

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, 2019.8.30

刘卓 分析师

执业编号: S1500519090002

联系电话: +86 10 83326753

邮箱: liuzhuoa@cindasc.com

相关研究

《扣非归母净利润同比增长, 糖价反转正当时》
2019.8

《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

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 公司营收增速回升, 糖价上涨带动业绩改善

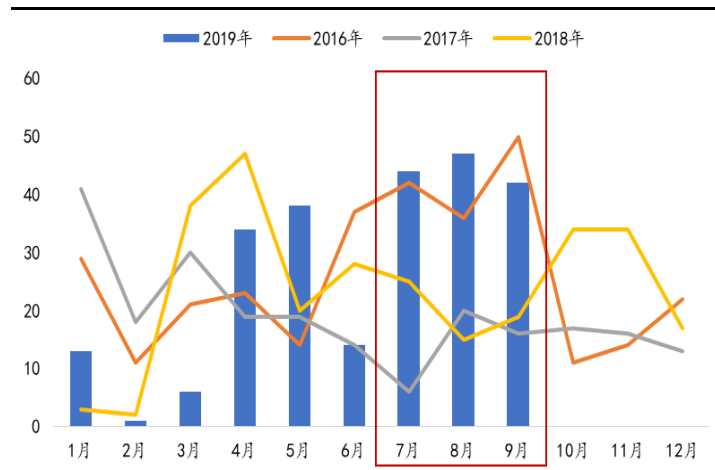
2019年10月30日

事件: 近日, 中粮糖业发布 2019 年三季报, 2019 前三季度公司实现营业收入 123.25 亿元, 同比下降 9.44%; 实现归属于上市公司股东的净利润 5.89 亿元, 同比下降 26.18%; 实现扣非后归母净利润 5.87 亿元, 同比增长 2.58%。基本每股收益 0.28 元/股。

点评:

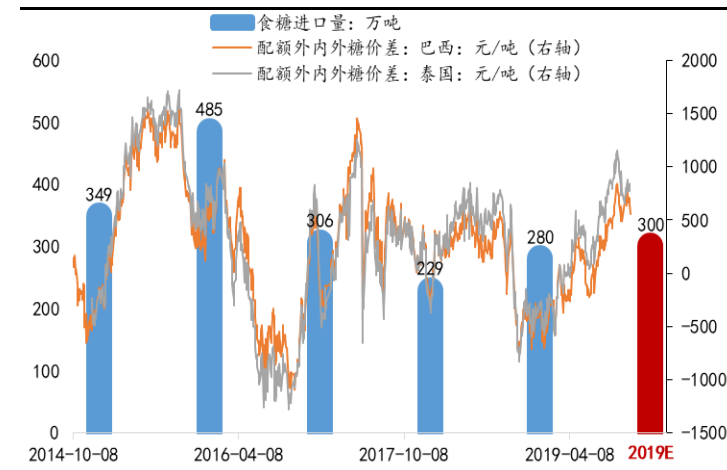
➤ **Q3 公司营收增速回暖, 加工糖和贸易糖业务逐步复苏。** Q3 公司实现营收 59.05 亿元, 同比增长 40.38%, 主要受益于公司加工糖和贸易糖业务规模的复苏。受上半年国内食糖进口许可证发放延后和内外糖价倒挂影响, 进口量较往年偏低。随着许可证的发放和内外糖价差的逐步打开, 下半年进口量增长较快, 单三季度进口量 133 万吨, 基本与 2016 年持平。2019 年糖价走势内强外弱, 导致内外糖价差逐步扩大, 同时原糖加工利润逐渐打开, 我们认为公司贸易糖业务和加工糖业务将明显受益。我们预计今年国内食糖进口量在 300 万吨左右, 其中四季度约占 70 万吨左右, 略低于去年同期。公司贸易糖和加工糖业务与行业环境紧密相关, 我们预计四季度公司该两项业务的规模同比基本维稳, 盈利同比有望转好。

图 1: 我国食糖月进口量: 万吨



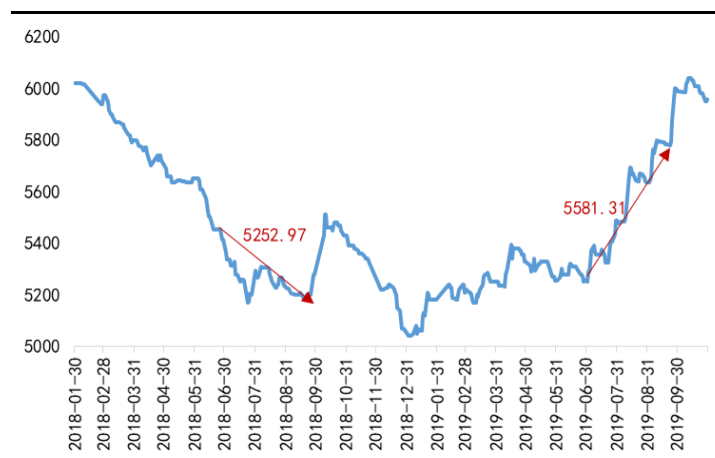
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 2: 我国食糖年进口量和配额外内外糖价差走势

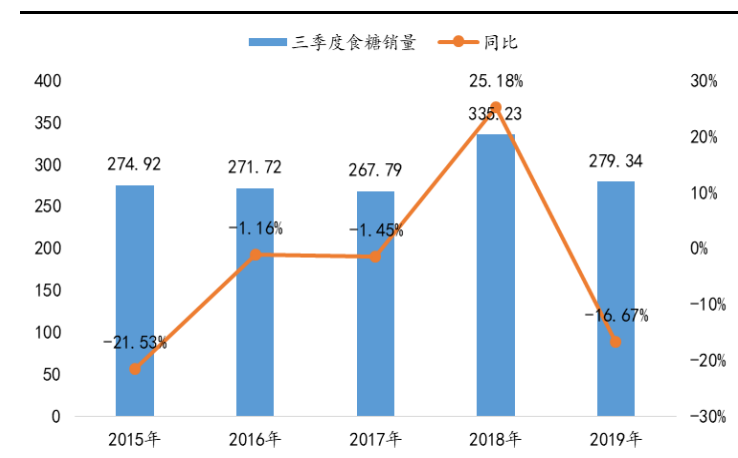


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

- Q3 公司盈利能力有所下滑, 自产糖业务受益糖价回升。**Q3 公司综合毛利率 12.47%, 同比下降 3.20pct, 环比下降 0.92pct, 盈利能力下滑导致公司 Q3 营收同比大增的情况下净利同比仅增长 0.46%。我们认为公司综合盈利能力的下滑主要是由于公司业务结构的变化, 公司自产糖业务与去年基本持平, 毛利率较低的贸易糖业务占比提升。三季度柳糖现货均价 5581.31 元/吨, 同比上涨 6.25%, 另一方面受今年食糖销售进度较快的影响, 三季度国内食糖销量同比下降 16.67% 至 279.34 万吨, 综合我们认为公司三季度自产糖业务与去年基本持平。目前国内糖价回暖向上, 新榨季即将开启, 我们预计四季度食糖均价有望涨至 5800-6000 元/吨, 较去年同期大幅回升。新榨季产量来看, 受种植面积和单产下降影响, 行业减产确定性较高, 预计减幅在 15% 左右, 公司多年来从未发生过蔗料款拖欠情况, 产区维护较好, 入榨量大概率有保证。我们预计四季度公司自产糖业务同比有望大幅转好。

图 3: 国内柳州现货糖价: 元/吨


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 4: 历年三季度食糖销售量 (万吨) 及同比变化情况


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

- 四季度糖价或延续上涨, 板块估值有望上修。**我们对四季度糖价维持上涨预期。糖价目前正处于周期上行通道, 拐点发生在年初。从糖价三年增减的历史规律来看, 本轮周期仍然遵循该规律。本轮糖价反转始于 18/19 榨季前段, 18/19 榨季是连续增产的第三个榨季, 因此糖价年初触底并不违背三年增减的历史规律。从历史规律来看, 中长期糖价有望维持景气上行。本轮糖价年初启动反转主要由走私减量拉动, 18/19 榨季受国内走私打击力度趋严影响, 走私量估计在 100 万吨左右, 较上榨季大幅下降, 走私糖的边际减少带动糖价较往年周期提前启动反转。展望四季度, 由于前三季度走私下降以及进口后国内工业库存消化较快, 目前国内工业库存维持历史低位, 我们预计四季度糖价受库存偏紧和新榨季减产支撑仍将保持涨势。
- 目前国内糖业面临的不确定性因素主要包括几个方面: 第一个方面是走私, 部分市场观点认为国庆节是走私打击力度的

临界点，国庆后走私管理会有放松的可能，但我们认为可能性并不大。目前国内外糖价仍未完全走出低谷，国内 2000 万亩甘蔗，4000 万蔗农，国内糖产量占需求量的 2/3，属于国家战略层面的重点产业，在进口开放形势下重点产业更大可能会综合各个方面尽量减少进口冲击的影响，因此我们认为中长期内我国将延续走私管理力度，走私糖有望保持较低规模。第二个方面是国储糖，市场预期糖价上 5800 启动抛储，目前现货糖价已达目标但抛储仍然未动。国储糖投放虽然不会对糖价造成下行压力，但对上涨行情会造成一定抑制。我们认为四季度国储糖有一定投放的可能，但具体影响还需视国储投放的规模和方式而定。第三个方面是进口糖，我国进口糖实施许可证制度，今年配额和许可证呈现一增一减，总量上与去年差别不大，据我们估算四季度进口量不足以对工业库存的减少进行补缺，此外也可通过三季度进口激增但糖价仍然上涨强劲进行侧面印证，我们认为四季度国内糖供给仍然维持偏紧。第四个方面是明年关税保护到期后是否延长，关税保护政策可能会在今年年内落地，政策对糖价预期造成一定影响，但目前来看市场普遍预期明年将取消关税保护，因此关税政策的明朗反而有成为潜在利好的可能。

- 综合以上，在市场看来糖价存在诸多不确定性，对糖价预期偏空，但我们认为，中长期国内糖业供需仍将维持偏紧格局，糖价保持趋势向上。市场对不确定因素的担心正是预期差所在，正如年初开始糖价反转驱动股价向上，本质上是市场预期不断修复的过程。我们认为当前市场存在明显预期差，糖价保持上涨带动市场预期和板块估值向上修复。近年来公司战略重心不断向糖业转移，其他业务也在逐步转好，番茄业务盈利转正，水泥业务拟将剥离，短期增厚业绩，长期减轻负担。公司食糖业务比重逐步提升，相较往轮糖价周期或将有更大的弹性表现。对比往轮糖价周期中股价涨幅来看，目前公司股价还处于较低位置，糖价反转中继，配置价值明确。
- **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 31x、22x、15x。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)	25	37	31	22	15
市净率 P/B(倍)	2.62	2.57	2.37	2.13	1.87

资料来源：万得，信达证券研发中心预测

注：股价为2019年10月30日收盘价

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	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
非流动资产	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
资产总计	17,102.45	15,555.00	16,403.98	17,631.36	19,170.18
流动负债	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
非流动负债	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
负债合计	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
负债和股东权益	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	25	37	31	22	15
P/B	2.62	2.57	2.37	2.13	1.87
EV/EBITDA	13.47	15.62	15.64	12.28	9.47

利润表

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
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
营业利润	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
利润总额	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
净利润	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
归属母公司净利润	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
经营活动现金流	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
投资活动现金流	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
筹资活动现金流	-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
现金流净增加额	3,045.20	-1,365.95	-18.17	195.66	692.15

研究团队简介

刘卓，分析师。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。