

中粮糖业 (600737)

制糖行业龙头，有望受益糖价景气回升

	钟凯锋 (分析师)	李晓渊 (分析师)	鲁家瑞 (分析师)
	021-38674876	021-38674936	021-38677618
	zhongkaifeng@gtjas.com	lixiaoyuan@gtjas.com	lujiarui@gtjas.com
证书编号	S0880517030005	S0880518070003	S0880518070001

本报告导读:

国内与国际糖价景气度向上，公司作为我国最大食糖生产和贸易商之一，有望充分受益景气度回升。

投资要点:

- **投资建议:** 由于公司产品主要集中在食糖的生产与销售上，公司将受益行业景气度回升，我们维持预计公司 2019-2020EPS 为 0.43 元、0.73 元，预计 2021 年 EPS 为 0.95 元，维持目标价 11.25 元，对应 2020 年 15.41 倍 PE，维持“增持”评级。
- **全球供需缺口达 600 万吨，糖价景气度向上。** 全球性减产下，印度：受极端天气影响，后又因选举推迟榨糖进度，甘蔗产量骤降，预计 2019/20 榨季印度糖产量 2630 万吨，减产超过 600 万吨。巴西：由于糖价处于低位，乙醇价格较高，巴西糖醇比维持 35% 左右的低位。其他国家由于糖价低迷，叠加天气影响，全球其他地区减产：泰国干旱过后甘蔗收割延迟、美国遭寒流霜冻、欧盟旱情严重或成为净进口国。在供需缺口推动下，国内和国际糖价景气度向上。
- **中粮糖业是我国最大食糖生产和贸易商之一。** 公司拥有总产能达 257 万吨的制糖业务，其中国内自产糖约 70 万吨、海外糖约 35 万吨、炼糖约 150 万吨，进口糖超过 200 万吨，覆盖广西“双高”基地约 12.8 万亩，有 22 个（含两个在建）食糖仓储库点，总计 200 万吨的库容能力。公司食糖业务贡献超九成收入，随着糖周期景气度向上，公司盈利将大幅提升。
- **未来发展方面，** 公司竞争优势不断加强，随着公司在精益化管理能力、原料种植技术能力、糖源掌控能力等方面持续提升，核心竞争力不断增强，通过提升自身的核心竞争力，公司成本和费用有效下降，也将有效提升公司的盈利能力。

风险提示：天气引发的减产低于预期、疫情影响导致销量下滑超预期。

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	19,157	17,515	18,847	23,076	27,352
(+/-)%	41%	-9%	8%	22%	19%
经营利润 (EBIT)	1,799	1,246	1,272	2,018	2,839
(+/-)%	113%	-31%	2%	59%	41%
净利润 (归母)	740	504	913	1,558	2,023
(+/-)%	44%	-32%	81%	71%	30%
每股净收益 (元)	0.35	0.24	0.43	0.73	0.95
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.10	0.10	0.10

利润率和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营利润率 (%)	9.4%	7.1%	6.7%	8.7%	10.4%
净资产收益率 (%)	10.3%	6.9%	11.5%	16.8%	18.2%
投入资本回报率 (%)	12.9%	10.8%	10.8%	15.0%	20.3%
EV/EBITDA	8.88	10.03	11.02	7.41	5.02
市盈率	25.69	37.74	20.82	12.20	9.40
股息率 (%)	0.0%	0.0%	1.1%	1.1%	1.1%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **11.25**

上次预测: 11.25

当前价格: 8.89

2020.02.23

交易数据

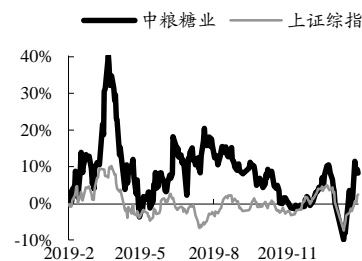
52 周内股价区间 (元)	7.20-11.98
总市值 (百万元)	19,014
总股本/流通 A 股 (百万股)	2,139/2,052
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	96%
日均成交量 (百万股)	15.75
日均成交值 (百万元)	134.39

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	7,975
每股净资产	3.73
市净率	2.4
净负债率	-49.25%

EPS (元)	2018A	2019E
Q1	0.16	0.09
Q2	0.08	0.05
Q3	0.14	0.14
Q4	-0.14	0.15
全年	0.24	0.43

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	4%	0%	14%
相对指数			

相关报告

《糖价底部已现，制糖板块迎来反转良机》
2019.03.23

模型更新时间: 2020.02.23

股票研究

必需消费
农业

中粮糖业 (600737)

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **11.25**

上次预测: 11.25

当前价格: 8.89

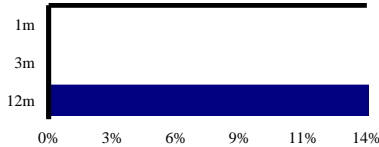
公司网址

www.cofcosugar.com

公司简介

公司是我国领先的果蔬食品生产供应商,拥有番茄、食糖两大产业,是领先的番茄制品生产企业,国内最大的食糖生产和贸易企业,主营番茄加工、食糖加工贸易、果蔬罐头贸易、种业和品牌产品业务,致力于成为果蔬食品行业的领导者和品质一流的企业。产品包括番茄大桶酱、番茄沙司、小包装番茄酱、番茄红素、番茄汁、番茄粉等。

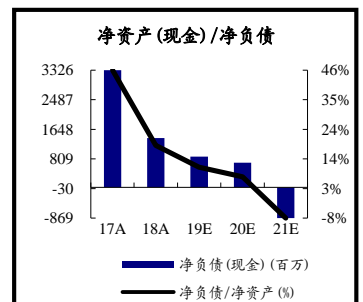
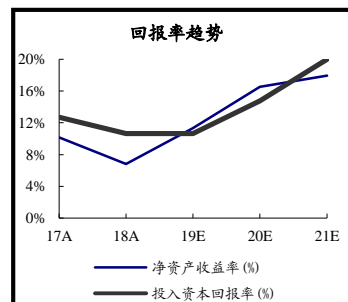
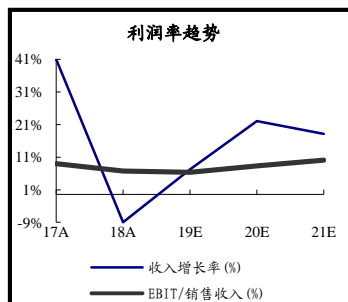
绝对价格回报 (%)



52周价格范围 7.20-11.98
市值 (百万) 19,014

财务预测 (单位: 百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
损益表					
营业收入	19,157	17,515	18,847	23,076	27,352
营业成本	16,060	14,963	16,187	19,373	22,504
税金及附加	117	102	107	134	157
销售费用	555	623	630	771	924
管理费用	620	565	642	766	912
EBIT	1,799	1,246	1,272	2,018	2,839
公允价值变动收益	37	22	0	0	0
投资收益	-220	-87	-4	164	0
财务费用	425	211	0	0	0
营业利润	1,000	839	1,268	2,182	2,839
所得税	249	171	304	523	678
少数股东损益	14	53	50	101	137
归母净利润	740	504	913	1,558	2,023
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	3,916	2,598	1,200	1,200	1,853
其他流动资产	6,793	6,915	6,317	8,272	9,436
长期投资	514	343	343	343	343
固定资产合计	4,253	4,118	4,137	4,120	4,070
无形及其他资产	1,627	1,613	1,623	1,633	1,643
资产合计	17,102	15,586	13,620	15,568	17,345
流动负债	8,562	7,715	5,108	5,602	5,424
非流动负债	1,232	298	298	298	298
股东权益	7,309	7,543	8,183	9,637	11,592
投入资本(IC)	10,515	8,808	8,943	10,230	10,667
现金流量表					
NOPLAT	1352	953	967	1534	2160
折旧与摊销	407	395	380	417	450
流动资金增量	-3,929	-1,311	105	1,294	477
资本支出	-501	-407	-410	-410	-410
自由现金流	-2,672	-369	1,042	2,835	2,678
经营现金流	5,355	2,425	1,243	618	2,133
投资现金流	299	-400	-414	-246	-410
融资现金流	-2,564	-3,409	-2,227	-372	-1,070
现金流净增加额	3,091	-1,384	-1,398	0	653
财务指标					
成长性					
收入增长率	41.3%	-8.6%	7.6%	22.4%	18.5%
EBIT 增长率	113.0%	-30.7%	2.0%	58.7%	40.6%
净利润增长率	43.7%	-31.9%	81.3%	70.6%	29.8%
利润率					
毛利率	16.2%	14.6%	14.1%	16.0%	17.7%
EBIT 率	9.4%	7.1%	6.7%	8.7%	10.4%
归母净利润率	3.9%	2.9%	4.8%	6.8%	7.4%
收益率					
净资产收益率(ROE)	10.3%	6.9%	11.5%	16.8%	18.2%
总资产收益率(ROA)	4.3%	3.2%	6.7%	10.0%	11.7%
投入资本回报率(ROIC)	12.9%	10.8%	10.8%	15.0%	20.3%
运营能力					
存货周转天数	119	94	70	86	82
应收账款周转天数	18	22	23	22	22
总资产周转天数	344	341	283	231	220
净利润现金含量	723.6%	481.3%	136.1%	39.7%	105.4%
资本支出/收入	2.6%	2.3%	2.2%	1.8%	1.5%
偿债能力					
资产负债率	57.3%	51.4%	39.7%	37.9%	33.0%
净负债率	45.5%	18.5%	10.7%	7.3%	-7.5%
估值比率					
PE(现价)	25.69	37.74	20.82	12.20	9.40
PB	2.37	2.15	2.29	1.95	1.63
EV/EBITDA	8.88	10.03	11.02	7.41	5.02
P/S	0.95	1.04	0.97	0.79	0.67
股息率	0.0%	0.0%	1.1%	1.1%	1.1%



目 录

1. 中粮糖业：全产业链布局的行业龙头	4
1.1. 公司简介：国内龙头糖业公司	4
1.2. 中粮集团持股过半、国资委实际控制	4
1.3. 多种方式降本增效，竞争优势显著	5
2. 自产糖决定弹性，贸易糖决定盈利中枢	6
2.1. 自产糖-决定公司利润弹性的核心	6
2.2. 贸易糖-利润稳定器	7
2.3. 番茄酱-收入利润相对稳定	8
3. 行业看点：行业景气度向上，公司直接受益	8
3.1. 国际出现供需缺口，推升国际糖价	8
3.2. 国内产区减产，需求相对稳定	12
3.3. 边际成本定价决定国内糖价站上 6300 元/吨	13
4. 盈利预测与估值	14
4.1. 周期景气度向上，预计公司盈利进行上行周期	14
4.2. 预计公司 2019-2021EPS 为 0.43 元/0.73 元/0.95 元	15
4.2.1. 自产糖&加工糖业务盈利预测	15
4.2.2. 贸易糖业务	15
4.2.3. 其他业务	16
4.2.4. 盈利预测	16
5. 风险提示	17
5.1. 天气引发的减产低于预期	17
5.2. 疫情影响导致销量下滑超预期	17

1. 中粮糖业：全产业链布局的行业龙头

1.1. 公司简介：国内龙头糖业公司

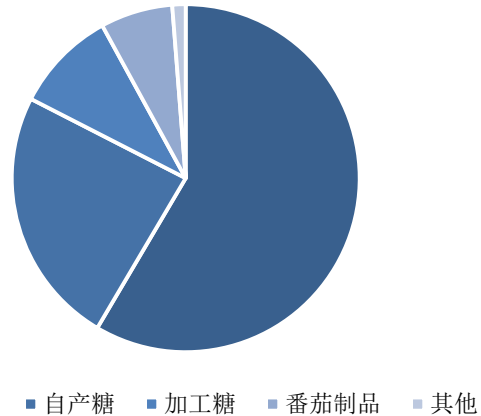
中粮糖业是中粮集团食糖业务专业化公司，主要业务包含自产糖，贸易糖、番茄酱三大板块，其制糖业务占公司收入的 92%，受糖价低迷影响，制糖业的毛利率较低，番茄业居中，农业、农资、电力等其他业务最高，公司主业为食糖生产加工及贸易，主要营业利润来源依赖制糖业占比 83.7%。由于公司拥有总产能达 257 万吨的制糖业务，公司成为我国最大的食糖生产和贸易商之一，其食糖品质优良获多家著名机构认可，主要客户为可口可乐、蒙牛、雀巢等国内外知名企业。并且旗下的中粮番茄是目前国内最大、世界第二的番茄加工企业。

表 1: 公司拥有总产能达 257 万吨的制糖业务

业务类型	运营模式	产能/库容能力
国内自产糖	运营模式为“订单农业+大户+规范种植+金融服务+农业信息”，推进双高基地建设及海外农业技术引进提高生产效率。	约 70 万吨
国际自产糖	海外全资子公司 Tully 糖业 2018 年榨甘蔗总量达 258 万吨。	约 35 万吨
贸易糖	通过推进糖源采购统一、期货套保统一、销售管理统一与风险控制统一（“四统一”战略）获得可观利润。	约 200 万吨
精炼糖	主要为精炼糖，毛利率为 13.12%。	150 万吨
双高基地	覆盖广西“双高”基地	12 万亩
仓储	22 个（含两个在建）食糖仓储库点	200 万吨

数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

图 1 中粮糖业收入结构主要为制糖业



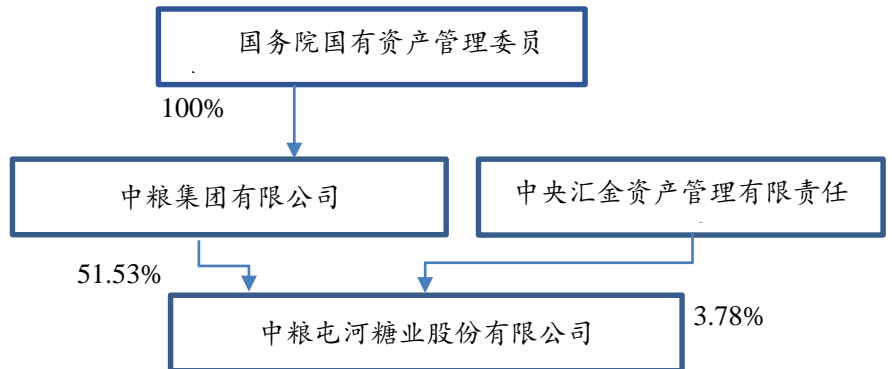
数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

1.2. 中粮集团持股过半、国资委实际控制

中粮糖业实际控制人是国务院国资委，控股股东是中粮集团。2005 年，中粮集团收购 37.2% 股权成为第一大股东，调整生产线并装入旗下糖厂资产，强化番茄制品和甜菜糖两大主业。将公司定为食品加工和贸易业务单元整合平台，公司逐渐发展为世界第二番茄制品生产商和国内最大甜菜糖生产商。2016 年中粮集团全面启动新一轮国企改革，确立“大粮油、高食品、全金融、强地产”四大业务板块，集团制定全产业链发展战略，整合、实现产供销一体化。2017 年 2 月，公司正式更名为中粮

糖业，成为中粮系旗下糖业专业化平台。中粮糖业正是在此背景下不断布局食糖相关产业，逐步发展，成为行业龙头。

图 2 公司控股股东为中粮集团



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

1.3. 多种方式降本增效，竞争优势显著

经过多年努力，公司在精益化管理能力、原料种植技术能力、糖源掌控能力等方面持续提升，核心竞争力不断增强，通过提升自身的核心竞争力，公司成本和费用有效下降，从而有效提升公司的盈利能力。

表 2: 公司拥有总产能达 257 万吨的制糖业务

核心竞争力	具体表现
精益化管理能力	以对标管理为突破口，实现全面对标常态化；以运营分析为抓手，强化过程管控；以降本增效为重点，全面覆盖，层层分解，提升精益化管理水平。
原料种植技术	公司拥有经验丰富的农业团队，通过产学研合作，在种业研发、机械化种植等方面持续发挥新型农业经营主体在行业发展中的引领作用。
糖源掌控能力	在国内甘蔗糖、甜菜糖领域、在国内港口炼糖领域具有较强的制糖能力
仓储物流能力	公司管理的食糖仓储设施容量约 200 万吨，仓储物流网点遍布国内主要销售区域，有效地服务终端客户。
差异化服务能力	根据不同客户的需求，为客户定制个性化的产品；公司拥有从种子到生产加工销售的全产业链模式，可进行产品的过程追溯；以满足消费者对美好生活的需求为使命，与客户携手，为消费者提供更优质的产品。

数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

成本和相关费用方面。在制糖成本主要包括糖料成本、加工成本、运输成本、费用、税收五个部分，原料成本是最主要部分，我国制糖企业糖料成本占比 70% 左右，由于糖料成本相对稳定，而公司糖料成本占比高预示公司费用控制较高，因此中粮糖业糖料成本偏高，占比约 80%。从期间费用来看，公司期间费用从 2014 年以来持续下降。公司销售费用处于行业中游水平。由于企业品牌影响力增强以及与其他企业建立良好的合作关系等原因，近年来持续平稳下降。2018 年因为番茄酱业务销售成本较高，番茄酱一项业务对于公司销售费用的影响约为 1.5%，因此销售费用有小幅回升；如果不考虑番茄酱的影响，那么公司销售费用大约为 2%，处于在行业较低水平。公司在管理费用上显著领先，优于同行。

图 3: 公司销售费用率稳步下滑 (%)

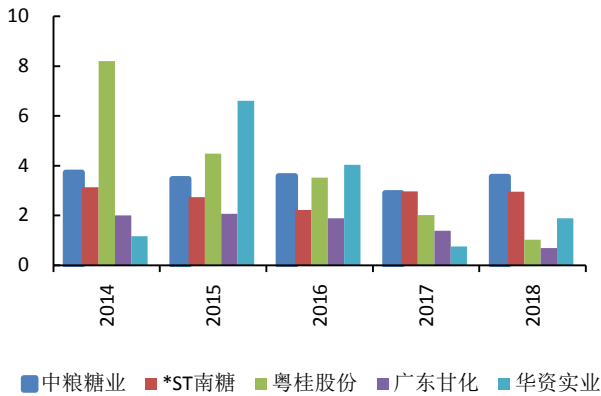
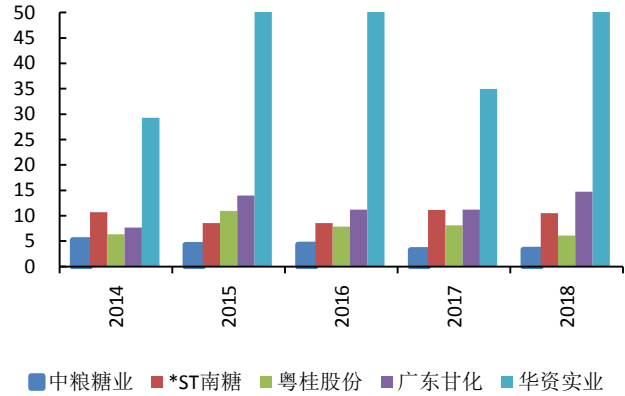


图 4: 公司管理费用率维持全行业低位 (%)

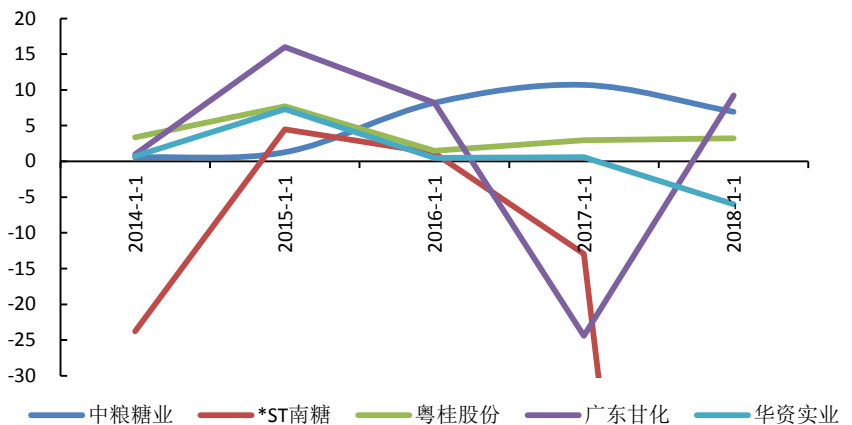


数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

由于公司竞争能力强, 成本控制能力高, 公司盈利能力更强。同时公司得益于贸易糖为主的业务结构, 公司整体毛利波动相对同业较小。对比来看公司在近五年整体 ROE 均处于行业较高水平, 高于其他糖业公司。即使 2018 年末 ROE 为 5.3%, 较上年有所下降, 主要受到糖价低迷拖累, 但是仍然高于同业。

图 5 公司 ROE 高于同业 (%)



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

2. 自产糖决定弹性, 贸易糖决定盈利中枢

2.1. 自产糖-决定公司利润弹性的核心

公司的制糖业务在国内外具有完善的产业布局, 拥有从国内外制糖、进口及港口炼糖、国内销售及贸易、仓储物流并管理中央储备糖的全产业运营模式。其中自产糖在公司制糖业务中占很大比重, 自产糖主要分为甘蔗糖和甜菜糖。目前, 公司国内自产糖中, 甜菜糖产能分布在新疆的 8 座工厂, 合计产能超过 30 万吨, 甘蔗糖产能分布在广西和云南的 5 个厂中, 产能超过 35 万吨, 国际自产糖以公司海外 Tully 糖为核心, 产能约 35 万吨, 公司产能稳步提升, 包含国内和国际自产糖产能可达约 100 万吨。

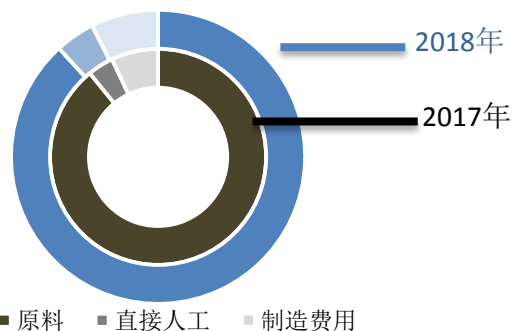
表 3: 公司国内自产糖提供业绩弹性

品种	时间	业务介绍
甘蔗糖（产能约 35 万吨）	2016 年	公司通过定向增发，扩充公司在广西的江州糖业和崇左糖业的产能，并配套优质高产高糖糖料蔗基地。
	2018 年	公司达产的“双高”基地约为 12.8 万亩，同比上升约 21%，国内自产甘蔗糖产能将上升至 35 万吨，较上一年上升 5.9%。
	2019 年	落实 16.6 万亩的“双高”基地，提供不少于 36.67 万吨的甘蔗糖产能。
甜菜糖（产能超过 30 万吨）	成本	公司多年来深耕甜菜糖生产领域，大户种植面积占总面积的 60%；机采比例达 92%，甜菜糖成本业内领先。
	2016 年	公司通过定向增发，对旗下四家甜菜糖子公司进行升级改造，提升甜菜糖产糖效率。

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

公司糖料成本相对稳定，在相对稳定的糖料成本下，糖价波动导致了公司利润弹性。制糖成本主要包括糖料成本、加工成本、运输成本、费用、税收五个部分，由于公司费用管理优异，因此公司糖料成本占总成本比例较高，而随着公司完成重大资产重组，公司各项费用大幅减少。其中中粮资本投资有限公司及其下属子公司置入资产过户纳入公司合并报表，将导致 2019 年公司营业成本及费用发生极大变动，预计营业成本同比减少六成，费用同比减少九成。

图 6 自产糖原料占比最高

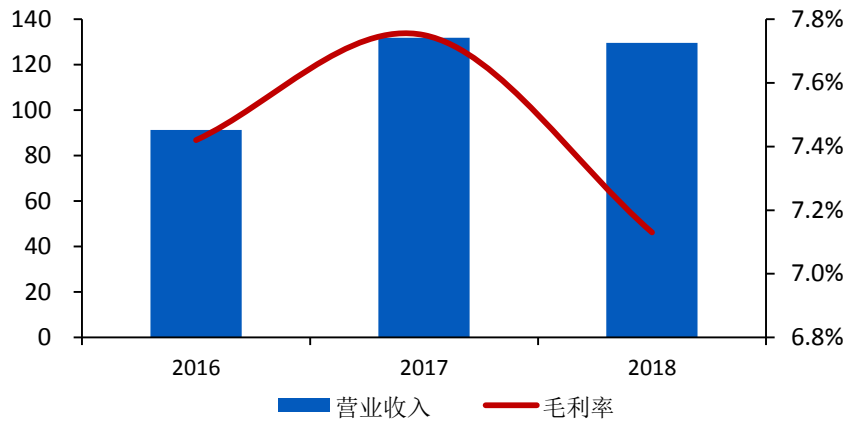


数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

2.2. 贸易糖-利润稳定器

目前公司是国内第一大糖贸易商，2018 年贸易糖约 200 万吨，其中大部分为进口，公司进口量占国内糖进口总量的约一半。我国对食糖进口采取的政策是“配额+关税管理”的模式，配额内的食糖进口关税仅为 15%；配额外的食糖进口关税 50%，由于配额内关税率较低，公司贸易糖有一部分为低成本的配额内进口糖，因此整体贸易糖一直处于盈利状态。而贸易糖业务因为国内外糖价基本处于联动状态，因此毛利率相对稳定，近 3 年来维持在 7% 以上，盈利能力较强。

图 7 贸易糖收入和盈利相对稳定（亿元）



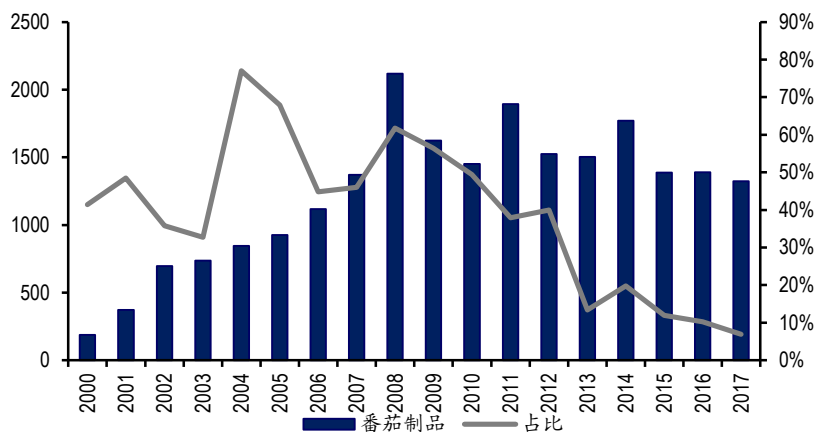
数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

2.3. 番茄酱-收入利润相对稳定

中粮糖业在番茄业务上拥有国内最大、世界第二的加工能力，主要从事生产及出口大包装番茄酱，并向上下游延伸，构建了从种子研发、种植、初加工、深加工、销售等为一体的番茄制品产业链。

2017年4月公司成立全资子公司中粮屯河番茄有限公司，致力于打造成为“全产业链番茄专家”。在稳定大包装番茄业务的同时，积极向下游番茄制品转型，扩展国内市场及客户。番茄业务是公司历史最悠久的业务，近年虽然有边缘化的趋势，收入占比不断下降，但公司番茄业务趋近成熟，整体创收稳定。在2017年全球番茄产品消费低迷，市场持续疲软的情况下，中粮番茄能够稳固长期合作客户采购量，积极开拓非洲等新市场。公司业务主要面向出口，汇率风险控制较为出色。

图 8 番茄业务收入逐步稳定 (百万元)



数据来源：公司年报，国泰君安证券研究

3. 行业看点：行业景气度向上，公司直接受益

3.1. 国际出现供需缺口，推升国际糖价¹

全球糖产量连续3年大于需求，库销比持续上升等导致糖价连续3年下跌。但随着糖价下跌，全球主要产糖国（除印度）纷纷减产，根据 USDA

¹ 为了保证数据一致性，我们数据来源统一使用 USDA 的数据，但由于 USDA 数据相对滞后，因此后文我们在使用部分相关国家发布的数据我们会批注说明。

预测, 2019/20 榨季, 全球糖产量下滑至 1.74 亿吨, 总消费量约 1.76 亿吨, 出现自 16/17 榨季后的首次产需缺口, 而根据 ISO 预测, 19/20 榨季产需缺口将达 600 万吨, 甚至部分机构预测产需缺口将超过 800 万吨。

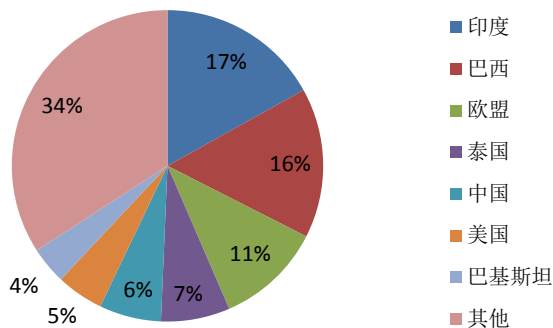
表 4: 各机构预测 19/20 榨季糖将出现较大的产需缺口

机构名称	预计时间	产需缺口
荷兰合作银行 (Rabobank)	2019 年 12 月 23 日	820 万吨
国际糖业组织 ISO	2019 年 11 月 26 日	612 万吨
福四通 FCStone	2019 年 10 月 31 日	770 万吨
摩根大通	2019 年 10 月 14 日	640 万吨
国际糖业组织 (ISO)	2019 年 9 月 2 日	476 万吨
巴西分析机构 DATAGRO	2019 年 7 月 30 日	642 万吨

数据来源: 北方商品, 国泰君安证券研究

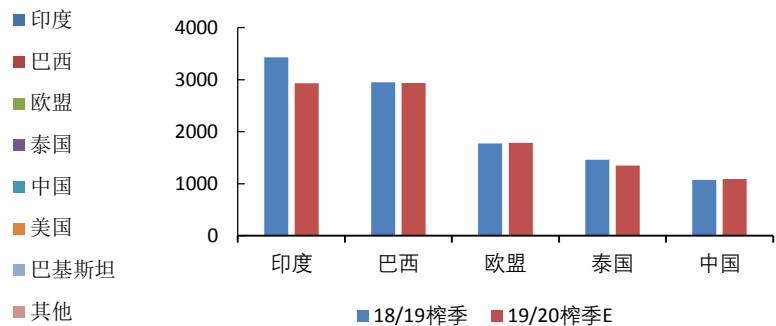
产量结构方面: 18/19 榨季印度成为第一大产糖国, 目前产量前五的国家 (地区) 为印度、巴西、欧盟、泰国和中国, 合计产量达全球的 60%。根据 USDA 预测, 2019/20 榨季, 五大主产国产糖量减少约 600 万吨 (根据北方商品最新统计数据, 前五大产糖国糖产量减少量超过 700 万吨)。其中, 印度作为第一大产糖国, 19/20 榨季产量下降至 2930 万吨, 下降约 500 万吨, 同比下降约 15%, 成为本轮国际糖价上涨的主要动因。

图 9: CR5 达 60%, 印度是产糖弹性大国



数据来源: ISO, 国泰君安证券研究

图 10: USDA 预测 19/20 榨季五大主产国减产约 600 万吨 (万吨)



数据来源: 北方商品, 中国产业信息网, 国泰君安证券研究

根据 USDA 预测:

巴西: 产量维持在 2935 万吨, 糖醇比同比下降, 甘蔗种植面积稳定。

印度: 产量大幅下滑至 2930 万吨。2019 年先是严重干旱, 而后 19 年主要产区又发洪水导致减产, 预计 20/21 榨季恢复生产水平。

泰国: 产量小幅下降至 1354 万吨。2019 年早情严重, 甘蔗种植依赖降雨导致减产。

欧盟: 预计产量 1785 万吨。连续两年产需缺口且早情影响甘蔗生长。

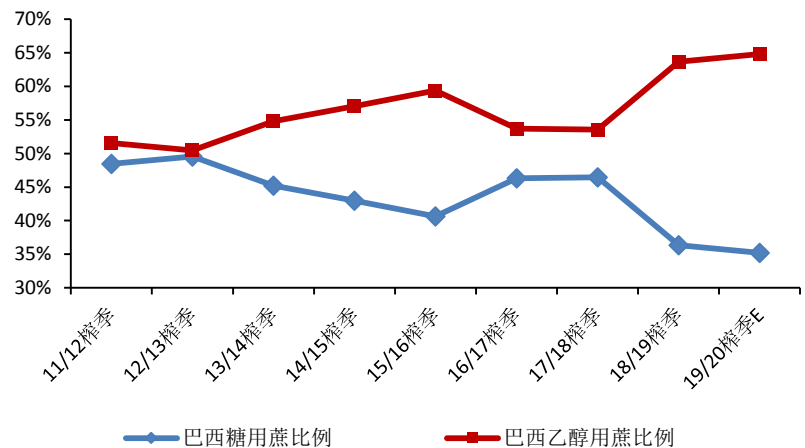
表 5: 19/20 榨季截止目前各国累计糖产量

国家	截止日期	糖产量(万吨)	糖产量同比
澳大利亚	1月17日	423.31	-10.41%
英国	1月17日	118.00	0.25%
印度	1月15日	1090.00	-26.00%
南巴西	1月16日	2648.10	0.50%
俄罗斯	1月10日	705.00	21.01%
泰国	1月8日	228.00	-18.64%
墨西哥	1月7日	58.30	-31.60%
菲律宾	1月8日	73.00	-21.60%

数据来源：北方商品，国泰君安证券研究

巴西：糖醇比是决定巴西糖产量的核心。巴西糖醇比不断下滑，糖产量创近年来新低。由于(1)糖价长时间低迷，产糖亏损，糖用蔗比例下滑；(2)美国玉米减产，导致国际乙醇价格再升，利益驱使下巴西乙醇产量增加，糖用蔗比例进一步下降；(3)巴西政府通过积极的补贴优惠措施鼓励企业进入乙醇燃料生产行业，巴西糖醇比持续下滑，根据巴西糖业咨询机构预计，19/20榨季巴西仅用34%的甘蔗生产食糖，为历史最低水平。但由于巴西甘蔗产量和含糖率上升，截止2019年12月31日南巴西产糖2648.1万吨，同比提升0.5%，而与此同时，乙醇产量提升6.5%。预计整个榨季巴西糖产量与18/19榨季产量持平。未来，我们认为即使糖收益可以追上乙醇的收益，但乙醇市场资金流动性极好，乙醇销售仅3天就能收回货款，而食糖需要45天时间，因此即使糖盈利追平乙醇盈利，并不一定会导致糖厂多生产糖。

图 11 预计 19/20 榨季巴西糖用蔗比例再创新低

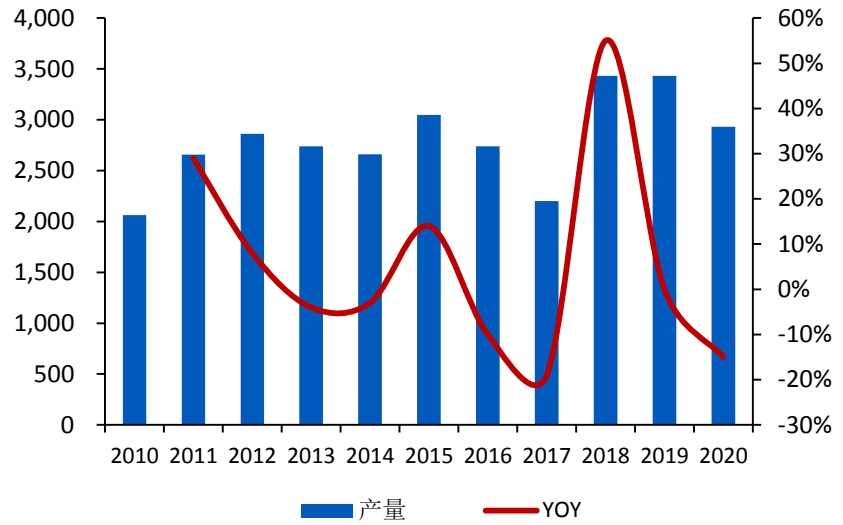


数据来源：UNICA，国泰君安证券研究

印度：天气影响下，印度糖产量大幅下滑。印度糖产量大幅下滑，是本次糖周期景气度向上的核心因素。根据北方商品统计，截止2020年1月15日，印度19/20榨季糖产量1090万吨，同比减少26%，而根据印度糖业协会（ISMA）预估，19/20榨季印度糖产量预计为2600万吨，与18/19榨季相比下滑近700万吨。新榨季印度减产的主要原因是：(1)三大主产区中，马邦与卡邦受干旱影响，甘蔗种植面积下降约20%，此外，干旱使甘蔗单产与含糖量下降；(2)临近榨季，马邦发生洪涝灾害，致使榨季推迟约1个月；(3)部分入榨甘蔗被洪水侵蚀，不仅使甘蔗糖分进一

步损失，还导致开榨后半数糖厂无法开工。从目前情况来看，马邦将提前收榨，印度糖产量下滑幅度有超预期的可能。

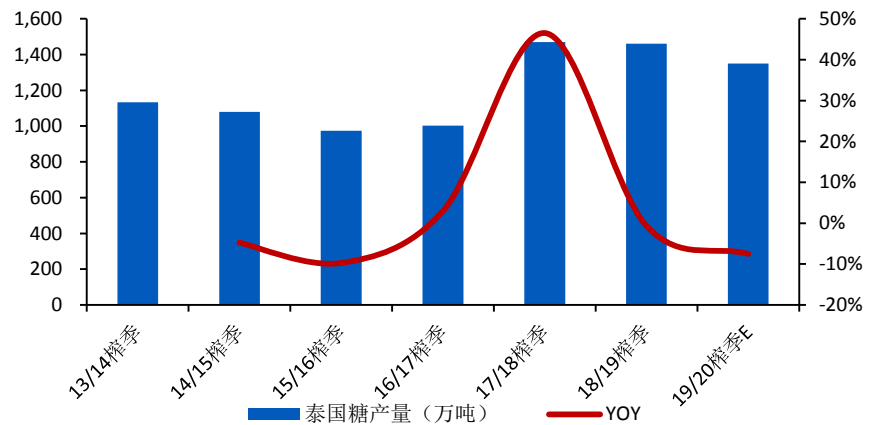
图 12 印度 19/20 榨季糖产量下滑约 500 万吨 (万吨)



数据来源: USDA, 国泰君安证券研究

泰国: 同样由于低价和天气因素影响, 泰国糖产量超预期下滑。根据 USDA 预测: 18/19 榨季泰国糖产量为 1458.1 万吨, 19/20 榨季或将为 1354 万吨, 预计 2019/2020 年度甘蔗产量下降 7%, 是自 15/16 榨季以来的首次下降。截止到 2020 年 1 月 6 日, 泰国 19/20 榨季累计榨蔗 3922 万吨, 同比下降 16%, 累计产糖 405 万吨, 同比下降 13%, 后续泰国糖产量有望超预期下滑。

图 13 预计泰国 19/20 榨季减产约 100 万吨



数据来源: USDA, 国泰君安证券研究

其他国家: 不同幅度减产。欧盟糖产量小幅下降。自欧盟食糖配额制度结束以来, USDA 预计 2019/2020 榨季欧盟糖产量约 1785 万吨, 将出现连续两年的产需缺口。美国: 食糖进口量或上升。美国是全球第三大食糖进口国, 11 月受寒流影响可能减产。寒流贯穿美国中西部地区, 全美有 300 多地出现创纪录的低温天气。并且, 美国南部的霜冻也对产量造成影响。

3.2. 国内产区减产，需求相对稳定

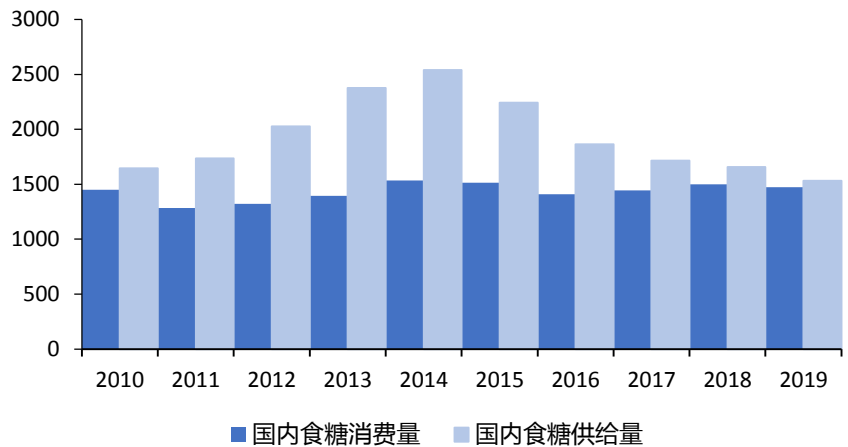
国内各产区小幅减产，总量同比减少 2.4%。在国内种植面积相对稳定的情况下，2019 年天气干旱、虫害原因导致广西、云南等主要产糖地甘蔗减产，产糖率提高部分弥补产量减少。而此次新冠疫情在一定程度上对食糖产量上起到减产的效果。第一季度本是食糖生产的旺季、销售的淡季，但受开工影响，对甘蔗运输和糖生产造成了影响，预估产糖量或大幅下调。

表 6: 甘蔗种植面积有望保持稳定，单产面临下降

甘蔗收购	19/20 榨季甘蔗将以市场导向定价，虽然糖厂有下调甘蔗收购价格的意愿，但是从目前的政策以及蔗农种植收益等背景来看预计甘蔗收购价格变化不大。
种植替代	目前甘蔗替代品主要有柑橘、桑树和桉树等，相对而言甘蔗种植收益较低，有望逐步替代甘蔗种植。
种植面积	受益双高基地建设，长期种植面积有望维持稳定。
单产	由于糖厂缺乏足够资金支持，蔗种更新慢，因此由于品种问题，单产下降。

数据来源：农业部，国泰君安证券研究

图 14 全国食糖产不足需 (万吨)



数据来源：USDA，国泰君安证券研究

进口量稳定，关税税率下调无碍价格上涨。目前国内严打走私，控制进口量，预计进口约 300-400 万吨。国内实行配额进口，配额外进口量加收 85% 税收，并进行总量控制。政府加强力度严查走私，目前管理成效明显。进口端，我国糖进口实行总量控制和增加配额外进口关税两种政策来控制进口量。我国食糖缺口长期依赖进口，糖进口量约占消费量的 25%。主要进口来源国为巴西、泰国和古巴，三国占我国进口食糖总量的 90% 左右。由于保障性关税政策即将在 2020 年 5 月 22 日退出，配额外关税税率将降低至 50%，市场对此有所担忧，但在总量管控和关税管控的政策下，从边际定价的角度上来看，关税税率下调无碍国内糖价上涨。

表 7: 2020 年 5 月 22 日后，国内配额外进口关税税率将回归到 50%

关税调整时间

关税税率

配额内 进口总量为 194.5 万吨	--	15%
配额外 进口总量约 300-400 万吨，由糖业协会发放 的进口许可证决定进口量	2017 年 5 月 22 日-2018 年 5 月 21 日	95%
	2018 年 5 月 22-2019 年 5 月 21 日	90%
	2019 年 5 月 22 日-2020 年 5 月 21 日	95%
	2020 年 5 月 22 日后	50%

数据来源：北方商品，国泰君安证券研究

表 8: 我国严打走私糖，推升国内糖价

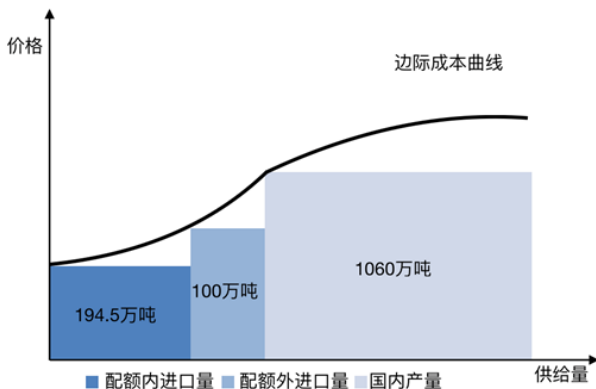
日期	举措
2020.01.01	中糖协在京召开反食糖走私工作会议，将继续配合海关开展打击走私“国门利剑 2020”联合专项行动
2019.11.18	南宁海关抓获走私泰国产白糖约 1.14 万吨的犯罪嫌疑人，案值约 6840 万元，涉嫌偷逃税款约 3740 万元。
2019.09.01	上海海关查获一起走私白糖案，查扣走私白糖 800 余吨，案值近 600 万元。
2019.08.29	浙江省施行《浙江省反走私综合治理规定》，重点推进反走私视频监控体系建设和反走私专班建设。
2019.08	云南省开展打击走私综合治理工作会议，确保为云南建设自由贸易试验区创造良好的营商环境。
2019.08.05	宁波海关开展打击白糖集中收网行动，现场查扣走私白糖 1300 余吨。
2019.06	云南省西双版纳州排查糖厂 16 家。
2019.03.07	2019 年南京海关查获走私糖 7500 吨，涉案金额 5400 万。
2019.02.22	云南省临沧市、德宏州、红河州、西双版纳州以及其他地区，全面开展冰糖厂普查，特别是涉嫌走私糖加工的。

数据来源：广西糖网，国泰君安证券研究

3.3. 边际成本定价决定国内糖价站上 6300 元/吨

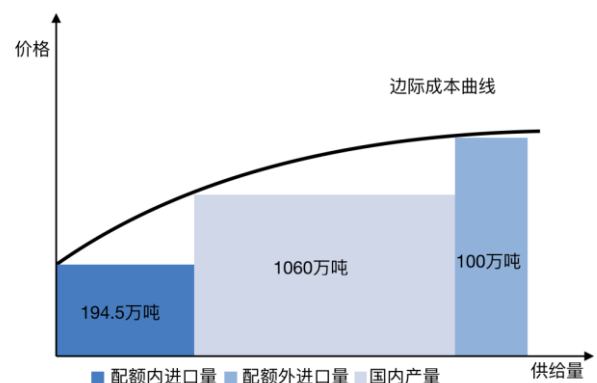
边际成本定价驱动糖价超过国内生产成本。国内需求量稳中有增，预计为 1500 万吨需求，由于国内糖的需求量较大，无法单靠国产糖或进口糖满足，而国产糖与进口糖的价格存在差异，因此国内糖价是由糖供给的边际成本决定。而主要的供给边际是国内糖生产和配额外进口成本。

图 15: 边际成本定价驱动糖价超过国内生产成本



数据来源：国泰君安证券研究

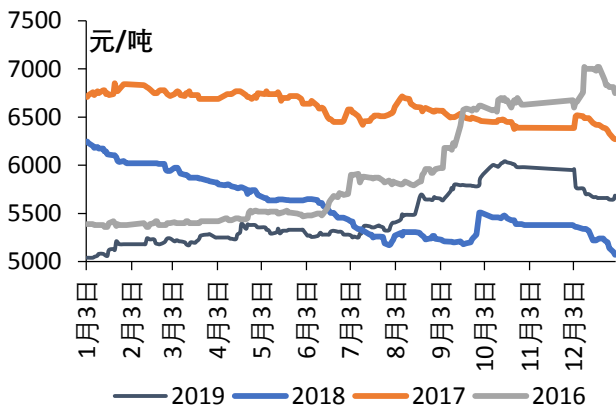
图 16: 边际成本定价驱动糖价超过配额外进口价



数据来源：国泰君安证券研究

因此在边际成本定价的情况下，国际糖价驱动国内糖价，糖价有望继续上行。国内制糖现金成本约 5100 元，形成了国内现货糖价底部，而国际糖价的上涨能够驱动国内糖价上涨。通过分析历史白砂糖现货价格以及泰国巴西配额内和配额外进口糖成本价可以发现，在国际原糖价格低迷时，国内糖价格很少低于国内现金成本（在偿还蔗农蔗款时除外），而国际糖价突破国内糖价时会跟随性上涨。由于全球糖减产，供需缺口大增，从而带动国际食糖价格上涨，随之带动进口糖价，后续糖价一旦超过国内成本，国内价格将跟随国际糖价一起上涨。

图 17: 糖价夏天是旺季



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

图 18: 国际糖价驱动国内糖价，糖价有望继续上行



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

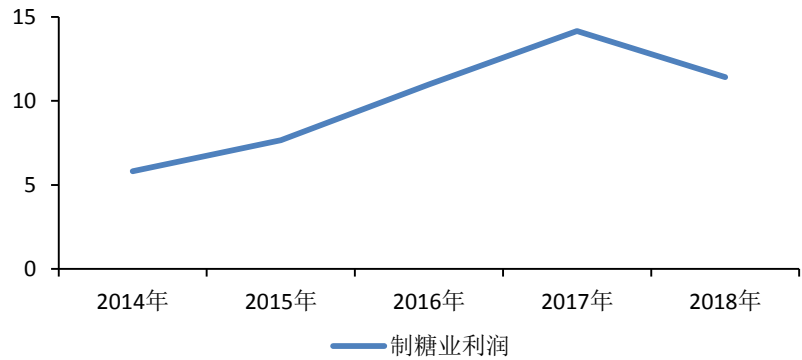
4. 盈利预测与估值

4.1. 周期景气度向上，预计公司盈利进行上行周期

盈利方面，由于公司业务范围广，其他业务利润较高，公司具有很强的抗波动性。其中贸易糖业务盈利能力强，在糖价水平较低的情况下也能获得正利润。而自产糖由于成本相对稳定，自产糖盈利更多由糖价决定的，糖价弹性较高从而决定了公司利润弹性更多由自产糖决定，根据我们测算，糖价每上升 100 元/吨公司糖产业净利润提升约 7000 万元，将充分享受糖价上升带来的红利。

从公司盈利情况上来看，中粮糖业毛利率以及 ROE 与白糖价格走势具有相关性。2014 年 Q3 食糖价格回暖，公司毛利率也随之上升。2016 年年末食糖价格达到五年峰值，中粮糖业毛利率和 ROE 也处于历史高位。随后，食糖价格达到拐点，进行下行通道，毛利率和 ROE 也随之下降。

图 19: 中粮糖业制糖业务毛利率与糖价息息相关 (%)



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

4.2. 预计公司 2019-2021EPS 为 0.43 元/0.73 元/0.95 元

4.2.1. 自产糖&加工糖业务盈利预测

公司的自制糖业务将直接受益于 16.6 万亩的“双高”基地的落实, 进而提高甘蔗糖产能, 另外, 随着订单农业推行, 获得更多的糖料供给, 进一步提高生产效率。预计 19-21 年自产糖及加工糖收入 78.66、101.12 和 120.78 亿元, 贡献毛利 9.44 亿、21.24 亿和 27.78 亿元。

表 9: 自产糖及加工糖盈利预测

自产糖及加工糖	2019E	2020E	2021E
销售收入 (百万元)	7866.00	10112.00	12078.00
增长率 (YOY)	-4.40%	28.55%	19.44%
毛利率	12.00%	21.00%	23.00%
销售成本 (百万元)	6,922.08	7,988.48	9,300.06
增长率 (YOY)	4.96%	15.41%	16.42%
毛利 (百万元)	943.92	2,123.52	2,777.94
增长率 (YOY)	-42.19%	—	—
占总销售额比重	41.74%	43.82%	44.16%
占主营业务利润比重	35.48%	57.35%	57.30%

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

4.2.2. 贸易糖业务

目前公司是国内第一大糖贸易商, 贸易糖一直处于盈利状态, 是公司的利润稳定器。预计 19-21 年贸易糖收入 88.40、107.73 和 127.89 亿元, 贡献毛利 9.72 亿、13.36 亿和 18.17 亿元。

表 10: 贸易糖盈利预测

贸易糖	2019E	2020E	2021E
销售收入 (百万元)	8,840.00	10,773.00	12,789.00
增长率 (YOY)	-3.16%	21.87%	18.71%
毛利率	11.00%	12.40%	14.21%
销售成本 (百万元)	7,867.60	9,437.15	10,971.36
增长率 (YOY)	-2.80%	19.95%	16.26%
毛利 (百万元)	972.40	1,335.85	1,817.64
增长率 (YOY)	-5.95%	37.38%	36.07%

占总销售额比重	46.90%	46.68%	46.76%
占主营业务利润比重	36.55%	36.08%	37.49%

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

4.2.3. 其他业务

其他业务主要包括番茄业务等。公司番茄业务历史悠久，虽然收入占比较低，但公司番茄业务比较成熟，整体创收稳定。预计 19-21 年其他业务收入为 21.41 亿、21.91 亿和 24.85 亿元，贡献毛利 7.44 亿、2.43 亿和 2.53 亿元。

表 11: 其他业务盈利预测

其他业务	2019E	2020E	2021E
销售收入 (百万元)	2,141.00	2,190.97	2,485.36
增长率 (YOY)	18.87%	2.33%	13.44%
毛利率	34.76%	35.00%	35.00%
销售成本 (百万元)	1,396.84	1,947.75	2,232.46
增长率 (YOY)	1.93%	39.44%	14.62%
毛利 (百万元)	744.16	243.22	252.90
增长率 (YOY)	72.80%	-67.32%	3.98%
占总销售额比重	7.41%	8.44%	8.16%
占主营业务利润比重	27.97%	6.57%	5.22%

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

4.2.4. 盈利预测

我们认为，由于公司产品主要集中在食糖的生产与销售上，随着糖周期反转，公司将受益行业景气度回升，我们预计，2019-2021 年公司收入为 188.47 亿元、230.76 亿元和 273.52 亿元，预计公司 2019-2021 年实现归母净利润 9.13 亿元、15.58 亿元和 20.23 亿元，对应 EPS 分别为 0.43 元/0.73 元/0.95 元。维持目标价 11.25 元，对应 2020 年 15.41 倍 PE，维持“增持”评级。

表 12: 预测利润表 (百万元)

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入	13,557	19,157	17,515	18,847	23,076	27,352
增长率	—	41.3%	-8.6%	7.6%	22.4%	18.5%
营业成本	11,587	16,060	14,963	16,187	19,373	22,504
%销售收入	85.5%	83.8%	85.4%	85.9%	84.0%	82.3%
毛利	1,970	3,097	2,552	2,660	3,703	4,848
%销售收入	14.5%	16.2%	14.6%	14.1%	16.0%	17.7%
税金及附加	58	117	102	107	134	157
%销售收入	0.4%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	486	555	623	630	771	924
%销售收入	3.6%	2.9%	3.6%	3.3%	3.3%	3.4%
管理费用	581	620	565	642	766	912
%销售收入	4.3%	3.2%	3.2%	3.4%	3.3%	3.3%
研发费用	0.0	6.1	15.1	10.1	14.0	17.1
%销售收入	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%

财务费用	118	425	211	0	0	0
%销售收入	0.9%	2.2%	1.2%	0.0%	0.0%	0.0%
息税前利润 (EBIT)	845	1,799	1,246	1,272	2,018	2,839
%销售收入	6.2%	9.4%	7.1%	6.7%	8.7%	10.4%
资产减值损失	141	205	152	0	0	0
信用减值损失	0	0	0	0	0	0
其他收益	0	15	16	0	0	0
投资收益	187	-220	-87	-4	164	0
%税前利润	28.1%	-21.9%	-11.9%	-0.3%	7.5%	0.0%
净敞口套期收益	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	-122	37	22	0	0	0
资产处置收益	-1	-1	4	0	0	0
营业利润	651	1,000	839	1,268	2,182	2,839
营业利润率	4.8%	5.2%	4.8%	6.7%	9.5%	10.4%
营业外收支	17	3	-111	0	0	0
税前利润	668	1,003	728	1,268	2,182	2,839
利润率	4.9%	5.2%	4.2%	6.7%	9.5%	10.4%
所得税	157	249	171	304	523	678
所得税率	23.5%	24.9%	23.5%	24.0%	24.0%	23.9%
合并报表的净利润	510	754	557	964	1,659	2,160
少数股东损益	-5	14	53	50	101	137
归属于母公司的净利润	515	740	504	913	1,558	2,023
净利率	3.8%	3.9%	2.9%	4.8%	6.8%	7.4%

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

5. 风险提示

5.1. 天气引发的减产低于预期

由于印度等国家减产与天气有直接关系，如果天气状况好转，20/21 榨季的产量回升并抹平产需缺口，将对糖价造成较大的压制作用，从而影响公司盈利。

5.2. 疫情影响导致销量下滑超预期

新冠疫情虽然对食糖产量上起到减产的效果，但销量方面也造成了一定打击，糖消费旺季是夏天，如果新冠疫情持续，将会对餐饮、饮料等行业需求造成较大影响，需求面临萎缩。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		