

## 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，2019.4.17

## 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

《糖价周期上行，公司业绩有望复苏》2019.4

《Q3 公司盈利能力和财务状况改善明显，业绩大幅提升》2018.10

《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

## 扣非归母净利润同比增长，糖价反转正当时

2019年8月30日

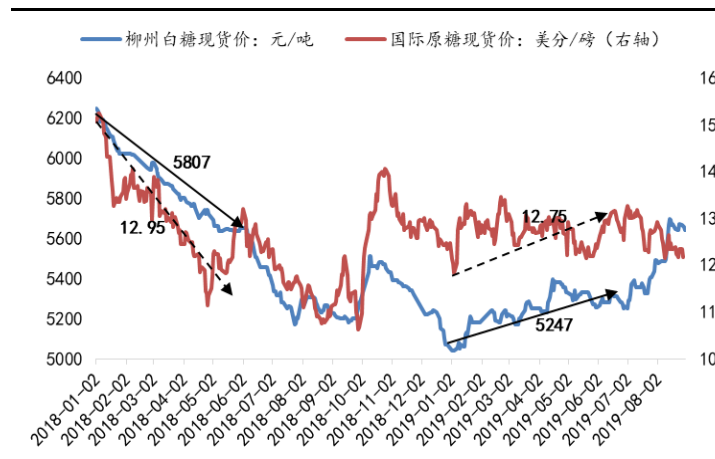
**事件：**近日，中粮糖业发布2019年中报，2019上半年公司实现营业收入64.20亿元，同比下降31.72%；实现归属于上市公司股东的净利润2.99亿元，同比下降41.28%；实现扣非后归母净利润2.55亿元，同比增长4.14%。基本每股收益0.14元/股。

**点评：**

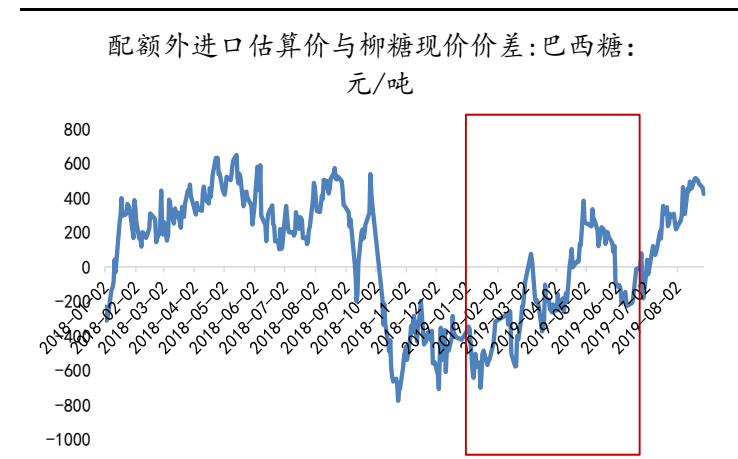
- **1、公司番茄酱业务回暖促进综合盈利能力和经营性现金流转好。**2019上半年公司食糖业务受糖价拖累，但同时番茄业务受益于资产整合进一步改善，综合两方面导致公司上半年营收同比下滑31.72%；毛利同比仅下降13.08%，综合毛利率同比提升3.37pct至15.73%，高于上年全年；扣非后归母净利润同比增长4.14%；经营性现金流同比增长40.97%。报告期内公司番茄业务继续向好，原料端提高产量、改进质量，加工端强化管理、降低成本，渠道端降低物流费用。公司番茄酱业务的整合主体中粮番茄公司大包装番茄酱年产量在全国占比达30%以上，龙头地位稳固。中粮番茄公司上半年实现净利润4209.27万元，同比增长47.19%。目前国内番茄酱价格仍保持低位，行业落后产能将逐步淘汰，市场份额将进一步向龙头集中，公司番茄酱业务增长或将加快。
- **2、公司食糖业务受糖价低迷影响暂时承压。**上半年国内外糖市虽有好转，但仍未走出低谷，对公司食糖业务造成较大影响。我们分两个方面来看：

**一方面，国内外糖价大幅低于上年同期，自产糖业务深陷亏损。**上半年国内柳糖现货均价和国际原糖现货均价同比分别下降9.65%、1.50%，受此影响公司新宁、新源、博州糖厂盈利出现明显下滑，三家净利润合计较上年同期下降1.11亿元。此外，TULLY糖业受不利天气影响，甘蔗供应低于近五年平均水平，整体压榨进度偏缓，压榨量和产量同期相比偏低，上半年亏损1713.84万元，亏损较上年进一步加深。

**另一方面，内外糖价倒挂加之19年进口许可证发放延后，公司贸易糖和加工糖规模缩减。**配额外进口糖成本从去年四季度开始超过国内现货糖价，一直延续至上半年结束，期间内配额外原糖进口加工基本无利可图。此外，今年进口许可证发放延后至5月底，以至于在5月份进口糖利润有所打开时加工糖仍然受到限制。公司辽宁营口和唐山曹妃甸加工糖厂上半年共实现净利润3476.32万元，同比下降27.27%。下半年国内食糖库销偏紧支撑糖价继续走强，内外糖价差拉大，公司三大食糖板块年内复苏在望。

**图 1：国内外糖价走势**


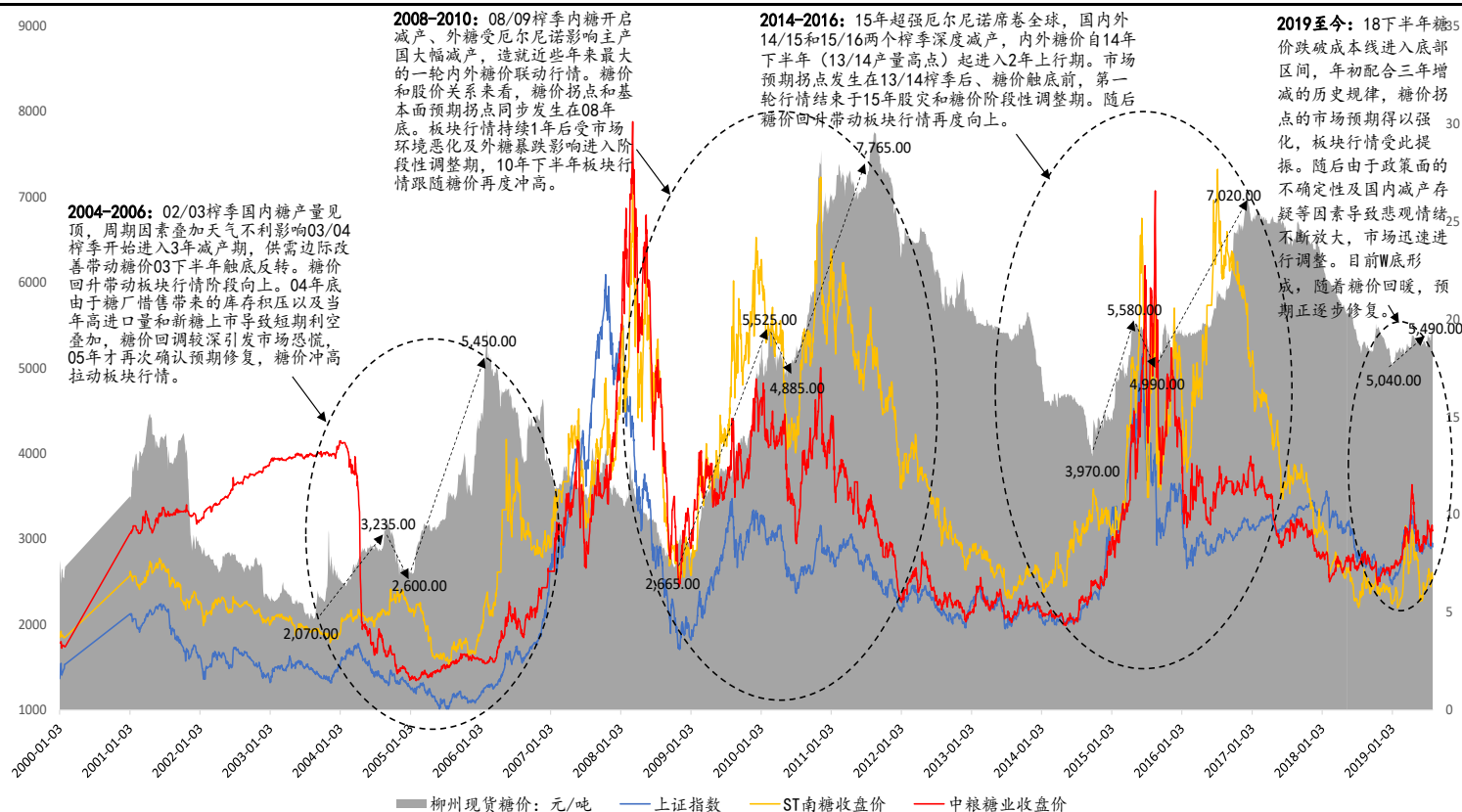
资料来源：万得，信达证券研发中心

**图 2：配额外巴西糖与国内糖价差**


资料来源：万得，信达证券研发中心

➤ **3、糖价驱动股价，周期反转正当时。**通过比较历史年度糖价周期和股价走势关系可以看出，糖价对股价有明显的驱动作用，且随着公司多年来不断聚焦食糖业务，公司股价在本轮糖价周期中或将有更大的弹性表现。我们坚持对糖价走势的判断，我们认为国内糖价从年初开始已进入上行周期。核心逻辑主要基于供给端的四个方面：

- 1) **产量：**市场化改革后甘蔗收购价维持上年水平表明蔗农改种意愿大导致议价能力强，19/20 榨季两大主产区广西和云南将会出现不同程度的减产；
- 2) **走私：**今年走私打击力度空前，边际减少量预计达 100 万吨以上，这也是为什么本轮周期拐点发生在年初，而前几轮发生在增产榨季结束后的下半年；
- 3) **进口：**今年出现配额内增加和配额外减少的结构性调整，总量变化不大，且进口虽然有所延后但有工业库存走低的支撑，下半年供需整体上仍然偏紧。此外，全球三大主产区新榨季减产的确定性较高，印度 600 万吨糖出口补贴后的成本在 13.5 美分/磅左右，压力不会集中释放，短期内国际糖价反转趋势有望形成；
- 4) **国储：**国储糖作为稳定市场的调节工具，我们认为在糖价涨至高位之前集中投放的概率不大。综合以上，我们认为，未来已来，糖价周期反转正在路上，市场预期有望跟随糖价逐步向上修复。

**图 3：往轮糖价上行周期复盘**


资料来源：万得，信达证券研发中心

- **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 0.29 元、0.41 元、0.57 元，对应 19-21 年 PE 分别为 32x、23x、16x。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；政策变动风险等。

重要财务指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业总收入(百万元)	19,157.21	17,514.90	18,675.05	20,910.93	22,593.82
增长率 YoY %	41.31%	-8.57%	6.62%	11.97%	8.05%
归属母公司净利润(百万元)	740.09	503.80	614.66	870.39	1,226.33
增长率 YoY%	43.69%	-31.93%	22.00%	41.61%	40.89%
毛利率%	16.17%	14.57%	13.99%	15.54%	17.10%
净资产收益率 ROE%	10.70%	6.94%	8.05%	10.39%	13.01%
EPS(摊薄)(元)	0.35	0.24	0.29	0.41	0.57
市盈率 P/E(倍)	27	39	32	23	16
市净率 P/B(倍)	2.74	2.69	2.48	2.23	1.96

资料来源：万得，信达证券研发中心预测

注：股价为2019年8月29日收盘价

**资产负债表**

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	10,709.73	9,481.31	9,880.23	10,717.70	11,850.36
货币资金	3,911.39	2,597.72	2,579.55	2,775.21	3,467.37
应收票据	85.53	29.15	31.08	34.80	37.61
应收账款	866.63	1,090.33	1,162.55	1,301.73	1,406.50
预付账款	152.21	1,240.37	1,331.51	1,464.10	1,552.59
存货	4,247.95	3,426.81	3,678.60	4,044.91	4,289.38
其他	1,446.03	1,096.93	1,096.93	1,096.93	1,096.93
<b>非流动资产</b>	6,392.72	6,073.69	6,523.75	6,913.66	7,319.82
长期股权投资	513.55	342.78	342.78	342.78	342.78
固定资产(合计)	4,252.61	4,117.69	4,322.51	4,710.44	5,085.13
无形资产	1,000.96	926.32	1,026.43	1,044.10	1,043.36
其他	625.60	686.89	832.04	816.34	848.55
<b>资产总计</b>	17,102.45	15,555.00	16,403.98	17,631.36	19,170.18
<b>流动负债</b>	8,561.59	7,714.79	7,884.57	8,150.15	8,333.87
短期借款	6,181.73	2,936.01	2,936.01	2,936.01	2,936.01
应付票据	21.39	871.01	935.01	1,028.12	1,090.25
应付账款	624.97	903.98	970.40	1,067.03	1,131.52
其他	1,733.50	3,003.80	3,043.15	3,119.00	3,176.09
<b>非流动负债</b>	1,232.00	297.50	297.50	297.50	297.50
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	1,232.00	297.50	297.50	297.50	297.50
<b>负债合计</b>	9,793.58	8,012.29	8,182.07	8,447.66	8,631.37
少数股东权益	127.92	214.56	279.10	370.51	499.29
归属母公司股东权益	7,180.94	7,328.15	7,942.81	8,813.19	10,039.52
<b>负债和股东权益</b>	17,102.45	15,555.00	16,403.98	17,631.36	19,170.18

**重要财务指标**

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	19,157.21	17,514.90	18,675.05	20,910.93	22,593.82
同比(%)	41.31%	-8.57%	6.62%	11.97%	8.05%
归属母公司净利润	740.09	503.80	614.66	870.39	1,226.33
同比(%)	43.69%	-31.93%	22.00%	41.61%	40.89%
毛利率(%)	16.17%	14.57%	13.99%	15.54%	17.10%
ROE%	10.70%	6.94%	8.05%	10.39%	13.01%
EPS(摊薄)(元)	0.35	0.24	0.29	0.41	0.57
P/E	27	39	32	23	16
P/B	2.74	2.69	2.48	2.23	1.96
EV/EBITDA	13.92	16.22	16.25	12.76	9.83

**利润表**

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>营业总收入</b>	19,157.21	17,514.90	18,675.05	20,910.93	22,593.82
营业成本	16,059.75	14,962.89	16,062.34	17,661.80	18,729.22
营业税金及附加	117.20	101.96	108.72	121.74	131.53
销售费用	555.12	623.29	784.35	878.26	948.94
管理费用	625.82	565.31	690.98	773.70	835.97
研发费用	0.00	15.06	3.74	4.18	4.52
财务费用	425.46	211.32	123.49	119.75	119.83
减值损失合计	204.80	151.67	55.82	67.41	76.84
投资净收益	-220.21	-86.98	-2.85	-73.12	-17.21
其他	51.36	42.50	46.93	48.59	45.17
<b>营业利润</b>	1,000.20	838.92	889.70	1,259.56	1,774.92
营业外收支	3.23	-110.91	-1.86	-2.32	-3.54
<b>利润总额</b>	1,003.43	728.01	887.85	1,257.24	1,771.38
所得税	249.43	171.30	208.64	295.45	416.27
<b>净利润</b>	754.00	556.71	679.20	961.79	1,355.11
少数股东损益	13.91	52.91	64.55	91.40	128.78
<b>归属母公司净利润</b>	740.09	503.80	614.66	870.39	1,226.33
EBITDA	1,872.43	1,406.49	1,453.34	1,851.09	2,401.92
EPS(当年)(元)	0.36	0.25	0.29	0.41	0.57

**现金流量表**

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	5,355.36	2,425.02	988.43	1,236.64	1,728.71
净利润	754.00	556.71	679.20	961.79	1,355.11
折旧摊销	406.54	394.94	408.66	440.44	475.42
财务费用	462.46	283.54	156.83	153.40	155.12
投资损失	220.21	86.98	2.85	73.12	17.21
营运资金变动	3,440.71	1,035.21	-303.13	-443.64	-333.64
其它	71.44	67.64	44.02	51.52	59.49
<b>投资活动现金流</b>	299.35	-399.78	-849.77	-887.57	-881.44
资本支出	-501.45	-406.54	-846.92	-814.45	-864.22
长期投资	2,821.61	3,206.97	-2.85	-73.12	-17.21
其他	-2,020.81	-3,200.21	0.00	0.00	0.00
<b>筹资活动现金流</b>	-2,563.86	-3,408.78	-156.83	-153.40	-155.12
吸收投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	-1,931.83	-3,238.82	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	632.03	634.33	156.83	153.40	155.12
<b>现金流净增加额</b>	3,045.20	-1,365.95	-18.17	195.66	692.15

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