

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: liuzhuoa@cindasc.com

产品提示:

【卓越推】为行业周产品，集政策前瞻、市场热点、行业深度挖掘于一体，对追求绝对收益的投资者有重要参考价值。

【卓越推】行业覆盖公司里优中选优，每期只推 1-2 只股票。每周更新，若荐股不变，则跟踪点评，若荐股变，则说明理由。

【卓越推】为未来 3 个月我们最看好，我们认为这些股票走势将显著战胜市场，建议重点配置。

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

农林牧渔行业：好当家、中粮糖业

2019 年 04 月 22 日

➤ 本周行业观点

国内糖产量影响因素分析

我们认为国内甘蔗和糖产量下榨季将进入减产期，主要考虑以下四点，其一，甘蔗产量已经三年连增，根据甘蔗宿根三年生长规律和糖厂与蔗农一般签订三年协议的情况来看，新榨季国内部分蔗区面临种植作物的重新选择；其二，由于甘蔗收购价的下调以及劳动力成本的逐年攀升，18/19 榨季主产区甘蔗种植收益远低于替代作物的平均种植收益，新榨季甘蔗种植意愿或受影响；其三，甘蔗收购的市场化改革将进一步压低甘蔗收购价，蔗农的预期甘蔗种植收益进一步下降，且糖价跌破国内平均产糖成本线，部分糖厂迫于经营压力对蔗区维护意愿有所降低，新榨季甘蔗种植面积因此受到影响；其四，19 年甘蔗种植期降水偏多，或对下榨季甘蔗种植面积和单产造成不利影响。国内糖产量是糖供需格局的核心影响因素，综合考虑以上我们认为本榨季国内糖产量增产结束，下榨季进入减产期，支撑糖价今年触底反转，进入上行周期。糖价上行国内产糖盈利受益，重点推荐中粮糖业。

我们对本榨季主产区多雨气候造成的影响做一个简单梳理。本榨季初以来国内主产区降雨较上年偏多，除影响本榨季甘蔗产量外对下榨季产量也造成不利影响。据沐甜科技数据显示，本榨季 10 月至 2 月期间崇左等部分主产区平均降雨天数较上榨季同期增加 9.8 天，影响甘蔗平均糖分含量较上榨季下降 0.65 个百分点，平均出糖率较上年下降 0.62 个百分点。降雨天气对本榨季糖产量产生一定影响，糖价短期供需情况将获边际改善，支撑糖价拐点提早确立。此外，近期多雨天气将影响下榨季甘蔗种植情况。

具体包括以下几个方面：1) 新种植甘蔗：降雨影响甘蔗启动种植，此外导致土壤质量变差影响甘蔗生长；2) 甘蔗产量：降雨使得机耕、留种、下种等环节受限，导致甘蔗出苗率低、长势差甚至放弃甘蔗种植，进而影响甘蔗种植面积和单产；3) 宿根蔗管理：持续降雨易导致宿根受到病菌侵染或遭坎蔗时损坏，造成宿根发芽受影响进而影响甘蔗单产；4) 甘蔗田间管理：持续降雨导致田间管理推迟，影响下榨季甘蔗生长期缩短，进而影响产量。

风险提示：自然灾害风险、政策变动风险等。

➤ 本期【卓越推】组合：好当家（600467）、中粮糖业（600737）。

好当家 (600467)

(2019-04-19 收盘价 3.14 元)

➤ 核心推荐理由:

- 1、2018Q3 营收大幅提升，期间费用率下降明显。公司 2018 年三季度业绩改善明显，主要表现为销售收入的提升以及期间费用的有效缩减。公司 Q3 实现总营业收入 3.67 亿元，同比增长 78.96%，Q3 销售费用、管理费用和财务费用的营收占比分别为 6.72%、4.30%、9.94%，较上年同期分别下降 10.71pct、5.43 pct、6.18 pct，其中，销售费用同比大幅降低 59.99%，主要是由报告期内控股子公司荣成市好当家海洋大健康产业有限公司因业务模式调整而支付业务费用较同期降低 8890.46 万元所致。期间费用的大幅降低表明公司降费增效管理效果显著。受营收大幅增长和费用有效管控的影响，公司 Q3 单季度实现归母净利润 1902.42 万元，较上年同期增长 1831.80 万元，同比高出 26 倍，直逼二季度春参销售季的业绩。
- 2、2018Q3 营收大增或由海参半成品销量增加所致。由于海参夏眠和冬眠的特殊生长规律，海参捕捞和销售集中在每年二季度和四季度，公司因此表现出明显的季节性特征。营收方面，可以明显看到往年公司二四季度营收高于一三季度，且由于秋参规模大于春参规模，四季度营收略高于二季度。毛利率方面，受各项业务板块的结构性特征的影响，公司毛利率没有明显表现出季节性周期变化。此外，2018 年三季度营收表现较为反常，逆势造好，这主要与 2018 年的海参市场变化有关，今夏辽宁海参减产导致行业供应收紧，三季度在下游海参制品加工企业补库存需求的拉动下，我们判断公司三季度半成品海参（主要为前期部分对内销售的鲜海参进行初加工后的海参产品）销量有明显提升。
- 3、行业主动去产能叠加辽宁减产，参价景气有望延续至 2019 年。截至三季度末，海参大宗价已涨至 160 元/公斤，增速超预期。辽宁海参养殖业本次损失严重，损失产量占上年辽宁海参养殖总产量的 92%，损失产量占上年全国海参养殖总产量的 33%。我们认为本次海参养殖主产地辽宁发生高温灾害对产业结构造成较大影响，行业供需进一步趋紧，利好参价上行。从年内周期来看，尽管受辽宁海参减产影响三季度参价有明显上涨，但减产影响主要会在四季度显现，这主要是由于一三季度海参处于冬眠和夏眠期，期间市场供应和需求相对较弱，供应端海参没有集中捕捞上市，需求端消费也追求上市季新鲜捕捞的海参，一般在霜降后的四季度是秋参大规模捕捞的时候，行业供应端的主动去产能和辽参高温被动减产的影响也将在四季度得以充分体现，我们看好四季度参价的新一轮上涨。我们判断本轮景气有望持续至 19 年，我们认为公司养殖业务将充分受益于行业景气上行。
- **盈利预测及评级:** 考虑到行业维持景气向上，我们预计公司 18-20 年摊薄每股收益分别为 0.06 元、0.08 元、0.11 元。维持对公司的“增持”评级。
- **风险因素:** 极端天气风险，产品价格波动风险、规模扩张不及预期、渠道拓展不及预期、政策变动风险等。

- **相关研究:** 《20180709 兼具周期性和成长性的一体化海参龙头》《20180828 参价回暖, 公司全年业绩增长可期》《20180830 大股东增持提振信心, 二季度经营数据出炉》《20181024 Q3 业绩表现亮眼, 喜迎秋参捕捞季》《20181029 三季度经营数据点评, 捕捞和海参加工品销量同比大增》

中粮糖业 (600737)

(2019-04-19 收盘价 11.07 元)

- **核心推荐理由:**
- **1、18 年行业低迷, 业绩受此拖累。**扣除 18 年上半年部分番茄资产的转让收益及其他, 公司 18 年扣非后归母净利润同比大幅下降 51.19%至 3.85 亿元, 主要原因是 18 年内外糖价低迷, 同时价差不断缩小, 配额外进口糖成本一度倒挂, 国内制糖和加工糖利润受到严重挤压, 尤其是四季度的配额外糖价已超过国内糖价, 同时国内糖价跌至公司自产糖成本线以下。受此影响公司贸易糖和炼糖规模有所压缩, 同时糖价走低导致公司炼糖业务和自产糖业务盈利出现明显下滑。2018 年公司贸易糖和炼糖业务营收同比分别下滑 1.68%和 42.13%, 炼糖和自产糖业务毛利率同比分别下降 6.65 和 3.20 个百分点至 13.12%和 16.71%, 导致公司 18 年食糖业务综合毛利较上年同期下降 5.65 亿元。此外, 公司参股的屯河水泥 18 年出现亏损, 造成公司投资损失 1.71 亿元。综合以上, 公司 18 年业绩承压下滑。
- **2、糖价周期上行, 食糖业务有望复苏。**我们认为国内糖价已进入周期上行期。从周期规律来看, 国内糖价与国内糖产量呈现明显的反向关系, 表现为 5-6 年一个周期, 目前处于国内食糖产量连增尾声和糖价下跌末期, 以往内糖周期食糖产量连增从未超过三年, 19 年国内糖产量和糖价面临周期拐点。从内在逻辑来讲, 糖价和产量 3 年增减周期主要是受甘蔗宿根连续生长 3 年以及糖厂和蔗农一般签订 3 年协议的影响, 18/19 榨季甘蔗收购价下调且逐年增长的劳动力成本影响本榨季甘蔗种植收益大幅下滑甚至部分产区陷入亏损, 且甘蔗种植收益远低于替代作物的种植收益, 在产量连增三年后的换根期, 甘蔗和国内糖产量大概率进入减产期, 从而推动糖价周期上行。国内糖价上涨公司食糖业务盈利将获改善, 且随着内外糖回暖以及价差回归, 公司贸易糖和炼糖规模和盈利有望转好。
- **3、资本结构优化财务压力减轻, 降费增效成果显现。**公司 2018 年偿还短期借款 32.46 亿元, 财务费用较上年下降 2.14 亿元, 期末负债率较上年下降 5.75 个百分点至 51.51%, 财务压力有所减轻。此外, 公司持续加大降费增效力度, 已在食糖业务和番茄业务中显示出成效。18 年公司炼糖业务营收和毛利均有所下滑, 但辽宁糖业实现净利润 1.23 亿元, 较上年大幅提升, 主要来源于期间费用的下降, 引入日本三井制糖后, 辽宁糖业在质量控制和管理体系将进一步提升。另外, 公司通过整合优质番茄资产以及坚持推进提质增效战略, 番茄业务整体已经实现扭亏, 其中大包装业务保持现有份额, 下游制品业务受益于业务整合和市场开发

盈利已经转正，番茄粉业务增长较快，物流费用逐步降低。我们认为公司番茄业务目前包袱已卸，未来增长可期。

- **4、定增募投项目将提升公司食糖业务长期竞争力。**公司定增募集资金 6.41 亿元将用于甘蔗糖技术升级改造及配套优质高产高糖糖料蔗基地建设项目和甜菜糖技术升级改造项目，公司通过对糖业的投资有望进一步加强公司糖业盈利能力和核心竞争力。未来随着糖料蔗收购的市场化改革，国内制糖业竞争格局有望重塑，小规模糖厂由于成本劣势显现将面临淘汰和重组，行业集中度将加快提升，龙头企业市场占有率将进一步提高。
- **盈利预测及评级：**我们预计公司 19-21 年摊薄每股收益分别为 0.32 元、0.47 元、0.62 元。维持对公司的“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；政策变动风险等。
- **相关研究：**《20180417 穿越周期，柳暗花明》《20180419 业绩增长符合预期，聚焦糖业焕发活力》《20180904 股权转让收益拉动业绩，行业复苏翘首以待》《20181031 Q3 公司盈利能力和财务状况改善明显，业绩大幅提升》《20190417 糖价周期上行，公司业绩有望复苏》

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。

农林牧渔行业重点覆盖公司

公司简称	股票代码	公司简称	股票代码	公司简称	股票代码
北大荒	600598	东方海洋	002086	金新农	002548
亚盛集团	600108	益生股份	002458	万向德农	600371
好当家	600467	登海种业	002041	南宁糖业	000911
海大集团	002311	荃银高科	300087	大北农	002385

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。