

中粮糖业(600737)

点评报告

行业公司研究—农产品加工行业—

# 当前时点如何看待中粮糖业

## ——中粮糖业点评报告

✍️：梁晗 执业证书编号：S1230518090004  
☎️：021-80105915  
✉️：lianghan@stocke.com.cn

### 报告导读

2018/19 榨季接近尾声，且目前食糖处于消费旺季，如何看待近期糖市政策、价格变化和公司的投资机会，我们解读如下：

### 投资要点

#### □ 进口：无惧政策不确定性和进口糖增加

今年5月对巴西进口糖的保护性关税取消后，糖价出现较大波动，且预计全年糖进口量或达350万吨，同比增加25%，在前两季度进口量较低背景下，下半年进口量的增加将使糖价承压。同时，明年5月保护性关税到期后，进口政策如何演绎仍存较大不确定性。但我们判断，进口糖对国内市场的冲击并不会影响到中粮糖业，主要原因在于公司是食糖贸易领域的龙头，进口糖增加一定程度上对公司或形成利好。中粮糖业贸易糖和港口炼糖产能分别达200万吨和150万吨，基于其较强的糖源掌控能力，在进口糖增加的情况下，公司贸易糖领域的优势或将放大。今年以来，内外糖价差（配额内）为1500~2000元，处于相对高位，在进口糖增加背景下，公司贸易糖板块的利润或有望增厚。

#### □ 价格：糖价中枢抬升，利好制糖业务

今年年初，国内糖现货价在5100~5200元/吨区间波动，进入6月，受国内糖销售数据造好提振，现货糖价格波动区间升至5250~5350元/吨，整体价格中枢呈上移态势。且进入2019/20榨季，全球减产趋势已成，预计糖供需将由过剩转向不足，缺口或达400~500万吨，尽管受印度高企库存影响，糖价上方空间或受限，但供需基本面的边际改善推动糖价中枢抬升是大概率事件。在糖价上行背景下，中粮糖业制糖及炼糖板块的毛利均将改善，为公司业绩提供向上弹性。

#### □ 盈利预测及估值

尽管国内市场因进口糖增加价格承压，国际市场因印度高企库存价格上涨空间有限，但这两方面因素对中粮糖业较难形成冲击，进口增加和糖价中枢抬升对公司贸易、制糖、炼糖业务均有利好，因此当前时点我们依旧看好中粮糖业投资价值。预计2019~2020年EPS分别为0.32、0.45元，对应当前股价PE分别为28、20倍，我们看好公司在糖价上涨背景下的业绩弹性，给予“买入”评级。

**风险提示：主产国糖产量大幅增加；贸易、补贴等政策风险；油价大幅下跌。**

#### 财务摘要

(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入	17515	20362	23749	27312
(+/-)	-8.57%	16.25%	16.64%	15%
净利润	504	695	953	1004
(+/-)	-31.93%	38.00%	37.07%	5.39%
每股收益(元)	0.24	0.32	0.45	0.47
P/E	46.11	28.44	20.22	19.36

### 评级

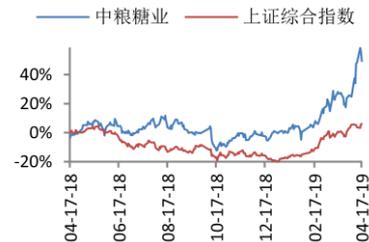
### 买入

上次评级	买入
当前价格	¥9.10

### 单季度业绩

### 元/股

1Q/2019	0.10
4Q/2018	-0.14
3Q/2018	0.15
2Q/2018	0.09



### 公司简介

中粮糖业目前主营食糖及番茄加工业，其中食糖业务包括国内外自制糖、港口炼糖和贸易糖3大块。2013年起公司聚焦食糖主业，糖业收入占比提升。

### 相关报告

报告撰写人：梁晗

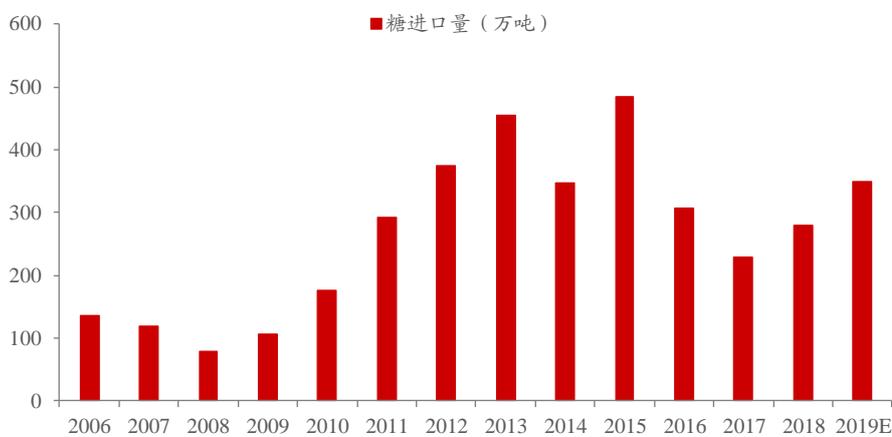
数据支持人：梁晗

证券研究报告

## 进口：无惧政策不确定性和进口糖增加

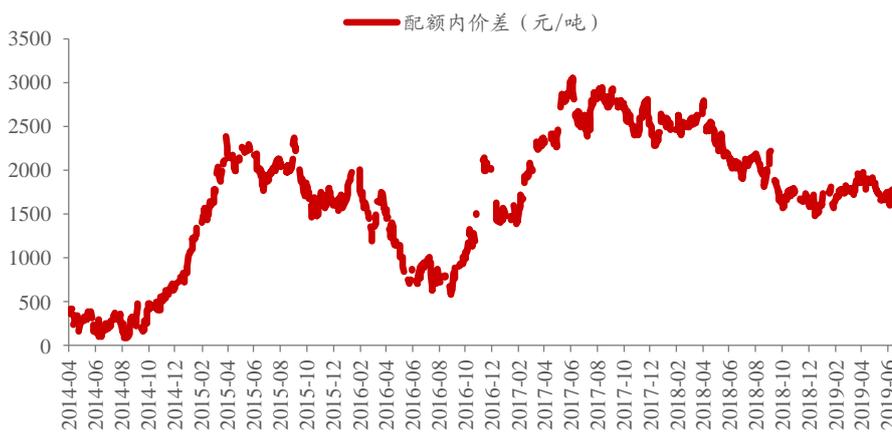
今年5月对巴西进口糖的保护性关税取消后，糖价出现较大波动，期货市场价格一度跌破4900元/吨。且预计今年200万吨进口配额或足额发放，外加150万吨左右许可证，全年糖进口量或达350万吨，同比增加25%，在前两季度进口量较低（今年1~5月累计进口量92万吨，比去年同期减少18.19万吨）的背景下，下半年进口量的增加将使糖价承压。同时，明年5月保护性关税到期后，进口政策如何演绎仍存较大不确定性。但我们判断，进口糖对国内市场的冲击并不会影响到中粮糖业，主要原因在于公司是食糖贸易领域的龙头，进口糖增加一定程度上对公司或形成利好。中粮糖业贸易糖和港口炼糖产能分别达200万吨和150万吨，基于其较强的糖源掌控能力，在进口糖增加的情况下，公司贸易糖领域的优势或将放大。今年以来，内外糖价差（配额内）为1500~2000元，处于相对高位，在进口糖增加背景下，公司贸易糖板块的利润或有望增厚。

图 1：预计 2019 年进口糖将增加 25%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 2：今年以来内外糖价差维持在相对高位



资料来源：Wind，浙商证券研究所

## 价格：糖价中枢抬升，利好制糖业务

今年年初，国内糖现货价在 5100~5200 元/吨区间波动，进入 6 月，受国内糖销售数据造好（2018/19 榨季截至 6 月底，累计销糖率 70.75%，上榨季同期 63.11%，且云南产销率创下近 10 榨季新高）提振，现货糖价格波动区间升至 5250~5350 元/吨，整体价格中枢呈上移态势。且进入 2019/20 榨季，全球减产趋势已成，预计糖供需将由过剩转向不足，缺口或达 400~500 万吨，尽管受印度高企库存影响，糖价上方空间或受限，但供需基本面的边际改善推动糖价中枢抬升是大概率事件。在糖价上行背景下，中粮糖业制糖及炼糖板块的毛利均将改善，为公司业绩提供向上弹性。

图 3：内外糖价格走势



资料来源：Wind，浙商证券研究所

**表附录：三大报表预测值**

<b>资产负债表</b>				
单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	9481	10568	12731	14564
现金	2598	3987	5532	6078
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	1119	1004	1041	1272
其它应收款	528	391	423	486
预付账款	1240	1298	1440	1749
存货	3427	3319	3725	4409
其他	569	569	570	570
<b>非流动资产</b>	6074	5904	5737	5570
金额资产类	89	89	89	89
长期投资	343	343	343	343
固定资产	4118	4074	4009	3935
无形资产	926	841	758	675
在建工程	85	45	25	15
其他	513	512	513	513
<b>资产总计</b>	15555	16472	18467	20134
<b>流动负债</b>	7715	8017	8997	9592
短期借款	2936	2000	1200	700
应付款项	1775	2134	2465	2876
预收账款	419	814	1425	1639
其他	2585	3069	3907	4377
<b>非流动负债</b>	297	297	297	297
长期借款	0	0	0	0
其他	297	297	297	297
<b>负债合计</b>	8012	8314	9295	9889
少数股东权益	215	253	315	383
归属母公司股东权	7328	7905	8858	9862
<b>负债和股东权益</b>	15555	16472	18467	20134
<b>现金流量表</b>				
单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	2425	2606	2765	1296
净利润	504	695	953	1004
折旧摊销	476	525	391	463
财务费用	284	123	80	48
投资损失	87	0	0	0
营运资金变动	1055	1135	891	-539
其它	19	128	450	320
<b>投资活动现金流</b>	-400	-40	-339	-203
资本支出	-407	-40	-41	-41
长期投资	171	0	0	0
其他	-164	0	-298	-162
<b>筹资活动现金流</b>	-3409	-1177	-880	-548
短期借款	-3239	-936	-800	-500
长期借款	0	0	0	0
其他	-170	-241	-80	-48
<b>现金净增加额</b>	-1384	1389	1545	546

<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	17515	20362	23749	27312
营业成本	14963	17308	19997	23324
营业税金及附加	102	115	138	157
营业费用	623	681	793	922
管理费用	565	694	788	910
财务费用	211	94	24	-26
资产减值损失	152	406	272	346
其他经营收益	27	-10	-312	-180
投资净收益	-87	0	0	0
<b>营业利润</b>	839	1054	1425	1499
营业外收入	12	10	10	10
营业外支出	123	100	100	100
<b>利润总额</b>	728	964	1335	1409
所得税	171	231	320	337
<b>净利润</b>	557	733	1015	1072
少数股东损益	53	38	62	68
<b>归属母公司净利润</b>	504	695	953	1004
EBITDA	1641	1673	2138	2098
EPS (元)	0.24	0.32	0.45	0.47
<b>主要财务比率</b>				
	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-8.57%	16.25%	16.64%	15.00%
营业利润	-16.12%	25.63%	35.17%	5.23%
归属母公司净利润	-31.93%	38.00%	37.07%	5.39%
<b>获利能力</b>				
毛利率	14.57%	15.00%	15.80%	14.60%
净利率	3.18%	3.60%	4.27%	3.93%
ROE	6.87%	8.79%	10.76%	10.18%
ROIC	10.82%	16.64%	16.61%	16.01%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	51.5%	50.5%	50.3%	49.1%
净负债比率	106.2%	101.9%	101.3%	96.5%
流动比率	1.23	1.32	1.41	1.52
速动比率	0.62	0.74	0.84	0.88
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.07	1.27	1.36	1.42
应收帐款周转率	16.91	20.28	22.81	21.47
应付帐款周转率	12.36	15.80	14.99	14.72
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.24	0.32	0.45	0.47
每股经营现金	1.18	1.27	1.35	0.63
每股净资产	3.57	3.85	4.32	4.81
<b>估值比率</b>				
P/E	46.11	28.44	20.22	19.36
P/B	2.15	3.00	2.67	2.40
EV/EBITDA	10.03	13.00	9.07	8.75

资料来源: Wind、浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）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，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。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。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，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，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本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。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海市杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>