

中粮糖业 (600737)

证券研究报告

2020年12月20日

探究商业模式+前瞻内糖走势，深度解析公司业绩增长力何在？

编者按：我们于2020年9月1日发布了中粮糖业首次覆盖报告《外盘糖价现历史底部，公司全产业链布局助力业绩持续高增长！》，该报告从行业角度出发讨论了公司业绩高增长可能性。本篇报告将主要从公司角度出发，通过梳理公司各业务板块商业模式以明确公司业绩增长潜力何在。

1、深度解析商业模式——中粮糖业业务业绩增长潜力到底在哪？

公司主营：一、食糖业务，公司糖总经营量300万吨，占全国糖总消费量的20%，包括1) **精炼糖业务：**公司是国内炼糖龙头，拥有已运行和在建炼糖产能合计190万吨，占国内糖总产量近20%。该业务盈利能力强，抗糖价格周期波动能力强。兄弟公司中粮国际于巴西拥有150万吨产能，可形成协同优势；2) **自产糖业务：**在国内，公司拥有70万吨产能，是我国制糖业领先企业；在海外，全资子公司Tully糖业拥有约30万吨产能，是澳大利亚最大单糖生产企业。公司长期来通过技改提升产能，为业绩贡献利润弹性；3) **分销糖业务：**公司在国内拥有最大的糖仓储能力和最广的糖销售网络，年分销量120万吨；二、**番茄加工业务，**公司是国内最大&世界第二番茄加工龙头，盈利能力连年上升。

2、前瞻判断内糖走势——价格上行周期何时开启？持续多久？

2020年底，内糖期货价格自11月中旬略微回调后，于12月中旬再次启动，一月合约自12月9日至今涨幅近4%，涨价超100元/吨。整体来看，目前国际供需结构仍然偏紧，国际糖期现货价自今年四月以来涨幅已达60%，预计未来两年仍存供需缺口超400万吨；国内糖库存创2012年来新低，且由于20/21榨季新增产能预期与19/20榨季持平，库存仍在持续被消化。内糖缺口有500万吨待进口糖补充，2020年糖浆进口量大幅增长。未来行业自律性管控有望启动，助力行业良性发展。**2021年有望成为新价格周期开启的第一年。同时，今冬发生拉尼娜，或将进一步强化国内糖价稳步上行趋势。**

3、公司与糖周期相关几何？寡头地位+产能扩大+产品升级助力业绩穿越周期！

因自产糖和分销糖业务，糖价格周期对公司业绩存在一定影响。短期来看，内糖价格上行周期开启有助提升公司业绩；长期来看，公司作为国内糖寡头，在拥有深厚产业布局的基础上，从优化食糖品质的发展路径出发，持续扩大精炼糖产能、不断升级自产糖工艺，未来有望进一步降低糖价周期对公司业绩的影响，再提公司业绩增长主动权。

盈利预测&投资建议：预计公司2020-2022年实现营收203.61/234.84/280.33亿元，实现净利润9.68/14.75/20.88亿元，对应EPS 0.45/0.69/0.98元/股。给予2021年25倍市盈率，对应目标价17.25元，维持“买入”评级。**风险提示：**自然灾害风险/政策风险/糖价走势不达预期

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	17,514.90	18,424.83	20,361.41	23,483.63	28,032.65
增长率(%)	(8.57)	5.20	10.51	15.33	19.37
EBITDA(百万元)	1,435.36	1,405.05	1,784.73	2,374.51	3,143.90
净利润(百万元)	503.80	579.58	967.61	1,474.89	2,087.83
增长率(%)	(31.93)	15.04	66.95	52.43	41.56
EPS(元/股)	0.24	0.27	0.45	0.69	0.98
市盈率(P/E)	36.60	31.81	19.05	12.50	8.83
市净率(P/B)	2.52	2.29	2.04	1.82	1.60
市销率(P/S)	1.05	1.00	0.91	0.79	0.66
EV/EBITDA	11.43	13.67	11.36	6.65	6.14

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	农林牧渔/农产品加工
6个月评级	买入(维持评级)
当前价格	9.02元
目标价格	17.25元

基本数据

A股总股本(百万股)	2,138.85
流通A股股本(百万股)	2,111.10
A股总市值(百万元)	19,292.41
流通A股市值(百万元)	19,042.11
每股净资产(元)	4.05
资产负债率(%)	63.48
一年内最高/最低(元)	10.47/7.20

作者

吴立 分析师
SAC执业证书编号：S1110517010002
wuli1@tfzq.com

戴飞 分析师
SAC执业证书编号：S1110520060004
daifei@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《中粮糖业-公司点评:更名中粮糖业控股，公司业务重心及战略方向更加明晰!》2020-11-28
- 《中粮糖业-季报点评:20Q3归母净利润持续增长，食糖业务量价齐升》2020-10-30
- 《中粮糖业-首次覆盖报告:外盘糖价现历史底部，公司全产业链布局助力业绩持续高增长!》2020-09-01

内容目录

1. 深度解析商业模式——中粮糖业业务业绩增长潜力到底在哪？	3
1.1. 精炼糖业务：国内炼糖绝对龙头，年产能占国内糖总产量的 20%	3
1.2. 自产糖业务：布局全球，产能领先，蔗糖工艺正升级	5
1.3. 分销糖业务：拥有国内糖最广渠道&最大仓储	6
1.4. 番茄加工业务：国内最大&世界第二番茄加工龙头，盈利能力连年提升	6
2. 前瞻判断内糖走势——价格上行周期何时开启？持续多久？	7
2.1. 国内外糖供需格局改善，为糖价上行提供支撑	7
2.2. 2021 年有望成为新价格周期开启的第一年	9
2.3. 2020 年冬拉尼娜有望强化国内糖价稳步上行趋势	10
3. 公司与糖周期相关几何？寡头地位+产能扩大+产品升级助力业绩穿越周期！	11
4. 盈利预测与投资建议	11
5. 风险提示	13

图表目录

图 1：公司精炼糖业务商业模式示意图	3
图 2：中粮糖业炼糖业务相关子公司净利润近年来持续提升（亿元）	4
图 3：公司自产糖商业模式示意图	5
图 4：中粮糖业自产糖产能示意图	5
图 5：中粮糖业自产糖历年生产量（万吨）	5
图 6：内糖价下行背景下，自产糖业务收入增速<成本增速（亿元，%）	5
图 7：中粮糖业国内糖渠道覆盖全国 20 多个省、直辖市	6
图 8：中粮糖业番茄制品业务营收&同比增速&占总比例（亿元，%）	7
图 9：中粮糖业番茄制品业务毛利&毛利率&占总比例（亿元，%）	7
图 10：ICE11 号糖期货价格（美分/磅）	8
图 11：2019 年-2020 年糖月度进口糖（万吨）	8
图 12：2019 年-2020 年糖浆月度进口糖（万吨）	8
图 13：国内白糖期货合约表现（元/吨）	9
图 14：国内白糖价格周期与国内白糖生产周期对照示意图（元/吨）	9
图 15：国内白糖期货价格走势与国内拉尼娜发生年份对照图（元/吨，蓝色底为拉尼娜发生期、黄色底为厄尔尼诺发生期）	11
图 16：中粮糖业历史 PE 估值情况（截至 2020 年 12 月 16 日）	12
表 1：全球糖供需平衡表	7
表 2：国内糖供需平衡表	8
表 3：中粮糖业业绩拆分	11
表 4：粮食购销及粮食果蔬加工业务公司估值对比（截至 2020 年 12 月 16 日）	12

1. 深度解析商业模式——中粮糖业业务业绩增长潜力到底在哪？

我们于 2020 年 9 月 1 日发布了中粮糖业首次覆盖报告《外盘糖价现历史底部，公司全产业链布局助力业绩持续高增长！》，该报告从行业角度出发讨论了公司业绩高增长可能性。本篇报告将从公司角度出发，通过梳理公司各业务商业模式以明确公司业绩增长潜力何在。

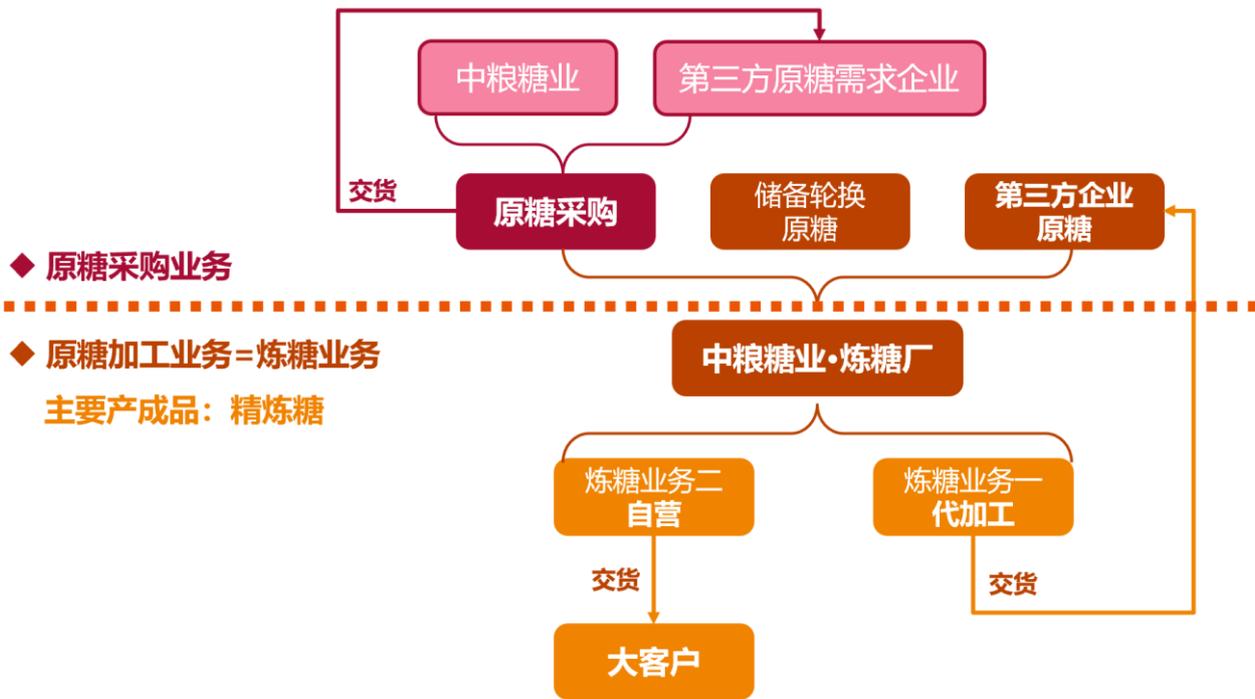
公司目前主营食糖业务和番茄加工业务，其中食糖业务完整布局了糖产业链，包括 1) 精炼糖业务、2) 自产糖业务、以及 3) 分销糖业务。公司目前糖业务总经营量 300 万吨，占全国糖总消费量的 20%。

1.1. 精炼糖业务：国内炼糖绝对龙头，年产能占国内糖总产量的 20%

公司精炼糖业务由原糖采购业务和原糖加工业务组成：

- **原糖采购业务。**公司拥有用于专业从事食糖进出口贸易的业务部门，负责海外优质糖产品的采购。相关产品包括原糖和白糖资源，由于原糖较白糖利于存储和运输，国际糖主产国多以出口原糖为主，因此公司的糖采购业务也主要以原糖为主。由于公司的原糖采购渠道成熟，公司原糖采购业务量一方面来自公司自营业务的进口配额量、一方面来自代理第三方公司的进口配额量。在国际原糖到岸后，一部分原糖会向提出代理原糖需求并具有炼糖能力的第三方公司交货，其余原糖将进入公司自己的炼糖厂，进行原糖加工。
- **原糖加工业务，即炼糖业务——公司是我国炼糖龙头，拥有炼糖产能合计 190 万吨，占国内糖总产量的 20%。**原糖的加工方法称为“两步法”，即先从甘蔗榨成原糖，原糖精炼后再成为精制糖，才可供下游的食品、医药等公司使用。**原料方面**，公司除自行采购的原糖外，还接收第三方企业的原糖代加工业务，并在需要时对储备轮换原糖进行加工；**产能方面**，公司目前拥有炼糖产能合计 190 万吨；**产品方面**，公司炼糖业务产成品多样，以辽宁糖业为例，产品包括精制绵白糖、优级绵白糖、精幼砂糖、优级砂糖、一级砂糖；**销售方面**，以辽宁糖业为例，公司销售网络遍布东北、华北、华东区域，下游覆盖乳品、饮料、食品、医药等行业，目前已完成伊利、蒙牛、君乐宝、娃哈哈、亿滋、旺旺、达利、好丽友、万通药业等高端客户认证审核。
- **此外，兄弟公司中粮国际于巴西拥有 150 万吨产能，与中粮糖业可形成协同优势。**中粮国际与中粮糖业同属中粮集团旗下。前者在产能方面，于巴西拥有 4 个糖厂，年产能在 150 万吨，经手的糖贸易量每年在 250-300 万吨；在分销渠道方面，拥有桑托斯港 12A 码头，并在美国、巴西、日内瓦、迪拜、新德里、曼谷、上海、新加坡设有办公点。中粮国际在海外的糖产能与贸易渠道布局为中粮糖业的原糖采购业务提升了安全边际。

图 1：公司精炼糖业务商业模式示意图



◆ 原糖采购业务

◆ 原糖加工业务=炼糖业务

主要产成品：精炼糖

资料来源：中粮糖业历年年报，天风证券研究所

原糖加工业务，即炼糖业务——公司是我国炼糖龙头，拥有炼糖产能合计 190 万吨。精制糖有纯度高、晶粒幼细、速溶等优点，是国际食糖消费市场的主流产品，主要用于如雀巢、卡夫等品牌的高档食品、饮料中干混以及医药用。欧盟、美国、日本等国家，精制糖消费占居民日常消费的 70% 以上。而我国传统生产的白糖使用的主要工艺是亚硫酸法（即“一步法”，从甘蔗直接榨成糖），产品含硫量高，杂质较多，存放一年半载就会变黄、变质，达不到国际主流食糖消费的产业标准。随着我国食品、饮料工业的迅速发展，对精制糖的需求逐年攀升。长期以来，国内的精制糖原料主要依赖国际原糖，目前，广西糖业已在为提升产业竞争力倡导“两步法”制糖新模式，引导企业技术改造和产品升级换代，以推动广西由产糖大省向制糖强省转变。

公司精炼糖业务受益国内消费需求结构优化，通过技改提升产能，目前拥有炼糖产能合计 190 万吨。目前，公司炼糖业务主要由子公司中粮糖业辽宁有限公司、中粮屯河（唐山）糖业有限公司经营，二者分别于辽宁营口鲅鱼圈和唐山曹妃甸两大港口紧临码头区拥有产能 100 万吨和 50 万吨。同时，在广西，子公司中粮屯河崇左糖业有限公司拥有精制糖产能。2020 年 11 月，公司公告中粮屯河北海糖业有限公司将实施 800 吨/日两步法技改项目，达产后该子公司总产糖量将达到 10 万吨以上，届时公司合计炼糖产能将达到 190 万吨。

公司炼糖业务盈利能力强，内糖价格下行背景下仍能持续提升开工率，净利润持续提升。目前该业务利润主要由辽宁糖业和唐山糖业贡献，2019 年，两家公司净利润合计实现 1.37 亿元，同比增 11.31%。值得注意的是，在国内糖价持续走低的 2017 年至 2019 年，该业务净利润 CAGR 仍逆势上行达至 60%，可见其抗糖价格周期波动能力，与传统认知中糖产品是周期品所呈现出的特征截然不同。

图 2：中粮糖业炼糖业务相关子公司净利润近年来持续提升（亿元）



资料来源：中粮糖业 2015-2019 年年报，天风证券研究所

1.2. 自产糖业务：布局全球，产能领先，蔗糖工艺正升级

公司自产糖业务在我国和海外开展：

- 国内自产糖业务**——公司拥有 70 万吨产能，是我国制糖业领先企业。公司在国内拥有 12 家制糖企业。中国糖料分布呈“南甘北甜”的布局，甘蔗制糖业主要分布在广东、广西、云南等地；甜菜制糖业集中在内蒙古、新疆、黑龙江等地。公司在甘蔗制糖领域有 4 家制糖企业，甜菜制糖领域有 8 家制糖企业。通过与糖料产地当地农户签订原料收购协议，公司从农户手中完成对甘蔗和甜菜两类糖料的采购，运入公司旗下的糖厂进行白糖等产品的生产，而后再向客户交付。
- 海外自产糖业务**——全资子公司 Tully 糖业拥有约 30 万吨产能，是澳大利亚最大的单糖生产企业。中粮糖业在海外的全部自产糖由其在澳大利亚的全资子公司 Tully 糖业公司供应。Tully 糖业拥有原糖产能 30 万-36 万吨，是澳大利亚最大的单糖厂，中粮糖业于 2013 年全资收购。2017 年，Tully 在中粮糖业的经营下，首次外运货物，其原糖制品主要销往中国、印度尼西亚、马来西亚和韩国。

图 3：公司自产糖商业模式示意图



资料来源：中粮糖业历年年报，天风证券研究所

图 4：中粮糖业自产糖产能示意图

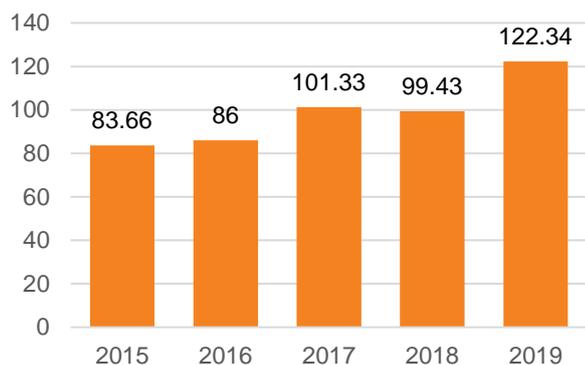


资料来源：中粮糖业历年年报，天风证券研究所

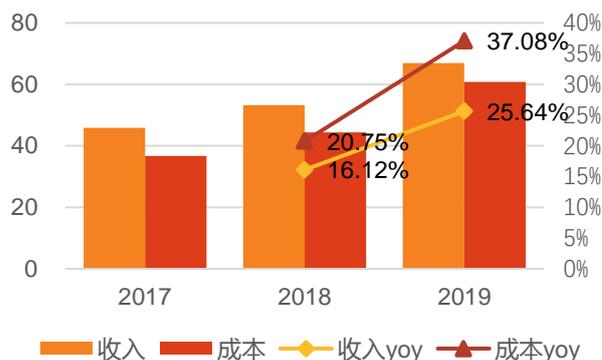
公司自产糖产量近年持续提升，业绩受白糖价格周期影响较大。多年来，公司自身通过不断加大技术改造投入、并持续推进高产、高糖的“双高”基地建设等方式提升农业降本能力，提升自产糖业务盈利能力。使该业务能够在国内糖价下行周期时，公司通过降本增效保持较好盈利能力；在周期上行时，为公司业绩贡献利润弹性。

图 5：中粮糖业自产糖历年生产量（万吨）

图 6：内糖价下行背景下，自产糖业务收入增速<成本增速(亿元，%)



资料来源：中粮糖业历年年报，天风证券研究所

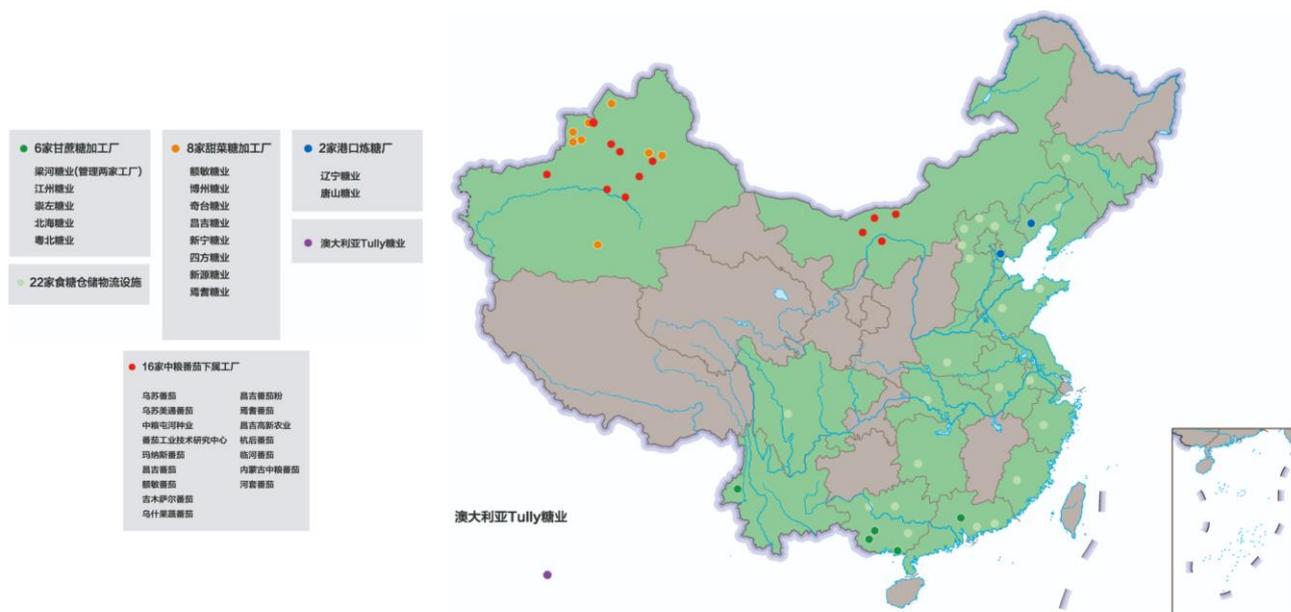


资料来源：Wind，天风证券研究所

1.3. 分销糖业务：拥有国内糖最广渠道&最大仓储

公司的分销糖业务，主要是公司在国内购买盘面糖或第三方糖厂糖，再通过自有渠道进行销售，本质上是一种农产品分销业务，核心竞争力在于糖的仓储能力和渠道能力。公司在国内拥有最大的糖仓储能力和最广的糖销售网络，年分销量在 120 万吨，占全国消费总量近 10%。公司通过托管运营分布在国内重要交通枢纽和主要食糖消费市场的 22 个食糖仓储库，仓储能力逾 220 万吨，配送覆盖全国 20 多个省、直辖市，形成了一个完善、高效、快捷的专业物流服务网络，为国家、为中粮糖业全国各个单位以及社会各界客户提供了优质的服务，保障了我国国内食糖供应。

图 7：中粮糖业国内糖渠道覆盖全国 20 多个省、直辖市



资料来源：中粮糖业官网，天风证券研究所

1.4. 番茄加工业务：国内最大&世界第二番茄加工龙头，盈利能力连年提升

番茄业务是公司除食糖业务外另一大主营业务，公司已耕耘该业务 20 年以上。目前，公司番茄业务主要由中粮屯河番茄有限公司运营，该公司在番茄优势种植区域建有 18 家番茄制品加工企业，具有年产大包装番茄酱 30 万吨、小包装番茄制品 2.5 万吨、番茄粉 3000 吨、番茄红素 10 吨的生产能力。公司所生产的大包装番茄酱出口到欧洲、东南亚、日韩、中东等，与国际多个知名公司建立了战略合作关系。

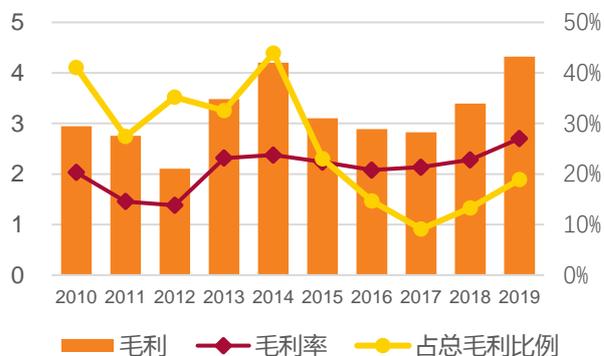
番茄业务营收占比逐年降低，盈利能力稳步上升，目前为公司贡献近 10%的营收和近 20%毛利。2019 年，公司番茄业务实现营收 16 亿元，同比增 7.42%，实现毛利 4.32 亿元，毛利率自 2013 年起均在 20%以上，且自 2016 年后呈现逐年上行趋势。目前，番茄业务占总营收比例仅为 8.69%，但贡献了 18.91%的毛利，为公司整体盈利能力上行提供了助力。

图 8：中粮糖业番茄制品业务营收&同比增速&占总比例（亿元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 9：中粮糖业番茄制品业务毛利&毛利率&占总比例（亿元，%）



资料来源：Wind，天风证券研究所

2. 前瞻判断内糖走势——价格上行周期何时开启？持续多久？

2.1. 国内外糖供需格局改善，为糖价上行提供支撑

国际糖供需未来两年仍然偏紧。19/20 榨季预估全球糖出口量约为 5514.8 万吨。根据 Platts 数据，全球近年来总需求突破 1.8 亿吨，年平均增速在 0.8%，呈现小幅上行趋势。预计 19/20 与 20/21 榨季，国内外因疫情后消费需求复苏，全球供需或将呈现紧平衡。20/21 榨季，全球产销差继 19/20 年缺口 91 万吨，21/22 年度继续扩大至 430 万吨，连续两年持续扩大，为外盘糖价继续上行提供了支撑。国际糖价于 2020 年 4 月达到历史性底部，现货价格均已底部反转，自底部已上涨超 60%。

表 1：全球糖供需平衡表

单位：千吨		13/14	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19	19/20	20/21
产量	全球合计	181,775	179,839	173,297	179,515	192,043	185,383	180,576	180,098
	巴西中南部	35,442	33,212	32,189	38,247	29,984	26,828	37,134	32,756
	印度	26,413	30,709	27,295	21,838	35,000	35,717	29,565	33,391
	泰国	11,861	11,740	10,275	10,579	15,303	15,370	8,590	7,914
	中国	14,477	11,413	9,468	10,098	11,207	11,696	11,312	11,413
	欧盟	16,654	18,144	15,246	17,099	21,327	18,013	16,382	16,202
消费	全球合计	173,753	176,789	179,309	179,198	180,502	182,081	181,482	184,401
	巴西中南部	10,595	10,489	10,538	10,236	10,252	10,278	10,082	10,160
	印度	26,413	27,188	27,706	26,630	27,174	27,717	27,652	28,261
	泰国	3,166	2,728	3,375	3,377	3,478	3,530	3,348	3,384
	中国	15,470	16,250	16,196	16,412	16,413	16,413	15,628	16,360
	欧盟	18,886	18,614	18,645	18,642	18,410	18,232	15,469	15,560
产销差	全球合计	8,022	3,050	-6,012	317	11,541	3,303	-906	-4,304

资料来源：Kingsman，天风证券研究所

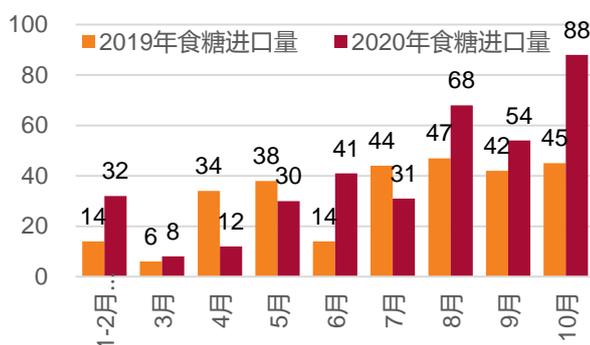
图 10: ICE11 号糖期货价格 (美分/磅)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

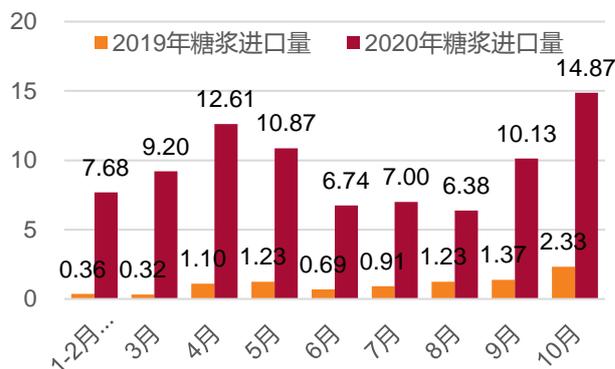
我国糖高度依赖进口, 自产糖常年供给量约在 1000 万吨左右, 糖需求量约在 1500 万吨, 且后疫情时代我国受益经济秩序快速恢复, 国际食品工业或存向我国转移产能可能性, 未来糖总消费量有望进一步上升。国内 20/21 新糖榨季现已开启, 预计自产糖新榨季总产量仍在 1000 万吨。国内糖库存创 2012 年来新低, 且由于 20/21 榨季新增产能预期与 19/20 榨季持平, 库存仍在持续被消化。内糖缺口有 500 万吨待进口糖补充, 2020 年来糖进口量激增, 带动糖浆等产品进口量随之攀升。未来行业自律性管控有望启动, 助力行业良性发展。

图 11: 2019 年-2020 年糖月度进口糖 (万吨)



资料来源: 泛糖科技, 天风证券研究所

图 12: 2019 年-2020 年糖浆月度进口糖 (万吨)



资料来源: 泛糖科技, 天风证券研究所

表 2: 国内糖供需平衡表

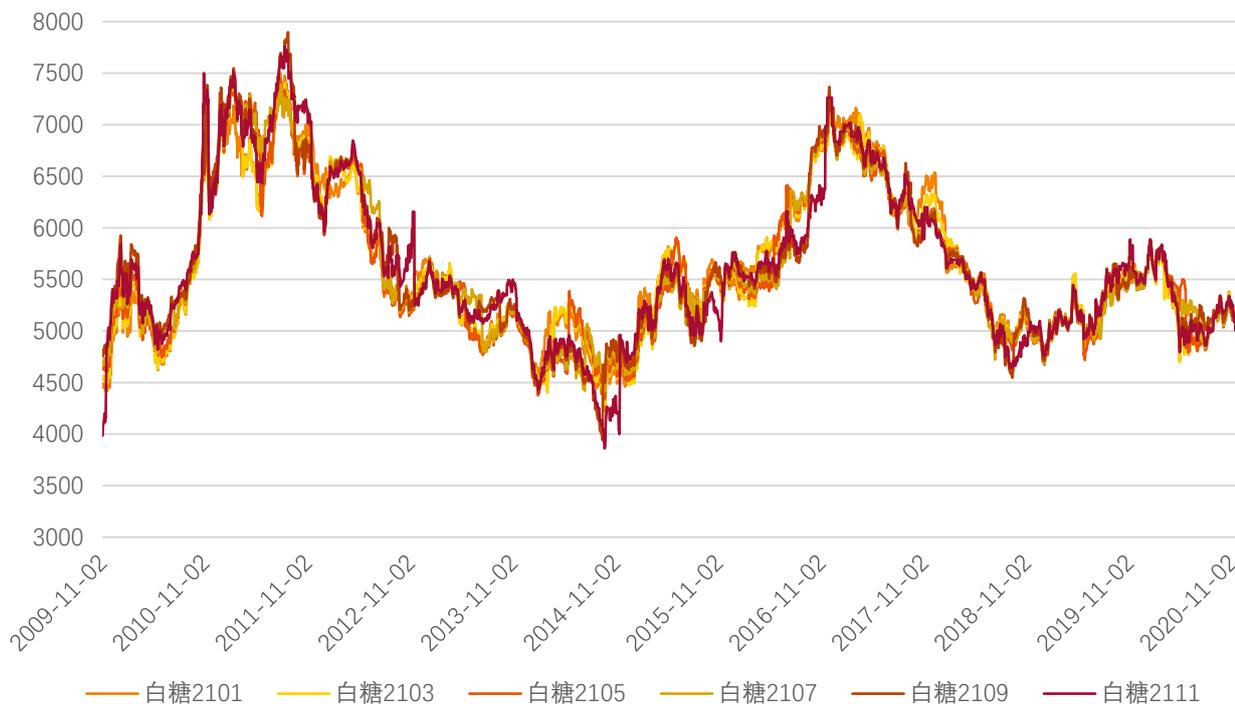
单位: 万吨	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19	19/20E	20/21E
工业产量	1,332	1,056	870	929	1,031	1,076	1,041	1,040
总进口	402	482	369	230	243	324	380	440
储备进口	40	41	40	40	40	40	40	40
原糖加工	280	290	300	240	270	200	320	380
走私/糖浆	30	100	220	190	180	110	110	48
工业销售	1,140	963	810	860	984	1,041	962	999
消费	1,475	1,530	1,500	1,480	1,510	1,510	1,460	1,500
抛储	0	0	0	115	20	40	53	40
收储	0	0	0	0	0	0	0	0
工业库存	191	93	60	69	48	35	79	41

非储备白糖库存	262	239	193	212	228	170	260	294
---------	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----

资料来源：wind，中糖协，布瑞克咨询，智研咨询，广西糖网，云南糖网，天风证券研究所

综上所述，受益多种因素驱动，自 2020 年 4 月以来，国内糖期货合约价均呈现上行趋势，最高涨幅近 12%，后经历 10 月底、11 月初对新糖开榨的预期回调，又于 12 月中旬再次启动。其中，一月合约自 12 月 9 日至今（12 月 17 日）涨幅近 4%，涨价超 100 元/吨。

图 13：国内白糖期货合约表现（元/吨）



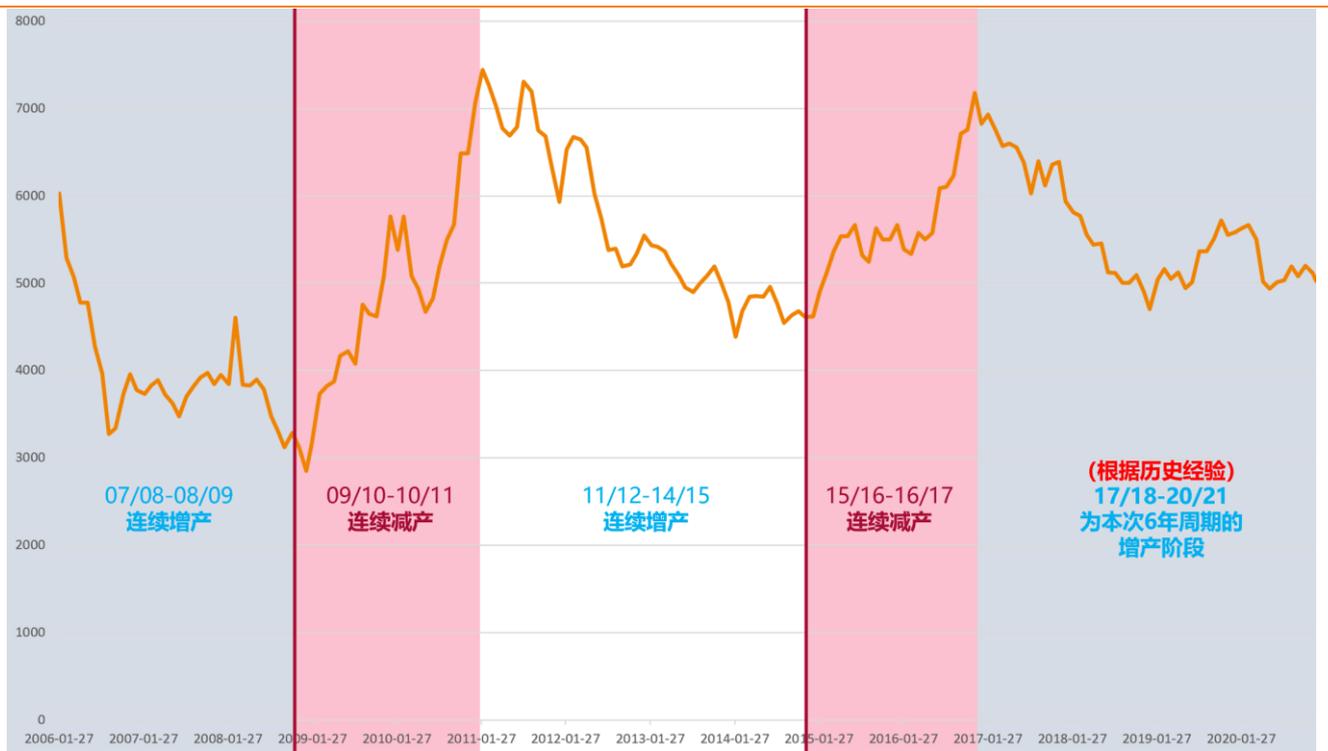
资料来源：Wind，天风证券研究所

2.2. 2021 年有望成为新价格周期开启的第一年

国内糖价主要受国内糖总供给量影响，一个榨季内国内糖总供给量=陈糖库存+当季自产新糖+当季新进口糖。由于国内糖总消费量在 1500 万吨/年左右，且后疫情时代我国受益经济秩序快速恢复，国际食品工业或存向我国转移产能可能性，未来糖总消费量有望进一步上升。国内自产糖总量约在 1000 万吨/年，可推算进口糖在国内总供给量中占比约在 30-40%，国内自产糖占比约在 60-70%，由此可见国际糖的进口情况与国内糖的生产情况的分别对国内糖总供给量的 1/3 和 2/3 有影响，进而影响内糖价格。

立足于 2020 年 12 月当前时点，我们对当前糖市观点为：1、从期现货市场行情来看，2020 年 4 月至今开启的国际原糖价格上行趋势，目前已于 15 美分/磅附近持续震荡，但我国原糖进口商仍有利润空间，进口量维持一定比例，所以国内糖价未跟随国际糖价上涨；2、从国内历史糖价格周期与生产周期来看，当前时点属于 15/16 榨季开启的糖周期中第 6 个榨季初。我国糖周期的概念是个后验性的总结概念，而非具有前瞻性的规律，历史上受到天气等多种因素的影响，一个完整的糖周期在 5 到 6 个榨季不等，其中减产和增产各自持续的时间在 2-3 个榨季也均有可能，减产和增产通常为先后发生，但也存在极少数相互颠倒的情况。根据本次周期情况来看，2021 年有望成为新周期开启的第一年，建议持续跟踪糖市变动。

图 14：国内白糖价格周期与国内白糖生产周期对照示意图（元/吨）



资料来源: Wind, 《白糖期货》(中国期货业协会), 天风证券研究所

2.3. 2020 年冬拉尼娜有望强化国内糖价稳步上行趋势

拉尼娜现象是什么? 拉尼娜现象, 指发生在赤道太平洋东部和中部海水大范围持续异常变冷的现象, 此处海水异常变冷的判定标准一般为“海水表层温度低于气候平均值 0.5℃以上, 且持续时间至少 5 个月以上”。拉尼娜("La Nina")是西班牙语“小女孩, 圣女”的意思, 气象和海洋学家往往称这种现象为“反厄尔尼诺现象”, 以突出其为意为“圣婴”的厄尔尼诺现象的反相, 因此拉尼娜也被称为“反圣婴”。“厄尔尼诺”和“拉尼娜”是赤道中、东太平洋海温冷暖交替变化的异常表现。这种海温的冷暖变化过构成一种循环, 厄尔尼诺现象发生之后接着发生拉尼娜现象, 但前者发生的频次和强度通常高于后者。

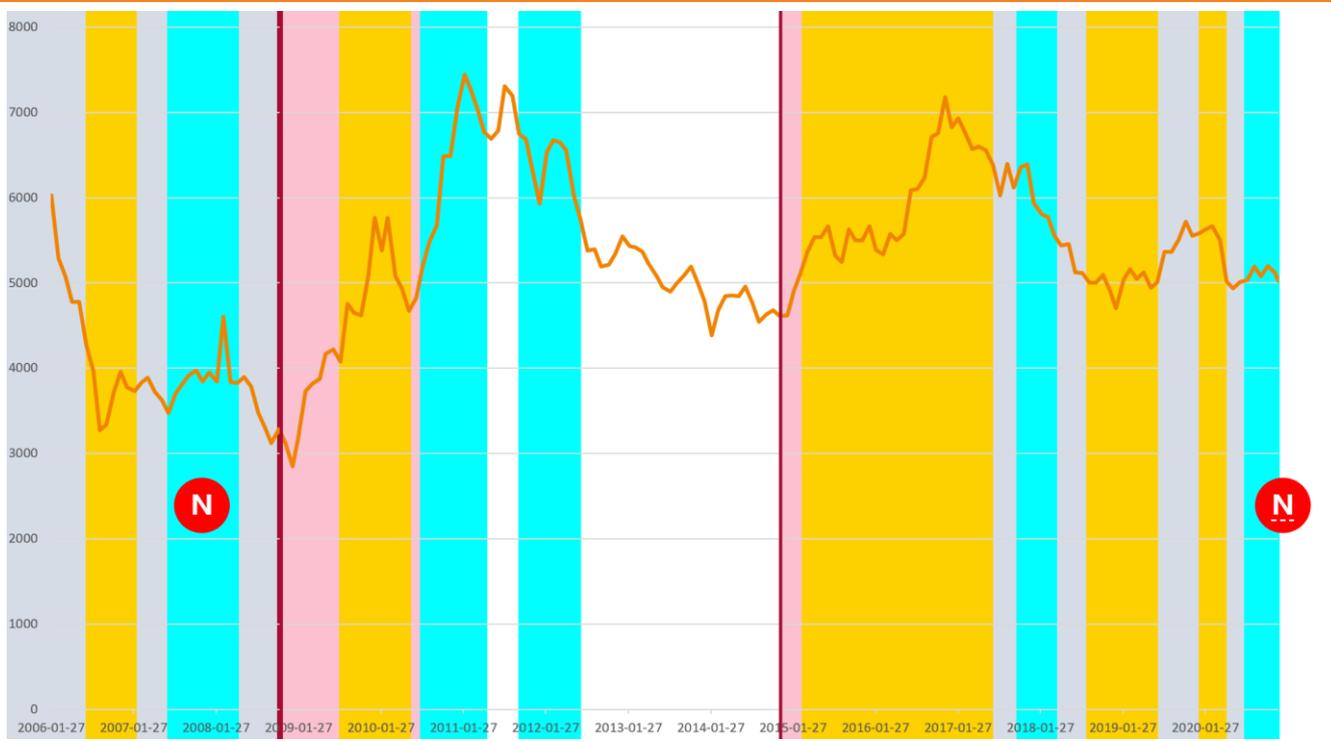
拉尼娜现象对我国气候有何影响? 拉尼娜在我国的表现形式主要是“冬寒夏热”、“北涝南旱”、以及在西太平洋与南海地区生成及登陆我国的热带气旋比往年偏多。统计结果显示, 拉尼娜现象以 70%的概率使得我国冬季偏冷。在拉尼娜年冬季, 我国中东部大部地区气温总体上较常年同期偏低, 其中东北及内蒙古东部最为显著, 气温偏低 1-2℃, 局部偏低 2℃以上。另外, 拉尼娜在我国还会出现范围性降温及大风天气, 部分地区出现持续多雨、低温和大雪天气。中国国家气象局指出, 在往年的拉尼娜年冬季, 东北地区北部和南部, 华北中北部, 长江中游和华南南部等地降水通常较常年同期偏少, 而东北地区中西部, 西北地区东南部, 江南东部, 华南北部等地降水偏多, 其中东北地区中西部, 华南西部及内蒙古中东部等地明显偏多。

拉尼娜现象对甘蔗和糖产量有何影响? 以 2007/08-2008/05 拉尼娜为例。根据《白糖期货》(中国期货业协会 编), 07/08 榨季初期, 由于市场对其存增产预期, 因此国内糖价自榨季开榨以来便不断下跌。2008 年初, 全国普遍受冰冻雨雪天气的影响, 包括广西在内, 白糖期现货价格开始大幅回升, 但随后甘蔗受灾的情况得到了恢复, 白糖价格也随白糖增产逐渐回落, 但冰冻灾害对于宿根蔗的影响也逐渐显现出来。08/09 榨季, 由于冰冻灾害导致甘蔗糖分大幅降低, 广西食糖产量出现大幅减产, 白糖价格重回升途。由此可见, 发生在冬季的拉尼娜对甘蔗的影响通常不会在本榨季体现, 而是会在下一个榨季因甘蔗糖分降低, 从而导致下一个榨季的糖产量大幅下降。

立足于 2020 年 12 月当前时点, 世界气象组织及我国气象局国家气候中心已经正式宣布今冬拉尼娜已经形成, 而 10 月到 12 月是我国春植蔗(我国甘蔗生产的主要方式)糖分积累

的关键时期，今冬天气（尤其是广西）是否出现连续的冰冻雨雪天气将对用于 21/22 榨季甘蔗的含糖率产生较大影响，进而严重影响国内自产糖供给量。结合从周期角度来看，21/22 榨季有较大可能成为新一轮糖周期的减产年，我们认为国内糖价于 21/22 榨季将处于上行周期。

图 15：国内白糖期货价格走势与国内拉尼娜发生年份对照图（元/吨，蓝色底为拉尼娜发生期、黄色底为厄尔尼诺发生期）



资料来源：Wind,《白糖期货》(中国期货业协会)，国家气象局，天风证券研究所

3. 公司与糖周期相关几何？寡头地位+产能扩大+产品升级助力业绩穿越周期！

因自产糖和分销糖业务，糖价格周期对公司业绩存在一定影响。我们认为，随着公司自产糖中的蔗糖生产工艺向“两步法”升级，公司自产糖产成品附加值将持续提升，从而优化客户结构，增强盈利能力，进而有望不断弱化糖价格周期对该业务的影响，进而使糖周期对公司整理利润的影响降低。短期来看，内糖价格上行周期开启有助提升公司业绩；长期来看，公司作为国内糖寡头，在拥有深厚产业布局的基础上，从优化食糖品质的发展路径出发，持续扩大精炼糖产能、不断升级自产糖工艺，从周期品向消费品发力，未来有望进一步降低糖价格周期对公司业绩的影响，再提公司业绩增长主动权。

4. 盈利预测与投资建议

盈利预测的基本假设：

- 1、食糖业务：公司三类糖业务运作成熟，随配额外进口新政落地，及公司产能利用充分利用，将使公司业务对国内外糖价变换走势更具适应能力，有效提升盈利能力。
- 2、番茄业务：发展顺畅，业务新模式持续落实，维持多年的增长态势。

表 3：中粮糖业业绩拆分

	百万元	2018	2019	2020E	2021E	2022E
食糖业务	营收（百万元）	20396.41	24746.77	26154.42	29016.19	32851.49
	同比增速（%）	-4.74%	21.33%	5.69%	10.94%	13.22%

	毛利率 (%)	10.25%	7.20%	8.85%	10.71%	12.43%
内部抵消	(百万元)	-4837.00	-8384.21	-7952.75	-7786.77	-7189.10
番茄业务	营收 (百万元)	1489.83	1600.43	1720.47	1840.90	1960.56
	同比增速 (%)	12.69%	7.42%	7.50%	7.00%	6.50%
	毛利率 (%)	22.79%	27.01%	29.00%	31.00%	33.00%
其他(农业、农资、电力等)	营收 (百万元)	275.15	242.76	218.48	203.19	193.03
	同比增速 (%)	21.63%	-11.77%	-10.00%	-7.00%	-5.00%
	毛利率 (%)	23.78%	22.27%	23.03%	22.65%	22.84%
其他业务	营收 (百万元)	190.51	219.08	220.80	210.13	216.67
	同比增速 (%)	-24.64%	15.00%	0.78%	-4.83%	3.11%
	毛利率 (%)	20.74%	21.17%	22.58%	24.00%	25.00%
合计	总营收	17514.90	18424.83	20361.41	23483.63	28032.65
	同比增速 (%)	-8.57%	5.20%	10.51%	15.33%	19.37%
	毛利率 (%)	14.57%	12.41%	14.31%	16.18%	17.30%

资料来源: Wind, 天风证券研究所

估值分析: 由于糖业公司中除中粮糖业以糖贸易为主外, 其它公司主要以制糖为主业且尚未有盈利, 我们选择其它以粮食贸易辅以粮食加工为主营的上市公司与中粮糖业进行对比, 这些公司包括北大荒、中粮科技、东方集团。根据 Wind2021 年一致预测, PE 区间在 19-24 倍之间; 中粮糖业历史 PE 约为 36 倍。

表 4: 粮食购销及粮食果蔬加工业务公司估值对比 (截至 2020 年 12 月 16 日)

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)		Wind 一致预测 PE		
		截至 2020/12/16	市盈率 PE(TTM)	2020E	2021E	2022E
600598.SH	北大荒	304.34	33.52	26.34	23.30	21.56
000930.SZ	中粮科技	171.46	22.57	22.06	17.41	15.50
600811.SH	东方集团	141.90	24.66	22.96	19.31	15.75
600737.SH	中粮糖业	193.14	25.34	20.65	15.59	11.95

资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 16: 中粮糖业历史 PE 估值情况 (截至 2020 年 12 月 16 日)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

我们预计公司 2020-2022 年实现营收 203.61/ 234.84/ 280.33 亿元, 实现净利润 9.68/ 14.75/ 20.88 亿元, 对应 EPS 0.45/ 0.69/ 0.98 元/股。我们看好中粮糖业持续布局国内外糖产业, 国内寡头地位稳固, 公司全产业链布局有助业绩穿越糖价周期稳健增长, 给予 2021 年 25 倍市盈率, 对应目标价 17.25 元, 维持“买入”评级。

5. 风险提示

- 1、**自然灾害风险。**公司从事农产品加工，原料主要是甘蔗、甜菜、番茄等农作物，气候异常将给原料生产带来不利的影响；
- 2、**政策风险。**食糖贸易保障措施于 2020 年 5 月到期，配额外原糖进口关税由 85%降至 50%，关税配额外食糖开始实行进口报告管理制度，市场竞争进一步加剧。
- 3、**糖价走势不达预期。**当前糖价将主要受到以拉尼娜气候主导的各产地天气变化、各国新冠疫情控制程度、各国经济恢复程度、原油价格、第一大糖出口国巴西糖醇比、第二大糖出口国印度糖高位库存&出口补贴等多个不确定较高的自然及人为因素影响，价格波动会对公司经营业绩产生影响。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	2,597.72	2,343.93	1,628.91	4,276.65	2,242.61	营业收入	17,514.90	18,424.83	20,361.41	23,483.63	28,032.65
应收票据及应收账款	1,119.48	1,029.41	1,218.76	179.72	1,489.66	营业成本	14,962.89	16,138.92	17,448.16	19,685.09	23,182.06
预付账款	1,240.37	306.83	1,185.70	615.33	1,493.47	营业税金及附加	101.96	100.81	118.17	133.83	156.98
存货	3,426.81	5,185.00	4,699.48	5,884.73	7,114.38	营业费用	623.29	654.37	610.84	774.96	869.01
其他	1,096.93	1,591.26	1,815.94	1,483.68	2,346.82	管理费用	565.31	611.80	651.57	763.22	930.68
流动资产合计	9,481.31	10,456.43	10,548.80	12,440.12	14,686.94	研发费用	15.06	54.02	2.04	4.70	2.80
长期股权投资	342.78	1.54	1.54	1.54	1.54	财务费用	211.32	101.94	164.10	17.64	(25.12)
固定资产	4,117.69	4,030.70	3,885.70	3,743.55	3,590.09	资产减值损失	151.67	(36.68)	0.00	0.00	0.00
在建工程	84.78	100.23	96.14	105.68	93.41	公允价值变动收益	21.88	9.20	5.61	0.67	(2.32)
无形资产	926.32	877.10	837.72	798.33	758.94	投资净收益	(86.98)	52.61	0.00	0.00	0.00
其他	602.12	658.60	566.39	571.63	587.10	其他	109.58	(67.98)	(11.23)	(1.35)	4.64
非流动资产合计	6,073.69	5,668.17	5,387.49	5,220.73	5,031.07	营业利润	838.92	805.84	1,372.15	2,104.86	2,913.90
资产总计	15,555.00	16,124.60	15,936.29	17,660.85	19,718.02	营业外收入	11.66	38.96	22.80	24.47	28.74
短期借款	2,936.01	3,636.24	3,503.53	1,569.88	2,939.03	营业外支出	122.57	55.46	64.20	80.74	66.80
应付票据及应付账款	1,774.99	2,285.47	685.43	3,144.55	1,618.80	利润总额	728.01	789.33	1,330.76	2,048.59	2,875.84
其他	3,003.80	1,806.59	2,292.64	2,288.99	3,022.46	所得税	171.30	178.22	306.80	467.42	659.60
流动负债合计	7,714.79	7,728.30	6,481.60	7,003.42	7,580.29	净利润	556.71	611.11	1,023.95	1,581.17	2,216.25
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	52.91	31.53	56.34	106.28	128.42
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	503.80	579.58	967.61	1,474.89	2,087.83
其他	297.50	200.98	244.81	247.77	231.19	每股收益(元)	0.24	0.27	0.45	0.69	0.98
非流动负债合计	297.50	200.98	244.81	247.77	231.19						
负债合计	8,012.29	7,929.28	6,726.41	7,251.19	7,811.48	主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
少数股东权益	214.56	128.03	181.55	286.06	411.62	成长能力					
股本	2,051.88	2,138.85	2,138.85	2,138.85	2,138.85	营业收入	-8.57%	5.20%	10.51%	15.33%	19.37%
资本公积	4,156.50	4,643.85	4,643.85	4,643.85	4,643.85	营业利润	-16.12%	-3.94%	70.28%	53.40%	38.44%
留存收益	5,158.37	6,222.67	6,889.48	7,984.75	9,356.07	归属于母公司净利润	-31.93%	15.04%	66.95%	52.43%	41.56%
其他	(4,038.60)	(4,938.08)	(4,643.85)	(4,643.85)	(4,643.85)	获利能力					
股东权益合计	7,542.71	8,195.32	9,209.88	10,409.66	11,906.54	毛利率	14.57%	12.41%	14.31%	16.18%	17.30%
负债和股东权益总计	15,555.00	16,124.60	15,936.29	17,660.85	19,718.02	净利率	2.88%	3.15%	4.75%	6.28%	7.45%
						ROE	6.87%	7.18%	10.72%	14.57%	18.16%
						ROIC	7.77%	8.14%	12.87%	15.07%	29.73%
						偿债能力					
现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E	资产负债率	51.51%	49.18%	42.21%	41.06%	39.62%
净利润	556.71	611.11	967.61	1,474.89	2,087.83	净负债率	17.72%	15.77%	20.35%	-26.00%	5.85%
折旧摊销	394.94	393.14	248.48	252.00	255.11	流动比率	1.23	1.35	1.63	1.78	1.94
财务费用	283.54	269.88	164.10	17.64	(25.12)	速动比率	0.78	0.68	0.90	0.94	1.00
投资损失	86.98	(52.61)	0.00	0.00	0.00	营运能力					
营运资金变动	1,086.71	(267.01)	(1,792.10)	3,207.56	(5,101.57)	应收账款周转率	16.91	17.15	18.11	33.58	33.58
其它	16.14	117.76	61.96	106.95	126.10	存货周转率	4.56	4.28	4.12	4.44	4.31
经营活动现金流	2,425.02	1,072.27	(349.96)	5,059.05	(2,657.64)	总资产周转率	1.07	1.16	1.27	1.40	1.50
资本支出	(3.22)	22.14	16.17	77.05	66.58	每股指标(元)					
长期投资	(170.77)	(341.25)	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.24	0.27	0.45	0.69	0.98
其他	(225.79)	(418.17)	(75.02)	(155.68)	(117.87)	每股经营现金流	1.13	0.50	-0.16	2.37	-1.24
投资活动现金流	(399.78)	(737.28)	(58.85)	(78.63)	(51.29)	每股净资产	3.43	3.77	4.22	4.73	5.37
债权融资	3,934.59	3,636.24	3,503.53	1,569.88	2,939.03	估值比率					
股权融资	(205.39)	61.93	131.80	(15.97)	26.79	市盈率	36.60	31.81	19.05	12.50	8.83
其他	(7,137.98)	(4,254.01)	(3,941.54)	(3,886.59)	(2,290.92)	市净率	2.52	2.29	2.04	1.82	1.60
筹资活动现金流	(3,408.78)	(555.84)	(306.21)	(2,332.68)	674.90	EV/EBITDA	11.43	13.67	11.36	6.65	6.14
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	EV/EBIT	15.71	18.88	13.20	7.44	6.69
现金净增加额	(1,383.55)	(220.84)	(715.02)	2,647.74	(2,034.04)						

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com