



# 中国粮油控股

## 复苏和重组预期保持不变

### 业绩回顾

#### 油籽加工和玉米加工板块驱动盈利增长超预期，超过预期

中国粮油控股公布2016年业绩：收入891.63亿元，同比增长8%；净利润14.19亿元，实现扭亏，对应每股盈利0.27元。运营利润达22.1亿港元，其中油籽加工和玉米板块一共贡献75%的运营利润。随着盈利的改善，净资产负债率从2015年末的63%下降到2016年末的59%。

#### 发展趋势

**1 季度大豆压榨业务毛利保持稳健。**该板块毛利较2016年4季度的峰值有所回落，但仍保持健康的同比增长。今年中国市场销量将保持乐观前景，主要受益于生猪存栏量的增加，这将利好饲料主要原料豆粕的销售；豆油价格同样有望受稳定需求支撑和2016下半年起的棕榈油价格上行。公司可能会对销售战略进行微调，以确保今年取得和去年相当的盈利水平。此外，我们将密切关注今年拉尼娜天气的动态，拉尼娜的出现或将影响大豆产量和供应前景，造成价格上涨，这一般会利好公司压榨利率和盈利水平。

#### 近期石油价格回调将不会改变燃料乙醇业务盈利的上升趋势。

2016年下半年，玉米乙醇业务录得运营利润约4亿港元，当时石油平均价格低于50美元/桶，国内玉米收购价格为1600元/吨。预计今年玉米平均价格为1400元/吨，且政府对玉米加工每吨300元的补贴或将持续到今年年终，因此我们预计燃料乙醇业务2017年全年的运营利润有望达10亿港元，假设销量维持2016年水平。

**其他业务板块盈利大幅下降的风险较低。**大米和小麦板块业务盈利水平将在的逐步扩大的规模下进一步获得增长；全球市场大麦和麦芽价格稳定，表明麦芽和大麦板块将有稳定表现。

**重组预期不变，**尽管公司尚未给出确切的时间表。管理层确认保留整合来宝农业和中纺的油籽压榨资产的可能性和优先权，并表示从兄弟公司收购小包装油业务具备合理性，管理层同时还谈到了在进行业务扩张的过程中，开展混合所有制改革的可能性。

#### 盈利预测

基本维持2017年和2018年的盈利预期不变。

#### 估值与建议

目前，公司股价对应0.7倍2017每股净资产。维持2017年底目标价5.06港元（基于全球农业公司的ROE导出的市净率均值）。考虑公司业务改善的前景以及资产重组机会，**维持推荐**。

#### 风险

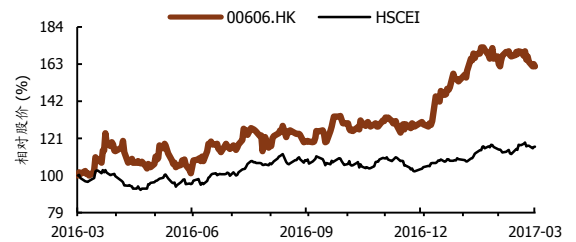
农产品价格出现不利变化；重组前景低于预期。

#### 袁霏阳

分析员  
 feiyang.yuan@cicc.com.cn  
 SAC 执业编号：S0080511030012  
 SFC CE Ref: AIZ727

### 维持推荐

股票代码	00606.HK
评级	推荐
最新收盘价	港币 3.80
目标价	港币 5.06
52周最高价/最低价	港币 4.12~2.30
总市值(亿)	港币 200
30日日均成交额(百万)	港币 32.10
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)	8.22
主营行业	农业



(港币 百万)	2015A	2016A	2017E	2018E
营业收入	82,548	89,163	92,563	97,289
增速	-11.5%	8.0%	3.8%	5.1%
归属母公司净利润	-332	1,419	1,846	1,643
增速	N.M.	N.M.	30.0%	-11.0%
每股净利润	-0.06	0.27	0.35	0.31
每股净资产	5.01	5.00	5.30	5.54
每股股利	0.00	0.05	0.07	0.06
每股经营现金流	1.05	0.30	0.31	0.20
市盈率	N.M.	14.1	10.8	12.1
市净率	0.8	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	19.4	10.4	8.6	9.0
股息收益率	0.0%	1.4%	1.8%	1.6%
平均总资产收益率	-0.5%	2.0%	2.4%	2.0%
平均净资产收益率	-1.2%	5.4%	6.8%	5.8%

资料来源：万得资讯，彭博资讯，公司信息，中金公司研究部



## 财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万港元)	2015A	2016A	2017E	2018E	主要财务比率	2010A	2011A	2012E	2013E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	82,548	89,163	92,563	97,289	营业收入	36.5%	-2.7%	5.4%	7.7%
营业成本	-78,262	-82,919	-85,704	-90,439	营业利润	17.9%	-1.8%	4.2%	7.4%
营业费用	2,881	3,107	2,968	3,079	EBITDA	21.1%	12.3%	9.2%	11.2%
管理费用	1,963	2,115	2,109	2,197	净利润	7.6%	-9.6%	-204.6%	N.M.
其他	647	341	555	584	<b>盈利能力</b>				
营业利润	470	2,210	2,808	2,626	毛利率	9.0%	10.6%	10.6%	10.7%
财务费用	686	721	716	808	营业利润率	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%
其他利润	0	0	0	0	EBITDA 利润率	3.6%	4.1%	4.3%	4.4%
利润总额	-54	1,785	2,312	2,058	净利润率	1.6%	1.5%	-1.4%	1.4%
所得税	323	253	328	292	<b>偿债能力</b>				
少数股东损益	-45	113	139	124	流动比率	1.13	1.18	1.19	1.18
归属母公司净利润	-332	1,419	1,846	1,643	速动比率	0.68	0.68	0.67	0.63
EBITDA	2,104	3,789	4,616	4,541	现金比率	0.22	0.21	0.17	0.14
扣非后净利润	-332	1,419	1,846	1,643	资产负债率	81.0%	82.6%	82.5%	82.8%
<b>资产负债表</b>					净债务资本比率	净现金	净现金	净现金	7.9%
货币资金	5,597	7,659	14,345	13,560	<b>回报率分析</b>				
应收账款及票据	3,423	2,903	3,013	3,167	总资产收益率	2.1%	1.6%	-1.4%	1.4%
存货	16,126	17,887	18,488	19,509	净资产收益率	11.5%	9.6%	-9.3%	9.3%
其他流动资产	11,646	15,101	15,655	16,428	<b>每股指标</b>				
流动资产合计	36,791	43,550	51,501	52,664	每股净利润 (港元)	0.35	0.31	-0.33	0.35
固定资产及在建工程	26,267	24,335	25,130	25,815	每股净资产 (港元)	3.15	3.38	3.65	3.94
无形资产及其他长期资产	4,196	4,242	4,340	4,456	每股股利 (港元)	0.01	0.01	0.01	0.01
非流动资产合计	30,463	28,576	29,470	30,271	每股经营现金流 (港元)	0.05	-0.63	-0.10	0.06
资产合计	67,254	72,126	80,971	82,936	<b>估值分析</b>				
短期借款	20,389	21,594	27,935	27,935	市盈率	7.0	7.8	-7.4	6.9
应付账款	3,072	3,308	3,419	3,607	市净率	0.8	0.7	0.7	0.6
其他流动负债	10,372	14,291	14,514	14,892	EV/EBITDA	4.1	5.5	5.9	6.2
流动负债合计	33,833	39,192	45,867	46,435	股息收益率	0.2%	0.3%	0.3%	0.4%
长期借款	1,794	1,596	2,065	2,065					
非流动负债合计	2,867	2,621	3,090	3,090					
负债合计	36,700	41,814	48,957	49,525					
股本	525	525	525	525					
未分配利润	25,800	25,724	27,286	28,560					
股东权益合计	26,325	26,249	27,811	29,085					
负债及股东权益合计	67,254	72,126	80,971	82,936					
<b>现金流量表</b>									
税前利润	-54	1,785	2,312	2,058					
折旧和摊销	-1,626	-1,515	-1,723	-1,830					
营运资本变动	-499	-2,074	-933	-1,379					
其他	7,677	3,389	1,982	2,211					
经营活动现金流	5,497	1,585	1,638	1,060					
资本开支	-1,389	-1,415	-2,500	-2,500					
其他	-246	737	1,022	1,024					
投资活动现金流	-1,635	-678	-1,478	-1,476					
股权融资	0	0	0	0					
银行借款	84,097	1,007	6,810	0					
其他	-94,689	0	-283	-369					
筹资活动现金流	-10,592	1,007	6,526	-369					
汇率变动对现金的影响	-382	233	0	0					
现金净增加额	-7,112	2,147	6,686	-785					

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。



## 2016 年业绩回顾完整版

**财务要点。**2016 年，销售收入同比增长 8.0%至 891.63 亿港元；总销量从去年同期的 2000 万吨同比增长 15.3%至 2300 万吨。油籽加工、大米贸易及加工、小麦加工、啤酒原料、生化及生物燃料业务销售收入分别占总收入的 57%、10%、10%、3%和 13%。整体毛利率同比上升 1.8 个百分点至 7.0%，主要由于收入规模扩大和成本结构优化。2016 年录得净利润 14.19 亿港元（去年 3.33 亿港元净亏损），超出我们预期。

**油籽加工业务：**该板块收入同比增长 22.9%至 504.3 亿港元，2016 年全年毛利率为 4.3%，主要由于豆粕需求的复苏以及全行业压榨利润的提升。油籽粕和植物油销量分别为 787 万吨和 378.8 万吨，同比分别增 18.5%和 29.2%。营运利润为 10.46 亿港元，营运利润率为 2.4%。

**生化及生物燃料业务：**该板块销售收入同比下降 21.2%至 115.3 亿港元，主要受到主要产品销售均价下跌的拖累（整体毛利率为 12.3%，同比升 8.1 个百分点，主要由于多种采购渠道降低成本和产品创新）。玉米淀粉销量同比升 3.1%至 131.5 万吨；甜味剂销量同比上升 8.5%至 93.9 万吨；燃料乙醇销量同比下降 7.6%至 39.6 万吨。受原油价格反弹和玉米价格疲弱推动，燃料乙醇业务再次扭亏为盈；全年该板块息税前利润率为 5.3%。

**大米加工及贸易业务：**该板块收入同比下滑 7.9%至 91.96 亿港元。毛利率从去年同期的 8.8%同比上升 3.3 个百分点至 12.1%。得益于持续的品牌投资，该板块的利润贡献大幅增长至 1.91 亿港元。

**小麦加工业务：**2016 年该板块收入同比增 4.9%至 89.46 亿港元。面粉和面条销量分别同比增长 17.8%和 11.9%至 218.9 万吨和 12.2 万吨。该板块毛利率同比上升 1.8 个百分点至 8.5%，主要得益于生产体系效率的提高和产品质量的改善。

**啤酒原料业务：**该板块收入同比增长 2.6%至 26.85 亿港元，销量同比增长 13.7%至 73 万吨，主要受出口和中高端产品的强劲表现带动。全年该板块毛利率同比升 1.3 个百分点至 20.3%。

**资本支出和财务杠杆：**2016 年公司资本支出小幅下调至 14.15 亿港元（2015 年为 14.85 亿港元）。截至 2016 年底，现金和银行存款从去年年底的 55.969 亿港元上升至 76.586 亿港元，净负债率从去年年底的 63%上升至 59.2%。

**股息。**公司拟派发 2016 年末期股息 5.4 港仙每股，共计 2.83 亿港元，对应全年派息率 20%。



图表 1: 财务数据比较

(百万港币)	2015A	2016E	2016A	2016A YoY	vs CICC estimate	2017E	2017E YoY
收入	82,548	87,706	89,163	8.0%	1.7%	92,563	3.8%
毛利	4,286	6,330	6,243	45.7%	-1.4%	6,859	9.9%
营业利润	470	2,317	2,210	n.m	-4.6%	2,808	27.1%
净利润	-332	1,409	1,419	n.m	0.7%	1,846	30.0%
全面摊薄每股收益 (港币)	-0.06	0.27	0.27	n.m	0.7%	0.35	30.0%
毛利率	5.2%	7.2%	7.0%	1.8ppt	-0.2ppt	7.4%	0.4ppt
营业利润率	0.6%	2.6%	2.5%	1.9ppt	-0.2ppt	3.0%	0.6ppt
净利润率	-0.4%	1.6%	1.6%	2ppt	0ppt	2.0%	0.4ppt

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

图表 2: 历史财务数据

(港币 百万)	同比			历史数据									
	2H16	2H15	YoY	2016	2015	YoY	年度			半年度			
							FY15	FY16	FY17E	1H15	2H15	1H16	2H16
<b>销售收入</b>	<b>48,398</b>	<b>43,340</b>	<b>11.7%</b>	<b>89,163</b>	<b>82,548</b>	<b>8.0%</b>	<b>82,548</b>	<b>89,163</b>	<b>92,563</b>	<b>39,208</b>	<b>43,340</b>	<b>40,764</b>	<b>48,398</b>
油籽加工	28,554	21,989	29.9%	50,434	41,053	22.9%	41,053	50,434	52,918	19,064	21,989	21,880	28,554
大米加工及贸易	4,672	5,441	-14.1%	9,196	9,986	-7.9%	9,986	9,196	9,319	4,545	5,441	4,524	4,672
小麦加工	4,898	4,510	8.6%	8,946	8,528	4.9%	8,528	8,946	8,431	4,018	4,510	4,047	4,898
啤酒原料	1,034	1,161	-11.0%	2,685	2,617	2.6%	2,617	2,685	2,978	1,456	1,161	1,651	1,034
生化及生物燃料	5,906	6,468	-8.7%	11,526	14,622	-21.2%	14,622	11,526	11,905	8,154	6,468	5,620	5,906
<b>毛利</b>	<b>4,481</b>	<b>2,030</b>	<b>120.7%</b>	<b>6,243</b>	<b>4,286</b>	<b>45.7%</b>	<b>4,286</b>	<b>6,243</b>	<b>6,859</b>	<b>2,256</b>	<b>2,030</b>	<b>1,762</b>	<b>4,481</b>
销售费用	(1,653)	(1,484)	11.4%	(3,107)	(2,881)	7.8%	(2,881)	(3,107)	(2,968)	(1,397)	(1,484)	(1,454)	(1,653)
管理费用	(1,190)	(1,021)	16.5%	(2,115)	(1,963)	7.7%	(1,963)	(2,115)	(2,109)	(942)	(1,021)	(925)	(1,190)
其他收入净值	570	803	-29.0%	1,189	1,028	15.7%	1,028	1,189	1,025	225	803	619	570
<b>息税前利润</b>	<b>2,208</b>	<b>328</b>	<b>n.m</b>	<b>2,210</b>	<b>470</b>	<b>n.m</b>	<b>470</b>	<b>2,210</b>	<b>2,808</b>	<b>142</b>	<b>328</b>	<b>2</b>	<b>2,208</b>
油籽加工	250	(302)	n.m	1,046	(1,310)	n.m	(1,310)	1,046	1,270	(1,008)	(302)	796	250
大米加工及贸易	83	99	-16.7%	191	124	54.4%	124	191	289	24	99	108	83
小麦加工	110	97	13.0%	150	63	139.2%	63	150	159	(34)	97	41	110
啤酒原料	143	24	486.2%	296	211	40.4%	211	296	328	187	24	153	143
生化及生物燃料	453	(16)	n.m	607	164	270.2%	164	607	1,268	179	(16)	154	453
财务成本净值	(357)	(349)	2.4%	(721)	(686)	5.2%	(686)	(721)	(716)	(337)	(349)	(364)	(357)
联营公司损益	223	116	92.4%	296	162	82.7%	162	296	220	46	116	73	223
<b>除税前利润</b>	<b>2,074</b>	<b>95</b>	<b>n.m</b>	<b>1,785</b>	<b>(54)</b>	<b>n.m</b>	<b>(54)</b>	<b>1,785</b>	<b>2,312</b>	<b>(149)</b>	<b>95</b>	<b>(289)</b>	<b>2,074</b>
所得税	(249)	(250)	-0.1%	(253)	(323)	-21.7%	(323)	(253)	(328)	(73)	(250)	(3)	(249)
少数股东权益	(182)	91	n.m	(113)	45	n.m	45	(113)	(139)	(47)	91	69	(182)
<b>净利润</b>	<b>1,642</b>	<b>(63)</b>	<b>n.m</b>	<b>1,419</b>	<b>(332)</b>	<b>n.m</b>	<b>(332)</b>	<b>1,419</b>	<b>1,846</b>	<b>(269)</b>	<b>(63)</b>	<b>(223)</b>	<b>1,642</b>
<b>毛利率</b>	<b>9.3%</b>	<b>4.7%</b>	<b>4.6%</b>	<b>7.0%</b>	<b>5.2%</b>	<b>1.8%</b>	<b>5.2%</b>	<b>7.0%</b>	<b>7.4%</b>	<b>5.8%</b>	<b>4.7%</b>	<b>4.3%</b>	<b>9.3%</b>
销售费用率	3.4%	3.4%	0.0%	3.5%	3.5%	0.0%	3.5%	3.5%	3.2%	3.6%	3.4%	3.6%	3.4%
管理费用率	2.5%	2.4%	0.1%	2.4%	2.4%	0.0%	2.4%	2.4%	2.3%	2.4%	2.4%	2.3%	2.5%
<b>息税前利润率</b>	<b>4.6%</b>	<b>0.8%</b>	<b>3.8%</b>	<b>2.5%</b>	<b>0.6%</b>	<b>1.9%</b>	<b>0.6%</b>	<b>2.5%</b>	<b>3.0%</b>	<b>0.4%</b>	<b>0.8%</b>	<b>0.0%</b>	<b>4.6%</b>
油籽加工	0.9%	-1.4%	2.3%	2.1%	-3.2%	5.3%	-3.2%	2.1%	2.4%	-5.3%	-1.4%	3.6%	0.9%
大米加工及贸易	1.8%	1.8%	-0.1%	2.1%	1.2%	0.8%	1.2%	2.1%	3.1%	0.5%	1.8%	2.4%	1.8%
小麦加工	2.2%	2.2%	0.1%	1.7%	0.7%	0.9%	0.7%	1.7%	1.9%	-0.9%	2.2%	1.0%	2.2%
啤酒原料	13.8%	2.1%	11.7%	11.0%	8.1%	3.0%	8.1%	11.0%	11.0%	12.8%	2.1%	9.3%	13.8%
生化及生物燃料	7.7%	-0.2%	7.9%	5.3%	1.1%	4.1%	1.1%	5.3%	10.7%	2.2%	-0.2%	2.7%	7.7%
<b>除税前利润率</b>	<b>4.3%</b>	<b>0.2%</b>	<b>4.1%</b>	<b>2.0%</b>	<b>-0.1%</b>	<b>2.1%</b>	<b>-0.1%</b>	<b>2.0%</b>	<b>2.5%</b>	<b>-0.4%</b>	<b>0.2%</b>	<b>-0.7%</b>	<b>4.3%</b>
有效税率	12.0%	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	n.m	14.2%	14.2%	n.m	n.m	n.m	12.0%
<b>净利率</b>	<b>3.4%</b>	<b>-0.1%</b>	<b>3.5%</b>	<b>1.6%</b>	<b>-0.4%</b>	<b>2.0%</b>	<b>-0.4%</b>	<b>1.6%</b>	<b>2.0%</b>	<b>-0.7%</b>	<b>-0.1%</b>	<b>-0.5%</b>	<b>3.4%</b>

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部



图表3: 盈利预期调整

(百万港币)	2017E			2018E		
	调整前	调整后	变化	调整前	调整后	变化
<b>销售收入</b>	<b>92,102</b>	<b>92,563</b>	<b>0.5%</b>	<b>97,770</b>	<b>97,289</b>	<b>-0.5%</b>
油籽加工	49,989	52,918	5.9%	52,442	55,525	5.9%
大米加工及贸易	11,115	9,319	-16.2%	12,227	9,455	-22.7%
小麦加工	8,431	8,431	0.0%	9,505	9,505	0.0%
啤酒原料	2,978	2,978	0.0%	2,978	2,978	0.0%
生化及生物燃料	12,642	11,905	-5.8%	12,975	12,112	-6.7%
<b>毛利</b>	<b>6,978</b>	<b>6,859</b>	<b>-1.7%</b>	<b>7,093</b>	<b>6,850</b>	<b>-3.4%</b>
油籽加工	2,549	2,275	-10.7%	2,517	2,388	-5.2%
大米加工及贸易	1,278	1,156	-9.6%	1,406	1,172	-16.6%
小麦加工	649	717	10.4%	732	808	10.4%
啤酒原料	491	604	23.0%	491	604	23.0%
生化及生物燃料	2,010	2,107	4.8%	1,946	1,877	-3.5%
销售费用	(3,344)	(2,968)	-11.3%	(3,540)	(3,079)	-13.0%
管理费用	(2,094)	(2,109)	0.7%	(2,243)	(2,197)	-2.0%
<b>息税前利润</b>	<b>2,841</b>	<b>2,808</b>	<b>-1.2%</b>	<b>2,539</b>	<b>2,626</b>	<b>3.4%</b>
油籽加工	1,500	1,270	-15.3%	1,416	1,333	-5.9%
大米加工及贸易	245	289	18.1%	281	303	7.6%
小麦加工	93	159	71.8%	105	180	71.8%
啤酒原料	253	328	29.4%	253	328	29.4%
生化及生物燃料	1,049	1,268	20.8%	960	1,023	6.6%
<b>除税前利润</b>	<b>2,340</b>	<b>2,312</b>	<b>-1.2%</b>	<b>2,072</b>	<b>2,058</b>	<b>-0.7%</b>
所得税	(281)	(328)	16.7%	(249)	(292)	17.3%
少数股东权益	(208)	(139)	-33.2%	(184)	(124)	-32.9%
<b>净利润</b>	<b>1,852</b>	<b>1,846</b>	<b>-0.3%</b>	<b>1,639</b>	<b>1,643</b>	<b>0.2%</b>
<b>每股收益 (港币)</b>	<b>0.35</b>	<b>0.35</b>	<b>-0.3%</b>	<b>0.31</b>	<b>0.31</b>	<b>0.2%</b>
<b>毛利率</b>	<b>7.6%</b>	<b>7.4%</b>	<b>-0.2%</b>	<b>7.3%</b>	<b>7.0%</b>	<b>-0.2%</b>
油籽加工	5.1%	4.3%	-0.8%	4.8%	4.3%	-0.5%
大米加工及贸易	11.5%	12.4%	0.9%	11.5%	12.4%	0.9%
小麦加工	7.7%	8.5%	0.8%	7.7%	8.5%	0.8%
啤酒原料	16.5%	20.3%	3.8%	16.5%	20.3%	3.8%
生化及生物燃料	15.9%	17.7%	1.8%	15.0%	15.5%	0.5%
销售费用率	3.6%	3.2%	-0.4%	3.6%	3.2%	-0.5%
管理费用率	2.3%	2.3%	0.0%	2.3%	2.3%	0.0%
<b>息税前利润率</b>	<b>3.1%</b>	<b>3.0%</b>	<b>-0.1%</b>	<b>2.6%</b>	<b>2.7%</b>	<b>0.1%</b>
油籽加工	3.0%	2.4%	-0.6%	2.7%	2.4%	-0.3%
大米加工及贸易	2.2%	3.1%	0.9%	2.3%	3.2%	0.9%
小麦加工	1.1%	1.9%	0.8%	1.1%	1.9%	0.8%
啤酒原料	8.5%	11.0%	2.5%	8.5%	11.0%	2.5%
生化及生物燃料	8.3%	10.7%	2.4%	7.4%	8.5%	1.1%
有效税率	12.0%	14.2%	2.2%	12.0%	14.2%	2.2%
<b>净利率</b>	<b>2.0%</b>	<b>2.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>1.7%</b>	<b>1.7%</b>	<b>0.0%</b>

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部





图表4: 全球农业板块可比公司估值

公司 2017/3/30	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		
			2015A	2016E	2017E	2015A	2016E	2017E	2015A	2016E	2017E	2015A	2016E	2017E	2015A	2016E	2017E
<b>水产捕捞与养殖企业</b>																	
Sanford 新西兰有限公司	SAN NZ EQUITY	479	16.0	13.7	12.6	1.2	1.1	1.1	7.4	8.2	8.6	3.4	3.8	4.1	9.9	9.0	8.5
Marine Harvest 股份有限公司	MHG NO EQUITY	7,051	9.5	9.0	9.6	3.0	2.8	2.5	31.1	31.1	26.4	8.3	8.5	7.5	6.9	6.7	6.9
日本水产	1332 JP EQUITY	1,639	12.7	11.6	10.6	1.6	1.3	1.2	12.5	11.6	11.4	1.0	1.3	1.5	10.7	9.9	9.4
<b>平均</b>			<b>12.8</b>	<b>11.5</b>	<b>10.9</b>	<b>1.9</b>	<b>1.8</b>	<b>1.6</b>	<b>17.0</b>	<b>17.0</b>	<b>15.5</b>	<b>4.2</b>	<b>4.5</b>	<b>4.4</b>	<b>9.2</b>	<b>8.5</b>	<b>8.3</b>
<b>肉类与禽类养殖</b>																	
澳大利亚农业有限公司	AAC AU EQUITY	716	32.1	27.4	17.6	1.0	0.9	0.9	3.1	3.4	4.9	n.a.	n.a.	n.a.	34.3	18.9	13.1
Astral 食品有限公司	ARL SJ EQUITY	525	18.5	10.1	7.9	2.4	2.1	1.9	13.0	20.7	23.4	2.8	4.9	6.1	10.7	6.6	5.7
<b>平均</b>			<b>23.8</b>	<b>16.5</b>	<b>11.4</b>	<b>1.5</b>	<b>1.4</b>	<b>1.3</b>	<b>n.m.</b>	<b>11.2</b>	<b>13.6</b>	<b>2.3</b>	<b>3.9</b>	<b>5.1</b>	<b>22.5</b>	<b>12.8</b>	<b>9.4</b>
<b>屠宰与肉类加工行业</b>																	
泰森食品公司	TSN US EQUITY	24,039	12.3	12.4	12.2	2.3	2.1	1.9	18.5	16.7	16.0	1.3	2.9	6.5	7.9	8.3	8.2
荷美尔食品公司	HRL EQUITY	18,271	20.6	19.8	19.1	3.8	3.5	3.2	18.5	17.8	16.8	1.9	2.1	2.4	12.0	11.6	11.2
康尼格拉食品	CAG US EQUITY	17,696	23.7	21.6	20.1	4.2	4.1	4.0	17.7	19.2	20.0	2.0	1.9	2.3	13.4	13.2	12.6
日本火腿	2282 JP EQUITY	5,737	19.8	17.6	16.3	1.7	1.6	1.5	8.4	8.9	9.0	1.5	1.8	1.9	9.8	9.1	8.6
Atria Oyj	ATRAV FH EQUITY	320	12.7	10.4	10.4	0.7	0.7	0.7	5.5	6.5	6.3	4.8	5.3	5.5	6.1	5.6	5.6
HKScan OYJ	HKSAV FH EQUITY	205	33.9	17.1	16.7	0.5	0.5	0.5	1.4	2.7	2.8	4.6	4.7	5.0	4.6	4.1	4.0
<b>平均</b>			<b>20.5</b>	<b>16.5</b>	<b>15.8</b>	<b>2.2</b>	<b>2.1</b>	<b>2.0</b>	<b>11.7</b>	<b>12.0</b>	<b>11.8</b>	<b>2.7</b>	<b>3.1</b>	<b>3.9</b>	<b>9.0</b>	<b>8.6</b>	<b>8.3</b>
<b>国际种子行业</b>																	
孟山都	MON US EQUITY	49,956	24.0	21.0	18.9	8.9	7.9	7.5	37.2	37.5	39.5	2.0	2.2	2.3	14.2	12.8	11.7
先正达股份公司	SYNN VX EQUITY	40,843	24.1	22.6	19.9	4.5	4.1	3.7	18.6	18.3	18.9	2.8	3.1	3.4	15.1	13.9	13.1
KWS 种子股份有限公司	KWS GR EQUITY	2,041	20.4	18.4	17.1	2.3	2.1	1.9	11.3	11.4	11.1	1.1	1.2	1.3	11.8	11.2	10.4
<b>平均</b>			<b>22.8</b>	<b>20.7</b>	<b>18.6</b>	<b>5.2</b>	<b>4.7</b>	<b>4.4</b>	<b>22.4</b>	<b>22.4</b>	<b>23.2</b>	<b>2.0</b>	<b>2.2</b>	<b>2.3</b>	<b>13.7</b>	<b>12.6</b>	<b>11.8</b>
<b>国际饲料</b>																	
卜蜂食品股份有限公司	CPF TB EQUITY	6,520	15.1	13.3	11.6	1.5	1.4	1.3	10.0	10.8	11.3	3.4	3.8	4.3	12.1	11.2	11.0
Ridley 股份有限公司	RIC AU EQUITY	313	17.0	14.7	12.7	1.6	1.5	1.4	9.1	10.0	10.9	3.0	3.6	4.0	9.0	7.9	7.0
<b>平均</b>			<b>16.1</b>	<b>14.0</b>	<b>12.2</b>	<b>1.5</b>	<b>1.5</b>	<b>1.3</b>	<b>12.0</b>	<b>12.4</b>	<b>12.5</b>	<b>3.2</b>	<b>3.7</b>	<b>4.1</b>	<b>10.6</b>	<b>9.5</b>	<b>9.0</b>
<b>国际玉米加工公司</b>																	
泰特利乐	TATE LN EQUITY	4,489	16.5	15.9	15.3	3.4	3.1	3.1	20.4	19.7	20.0	3.7	3.7	3.8	10.4	9.8	9.6
宝瑞安公司	INGR US EQUITY	8,723	16.0	15.0	14.2	3.0	2.7	2.4	19.0	17.8	16.7	1.7	1.8	2.0	9.3	8.9	8.7
巴斯夫欧洲公司	BAS GR EQUITY	90,941	17.0	15.8	14.7	2.6	2.4	2.4	15.0	15.3	16.4	3.4	3.5	3.6	8.7	8.3	7.9
<b>平均</b>			<b>16.5</b>	<b>15.6</b>	<b>14.7</b>	<b>3.0</b>	<b>2.7</b>	<b>2.6</b>	<b>18.1</b>	<b>17.6</b>	<b>17.7</b>	<b>2.9</b>	<b>3.0</b>	<b>3.1</b>	<b>9.4</b>	<b>9.0</b>	<b>8.7</b>
<b>国际农业综合公司</b>																	
Archer-Daniels-Midland 公司	ADM US EQUITY	26,370	16.1	14.8	13.6	1.5	1.5	1.6	9.3	9.9	11.7	2.8	3.0	2.6	9.8	9.3	8.7
Bunge 有限公司	BG US EQUITY	11,374	13.2	12.1	11.7	1.5	1.4	1.5	11.4	11.6	12.5	2.2	2.3	2.5	8.1	7.7	7.7
<b>平均</b>			<b>14.7</b>	<b>13.5</b>	<b>12.6</b>	<b>1.5</b>	<b>1.4</b>	<b>1.5</b>	<b>10.4</b>	<b>10.8</b>	<b>12.1</b>	<b>2.5</b>	<b>2.7</b>	<b>2.6</b>	<b>9.0</b>	<b>8.5</b>	<b>8.2</b>
<b>总体平均</b>			<b>18.7</b>	<b>15.8</b>	<b>14.2</b>	<b>2.5</b>	<b>2.3</b>	<b>2.1</b>	<b>14.0</b>	<b>14.6</b>	<b>14.9</b>	<b>2.8</b>	<b>3.3</b>	<b>3.7</b>	<b>11.2</b>	<b>9.7</b>	<b>9.0</b>

资料来源: 公司资料、彭博资讯、中金公司研究部

图表5: 中国农业板块-油籽加工

百万港币	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
收入	57,536	53,714	41,053	50,434	52,918	55,525
同比	1.7%	-6.6%	-23.6%	22.9%	4.9%	4.9%
毛利	1,922	-876	1,519	2,169	2,275	2,388
毛利率	3.3%	-1.6%	3.7%	4.3%	4.3%	4.3%
息税前利润	1,516	-1,519	-108	1,046	1,270	1,333
息税前利润率	2.6%	-2.8%	-0.3%	2.1%	2.4%	2.4%

资料来源: 公司资料、中金公司研究部

图表7: 中国农业板块-小麦加工

百万港币	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
收入	8,560	9,002	8,528	8,946	8,431	9,505
同比	45.7%	5.2%	-5.3%	4.9%	-5.8%	12.7%
毛利	544	522	571	760	717	808
毛利率	6.4%	5.8%	6.7%	8.5%	8.5%	8.5%
息税前利润	112	82	63	150	159	180
息税前利润率	1.3%	0.9%	0.7%	1.7%	1.9%	1.9%

资料来源: 公司资料、中金公司研究部

图表6: 中国农业板块-大米贸易及加工

百万港币	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
收入	7,745	7,746	9,986	9,196	9,319	9,455
同比	-12.7%	0.0%	28.9%	-7.9%	1.3%	1.5%
毛利	642	751	879	1,113	1,156	1,172
毛利率	8.3%	9.7%	8.8%	12.1%	12.4%	12.4%
息税前利润	-155	-17	124	191	289	303
息税前利润率	-2.0%	-0.2%	1.2%	2.1%	3.1%	3.2%

资料来源: 公司资料、中金公司研究部

图表8: 中国农业板块-啤酒原料

百万港币	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
收入	2,170	2,739	2,617	2,685	2,978	2,978
同比	-14.9%	26.2%	-4.4%	2.6%	10.9%	0.0%
毛利	358	575	497	545	604	604
毛利率	16.5%	21.0%	19.0%	20.3%	20.3%	20.3%
息税前利润	224	325	211	296	328	328
息税前利润率	10.3%	11.9%	8.1%	11.0%	11.0%	11.0%

资料来源: 公司资料、中金公司研究部

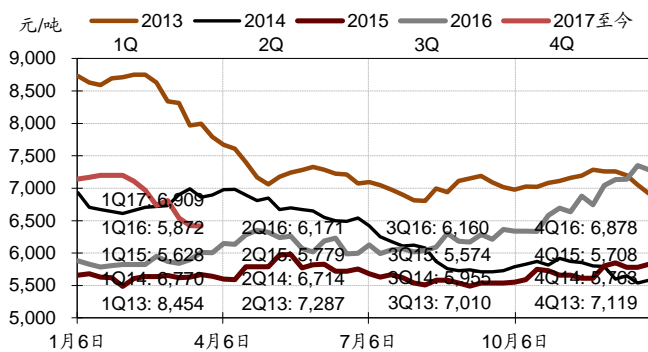


图表9：中国农业板块-生化及生物燃料

百万港币	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
收入	15,514	16,540	14,622	11,526	11,905	12,112
同比	2.6%	6.6%	-11.6%	-21.2%	3.3%	1.7%
毛利	2,094	2,117	614	1,418	2,107	1,877
毛利率	13.5%	12.8%	4.2%	12.3%	17.7%	15.5%
息税前利润	717	872	164	607	1,268	1,023
息税前利润率	4.6%	5.3%	1.1%	5.3%	10.7%	8.5%

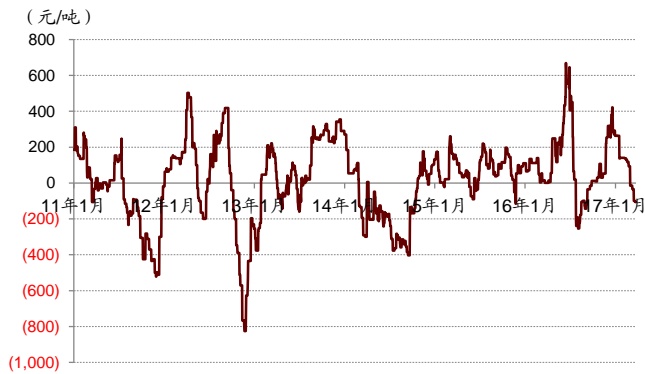
资料来源：公司资料、中金公司研究部

图表11：中国豆油平均价格



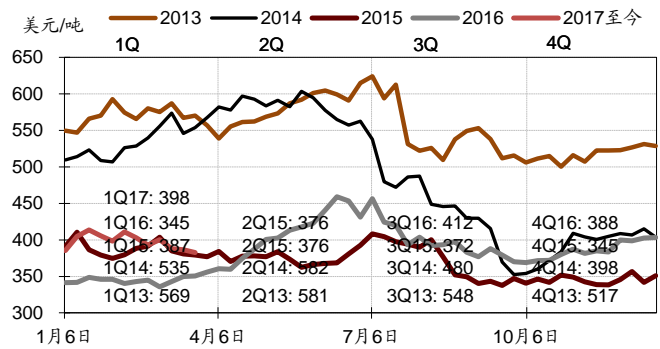
资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表13：中国大豆压榨利润



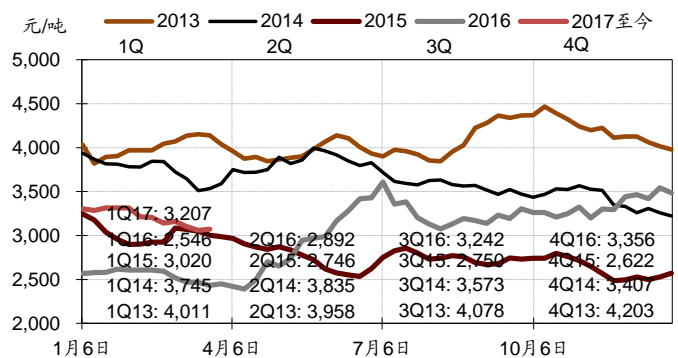
资料来源：万得资讯、中金公司研究部

图表10：美国大豆价格（爱荷华州）



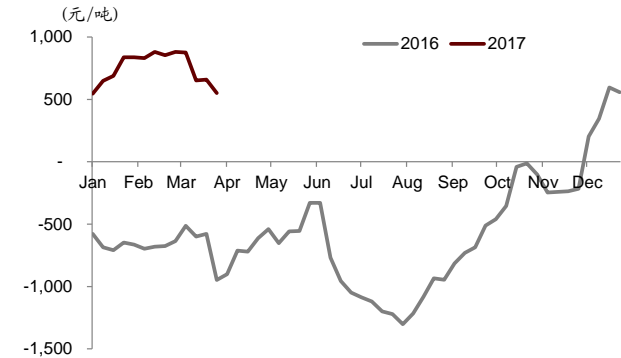
资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

图表12：中国豆粕平均价格



资料来源：彭博资讯、中金公司研究部

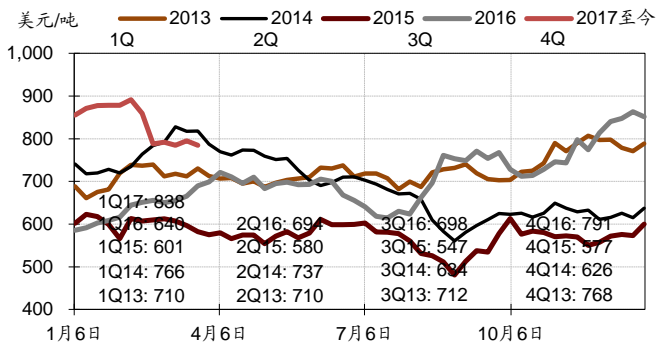
图表14：燃料乙醇业务吨毛利趋势模拟



资料来源：万得资讯、中金公司研究部

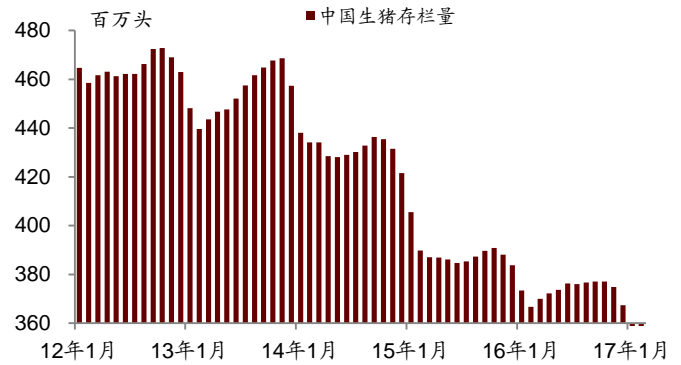


图表 15: 马来西亚棕榈油价格



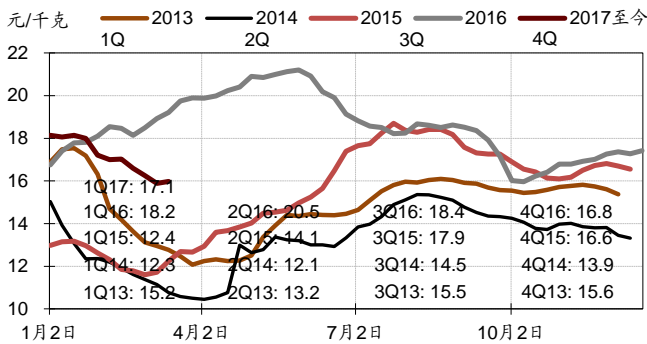
资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 16: 中国生猪存栏



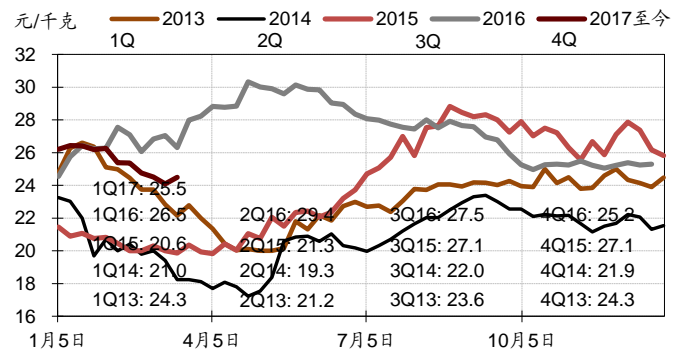
资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 17: 中国生猪价格



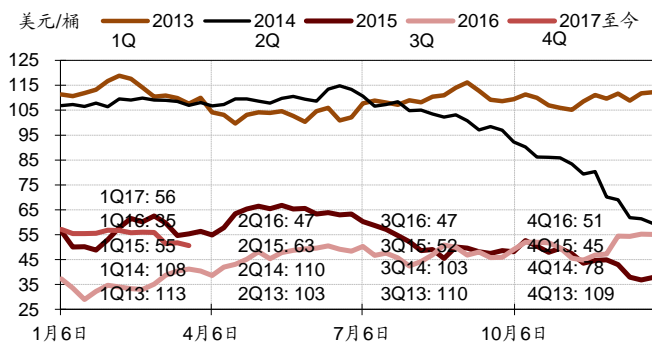
资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 18: 中国猪肉价格



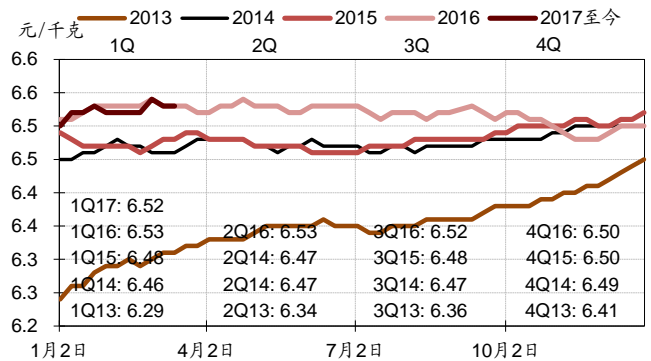
资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 19: 布伦特原油价格



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 20: 中国大米价格

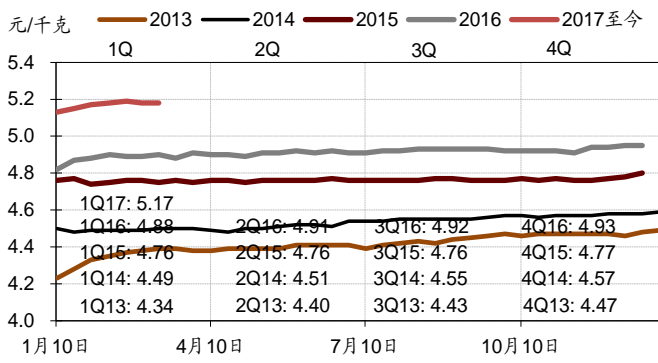


资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部



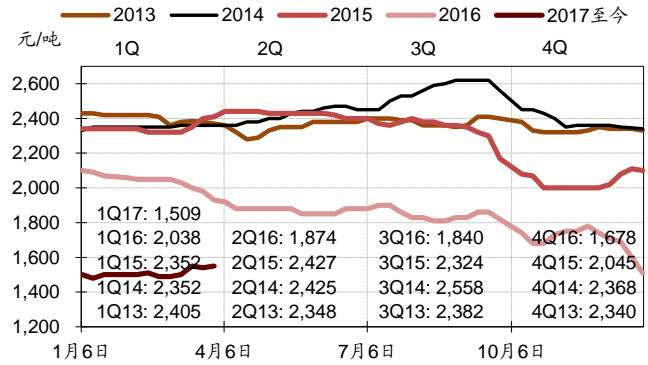


图表 21: 中国面粉价格



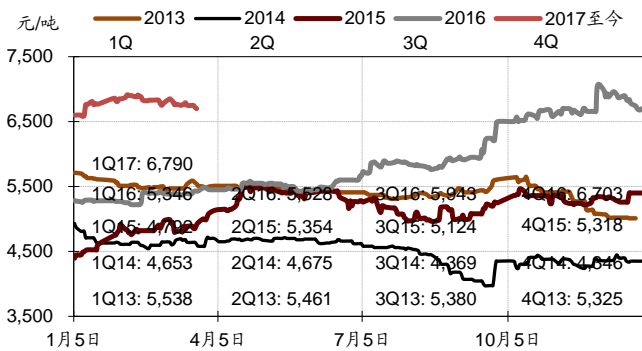
资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 22: 中国玉米平均价格



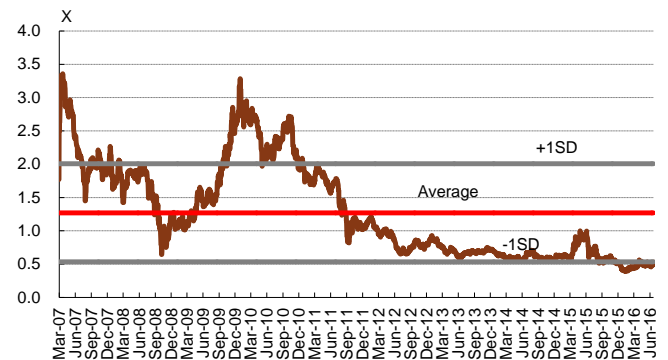
资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 23: 中国糖价 (南宁)



资料来源: 彭博资讯, 中金公司研究部

图表 24: 市净率



资料来源: 彭博资讯, 公司资料, 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：张懿  
编辑：江薇



## 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

### 上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号  
A座11楼1105室  
邮编: 201400  
电话: (86-21) 5879-6226  
传真: (86-21) 6887-5123

### 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A座6层  
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

### 上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号  
邮编: 200020  
电话: (86-21) 6386-1195  
传真: (86-21) 6386-1180

### 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



CICC  
中金公司

