

证券研究报告

公司研究——中报点评

中粮糖业（600737.SH）

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级：增持，2018.4.19

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

《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

股权转让收益拉动业绩，行业复苏翘首以待

2018年9月4日

事件：近日，中粮糖业发布2018年中报，2018上半年公司实现营业收入94.03亿元，同比增长13.07%；实现归属于上市公司股东的净利润5.09亿元，同比增长45.50%；实现扣非后归母净利润2.45亿元，同比下降34.14%。基本每股收益0.25元/股。

点评：

- **上半年业绩增长主要来源于转股收益和公允价值变动收益。**公司上半年营收平稳增长，主要是由于食糖销量提升，但糖价下行导致公司综合毛利率较上年同期下降4.35pct至12.36%，上半年柳州白糖现货均价5807.23元/吨，同比下降13.73%。在盈利能力同比下滑的情况下，公司实现归母净利润5.09亿元，同比增长45.50%，同比提升1.59亿元，业绩增长主要系1.44亿元的转股收益（廊坊番茄100%股权、朔州糖业100%股权、阿克苏果业100%股权、喀什果业100%股权），和0.95亿元的公允价值变动收益（远期结售汇合约汇率变动影响）所致。
- **食糖业务盈利仍有下滑压力，静待行业复苏。**食糖业务仍是公司的战略核心，凭借原料控制方面的竞争优势整体呈现北稳南进的趋势。截至上半年末，公司在国内甘蔗制糖、甜菜制糖领域掌握自有企业60万吨产能，其中甜菜糖已基本形成规模化、机械化及标准化的种植模式，机械采收比例达92%；甘蔗糖方面双高基地建设取得突破性进展，未来成本优势更为明显。贸易糖业务掌握国家主要进口渠道（公司用于贸易和练糖的原糖年进口量占国内总量的50%），稳定向好。炼糖业务拥有150万吨的年产能，成本端和产品端价格走势一致使得盈利相对偏稳。糖价方面，我们判断全球糖市和国内糖市基本同步处于增产和降价的周期下行期，对公司食糖业务整体盈利能力造成一定压力。我们认为短期内公司食糖业务销量有望稳定增长穿越周期，但盈利水平有所承压，长期来看随着产能被动收缩行业复苏公司食糖业务盈利有望好转。
- **番茄业务保持整合进度，迎接轻装上阵。**公司番茄业务仍处于产业整合阶段，当前业务亏损主要受行业低迷影响，随着行业周期逐步复苏业绩有望迎来好转。截至上半年末，中粮番茄拟转让的66.67%股权已全部摘牌，尚在办理工商变更等相关手续，前38.89%股权转让价格2.71亿元，尚未到账，后27.78%股权已收到转让款1.93亿元，其他部分番茄板块子公司尚处于预挂牌和挂牌中。近年来番茄酱主要原料加工番茄产量呈现明显的周期变化，5-6年一个周期，近三轮周期顶分别出现在2015年、2009年、2004年，由于行业壁垒较低，加工番茄产量变化明显，表现为滞后于番茄酱价格的同向变化指标，番茄酱价格上涨带动加工番茄种植意愿增强，进而影响加工番茄产量提升。周期角度来看，在当前全球番茄酱消费偏稳的情况下，番茄酱价格低迷影响全球范围内加工番茄产量进一步缩减，我们预计将继续保持1-2年的下行

期，行业供需形势有望在 2019 年发生好转。此外，公司番茄制品业务增长动力还来自两个方面，其一国内市场渗透，当前全球市场竞争激烈，但国内番茄制品市场尚处于一片蓝海，人均消费较低，未来增长空间较大，如果番茄制品能在国内市场有效渗透，公司作为龙头将充分受益；其二向下游深加工制品延伸增加番茄制品附加值从而提高盈利能力。公司番茄制品业务未来可期。

- **定增获批，募集资金将投入食糖产业。**公司 2016 年非公开发行股票方案近期获批。公司拟发行不超过 4.10 亿股，拟募集资金不超过 6.54 亿元，募集资金扣除费用后拟用于甘蔗糖技术升级改造及配套优质高产高糖糖料基地建设项目、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、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以及其他糖技术升级改造项目。本次定增募投项目的实施有望进一步加强公司糖业竞争力。
- **盈利预测及评级：**不考虑定增对总股本的影响，我们预计公司 18-20 年摊薄每股收益分别为 0.46 元、0.56 元、0.65 元，对应 18-20 年 PE 分别为 17x、14x、12x。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；定增及募投项目相关风险等。

主要财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	13,557.15	19,157.21	22,733.49	25,525.62	28,558.37
同比(%)	16.20%	41.31%	18.67%	12.28%	11.88%
归属母公司净利润	515.05	740.09	951.07	1,152.11	1,330.69
同比(%)	576.94%	43.69%	28.51%	21.14%	15.50%
毛利率(%)	14.53%	16.17%	12.80%	14.30%	14.28%
ROE(%)	8.19%	10.70%	12.84%	14.03%	14.08%
摊薄每股收益(元)	0.25	0.36	0.46	0.56	0.65
P/E	31	22	17	14	12
P/B	2.39	2.22	2.09	1.81	1.57

资料来源：万得，信达证券研发中心预测

注：股价为 2018 年 9 月 4 日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产	12,477.29	10,709.73	11,560.07	13,089.18	14,822.10
货币资金	1,123.86	3,911.39	941.45	1,478.95	1,978.69
应收票据	95.64	85.53	101.49	113.96	127.50
应收账款	797.64	866.63	1,028.41	1,154.72	1,291.92
预付账款	934.82	152.21	187.89	207.33	232.00
存货	6,238.95	4,247.95	8,054.00	8,887.40	9,945.17
其他	3,286.39	1,446.03	1,246.83	1,246.83	1,246.83
非流动资产	6,503.44	6,392.72	6,450.25	6,467.47	6,489.77
长期投资	551.32	513.55	513.55	513.55	513.55
固定资产	4,468.65	4,252.61	4,220.30	4,270.40	4,304.58
无形资产	903.39	1,000.96	963.28	925.61	887.93
其他	580.08	625.60	753.12	757.92	783.71
资产总计	18,980.73	17,102.45	18,010.32	19,556.66	21,311.87
流动负债	10,644.21	8,561.59	8,835.50	9,052.32	9,302.94
短期借款	6,659.10	6,181.73	6,181.73	6,181.73	6,181.73
应付账款	900.94	624.97	771.45	851.28	952.60
其他	3,084.16	1,754.90	1,882.33	2,019.32	2,168.62
非流动负债	1,555.87	1,232.00	1,432.00	1,632.00	1,832.00
长期借款	270.00	0.00	200.00	400.00	600.00
其他	1,285.87	1,232.00	1,232.00	1,232.00	1,232.00
负债合计	12,200.07	9,793.58	10,267.50	10,684.32	11,134.94
少数股东权益	129.43	127.92	109.27	86.68	60.59
归属母公司股东权益	6,651.23	7,180.94	7,633.54	8,785.66	10,116.34
负债和股东权益	18980.73	17102.45	18010.32	19556.66	21311.87

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	13,557.15	19,157.21	22,733.49	25,525.62	28,558.37
同比	16.20%	41.31%	18.67%	12.28%	11.88%
归属母公司净利润	515.05	740.09	951.07	1,152.11	1,330.69
同比	576.94%	43.69%	28.51%	21.14%	15.50%
毛利率	14.53%	16.17%	12.80%	14.30%	14.28%
ROE	8.19%	10.70%	12.84%	14.03%	14.08%
每股收益(元)	0.25	0.36	0.46	0.56	0.65
P/E	31	22	17	14	12
P/B	2.39	2.22	2.09	1.81	1.57
EV/EBITDA	19.85	12.34	12.36	10.58	9.66

利润表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	13,557.15	19,157.21	22,733.49	25,525.62	28,558.37
营业成本	11,587.34	16,059.75	19,823.97	21,875.28	24,478.85
营业税金及附加	58.10	117.20	127.31	142.94	159.93
营业费用	485.75	555.12	795.67	893.40	999.54
管理费用	581.40	625.82	568.34	638.14	713.96
财务费用	117.76	425.46	466.58	578.48	554.05
资产减值损失	140.70	204.80	250.45	89.03	99.62
公允价值变动收益	-122.15	37.38	20.00	20.00	20.00
投资净收益	187.35	-220.21	500.00	155.71	145.17
营业利润	651.29	1,000.20	1,221.17	1,484.05	1,717.58
营业外收入	30.23	17.79	36.17	36.17	36.17
营业外支出	13.91	14.57	14.11	14.19	14.29
利润总额	667.61	1,003.43	1,243.23	1,506.03	1,739.46
所得税	157.16	249.43	310.81	376.51	434.87
净利润	510.46	754.00	932.43	1,129.52	1,304.60
少数股东损益	-4.59	13.91	-18.65	-22.59	-26.09
归属母公司净利润	515.05	740.09	951.07	1,152.11	1,330.69
EBITDA	1,201.50	1,872.43	1,884.39	2,221.44	2,453.83
EPS (摊薄)	0.25	0.36	0.46	0.56	0.65

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
经营活动现金流	-1,415.47	5,355.36	-2,687.96	889.50	862.32
净利润	510.46	754.00	932.43	1,129.52	1,304.60
折旧摊销	382.04	406.54	391.85	406.10	422.35
财务费用	151.85	462.46	249.31	309.31	292.02
投资损失	-187.35	220.21	-500.00	-155.71	-145.17
营运资金变动	-2,543.21	3,440.71	-3,946.47	-863.82	-1,082.18
其它	270.75	71.44	184.92	64.10	70.71
投资活动现金流	-1,132.13	299.35	116.16	-242.69	-270.57
资本支出	-681.24	-501.45	-383.84	-398.40	-415.73
长期投资	1,690.47	2,821.61	500.00	155.71	145.17
其他	-2,141.36	-2,020.81	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	1,397.61	-2,563.86	-398.13	-109.31	-92.02
吸收投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	1,728.90	-1,931.83	200.00	200.00	200.00
支付利息或股息	320.43	632.03	598.13	309.31	292.02
现金净增加额	-1107.39	3045.20	-2969.94	537.50	499.74

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。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 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。