

证券研究报告

公司研究——季报点评

中粮糖业 (600737.SH)

买入	增持	持有	卖出
----	----	----	----

上次评级: 增持, 2018.9.4

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

《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

Q3 公司盈利能力和财务状况改善明显, 业绩大幅提升

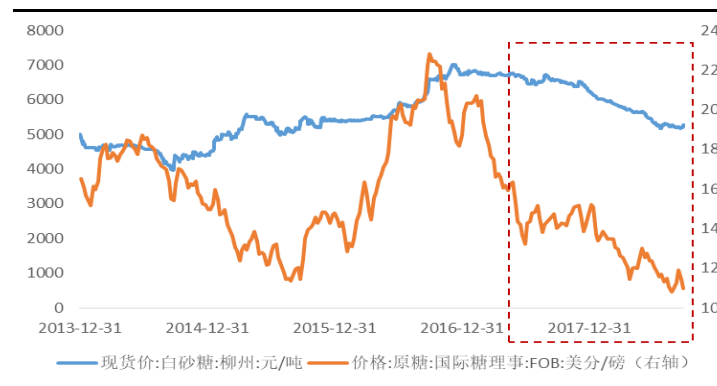
2018年10月31日

事件: 近日, 中粮糖业发布 2018 年三季报, 2018 年前三季度公司实现营业收入 136.10 亿元, 同比下降 4.77%; 实现归属于上市公司股东的净利润 7.98 亿元, 同比增长 58.21%; 实现扣非后归母净利润 5.72 亿元, 同比提升 0.04%。基本每股收益 0.39 元/股。

点评:

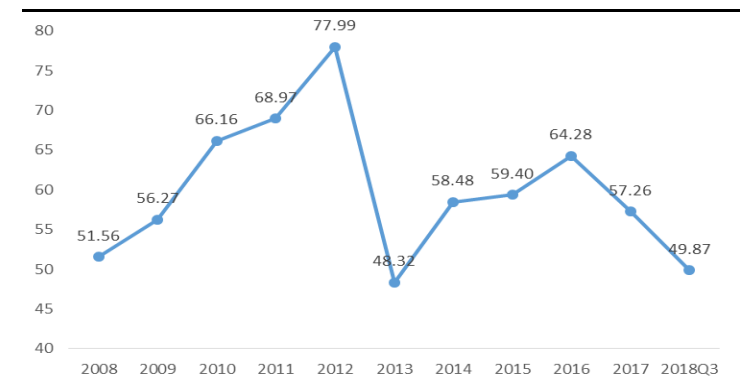
- 三季度盈利能力转好和财务压力减轻助力业绩提升。** Q3 公司实现归母净利润 2.89 亿元, 较上年同期大幅增长 87.05%。Q3 公司业绩大幅提升的原因主要归因于, 其一盈利能力的大幅改善, Q3 公司综合毛利率 15.67%, 同比提升 1.49pct, 环比提升 5.05pct, 公司盈利能力改善主要是由于 Q3 国内外食糖价差有所扩大, 利好公司炼糖和贸易糖业务; 其二财务费用大幅降低, Q3 公司财务费用较上年同期下降 1.56 亿元, 同比大幅下降 96.47%, 主要是由于借款减少使得财务负担减轻, 负债结构更加优化, 截至报告期末, 公司资产负债率 49.87%, 较上年同期大幅降低 13.60pct, 较上半年下降 9.34pct。

图 1: 国内外糖价变化情况



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 2: 公司历年资产负债率%变化情况

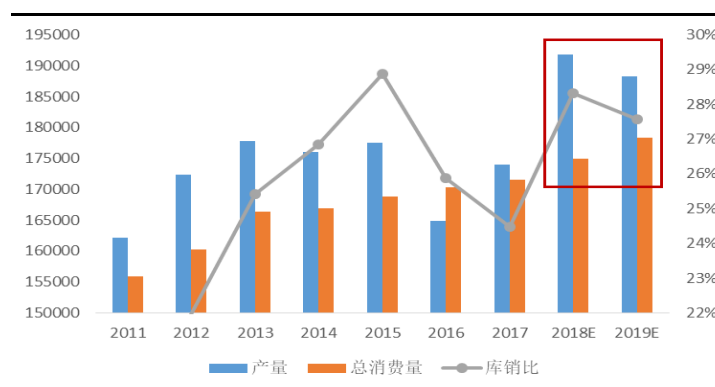


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

- 内外糖价尚处下行周期, 公司底部扩张奠定成长基础。** 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, 预计 2019 年到达周期底部。全球食糖产量从 2016 年至 2018 年连增三年, 库销比连续攀升, 国际糖价在 2016 年达到上轮周期顶点后开始向下, 全球糖周期 5-6 年, 美国农业部预计 2019 年全球糖产量同比下滑也符合周

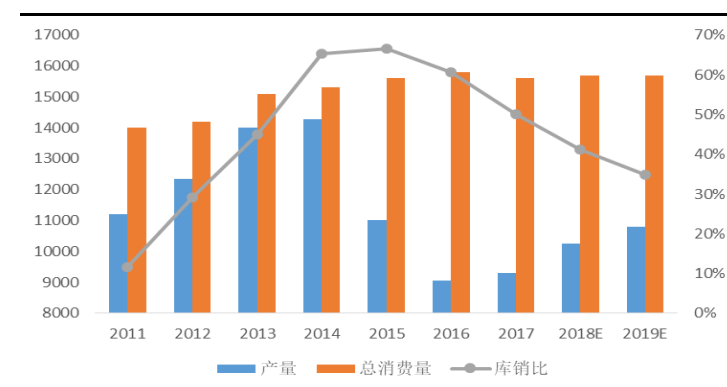
期规律。在全球气候维持正常的情况下，我们预计外糖价格将在 2019 年迎来周期拐点。据美国农业部数据显示，预计 2019 年全球糖产量同比下降，库销比同比回落。中国糖产量周期基本与全球同步，据美国农业部预测数据显示，2019 年中国糖产量同比增速放缓，影响库销比进一步下滑，作为食糖库销比的反向指标，国内糖价的自身周期底也正逐步形成，此外全球糖价周期回暖对国内糖价也会形成明显支撑。公司聚焦糖业，底部扩张进展顺利，报告期末公司在建工程余额较上年同期大幅增加 292.15%，为糖业务项目投入增加所致。我们认为随着公司糖业扩张进程加快以及糖周期底部开始显现，长期看公司业绩成长预期明确，且随着行业周期底部的逐渐形成，糖价向下空间有限，短期看公司盈利能力有望取得边际改善。

图 3: 全球糖产销量(千吨)及库销比变化情况



资料来源: 美国农业部, 信达证券研发中心

图 4: 中国糖产销量(千吨)及库销比变化情况



资料来源: 美国农业部, 信达证券研发中心

表 1: 全球食糖供需平衡表(单位: 千吨)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
期初库存	28,028.00	29,491.00	35,190.00	42,288.00	44,818.00	48,771.00	44,094.00	41,978.00	49,524.00
产量	162,221.00	172,349.00	177,833.00	175,971.00	177,582.00	164,888.00	173,980.00	191,813.00	188,251.00
进口量	49,119.00	48,563.00	51,444.00	51,450.00	50,248.00	54,720.00	54,170.00	53,702.00	52,517.00
出口量	53,939.00	54,996.00	55,742.00	57,931.00	55,013.00	53,955.00	58,719.00	63,083.00	62,802.00
总供应量	239,368.00	250,403.00	264,467.00	269,709.00	272,648.00	268,379.00	272,244.00	287,493.00	290,292.00
总消费量	155,938.00	160,217.00	166,437.00	166,960.00	168,864.00	170,330.00	171,547.00	174,886.00	178,335.00
期末库存	29,491.00	35,190.00	42,288.00	44,818.00	48,771.00	44,094.00	41,978.00	49,524.00	49,155.00
库销比	18.91%	21.96%	25.41%	26.84%	28.88%	25.89%	24.47%	28.32%	27.56%

资料来源: 美国农业部, 信达证券研发中心

表 2: 中国食糖供需平衡表 (单位: 千吨)

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
期初库存	2,355.00	1,621.00	4,140.00	6,793.00	9,977.00	10,390.00	9,591.00	7,811.00	6,461.00
产量	11,199.00	12,341.00	14,001.00	14,263.00	11,000.00	9,050.00	9,300.00	10,250.00	10,800.00
进口量	2,143.00	4,430.00	3,802.00	4,275.00	5,058.00	6,116.00	4,600.00	4,200.00	4,000.00
出口量	76.00	52.00	50.00	54.00	45.00	165.00	80.00	100.00	100.00
总供应量	15,697.00	18,392.00	21,943.00	25,331.00	26,035.00	25,556.00	23,491.00	22,261.00	21,261.00
国内消费	14,000.00	14,200.00	15,100.00	15,300.00	15,600.00	15,800.00	15,600.00	15,700.00	15,700.00
其他消费	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
总消费量	14,000.00	14,200.00	15,100.00	15,300.00	15,600.00	15,800.00	15,600.00	15,700.00	15,700.00
期末库存	1,621.00	4,140.00	6,793.00	9,977.00	10,390.00	9,591.00	7,811.00	6,461.00	5,461.00
库销比	11.58%	29.15%	44.99%	65.21%	66.60%	60.70%	50.07%	41.15%	34.78%

资料来源: 美国农业部, 信达证券研发中心

- **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。截至报告期末, 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。中粮番茄股权交易完成后, 累计在母公司账面形成投资收益 928.56 万元, 累计在公司合并报表层面上形成投资收益 10670.48 万元。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。**10 月 31 日, 公司发布公告称非公开发行股票方案获得中国证监会批准。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 0.55 元、0.71 元、0.90 元, 对应 18-20 年 PE 分别为 12x、9x、8x。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	20,614.40	22,688.86	25,291.34
同比(%)	16.20%	41.31%	7.61%	10.06%	11.47%
归属母公司净利润	515.05	740.09	1,120.43	1,466.81	1,836.59
同比(%)	576.94%	43.69%	51.39%	30.92%	25.21%
毛利率(%)	14.53%	16.17%	14.25%	15.03%	16.19%
ROE(%)	8.19%	10.70%	14.96%	17.18%	18.03%
摊薄每股收益(元)	0.25	0.36	0.55	0.71	0.90
P/E	27	19	12	9	8
P/B	2.09	1.94	1.78	1.50	1.25

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测

注: 股价为 2018 年 10 月 31 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	9,156.30	10,775.52	12,792.97
货币资金	1,123.86	3,911.39	2,041.82	3,119.04	4,481.47
应收票据	95.64	85.53	92.03	101.29	112.91
应收账款	797.64	866.63	932.55	1,026.39	1,144.12
预付账款	934.82	152.21	167.53	182.71	200.90
存货	6,238.95	4,247.95	4,675.54	5,099.25	5,606.74
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	5,631.72	5,614.77	5,600.26
长期投资	551.32	513.55	513.55	513.55	513.55
固定资产	4,468.65	4,252.61	3,400.00	3,430.99	3,437.25
无形资产	903.39	1,000.96	963.28	925.61	887.93
其他	580.08	625.60	754.89	744.62	761.53
资产总计	18,980.73	17,102.45	14,788.02	16,390.29	18,393.23
流动负债	10,644.21	8,561.59	5,647.17	5,811.39	6,013.75
短期借款	6,659.10	6,181.73	3,181.73	3,181.73	3,181.73
应付账款	900.94	624.97	687.88	750.21	824.88
其他	3,084.16	1,754.90	1,777.57	1,879.45	2,007.15
非流动负债	1,555.87	1,232.00	1,232.00	1,232.00	1,232.00
长期借款	270.00	0.00	0.00	0.00	0.00
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	6,879.17	7,043.39	7,245.75
少数股东权益	129.43	127.92	105.95	77.19	41.18
归属母公司股东权益	6,651.23	7,180.94	7,802.90	9,269.71	11,106.30
负债和股东权益	18980.73	17102.45	14788.02	16390.29	18393.23

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	20,614.40	22,688.86	25,291.34
同比	16.20%	41.31%	7.61%	10.06%	11.47%
归属母公司净利润	515.05	740.09	1,120.43	1,466.81	1,836.59
同比	576.94%	43.69%	51.39%	30.92%	25.21%
毛利率	14.53%	16.17%	14.25%	15.03%	16.19%
ROE	8.19%	10.70%	14.96%	17.18%	18.03%
每股收益(元)	0.25	0.36	0.55	0.71	0.90
P/E	27	19	12	9	8
P/B	2.09	1.94	1.78	1.50	1.25
EV/EBITDA	18.17	11.26	8.87	7.49	6.21

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	20,614.40	22,688.86	25,291.34
营业成本	11,587.34	16,059.75	17,676.28	19,278.18	21,196.78
营业税金及附加	58.10	117.20	96.89	106.64	118.87
营业费用	485.75	555.12	672.03	739.66	824.50
管理费用	581.40	625.82	515.36	567.22	632.28
财务费用	117.76	425.46	131.82	106.00	89.23
资产减值损失	140.70	204.80	249.48	54.78	60.39
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	150.00	39.05	-10.39
营业利润	651.29	1,000.20	1,442.55	1,895.43	2,378.89
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	1,464.61	1,917.40	2,400.77
所得税	157.16	249.43	366.15	479.35	600.19
净利润	510.46	754.00	1,098.46	1,438.05	1,800.58
少数股东损益	-4.59	13.91	-21.97	-28.76	-36.01
归属母公司净利润	515.05	740.09	1,120.43	1,466.81	1,836.59
EBITDA	1,201.50	1,872.43	2,039.74	2,414.18	2,911.72
EPS (摊薄)	0.25	0.36	0.55	0.71	0.90

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	1,078.09	1,501.64	1,850.15
净利润	510.46	754.00	1,098.46	1,438.05	1,800.58
折旧摊销	382.04	406.54	389.32	370.50	384.67
财务费用	151.85	462.46	185.81	126.28	126.28
投资损失	-187.35	220.21	-150.00	-39.05	10.39
营运资金变动	-2,543.21	3,440.71	-629.68	-432.56	-513.05
其它	270.75	71.44	184.19	38.42	41.29
投资活动现金流	-1,132.13	299.35	586.97	-298.14	-361.44
资本支出	-681.24	-501.45	436.97	-337.19	-351.05
长期投资	1,690.47	2,821.61	150.00	39.05	-10.39
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	-3,534.63	-126.28	-126.28
吸收投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	1,728.90	-1,931.83	-3,000.00	0.00	0.00
支付利息或股息	320.43	632.03	534.63	126.28	126.28
现金净增加额	-1107.39	3045.20	-1869.57	1077.22	1362.43

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。