

## 18年业绩下滑，且看糖价反转利好未来业绩

## 中粮糖业 (600737.SH)

**推荐** 首次评级

### 核心观点:

#### 1、事件

公司发布2018年年度报告。

#### 2、我们的分析与判断

##### 1) 受糖价下行影响，18年公司业绩下滑显著

2018年公司实现营业收入175.15亿元，同比-8.57%，其中贸易糖/自产糖/加工糖/番茄制品贡献收入分别为129.62亿元/53.28亿元/21.06亿元/14.9亿元，同比增减为-1.68%/+16.12%/-42.13%/+12.69%。公司归母净利润5.04亿元，同比-31.93%，扣非后归母净利润3.85亿元，同比-51.19%。公司业绩下降主要受市场因素影响，贸易糖经营量同比下降；另外公司自产糖产量虽提高，但受糖价下行影响，盈利水平下降。公司综合毛利率为14.57%，比上年同期下降1.6pct。期间费用占比为8%，同比下降0.39pct。

##### 2) 食糖产量基本稳定，毛利下滑影响业绩贡献

18年公司食糖产量为99.43万吨，同比-1.88%；受糖价下行影响，公司食糖业务毛利率普遍下降，贸易糖/自产糖/加工糖毛利率分别为7.13%/16.71%/13.12%，同比-0.62pct/-3.2pct/-6.65pct。18年白砂糖柳州现货价为5546.19元/吨，同比-15.97%，食糖生产与加工业务利润下滑显著。受贸易量收缩影响，公司贸易糖业务贡献净利润3.88亿元，同比-22.86%。Tully糖业为公司全资子公司，主要开展海外自产糖业务，年产能约为30万吨；18年Tully压榨甘蔗总量达258万吨，产量创新高，但受海外糖价快速下行影响（2018年原糖国际现货价为12.56美分/磅，同比-21.55%），Tully贡献净利润1994.86万元，同比-66.98%。

##### 3) 食糖或将进入减产周期，糖价有望开启反转趋势

食糖以六年为一周期，单看产量增长情况以及过往完整周期时间推算，2019年为产量拐点年份，2019/20榨季将迎来减产周期。从糖料蔗种植情况来看，2018/19榨季甘蔗收购价下行，叠加甘蔗竞争作物收益优势大，种植户更偏向于其他作物，从而使得糖料蔗种植面积下降，糖产量或将下行；同时糖进口量稳中下行，使得2019/20榨季库销比将进入下降状态，考虑到我国糖价与库销比呈反向关系，因此我们推断糖价或于2019Q3/4进入反转期。我国食糖消费量的25%由进口提供，因此内外糖价格存在联动性。考虑到原油价格持续上行、厄尔尼诺现象发生概率较大以及主产国补贴政策受压制，我们认为国际糖产量亦将进入减产周期，内外糖同时进入产量下行期，从而实现糖价反转。糖价开启上行趋势，利好公司业绩增长。

### 分析师

谢芝优

☎: 010-68597609

✉: xiezhiyou\_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130519020001

### 市场数据 时间 2019.4.15

A股收盘价(元)	11.53
A股一年内最高价(元)	11.53
A股一年内最低价(元)	6.39
上证指数	3177.79
市净率	3.37
总股本(亿股)	21.38
实际流通A股(亿股)	20.52
限售的流通A股(亿股)	0.87
流通A股市值(亿元)	236.58



### 3.投资建议

公司食糖业务产能充沛，未来业绩增长看糖价变化。基于对内外糖供给分析，我们认为2019年为拐点年，2019/20榨季将开启减产周期，从而利好糖价反转，公司业绩将得到改善。我们预计公司2019-2021年EPS分别为0.36/0.57/0.76元，对应PE为32/20/15倍，首次评级，给予“推荐”评级。

### 4.风险提示

糖价波动风险、自然灾害风险、政策风险、汇率波动风险等。

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来6—12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来6—12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来6—12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

**谢芝优，农林牧渔行业分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。不曾因，不因，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受到任何形式的补偿。承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 楼

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：[www.chinastock.com.cn](http://www.chinastock.com.cn)

### 机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 [caixianglan@chinastock.com.cn](mailto:caixianglan@chinastock.com.cn)

上海地区：何婷婷 021-20252612 [hetingting@chinastock.com.cn](mailto:hetingting@chinastock.com.cn)

北京地区：耿尤繇 010-66568479 [gengyouyou@chinastock.com.cn](mailto:gengyouyou@chinastock.com.cn)