

糖价暂拖累 2018 业绩， 供给周期拐点价值底部

中粮糖业 (600737)

事件

公司发布 2018 年年度报告。

公司 2018 年营业收入为 175.15 亿元，同比下降 8.57%；归属于上市公司股东的净利润为 5.04 亿元，同比下降 31.93%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润为 3.85 亿元，同比下降 51.19%。

分季度来看，公司 2018Q1/Q2/Q3/Q4 营业收入分别为 38.43/55.60/42.07/39.05 亿元，同比增速分别为 31.38%/3.13%/-29.60%/-19.74%；归母净利润分别为 3.45/1.64/2.89/-2.94 亿元，同比增速分别为 82.71%/1.93%/87.05%/-225.00%。

我们的分析和判断

糖业龙头，糖价下跌拖累业绩增长

中粮糖业是中粮集团食糖业务专业化公司，主营食堂业务，并有番茄加工业务；经营范围包括国内外制糖、食糖进口、港口炼糖、国内食糖销售及贸易、食糖仓储物流及番茄加工。

报告期内，国际、国内食糖市场供大于求，国内市场价格大幅下滑，食糖企业经营压力较大。公司 Q4 业绩下滑较大，我们认为主要是国内外糖价持续下跌影响公司自产糖业绩，且四季度进口糖价与国内糖价出现倒挂，导致公司贸易糖业务亏损。据 Wind 数据，2018Q4 南宁现货白糖均价约为 5208 元/吨，同比降低 18.96%。2018Q4 配额外进口估算价与郑糖现货价差约为-625 元/吨，同比降幅为 413.20%。

分产品来看：

贸易糖业务实现营业收入 129.62 亿元，同比下滑 1.68%，毛利率为 7.13%，同比减少 0.62pct。

自产糖业务实现营业收入 53.28 亿元，同比增长 16.12%，毛利率为 16.71%，同比减少 3.20pct。

加工糖业务实现营业收入 21.06 亿元，同比下滑 42.13%，毛利率为 13.12%，同比减少 6.65pct。

番茄制品业务实现营业收入 14.90 亿元，同比增长 12.69%，毛利率为 22.79%，同比增加 1.43pct。

维持

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

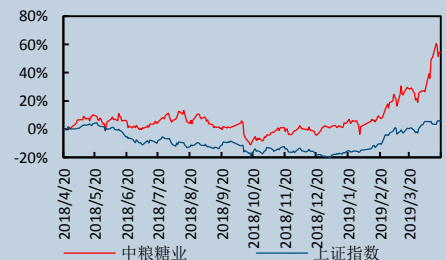
发布日期：2019 年 04 月 22 日

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
19.68/13.86	47.99/22.0	54.55/49.63
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)		236.77
流通市值 (亿元)		227.14
近 3 月日均成交量 (万)		3,193.29
主要股东		
中粮集团有限公司		50.73%

股价表现



相关研究报告

19.04.18 【中信建投农林牧渔】中粮糖业 (600737):糖业龙头，糖价拐点，业绩弹性可期

“食糖+番茄”两轮驱动，构筑竞争壁垒

食糖领域，公司在国内甘蔗糖、甜菜糖领域，自有 60 万吨/年以上的制糖能力；在国内港口炼糖领域，自有 150 万吨/年炼糖能力；在国外，自有 35 万吨/年以上的制糖能力；同时，公司是国家进口食糖的主要渠道，在国内拥有较强的糖源掌控能力。另外，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。

番茄领域，公司通过不断向下游终端延伸，开发新客户，带动产量、销量增加，盈利能力持续提升；物流统筹规划，铁路运价和仓储有机结合，降低综合物流费用，番茄产业系统性竞争力得以提升。

盈利能力有所下降，期间费用率较为稳定

盈利能力方面，2018 年公司毛利率为 14.57%，同比下降 1.6pct；净利率为 3.18%，同比下降 0.76pct。分季度来看，2018Q1/Q2/Q3/Q4 公司毛利率分别为 14.87%/10.62%/15.67%/18.72%，净利率分别为 9.17%/3.31%/7.08%/-7.10%。

期间费用方面，2018 年公司销售费用为 6.24 亿元，同比增长 12.28%，主要系糖类及番茄业务运费上升所致；销售费用率为 3.56%，同比增加 0.66pct；管理费用为 5.65 亿元，同比减少 8.78%，主要系职工绩效薪酬下降所致；管理费用率为 3.23%，同比减少 0.04pct；财务费用为 2.11 亿元，同比减少 50.33%，主要是公司借款减少、利息支出减少及汇兑收益增加所致；财务费用率为 1.21%，同比减少 1.01pct。

糖价拐点在即，公司业绩将步入高增长

公司的营业收入、业绩、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 33.6x 和 20.5x。维持“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。

图表 1：中粮糖业主要财务数据

	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

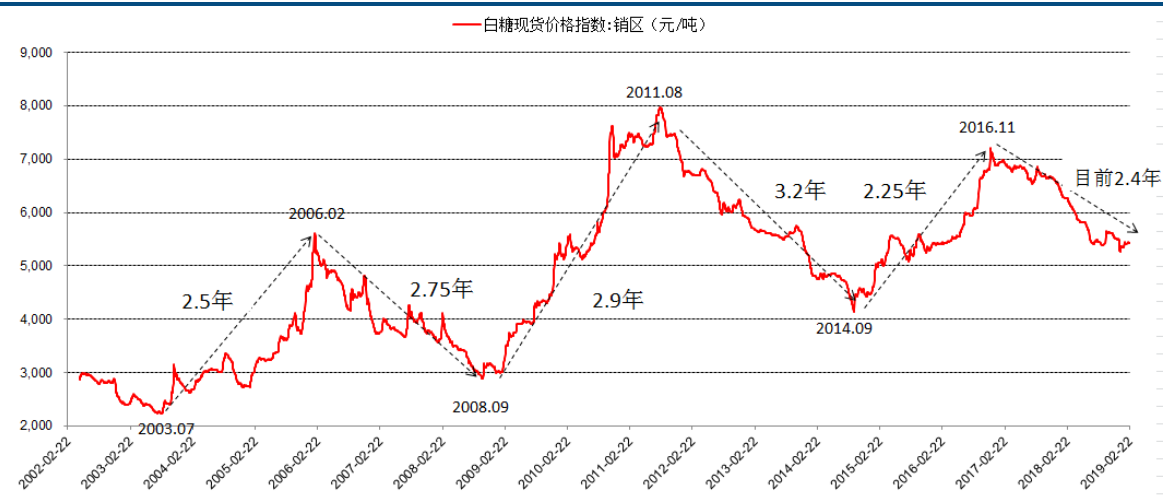
数据来源: Wind 中信建投证券研究发展部

图表 2: 中粮糖业分季度财务数据

单季	17Q1	17Q2	17Q3	17Q4	18Q1	18Q2	18Q3	18Q4
营业总收入	29.25	53.91	59.75	48.66	38.43	55.60	42.07	39.05
同比	79.82%	94.07%	42.20%	-1.71%	31.38%	3.13%	-29.60%	-19.74%
归母净利润	1.89	1.61	1.54	2.36	3.45	1.64	2.89	-2.94
同比	1090.67%	41.91%	-35.02%	28.84%	82.71%	1.93%	87.05%	-225.00%
扣非归母净利润	1.74	1.98	2.00	2.16	3.07	-0.62	3.27	-1.88
同比	381.26%	217.50%	19.51%	6.70%	76.17%	-131.17%	63.62%	-186.87%
累计	17Q1	17H1	17Q1-3	17A	18Q1	18H1	18Q1-3	18A
营业总收入	29.25	83.16	142.91	191.57	38.43	94.03	136.10	175.15
同比	79.82%	88.81%	66.05%	41.31%	31.38%	13.07%	-4.77%	-8.57%
归母净利润	1.89	3.50	5.05	7.40	3.45	5.09	7.98	5.04
同比	1090.67%	270.14%	51.86%	43.69%	82.71%	45.50%	58.21%	-31.93%
扣非归母净利润	1.74	3.72	5.72	7.88	3.07	2.45	5.72	3.85
同比	381.26%	84683.59%	240.90%	112.85%	76.17%	-34.14%	0.04%	-51.19%

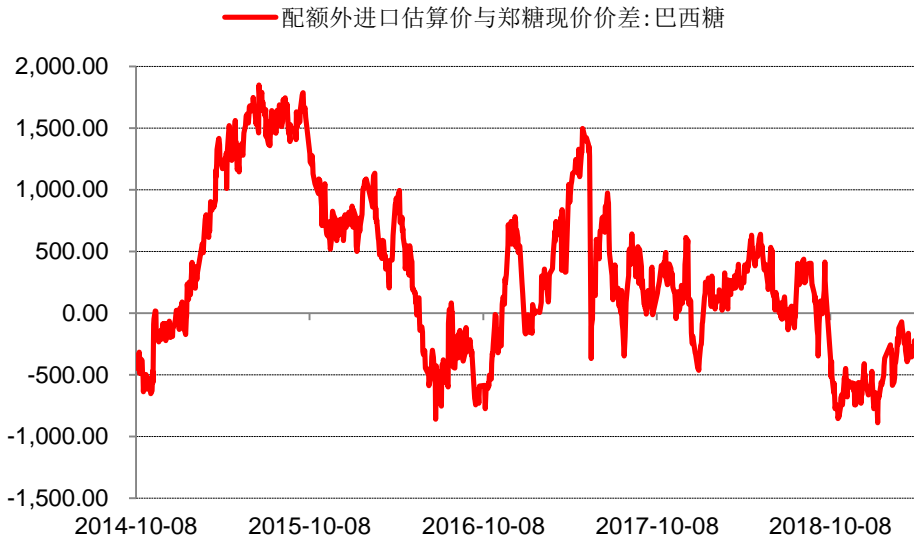
资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

图表 3: 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

图表 4: 配额外进口估算价与郑糖现价价差 (元/吨)



资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

图表 5: 中粮糖业 PB-Band



资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

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 010-86451441 wangzexuan@csc.com.cn

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

XU SHUFENG 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