

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 06 月 24 日

➤ 本周行业观点

糖价趋势上涨，坚守糖业大周期

近期现货糖价连续回暖，呈现周期反转的趋势。通过对历史规律的把握和对产业周期的深度研究，我们坚持认为 2019 年是糖价反转年，内外糖亏损已持续较长时间，糖价周期的绝对底部充分显现。对于糖价的预期，我们认为市场认知有所滞后，近期糖协发布的产需数据引爆行情就是很好的证明。截至 6 月底，国内 18/19 榨季结束，本榨季销糖率较上榨季提升约 7 个百分点，对此市场解读为超预期，股期联动大涨。事实上由于上半年糖价大幅低于上年同期对需求本身的拉动，以及内外糖价倒挂进口收缩，走私打击趋严，销量较上榨季出现明显回升理应在预期之内。当前来看我们认为市场仍然存在明显的预期差，期糖和股价底部震荡表明市场预期糖价维稳，主要原因是糖价成本支撑和去库存下行压力并存，预期涨跌两难。我们认为，糖业库存去化是被动而非主动，在往轮周期中库存量和库销比的变化均滞后于糖价且与糖价呈现明显的负相关关系，因此高库存会一定程度上抑制糖价周期上行中的涨幅，但对糖价方向不会产生实质影响。当前阶段性糖价滞胀就是出于高库存抑制的原因，但随着库存的逐渐消化，以及下榨季全球糖产需下降带来供需的边际改善，内外糖价有望同步回暖。

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)

(2019-07-05 收盘价 2.71 元)

➤ 核心推荐理由:

- 1、**鲜海参销量减少致公司营收同比下降。**公司 18 年海参采捕量 2892.67 吨,较上年下降 27.22%,其中对外销售量同比下降更多导致公司 18 年养殖业务收入同比下降 40.07%,影响公司总营收增速转负。18 年辽宁海参高温减产事件影响行业供需进一步收紧,四季度秋捕海参价格炒至相对高位,库存海参相较鲜海参具有明显的价格优势,库存量的投放导致鲜海参销售受阻,且从三季度开始,海参加工商大批量低价收购半成品海参,更为加剧行业的高库存压力,进而导致捕捞季新鲜海参有价无市。公司鲜海参业务采取以销定产的模式,采捕量由下游加工商的需求决定,由于行业库存去化压力较大,公司 18 年鲜海参产销量承受一定压力。目前来看,南方海参春捕价格较高,且库存去化较快,对刚进入春捕季的北方海参有一定指导意义,随着行业库存量的不断去化,行业供需持续偏紧,鲜海参价格和销量将逐步回暖向上。我们预计公司 19 年鲜海参采捕量恢复至 3500 万吨左右,全年平均对外销售均价约 140 元/公斤。
- 2、**苗种费全部摊销致海参毛利下降明显。**公司海参业务苗种成本的核算方法是,不同规格的苗种根据不同的生产年限在育成采捕年份全部摊销,表明每年公司鲜海参业务成本由历史年度投苗情况决定而非当年采捕量。受此影响,公司 18 年在海参养殖业务营收同比下降较大的情况下成本端没有发生明显变动,导致公司 18 年海参业务毛利率较上年大幅下降 17.04 个百分点至 26.15%。受下游需求偏好变化的影响,公司自 2016 年起调整海参投苗模式,将投放到围海基地内的参苗由过去投放小规格转为大规格,小苗变大苗提高了海参的成活率,有效降低苗种成本。考虑到公司投苗经验和方法的不断成熟,以及参苗进一步增产,我们预计公司参苗年投入量和苗种成本将保持平稳增长,且随着销售市场不断转好,公司海参业务营收和盈利有望恢复。
- 3、**期间费用降低,参苗扩产巩固成长性。**公司 18 年营收和综合毛利率均同比下降,但净利润仍保持平稳增长,主要受益于期间费用的有效降低。公司 18 年期间费用率 21.95%,较上年同期下降 3.71 个百分点,主要与暂停部分大健康业务有关。另外,公司加强对育苗产能扩建和养殖业务的投入,计划投资新建 40 万平方米的现代化海参育苗车间,并在人工礁的投放、护坝的建设、池塘的改造等方面增加投入。长远来看,我们认为公司育苗产能的扩张将为公司主营业务的发展带来重要影响,除通过销售苗种直接增厚公司业绩外,能够更加灵活和高效地优化公司养殖海参的投苗模式,从小规格投苗逐步向大规格过渡,从而有效提升养殖规模并降低养殖成本。
- **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 0.06 元、0.08 元、0.09 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》《20190429 业绩平稳增长, 看好公司长期发展》《20190430: 一季度经营数据点评, 公司各业务整体实现稳定增长》

中粮糖业 (600737)

(2019-07-05 收盘价 9.71 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理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。