

## 证券研究报告

### 公司研究——年报点评

#### 中粮糖业（600737.SH）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：增持，2018.10.31

#### 康敬东 行业分析师

执业编号：S1500510120009

联系电话：+86 10 83326739

邮箱：kangjingdong@cindasc.com

#### 刘卓 研究助理

联系电话：+86 10 83326753

邮箱：liuzhuo@cindasc.com

#### 相关研究

《Q3 公司盈利能力和财务状况改善明显，业绩大幅提升》2018.10

《股权转让收益拉动业绩，行业复苏翘首以待》2018.9

《穿越周期，柳暗花明》2018.4

《业绩增长符合预期，聚焦糖业焕发活力》2018.4

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

## 糖价周期上行，公司业绩有望复苏

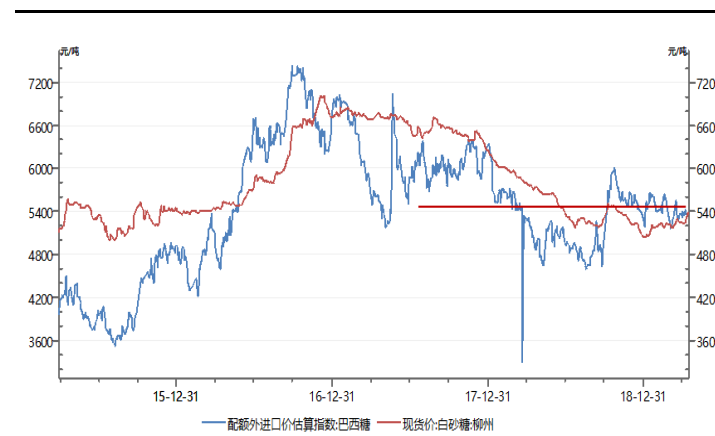
2019年4月17日

**事件：**近日，中粮糖业发布2018年报，2018年公司实现营业收入175.15亿元，同比下降8.57%；实现归属于上市公司股东的净利润5.04亿元，同比下降31.93%；实现扣非后归母净利润3.85亿元，同比下降51.19%。基本每股收益0.25元/股。

#### 点评：

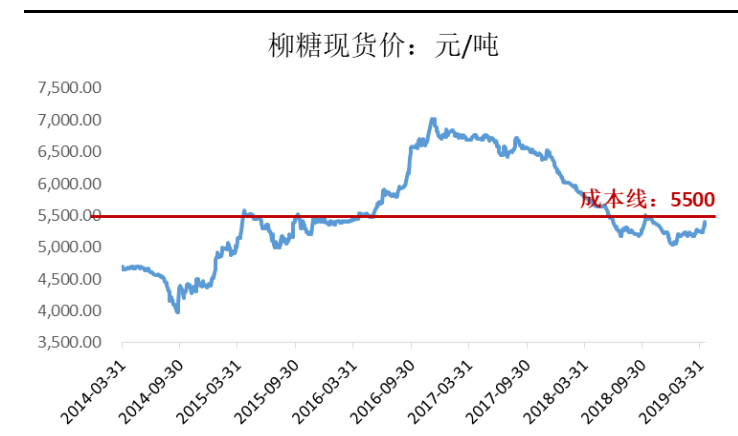
- **18年行业低迷，业绩受此拖累。**扣除18年上半年部分番茄资产的转让收益及其他，公司18年扣非后归母净利润同比大幅下降51.19%至3.85亿元，主要原因是18年内外糖价低迷，同时价差不断缩小，配额外进口糖成本一度倒挂，国内制糖和加工糖利润受到严重挤压，尤其是四季度的配额外糖价已超过国内糖价，同时国内糖价跌至公司自产糖成本线以下。受此影响公司贸易糖和炼糖规模有所压缩，同时糖价走低导致公司炼糖业务和自产糖业务盈利出现明显下滑。2018年公司贸易糖和炼糖业务营收同比分别下滑1.68%和42.13%，炼糖和自产糖业务毛利率同比分别下降6.65和3.20个百分点至13.12%和16.71%，导致公司18年食糖业务综合毛利较上年同期下降5.65亿元。此外，公司参股的屯河水泥18年出现亏损，造成公司投资损失1.71亿元。综合以上，公司18年业绩承压下滑。

图 1：四季度配额外糖价超过国内糖价（元/吨）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 2：国内糖价跌至公司成本线以下



资料来源：万得，信达证券研发中心

- **糖价周期上行，食糖业务有望复苏。**我们认为国内糖价已进入周期上行期。从周期规律来看，国内糖价与国内糖产量呈

现明显的反向关系，表现为 5-6 年一个周期，目前处于国内食糖产量连增尾声和糖价下跌末期，以往内糖周期食糖产量连增从未超过三年，19 年国内糖产量和糖价面临周期拐点。从内在逻辑来讲，糖价和产量 3 年增减周期主要是受甘蔗宿根连续生长 3 年以及糖厂和蔗农一般签订 3 年协议的影响，18/19 榨季甘蔗收购价下调且逐年增长的劳动力成本影响本榨季甘蔗种植收益大幅下滑甚至部分产区陷入亏损，且甘蔗种植收益远低于替代作物的种植收益，在产量连增三年后的换根期，甘蔗和国内糖产量大概率进入减产期，从而推动糖价周期上行。国内糖价上涨公司食糖业务盈利将获改善，且随着内外糖回暖以及价差回归，公司贸易糖和炼糖规模和盈利有望转好。

- **资本结构优化财务压力减轻，降费增效成果显现。**公司 2018 年偿还短期借款 32.46 亿元，财务费用较上年下降 2.14 亿元，期末负债率较上年下降 5.75 个百分点至 51.51%，财务压力有所减轻。此外，公司持续加大降费增效力度，已在食糖业务和番茄业务中显示出成效。18 年公司炼糖业务营收和毛利均有所下滑，但辽宁糖业实现净利润 1.23 亿元，较上年大幅提升，主要来源于期间费用的下降，引入日本三井制糖后，辽宁糖业在质量控制和管理体系将进一步提升。另外，公司通过整合优质番茄资产以及坚持推进提质增效战略，番茄业务整体已经实现扭亏，其中大包装业务保持现有份额，下游制品业务受益于业务整合和市场开发盈利已经转正，番茄粉业务增长较快，物流费用逐步降低。我们认为公司番茄业务目前包袱已卸，未来增长可期。
- **定增募投项目将提升公司食糖业务长期竞争力。**公司定增募集资金 6.41 亿元将用于甘蔗糖技术升级改造及配套优质高产高糖糖料蔗基地建设项目和甜菜糖技术升级改造项目，公司通过对糖业的投资有望进一步加强公司糖业盈利能力和核心竞争力。未来随着糖料蔗收购的市场化改革，国内制糖业竞争格局有望重塑，小规模糖厂由于成本劣势显现将面临淘汰和重组，行业集中度将加快提升，龙头企业市场占有率将进一步提高。

**表 1: 公司定增募投项目列示 (单位: 万元)**

序号	项目名称	项目总金额	拟投入募集资金	备注
1	甘蔗糖技术升级改造及配套优质高产高糖糖料蔗基地建设项目	44,337	36,703	
1.1	崇左糖业技术升级改造及配套 10 万亩优质高产高糖糖料蔗基地建设项目	28,337	21,043	崇左糖业 18 年亏损 504.86 万元
1.2	江州糖业技术升级改造及配套 5 万亩优质高产高糖糖料蔗基地建设项目	16,000	15,660	江州糖业 18 年亏损 1602.94 万元
2	甜菜糖技术升级改造项目	28,700	28,700	
2.1	昌吉糖业技术升级改造项目	6,688	6,688	
2.2	伊犁新宁糖业技术升级改造项目	5,693	5,693	伊犁新宁 18 年盈利 2672.5 万元
2.3	焉耆糖业技术升级改造项目	4,702	4,702	
2.4	额敏糖业技术升级改造项目	5,218	5,218	
2.5	新源糖业技术升级改造项目	6,399	6,399	新源糖业 18 年盈利 5285.61 万元
合计		73,037	65,403	

资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

- **盈利预测及评级:** 我们预计公司 19-21 年摊薄每股收益分别为 0.32 元、0.47 元、0.62 元，对应 19-21 年 PE 分别为 35x、24x、18x。维持“增持”评级。
- **风险因素:** 产品价格波动风险；自然灾害和极端气候风险；政策变动风险等。

重要财务指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	19,157.21	17,514.90	18,624.80	20,710.11	22,297.83
增长率 YoY %	41.31%	-8.57%	6.34%	11.20%	7.67%
归属母公司净利润(百万元)	740.09	503.80	685.55	996.57	1,331.00
增长率 YoY%	43.69%	-31.93%	36.07%	45.37%	33.56%
毛利率%	16.17%	14.57%	13.81%	15.32%	16.89%
净资产收益率 ROE%	10.70%	6.94%	8.94%	11.71%	13.76%
EPS(摊薄)(元)	0.35	0.24	0.32	0.47	0.62
市盈率 P/E(倍)	33	48	35	24	18
市净率 P/B(倍)	3.38	3.31	3.03	2.69	2.35

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测

注: 股价为 2019 年 4 月 16 日收盘价

**资产负债表**

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	10,709.73	9,481.31	9,955.62	10,913.90	12,150.53
货币资金	3,911.39	2,597.72	2,661.45	3,023.38	3,848.37
应收票据	85.53	29.15	31.00	34.47	37.11
应收账款	866.63	1,090.33	1,159.42	1,289.23	1,388.07
预付账款	152.21	1,240.37	1,330.64	1,453.70	1,536.13
存货	4,247.95	3,426.81	3,676.19	4,016.19	4,243.92
其他	1,446.03	1,096.93	1,096.93	1,096.93	1,096.93
<b>非流动资产</b>	6,392.72	6,073.69	6,523.74	6,913.53	7,319.49
长期股权投资	513.55	342.78	342.78	342.78	342.78
固定资产(合计)	4,252.61	4,117.69	4,322.51	4,710.44	5,085.13
无形资产	1,000.96	926.32	1,026.43	1,044.10	1,043.36
其他	625.60	686.89	832.02	816.22	848.23
<b>资产总计</b>	17,102.45	15,555.00	16,479.37	17,827.44	19,470.03
<b>流动负债</b>	8,561.59	7,714.79	7,881.61	8,128.46	8,300.28
短期借款	6,181.73	2,936.01	2,936.01	2,936.01	2,936.01
应付票据	21.39	871.01	934.40	1,020.81	1,078.70
应付账款	624.97	903.98	969.76	1,059.45	1,119.53
其他	1,733.50	3,003.80	3,041.45	3,112.19	3,166.05
<b>非流动负债</b>	1,232.00	297.50	297.50	297.50	297.50
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1,232.00	297.50	297.50	297.50	297.50
<b>负债合计</b>	9,793.58	8,012.29	8,179.12	8,425.96	8,597.78
少数股东权益	127.92	214.56	286.55	391.20	530.97
归属母公司股东权益	7,180.94	7,328.15	8,013.70	9,010.27	10,341.28
<b>负债和股东权益</b>	17,102.45	15,555.00	16,479.37	17,827.44	19,470.03

**重要财务指标**

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	19,157.21	17,514.90	18,624.80	20,710.11	22,297.83
同比(%)	41.31%	-8.57%	6.34%	11.20%	7.67%
归属母公司净利润	740.09	503.80	685.55	996.57	1,331.00
同比(%)	43.69%	-31.93%	36.07%	45.37%	33.56%
毛利率(%)	16.17%	14.57%	13.81%	15.32%	16.89%
ROE%	10.70%	6.94%	8.94%	11.71%	13.76%
EPS(摊薄)(元)	0.35	0.24	0.32	0.47	0.62
P/E	33	48	35	24	18
P/B	3.38	3.31	3.03	2.69	2.35
EV/EBITDA	16.26	19.34	18.12	13.86	11.04

**利润表**

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业总收入</b>	19,157.21	17,514.90	18,624.80	20,710.11	22,297.83
营业成本	16,059.75	14,962.89	16,051.80	17,536.36	18,530.72
营业税金及附加	117.20	101.96	108.43	120.57	129.81
销售费用	555.12	623.29	651.87	687.32	771.31
管理费用	625.82	565.31	669.43	696.45	756.99
研发费用	0.00	15.06	16.01	17.81	19.17
财务费用	425.46	211.32	123.47	118.31	115.66
减值损失合计	204.80	151.67	55.77	66.93	76.01
投资净收益	-220.21	-86.98	-2.85	-73.12	-17.21
其他	51.36	42.50	46.93	48.59	45.17
<b>营业利润</b>	1,000.20	838.92	992.11	1,441.83	1,926.12
营业外收支	3.23	-110.91	-1.86	-2.32	-3.54
<b>利润总额</b>	1,003.43	728.01	990.25	1,439.51	1,922.58
所得税	249.43	171.30	232.71	338.28	451.81
<b>净利润</b>	754.00	556.71	757.54	1,101.22	1,470.78
少数股东损益	13.91	52.91	71.99	104.65	139.77
<b>归属母公司净利润</b>	740.09	503.80	685.55	996.57	1,331.00
EBITDA	1,872.43	1,406.49	1,555.74	2,033.35	2,553.12
EPS(当年)(元)	0.36	0.25	0.32	0.47	0.62

**现金流量表**

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	5,355.36	2,425.02	1,070.32	1,402.91	1,861.55
净利润	754.00	556.71	757.54	1,101.22	1,470.78
折旧摊销	406.54	394.94	408.66	440.44	475.42
财务费用	462.46	283.54	156.83	153.40	155.12
投资损失	220.21	86.98	2.85	73.12	17.21
营运资金变动	3,440.71	1,035.21	-299.54	-416.43	-315.83
其它	71.44	67.64	43.98	51.15	58.86
<b>投资活动现金流</b>	299.35	-399.78	-849.77	-887.57	-881.44
资本支出	-501.45	-406.54	-846.92	-814.45	-864.22
长期投资	2,821.61	3,206.97	-2.85	-73.12	-17.21
其他	-2,020.81	-3,200.21	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	-2,563.86	-3,408.78	-156.83	-153.40	-155.12
吸收投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	-1,931.83	-3,238.82	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	632.03	634.33	156.83	153.40	155.12
<b>现金流净增加额</b>	3,045.20	-1,365.95	63.72	361.94	824.99

## 研究团队简介

**康敬东**，农业首席分析师。北京大学光华管理学院 MBA，2000 年进入证券公司从事行业及上市公司分析工作。长年从事农业及食品行业研究，准确把握住了近年来糖价及猪价机会，正确判断了国内乳业的形势。力求客观、独立，注重风险控制，倾向长期分析视角。

**刘卓**，农业研究助理。对外经济贸易大学金融学硕士，中国农业大学动物科学专业学士，2017 年 7 月加入信达证券研发中心，从事农业研究。

## 机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。