

糖业龙头，糖价拐点，业绩弹性可期

中粮糖业是国内最大的食糖生产和贸易企业，主营食糖业务，包括国内外制糖、食糖进口、港口炼糖、国内食糖销售及贸易以及食糖仓储物流。截至3月29日，公司实际控制人为中粮集团，其持有中粮糖业51.53%股权。中粮糖业股份集中，股权较为稳定。

主营收入高速增长，期间费用逐步下降，业绩与糖价高度相关。(1) 主营业务收入长期以来维持高速增长。公司通过与国内外知名企业合作的方式，迅速扩大业务规模。2013年-2017年，公司的营业收入从112.65亿元增长到191.57亿元，年复合增长率为14.20%。但2018年营业收入降至175.15亿元，同比为-8.57%，主要是受食糖价格下降持续低迷的影响。(2) 受益于食糖价格回暖，归母净利润增长迅速，但18年有所下滑。2013年公司实现归母净利润扭亏为盈，2015年-2017年归母公司净利润从0.76亿元迅速增长至7.40亿元，主要系15、16年食糖价格持续走高并于17年维持高位所致。2018年糖价低迷，归母公司净利润为5.04亿元，同比下降31.93%。(3) 公司期间费用率持续走低。2013年-2018年公司期间费用率分别为10.26%、10.19%、8.82%、8.74%、8.39%、8.08%。(4) 制糖业务是公司主营业务的核心。制糖业务营收占比从2013年的84.36%增长至2017年的93.26%，营业收入从2013年的94.69亿元增长至2017年的214.12亿元，年复合增长率为22.63%。但18年收入占比和营业收入分别回落92.04%和203.96亿元。

糖价拐点在即，公司业绩有望进一步增长。公司的营业收入同比与毛利率与食糖价格具有高度相关性。由于甘蔗产量呈现“三年增、三年减”的周期趋势，而国内糖产量85%以上来自甘蔗，所以国内糖价也大体上呈现“三年增、三年减”的周期趋势。2017年是甘蔗产量增长周期的开始，2019年产量虽仍处于高位水平，但甘蔗减产在即，糖价近期有望迎来拐点。公司业绩也有望进一步增长。

投资建议：我们预计2019-2020年公司的营业收入分别为192.64亿元、230.27亿元，同比分别增长9.99%、19.53%；归母公司净利润分别为6.88亿元、11.27亿元，同比分别增长36.59%、63.84%；对应EPS分别为0.33元/股、0.55元/股；对应PE分别为33.9x和20.7x。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

风险提示：糖价大幅波动风险；原材料充分供应风险。

中粮糖业 (600737)

首次评级

买入

花小伟

huaxiaowei@csc.com.cn

010-85156325

执业证书编号：S1440515040002

孙金琦

sunjinqi@csc.com.cn

010-65608481

执业证书编号：S1440517050002

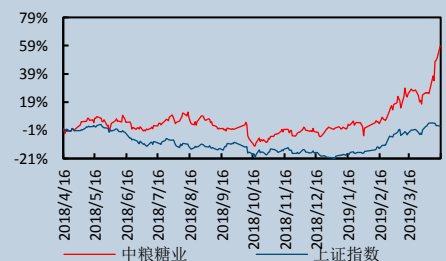
发布日期：2019年4月18日

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

	1个月	3个月	12个月
	19.87/11.88	45.58/18.09	54.79/48.39
12月最高/最低价(元)			11.98/6.15
总股本(万股)			213,884.82
流通A股(万股)			205,187.62
总市值(亿元)			232.28
流通市值(亿元)			222.83
近3月日均成交量(万)			3,007.53
主要股东			
中粮集团有限公司			50.73%

股价表现



相关研究报告

2018.12.10 2019年投资策略报告：猪价拐点起，饲料市占增，宠食内销拓

目录

一、中粮糖业：全国糖类龙头，多产业协同发展	3
（一）中粮集团持股 51.53%，国资委为实际控制人	3
（二）发展历程：糖业收入占比 90%，持续并购扩张	3
（三）业绩：营收利润整体上行，期间费用把控有效	4
（四）食糖价格对公司业绩影响尤其明显	6
二、行业：供给将进入减产周期，糖价拐点可期	7
（一）下游需求稳定	7
（二）上游供给由国内自产、进口和走私三部分构成	8
（三）糖价判断：行业将步入减产周期，看好糖价价格拐点	11
三、投资建议	13
四、风险提示	13

图表目录

图表 1：公司股权结构	3
图表 2：中粮糖业历史发展阶段	4
图表 3：中粮糖业 2013 年以来主要财务数据	5
图表 4：中粮糖业 2013 年以来分产品财务指标	5
图表 5：食糖现货价格和公司营业收入同比	6
图表 6：食糖现货价格和公司营业收入同比	7
图表 7：糖业产业链	7
图表 8：甘蔗糖及甜菜糖产量（万吨）	8
图表 9：2017/2018 榨季甘蔗糖产量分布（万吨）	8
图表 10：国内食糖消费总量及其增长（千吨）	8
图表 11：下游工业行业食糖消费份额	8
图表 12：国内白糖产量为增产第三年	9
图表 13：进口数量同比恢复增长	9
图表 14：国内白糖供给区域结构（万吨）	9
图表 15：白糖进口区域结构（万吨）	9
图表 16：广西甘蔗收购价（元/吨）	10
图表 17：国内种植情况（千公顷）	10
图表 18：巴西糖产量下降	11

图表 19: 全国食糖工业库存 (万吨)	11
图表 20: 国内白糖价格周期波动明显.....	11
图表 21: 国内白糖产量与销区白糖现货价格指数.....	12
图表 22: 国内甘蔗产量.....	12
图表 23: 中国糖业供需平衡表 (万吨)	13
图表 24: 全球国糖业供需平衡表 (万吨)	13
图表 24: 中粮糖业预测假设.....	14
图表 24: 中粮糖业估值表 (百万元)	14

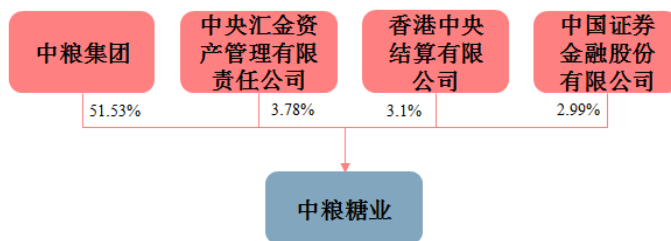
一、中粮糖业：全国糖类龙头，多产业协同发展

（一）中粮集团持股 51.53%，国资委为实际控制人

中粮糖业成立于 1993 年 9 月，于 1996 年 7 月在上交所上市，公司主要业务包括国内外制糖、食糖进口、港口炼糖、国内食糖销售及贸易、食糖仓储及物流、番茄加工业务等。中粮糖业是保障国内食糖供给的坚实基础，在国内甘蔗、甜菜制糖领域力争进一步发展成为国内最大的制糖企业之一。公司番茄业务拥有国内最大、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，涉足农业和番茄制品、番茄保健品业务，

截止 2019 年 3 月 29 日，其母公司中粮集团直接持有公司 51.53% 的股份，是中粮糖业的第一大股东，中央汇金资产管理有限责任公司持股 3.78%，香港中央结算有限公司持股 3.1%，中国证券金融股份有限公司持股 2.99%，依次为第二至第四大股东。

图表 1：公司股权结构



资料来源：Wind 中信建投研究发展部

（二）发展历程：糖业收入占比 90%，持续并购扩张

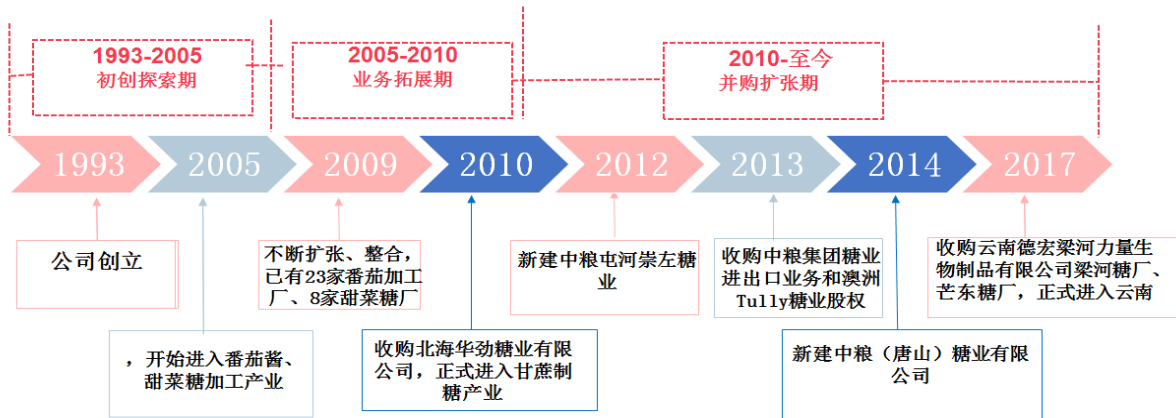
中粮糖业自成立以来经历了初创探索期、业务拓展期与并购扩张期。

1993 年，公司正式创立运营，开始探索自己的发展路途；

2005 年，中粮集团重组新疆屯河投资股份有限公司，正式进军番茄酱、甜菜糖加工产业；2009 年，公司更名为中粮屯河股份有限公司，期间通过不断扩张整合，截至目前已拥有 23 家番茄加工厂及 8 家甜菜糖厂。

2010 年，公司收购北海华劲糖业有限公司，正式进军甘蔗制糖产业。随后在 2012 年新建中粮屯河崇左糖业，2013 年收购中粮集团糖业进出口业务和澳洲 Tully 糖业股权，2014 年新建中粮（唐山）糖业有限公司，2016 年收购原永凯左江制糖有限公司资产并营口太古食品有限公司 51% 股权，成立中粮糖业辽宁有限公司；2017 年，公司收购云南德宏梁河力量生物制品有限公司梁河糖厂、芒东糖厂，开始进入云南市场。

图表 2：中粮糖业历史发展阶段



资料来源：公司官网 中信建投证券研究发展部

（三）业绩：营收利润整体上行，期间费用把控有效

2013-2017 年，公司营业收入保持稳定增长，2018 年受糖价拖累有所下滑。糖业方面，中粮糖业坚持全产业链运营模式，利用企业大单迅速扩张；番茄行业方面，公司与多个国际知名企业达成合作关系，保持稳定发展。2013 年-2018 年，公司的营业收入从 112.65 亿元增长到 191.57 亿元，年复合增长率达 14.20%。期间除 2014 年因食糖价格持续走低，营业收入同比为负以外，其他年份稳健。公司 2018 年营业收入为 175.15 亿元，同比下降 8.57%，主要是受食糖价格继续下降并持续低迷的影响。

归母净利润随糖价走势有所波动。2013 年公司归母净利润为 0.80 亿元，实现扭亏为盈。2014 年受食糖价格下降影响，归母净利润降至 0.32 亿元，同比减少 59.70%。2015 年-2017 年归母净利润从 0.76 亿元迅速增长至 7.40 亿元，主要得益于食糖价格持续走高，叠加营收、毛利率齐升。2018 年归母净利润为 5.04 亿元，同比下降 31.93%，主要系受食糖价格持续走低冲击所致。

盈利能力与糖价高度相关。公司毛利率、净利率均于 2017 年达到历史最高点 16.17% 与 3.94%，随后在 2018 年降低到 14.50%、2.88%，主要系糖价下跌引致。制糖业务作为公司的主营业务，其业务收入占公司营业收入的极大比重，近三年的比例基本达到了 90% 以上，公司的盈利能力与食糖价格高度相关。

公司期间费用 2013 年以来持续下降，从 2013 年的 10.26% 降低到 2018 年的近六年最低水平 8.08%，降低了 2.18 个百分点，具体来看：

销售费用方面，由于企业知名度的扩大和与其他企业建立长期合作关系，销售费用率基本上处于持续走低的状态。2014 年-2017 年销售费用率分别为 4.70%、3.73%、3.47%、3.58%、2.90%、3.60%。2018 年销售费用率上升系报告期北糖及番茄业务运费上升所致。

管理费用方面，2013 年为 4.29%，2014 年为近六年最高水平达到了 5.20%，2015 年-2018 年管理费用保持下降趋势，分别为 4.25%、4.29%、3.27%、3.26%。由于 2018 年公司业绩不佳，职工绩效薪酬减少，故管理费用有所下降。

财务费用较为稳定，2013 年-2015 年财务费用分别为 1.26%、1.26% 和 1.11%。2016 年降低至 0.87%，主要

原因为本期利率下降及汇兑收益同比增加。2017 年财务费用增长至 2.22%，主要原因系 2017 年公司贷款额度增加、利率上升和产生汇兑损失所致。2018 年财务费用率因利息支出减少和汇兑收益增加再次回落至 1.22%。

图表 3：中粮糖业 2013 年以来主要财务数据

	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
营业收入（亿元）	112.65	89.39	116.68	135.57	191.57	175.15
同比(%)	11.22	-20.64	30.52	16.20	41.31	-8.57%
归母净利润（亿元）	0.80	0.32	0.76	5.15	7.40	5.04
同比(%)	扭亏为盈	-59.70	135.03	576.94	43.69	-31.93%
毛利率(%)	9.51	10.71	11.57	14.53	16.17	14.50
净利率(%)	0.61	0.30	0.59	3.77	3.94	2.88
销售费用率(%)	4.70	3.73	3.47	3.58	2.90	3.60
管理费用率(%)	4.29	5.20	4.25	4.29	3.27	3.26
财务费用率(%)	1.26	1.26	1.11	0.87	2.22	1.22
期间费用率(%)	10.26	10.19	8.82	8.74	8.39	8.08

数据来源：Wind 中信建投证券研究发展部

从业务方面来看，糖业制品销售和番茄制品销售为公司的主要业务，从 2013 年开始，其收入之和占总营业收入之比均在 97% 以上，16 年、17 年和 18 年占比均维持在 99% 附近水平。其中糖业制品为主要核心业务，营收占比从 2013 年的 84.36% 增长至 2018 年的 92.04%。

糖业制品方面，营业收入从 2013 年的 94.69 亿元增长至 2017 年的 214.12 亿元，年复合增长率为 22.63%。2018 年公司营业收入回落至 203.96 亿元。13 年-18 年毛利率分别为 6.88%、5.82%、7.67%、10.98%、12.40%、10.25%。13-17 年间总体毛利率呈上涨趋势，但 14 年受糖价持续低迷的影响，毛利率达到近六年的最低点。18 年由于糖价再次走低，毛利率下滑至 10.25%，相较于 17 年降低 2.15 个百分点（注：糖业制品 2017、2018 年毛利率系测算）。

番茄制品方面，2013 年-2018 年营收规模较为稳定。2014 年番茄制品营收规模达到 17.70 亿元，为近六年最高水平。番茄制品业务毛利率基本保持稳定，在 22% 附近上下波动。2014 年毛利率最高为 23.74%，2016 年毛利率最低为 20.79%。

图表 4：中粮糖业 2013 年以来分产品财务指标

	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
糖业制品（亿元）	94.69	90.97	131.89	149.77	214.12	203.96
同比(%)	15.37	-3.93	44.99	13.56	42.97	-4.74
占比(%)	84.36	82.35	89.89	90.95	93.26	92.04
毛利率(%)	6.88	5.82	7.67	10.98	12.40	10.25
番茄制品（亿元）	15.04	17.70	13.88	13.89	13.22	14.90
毛利率(%)	23.15	23.74	22.35	20.79	21.36	22.79
同比(%)	-1.27	17.72	-21.61	0.07	-4.81	12.69
占比(%)	13.40	16.03	9.46	8.43	5.76	6.72
其他（亿元）	2.52	1.80	0.96	1.02	2.26	2.75
毛利率(%)					36.69	23.78
同比(%)	-34.68	-28.76	-46.76	6.39	122.31	21.63

占比(%)	2.25	1.63	0.65	0.62	0.99	1.24
小计(亿元)	112.25	110.47	146.72	164.67	229.60	221.61
内部抵销(亿元)	1.98	21.07	32.70	31.34	40.56	48.37
合计(亿元)	110.27	89.39	114.03	133.33	189.04	173.24

数据来源: Wind 中信建投证券研究发展部(注: 糖业制品 2017、2018 年毛利率系测算)

(四) 食糖价格对公司业绩影响尤其明显

中粮糖业主要业务为糖业制品销售和番茄制品销售, 其中糖业制品销售收入近几年均占公司营业收入的 80% 以上。2013 年-2017 年糖业制品销售收入分别为 94.69 亿元、90.97 亿元、131.89 亿元、149.77 亿元和 214.12 亿元, 分别占未抵消营业收入的比重为 84.36%、82.35%、89.89%、90.95%、93.26%。所以食糖价格走势对公司业绩会有显著影响。从历史表现来看, 公司营业收入同比、公司毛利率和食糖价格整体呈正相关关系, 但也会偶尔出现反向波动的情况。

从季度营业收入同比来看, 2013 年 1 月至 2014 年 9 月, 食糖价格波动下跌, 但营业收入同比先降后升再降。2013 年 9 月之后食糖价格加速下跌, 但 2013 年 Q4 和 2014 年 Q1 营业收入同比迅速上升。

2014 年 9 月至 2016 年底, 食糖价格持续增长, 2014 年 Q3、Q4 和 2015 年 Q1、Q2 营收同比随之增长, 但 2015 年 Q3、Q4 和 2016 年 Q1、Q2 同比持续下滑, 2016 年 Q2 同比为-29.79%, 一度出现负增长的情况。2016 年 12 月食糖价格达到近期历史高点, 随后进入下行趋势。但业绩方面 2016 年 Q2-4 和 2017 年 Q1、Q2 营收同比继续上涨, 2017 年 Q3 业绩才开始下滑。

图表 5: 食糖现货价格和公司营业收入同比

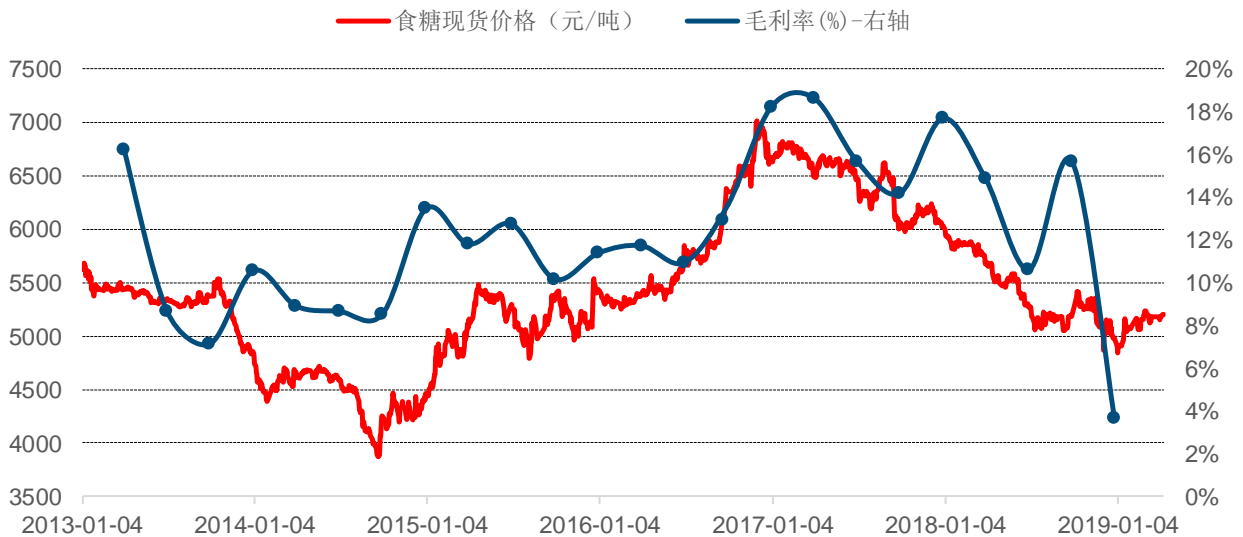


资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

从毛利率来看, 公司的毛利率与白糖价格的走势更具有相关性。2013 年 1 月至 2014 年 9 月食糖价格下跌毛利率同步下降, 2013Q4 毛利率虽有所回升但下降趋势仍未改变。2014 年 9 月食糖价格回暖, 公司毛利率也随之波动上升。2016 年 12 月食糖价格达到近期顶点, 毛利率也近乎处于历史高位。随后食糖价格进入下行通

道，毛利率也随之波动下降。

图表 6：食糖现货价格和公司营业收入同比



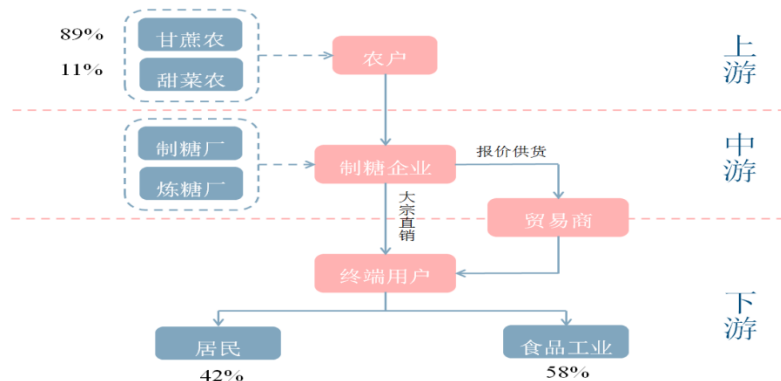
资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

二、行业：供给将进入减产周期，糖价拐点可期

（一）下游需求稳定

食糖是天然甜味剂，既是人们日常生活的必需品，也是饮料、糖果、糕点等含糖食品和制药工业中不可或缺的原料。食糖主要分为白糖、红糖、冰糖等，其中白砂糖占比超 90%。

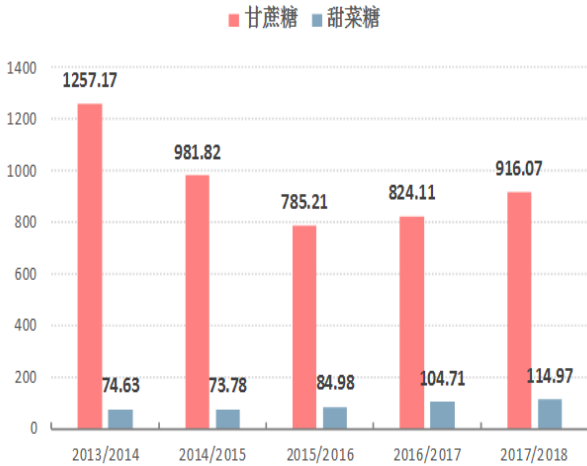
图表 7：糖业产业链



资料来源: 公开资料整理 中信建投研究发展部

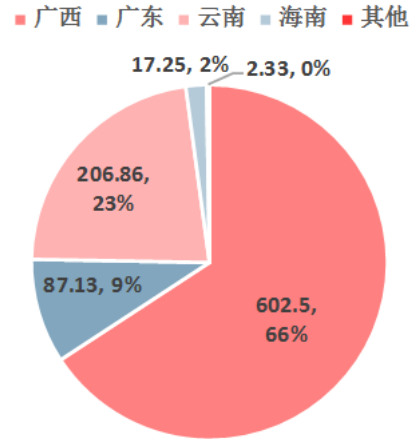
糖业上游关系稳定：糖料用途单一，糖农只能出售给制糖企业。制糖企业多对糖料种植户采取贷款、预付糖料款、提供种源、提供肥料等方式进行扶持，保障糖料供给充足。

图表 8：甘蔗糖及甜菜糖产量（万吨）



数据来源：中国糖业协会 中信建投证券研究发展部

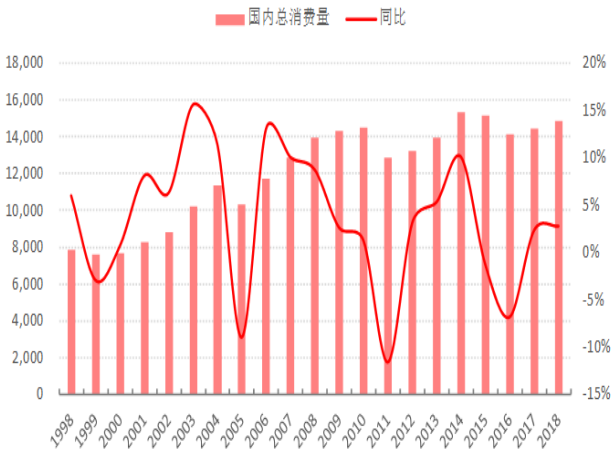
图表 9：2017/2018 榨季甘蔗糖产量分布（万吨）



数据来源：中国糖业协会 中信建投证券研究发展部

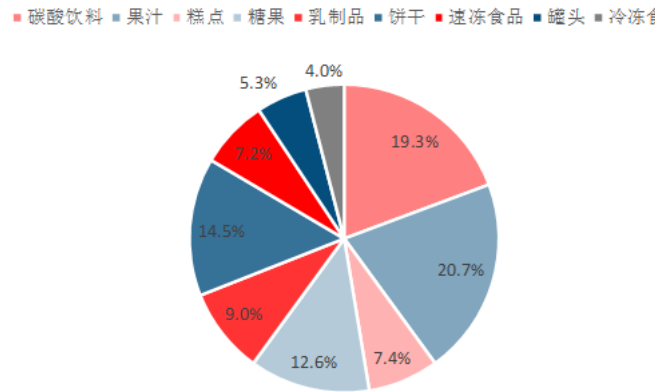
糖业下游以居民消费和工业消费为主。对于居民消费，属于生活必需品，消费弹性较低，2017/2018 榨季，居民消费占比约为 42%；对于工业消费，主要应用于食品、饮料等行业，2017/2018 榨季，工业消费占 58%。

图表 10：国内食糖消费总量及其增长（千吨）



数据来源：Wind 中信建投证券研究发展部

图表 11：下游工业行业食糖消费份额



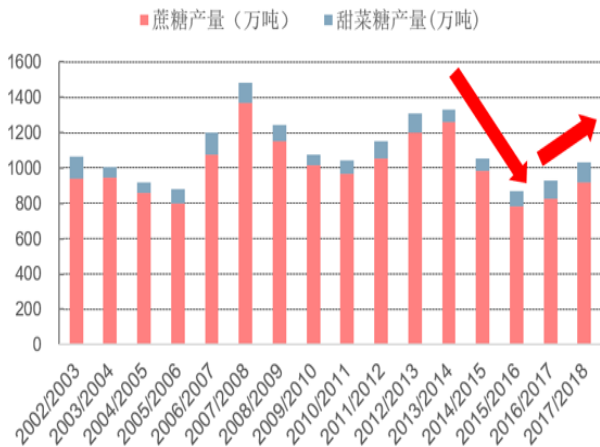
数据来源：中国糖业协会 中信建投证券研究发展部

（二）上游供给由国内自产、进口和走私三部分构成

国内白糖产量：国内自产白糖主要有蔗糖和甜菜糖两类，其中蔗糖占据国内白糖供应 90% 以上份额。由于甘蔗具有“一年种植、三年收获”的特性，国内白糖产量呈现出“三年增、三年减”的周期波动。2019 年进入糖市增产的第三年，截止 2 月 28 日，18/19 榨季全国累计产糖 737.72 万吨，与上年同期基本持平。

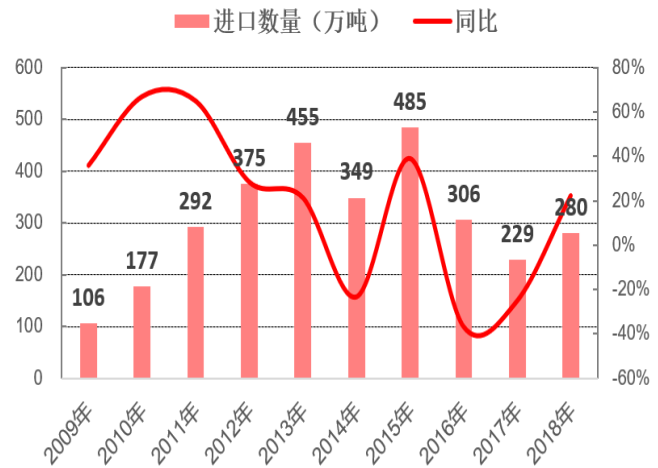
白糖进口数量：我国食糖进口采取配额制，配额内进口数量为 194.5 万吨，进口关税为 15%；配额外进口征收 50%关税，同时自 2017 年 5 月开始，其后三年对配额外进口分别加征 45%、40%和 35%的贸易保障关税。2017 年白糖进口量同比减少 25%，2018 年进口数量恢复增长。

图表 12：国内白糖产量为增产第三年



数据来源：中国糖业协会 中信建投证券研究发展部

图表 13：进口数量同比恢复增长



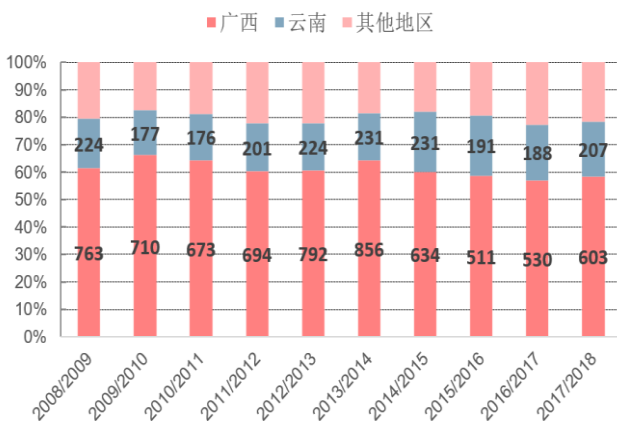
数据来源：统计局 中信建投证券研究发展部

供给区域：广西为国内白糖产量最大的省份，份额过半；进口以巴西为第一来源国，但占比近年降低。

国内供给区域结构：我国甘蔗糖供给区域集中在南方广西、云南、海南和广东等地；甜菜糖产区主要集中在北方的新疆、黑龙江和内蒙古等地。其中，广西、云南为产糖大省，二者白糖供给量占据全国近 80% 份额。2015 年，国家发改委、农业部发布《糖料蔗主产区生产发展规划》，规划将广西、云南建设成糖料蔗“双高基地”，进而提升我国蔗糖业核心竞争力。

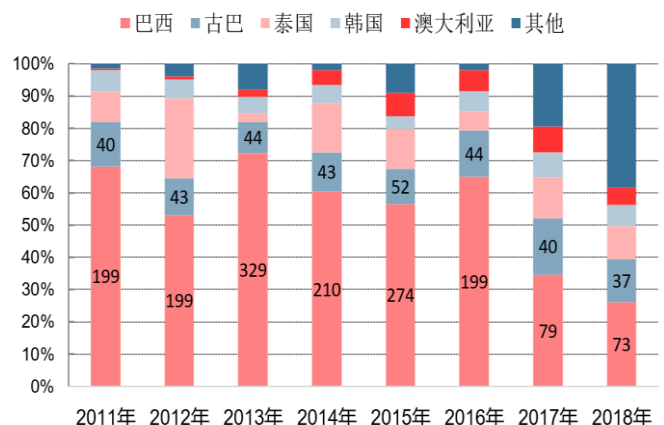
国际供给区域结构：我国白糖进口结构渐趋多元。巴西多年来位列我国白糖进口来源国首位，但近年占比明显下降，从 2011 年占比 68% 降至 2018 年的 26%；古巴多年稳定在 40 万吨左右的进口量；其余主要进口国还有泰国、韩国和澳大利亚等。

图表 14：国内白糖供给区域结构 (万吨)



数据来源：Wind 中信建投证券研究发展部

图表 15：白糖进口区域结构 (万吨)

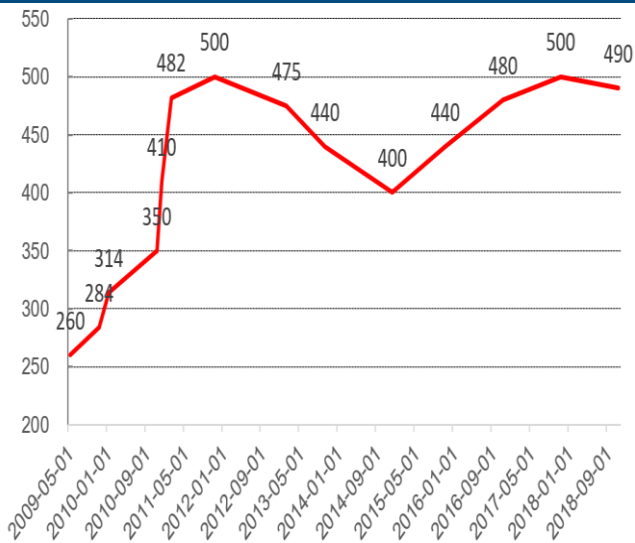


数据来源：Wind 中信建投证券研究发展部

种植面积：受低价影响糖农种植意愿减弱，糖料播种面积减少。广西收购价由政府主导定价，其他产区参考广西定价。18/19 榨季广西甘蔗收购价由 500 元/吨降低至 490 元/吨，同时受劳动力成本提升影响，蔗农种植收益下降进而降低种植意愿。本榨季达到甘蔗宿根三年年限，新周期预计种植面积将减少。

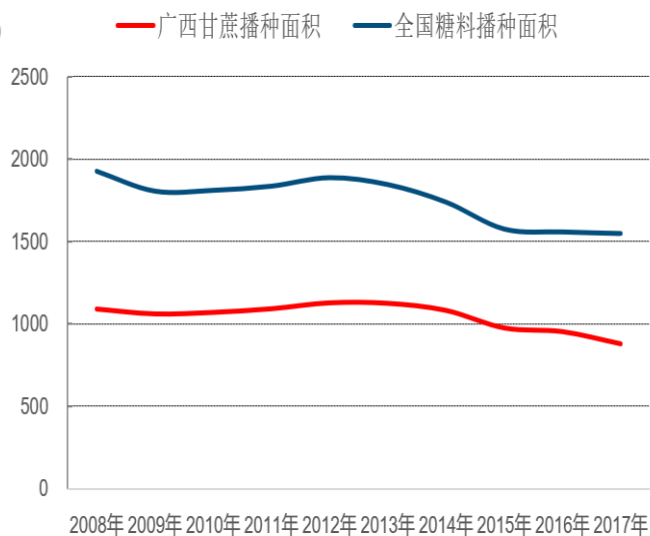
国内天气因素：糖料种植易受干旱、冰冻等恶劣天气影响，导致单位产量下降及含糖量降低。2019 开年来国内主产区天气仍不明朗，叠加前期霜冻影响，本榨季供给较上年或有下滑。

图表 16：广西甘蔗收购价（元/吨）



数据来源：Wind 中信建投证券研究发展部

图表 17：国内种植情况（千公顷）

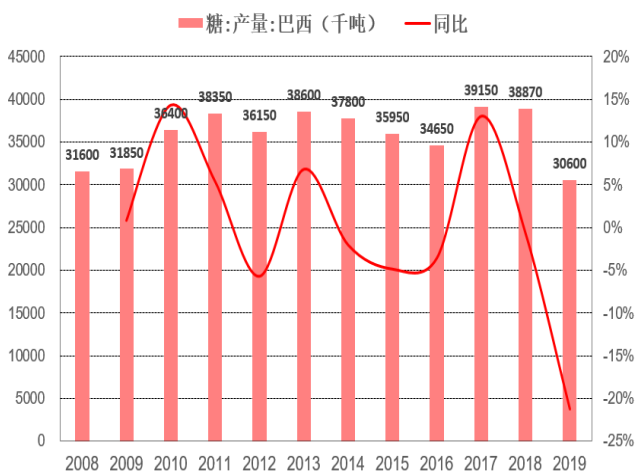


数据来源：Wind 中信建投证券研究发展部

国际供给情况：食糖主要出口国产量情况影响国际供求，进而影响我国白糖进口。如 2016 年受厄尔尼诺气候影响全球糖主产国减产，我国食糖净进口数量同比减少 37%。18/19 榨季，据 UNICA 数据显示，2 月上旬巴西中南部地区产糖量，南巴西产糖量同比下降 26.5%；而印度、泰国产量同比增加。

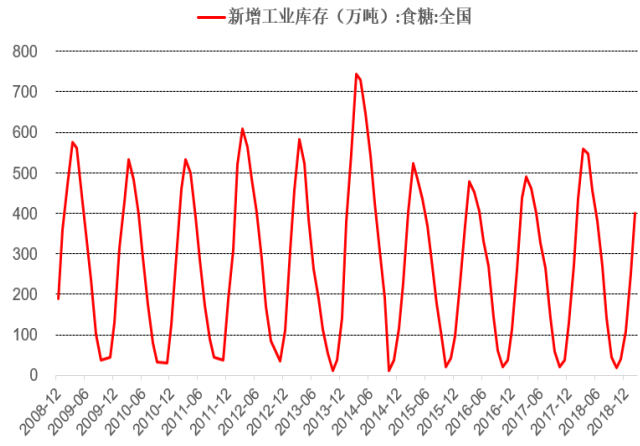
国家收抛储：收抛储是国家在特殊时期调节糖价、稳定市场的举措，主要包括在糖价低迷时收购或进口储糖，保护农民与糖厂的利益；以及在产品缺口较大及糖价高企时抛售储糖，保证供应并抑制价格过快上涨。因此国家抛储的数量与节奏将对糖价走势产生重要影响，例如国家历年在糖工业库存低位的 9-11 月间抛储概率较高。2018/19 年度国内白糖较上年继续增产，年内抛储政策能否落地仍存疑。

图表 18: 巴西糖产量下降



数据来源: Wind 中信建投证券研究发展部

图表 19: 全国食糖工业库存 (万吨)



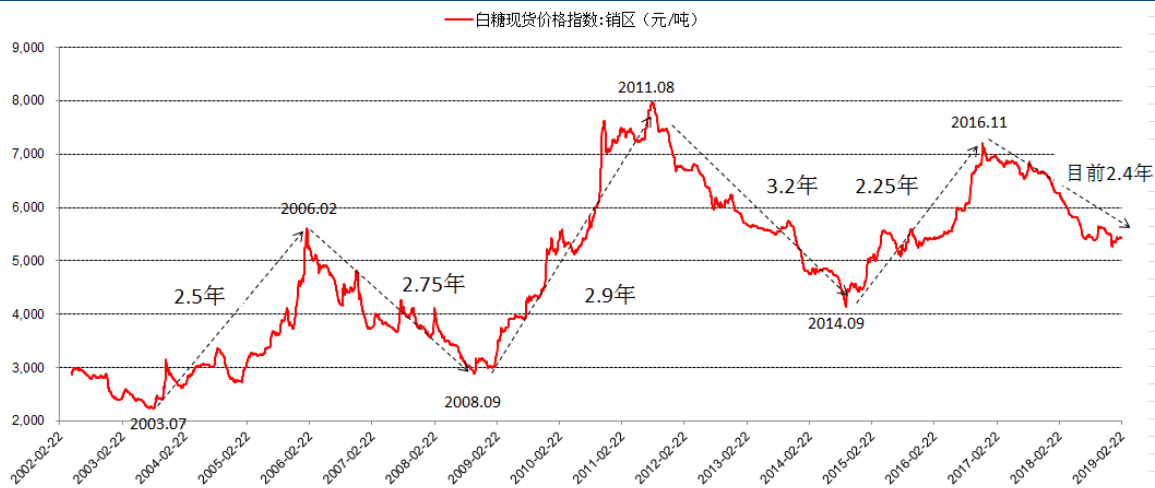
数据来源: Wind 中信建投证券研究发展部

(三) 糖价判断: 行业将步入减产周期, 看好糖价价格拐点

近年国内消费端对于白糖的需求量基本保持稳定。白糖价格主要由供给端决定。

目前我国自产糖有甘蔗糖和甜菜糖两类, 但绝大部分为甘蔗糖。由于甘蔗宿根可连续生长三年等原因, 国内白糖产量大体呈现“三年增, 三年减”的周期性特征。

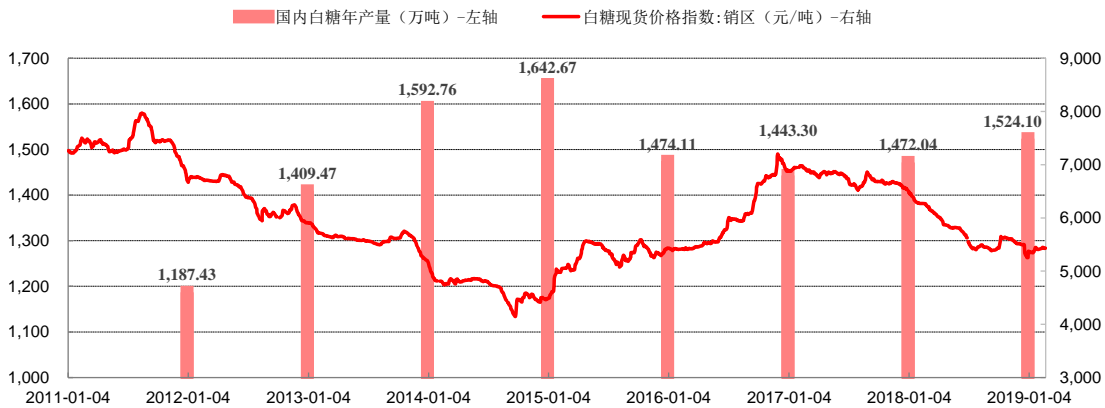
图表 20: 国内白糖价格周期波动明显



资料来源: Wind 中信建投研究发展部

国内白糖价格与白糖产量呈明显的负向相关关系。国内白糖产量下降是引发国内白糖价格上升的主要因素。

图表 21：国内白糖产量与销区白糖现货价格指数

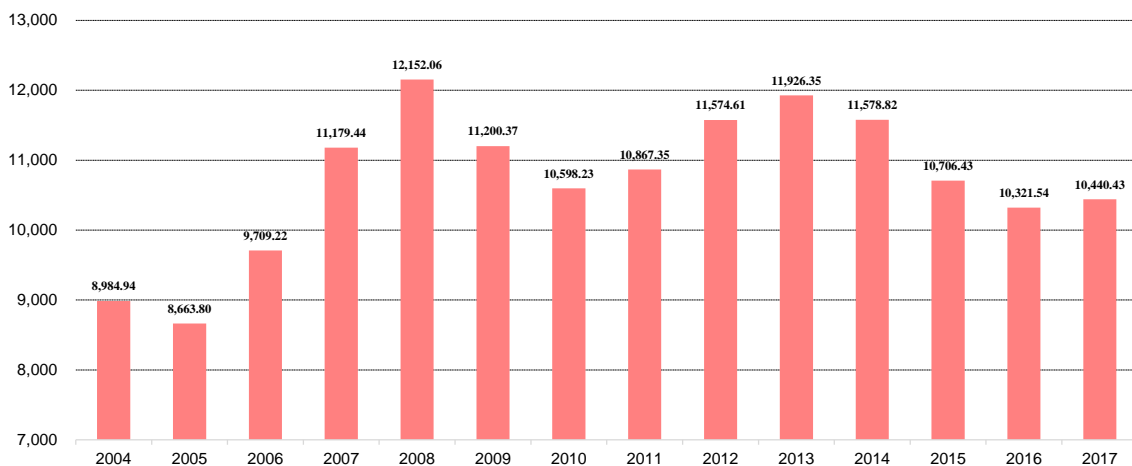


资料来源: Wind 中信建投研究发展部

由于国内白糖价格与白糖产量具有高度的相关性，我国白糖原料又主要依靠甘蔗，所以可以通过预测甘蔗产量来大体预测白糖的价格。2012 年到 2014 年甘蔗产量达到近几年的巅峰，而白糖的价格于 2014 年间达到近几年的谷底，也可以印证这一预测。

甘蔗的产量具有较为明显的周期性，大体上呈现“三年增，三年减”的趋势。而 2017 年是甘蔗产量增长周期的开始，2019 年甘蔗产量可能仍处于较高水平，故国内白糖价格仍处于低点。

图表 22：国内甘蔗产量



资料来源: Wind 中信建投研究发展部

此外，根据 USDA 数据，中国近年糖库存逐步走低，2018/19 年库存消费比为 34.2%，同比 2018 年下降 7.2pct，为自 2013 年以来最低水平，有望驱动国内糖价上涨。

图表 23：中国糖业供需平衡表（万吨）

	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19
糖:期初库存:中国	162.1	414.0	679.3	997.7	1,039.0	959.1	781.1	651.1
糖:产量:中国	1,234.1	1,400.1	1,426.3	1,100.0	905.0	930.0	1,030.0	1,080.0
糖:进口量:中国	443.0	380.2	427.5	505.8	611.6	460.0	420.0	400.0
糖:出口量:中国	5.2	5.0	5.4	4.5	16.5	8.0	10.0	10.0
糖:总供应量:中国	1,839.2	2,194.3	2,533.1	2,603.5	2,555.6	2,349.1	2,231.1	2,131.1
糖:国内消费:中国	1,420.0	1,510.0	1,530.0	1,560.0	1,580.0	1,560.0	1,570.0	1,580.0
糖:总消费量:中国	1,420.0	1,510.0	1,530.0	1,560.0	1,580.0	1,560.0	1,570.0	1,580.0
糖:期末库存:中国	414.0	679.3	997.7	1,039.0	959.1	781.1	651.1	541.1
库存消费比	29.2%	45.0%	65.2%	66.6%	60.7%	50.1%	41.5%	34.2%

资料来源: USDA 中信建投研究发展部

图表 24：全球国糖业供需平衡表（万吨）

全球供需平衡表（万吨）	2011/12	2012/13	2013/14	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19
全球:糖:期初库存	2,949.1	3,519.0	4,228.8	4,481.8	4,877.1	4,409.5	4,223.4	5,152.9
全球:糖:产量	17,234.9	17,783.3	17,597.1	17,758.2	16,486.8	17,403.0	19,457.4	18,588.6
全球:糖:进口量	4,856.3	5,144.4	5,145.0	5,024.8	5,467.1	5,451.8	5,354.7	5,097.8
全球:糖:出口量	5,499.6	5,574.2	5,793.1	5,501.3	5,395.9	5,862.5	6,387.6	5,788.0
全球:糖:总供应量	25,040.3	26,446.7	26,970.9	27,264.8	26,831.0	27,264.3	29,035.5	28,839.3
全球:糖:总消费量	16,021.7	16,643.7	16,696.0	16,886.4	17,025.6	17,178.4	17,495.0	17,766.3
全球:糖:期末库存	3,519.0	4,228.8	4,481.8	4,877.1	4,409.5	4,223.4	5,152.9	5,285.0
全球:甜菜糖:产量	3,845.6	3,643.7	3,364.0	3,686.7	3,341.6	4,005.1	4,367.1	4,195.2
全球:蔗糖:产量	13,389.3	14,139.6	14,233.1	14,071.5	13,145.2	13,397.9	15,090.3	14,393.4
库存消费比	22.0%	25.4%	26.8%	28.9%	25.9%	24.6%	29.5%	29.7%

资料来源: USDA 中信建投研究发展部

三、投资建议

我们预计 2019-2020 中粮糖业的营业收入分别为 192.64 亿元、230.27 亿元，同比分别增长 9.99%、19.53%；归母公司净利润分别为 6.88 亿元、11.27 亿元，同比分别增长 36.59%、63.84%；对应 EPS 分别为 0.33 元/股、0.55 元/股；对应 PE 分别为 33.9x 和 20.7x。首次覆盖，给予公司“买入”评级。

四、风险提示

糖价波动风险；原材料供应风险。

图表 25：中粮糖业预测假设

	2016 年	2017 年	2018 年	2019E	2020E
贸易糖 (亿元)		131.84	129.62	136.10	156.52
同比 (%)		32.57	-1.68	5.00	15.00
毛利率 (%)		7.75	7.13	7.15	8.00
自产糖 (亿元)		45.89	53.28	58.61	77.36
同比 (%)		-2.72	16.12	10.00	32.00
毛利率 (%)		19.91	16.71	16.80	20.00
食糖销量 (万吨)	96.86	86.06	102.78	113.06	124.36
同比 (%)		-11.15	19.43	10.00	10.00
食糖吨价 (元)		5332	5184	5184	6221
同比 (%)			-2.78	0.00	20.00
加工糖 (亿元)		36.39	21.06	23.17	27.80
同比 (%)		1,139.87	-42.13	10.00	20.00
毛利率 (%)		19.77	13.12	13.20	15.00
番茄制品 (亿元)	13.89	13.22	14.9	17.14	19.71
同比 (%)	0.07	-4.81	12.69	15.00	15.00
毛利率 (%)	20.79	21.36	22.79	23.00	23.00
其他 (亿元)	1.02	2.26	2.75	3.30	3.96
同比 (%)	6.39	122.31	21.63	20.00	20.00
毛利率 (%)	39.26	36.69	23.78	25.00	25.00

资料来源: Wind 中信建投研究发展部

图表 26：中粮糖业估值表 (百万元)

利润表	2017	2018	2019E	2020E	财务指标	2017	2018	2019E	2020E
营业收入	19,157.2	17,514.9	19,264.7	23,027.3	成长性				
减:营业成本	16,059.7	14,962.9	16,462.8	19,184.9	营业收入增长率	41.3%	-8.6%	9.99%	19.53%
营业税费	117.2	102.0	111.7	133.6	营业利润增长率	53.6%	-16.1%	22.16%	63.46%
销售费用	555.1	623.3	685.8	806.0	净利润增长率	43.7%	-31.9%	36.59%	63.84%
管理费用	625.8	565.3	635.7	759.9	EBITDA 增长率	58.3%	-20.9%	14.34%	41.92%
财务费用	425.5	211.3	200.0	200.0	EBIT 增长率	83.6%	-26.0%	17.2%	53.1%
资产减值损失	204.8	151.7	165.7	174.1	NOPLAT 增长率	82.2%	-25.0%	16.6%	53.1%
加:公允价值变动收益	37.4	21.9	61.9	22.0	投资资本增长率	-22.8%	-16.5%	26.6%	6.4%
投资和汇兑收益	-220.2	-87.0	-39.9	-115.7	净资产增长率	7.8%	3.2%	11.4%	8.4%
营业利润	1,000.2	838.9	1,024.8	1,675.2	利润率				
加:营业外净收支	3.2	-110.9	-30.5	-46.0	毛利率	16.2%	14.6%	14.5%	16.7%
利润总额	1,003.4	728.0	994.4	1,629.2	营业利润率	5.2%	4.8%	5.3%	7.3%
减:所得税	249.4	171.3	234.0	383.4	净利润率	3.9%	2.9%	3.6%	4.9%
净利润	740.1	503.8	688.1	1,127.4	EBITDA/营业收入	9.5%	8.2%	8.5%	10.1%
资产负债表	2017	2018	2019E	2020E	EBIT/营业收入	7.4%	6.0%	6.4%	8.1%

货币资金	3,911.4	2,597.7	1,541.2	1,842.2	运营效率				
交易性金融资产	4.9	0.2	60.0	80.0	固定资产周转天数	82	86	75	62
应收帐款	1,751.0	1,618.0	2,087.6	2,341.8	流动营业资本周转天数	111	77	74	77
应收票据	85.5	29.2	153.0	42.4	流动资产周转天数	218	208	178	162
预付帐款	152.2	1,240.4	151.7	1,417.1	应收帐款周转天数	47	35	35	35
存货	4,247.9	3,426.8	5,017.3	4,823.0	存货周转天数	99	79	79	77
其他流动资产	556.7	569.0	562.9	562.9	总资产周转天数	339	336	300	275
可供出售金融资产	59.3	88.7	330.0	350.0	投资资本周转天数	223	195	183	176
持有至到期投资	-	-	-	-	投资回报率				
长期股权投资	513.5	342.8	347.2	275.9	ROE	10.3%	6.9%	8.5%	13.0%
投资性房地产	24.8	23.3	23.3	23.3	ROA	4.4%	3.6%	4.6%	6.7%
固定资产	4,252.6	4,117.7	3,950.5	4,018.4	ROIC	8.0%	7.8%	10.8%	13.1%
在建工程	34.0	82.2	897.6	1,328.3	费用率				
无形资产	1,001.0	926.3	902.1	877.2	销售费用率	2.9%	3.6%	3.6%	3.5%
其他非流动资产					管理费用率	3.3%	3.2%	3.3%	3.3%
资产总额	17,102.4	15,555.0	16,552.4	18,577.2	财务费用率	2.2%	1.2%	1.0%	0.9%
短期债务	6,181.7	2,936.0	3,686.0	4,446.0	三费/营业收入	8.4%	8.0%	7.9%	7.7%
应付帐款	1,154.3	2,071.1	1,341.3	2,540.2	偿债能力				
应付票据	21.4	871.0	184.7	355.4	资产负债率	57.3%	51.5%	49.2%	51.0%
其他流动负债					负债权益比	134.0%	106.2%	97.0%	104.1%
长期借款	-	-	313.0	-	流动比率	1.25	1.23	1.39	1.29
其他非流动负债					速动比率	0.75	0.78	0.66	0.73
负债总额	9,793.6	8,012.3	8,151.2	9,473.9	利息保障倍数	3.32	4.94	6.12	9.38
少数股东权益	127.9	214.6	286.8	405.2	分红指标				
股本	2,051.9	2,051.9	2,057.7	2,057.7	DPS(元)	0.16	0.27	0.17	0.27
留存收益	5,008.6	5,158.4	6,056.7	6,640.4	分红比率	47.1%	116.6%	50.0%	50.0%
股东权益	7,308.9	7,542.7	8,401.2	9,103.3	股息收益率	1.4%	2.4%	1.5%	2.4%
现金流量表	2017	2018	2019E	2020E	业绩和估值指标	2017	2018	2019E	2020E
净利润	754.0	556.7	688.1	1,127.4	EPS(元)	0.35	0.24	0.33	0.55
加:折旧和摊销	406.5	394.9	416.4	454.0	BVPS(元)	3.36	3.43	3.94	4.23
资产减值准备	195.1	81.3	-	-	PE(X)	32.8	48.1	33.9	20.7
公允价值变动损失	-37.4	-21.9	61.9	22.0	PB(X)	3.4	3.3	2.9	2.7
财务费用	462.5	283.5	200.0	200.0	P/FCF	8.0	-23.4	-26.4	30.6
投资收益	220.2	87.0	39.9	115.7	P/S	1.3	1.4	1.2	1.0
少数股东损益	13.9	52.9	72.3	118.4	EV/EBITDA	10.7	11.4	15.9	11.3
营运资金的变动	2,385.6	1,081.9	-1,720.9	-226.5	CAGR(%)	18.2%		14.2%	18.2%
经营活动产生现金流量	5,355.4	2,425.0	-242.2	1,811.0	PEG	1.8		2.4	1.1
投资活动产生现金流量	299.3	-399.8	-1,440.2	-1,103.0	ROIC/WACC	0.9	0.9	1.2	1.5
融资活动产生现金流量	-2,563.9	-3,408.8	625.9	-407.0	REP	2.1	2.2	2.0	1.5

资料来源: Wind 中信建投研究发展部

分析师介绍

花小伟：中信建投农林牧渔行业分析师，大消费组长，统计学硕士。获 2015 年第十三届新财富轻工造纸最佳分析师第 5 名；2016 年第十四届新财富轻工造纸最佳分析师第 4 名，2016 年水晶球第 2 名，金牛奖第 4 名；2017 年第十五届新财富轻工造纸最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名；2018 年水晶球第 2 名。

孙金琦：农林牧渔行业分析师，金融硕士，4 年行业研究经验，2017 年加入中信建投证券。

报告贡献人

王泽选：中国人民大学金融学硕士，2018 年加入中信建投。

研究服务

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn

郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

高思雨 010-8513-0491 gaosiyu@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

杨洁 010-86451428 yangjiezs@csc.com.cn

创新业务组

高雪 -64172825 gaoxue@csc.com.cn

杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn

黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn

王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn

李绮琦 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn

薛皎 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn

许敏 021-68821600-828 xuminzgs@csc.com.cn

深广销售组

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和/个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859