 深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号  
免税商务大厦裙楼201  
邮编: 518048  
电话: (86-755) 8832-2388  
传真: (86-755) 8254-8243

### 广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号  
粤海天河城大厦40层  
邮编: 510620  
电话: (86-20) 8396-3968  
传真: (86-20) 8516-8198

### 武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号  
保利广场写字楼43层4301-B  
邮编: 430070  
电话: (86-27) 8334-3099  
传真: (86-27) 8359-0535

### 天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号  
天津环贸商务中心(天津中心)10层  
邮编: 300051  
电话: (86-22) 2317-6188  
传真: (86-22) 2321-5079

### 云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务  
楼C1幢二楼  
邮编: 527499  
电话: (86-766) 2985-088  
传真: (86-766) 2985-018

### 福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼  
38层02-03室  
邮编: 350001  
电话: (86-591) 8625 3088  
传真: (86-591) 8625 3050

### 上海浦东新区世纪大道证券营业部

上海市浦东新区世纪大道8号  
上海国金中心办公楼二期46层4609-14室  
邮编: 200120  
电话: (86-21) 2057-9499  
传真: (86-21) 2057-9488

### 杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号  
世贸丽晶城欧美中心1层  
邮编: 310012  
电话: (86-571) 8849-8000  
传真: (86-571) 8735-7743

### 成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号  
香格里拉办公楼1层、16层  
邮编: 610021  
电话: (86-28) 8612-8188  
传真: (86-28) 8444-7010

### 青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号  
香格里拉写字楼中心11层  
邮编: 266071  
电话: (86-532) 6670-6789  
传真: (86-532) 6887-7018

### 大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号  
万达中心16层  
邮编: 116001  
电话: (86-411) 8237-2388  
传真: (86-411) 8814-2933

### 长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号  
证券大厦附楼三楼  
邮编: 410001  
电话: (86-731) 8878-7088  
传真: (86-731) 8446-2455

### 西安雁塔路证券营业部

西安市雁塔区二环南路西段64号  
凯德广场西塔21层02/03号  
邮编: 710065  
电话: (+86-29) 8648 6888  
传真: (+86-29) 8648 6868



CICC  
中金公司

