

内外联动，糖价上行有望带动公司业绩高增

中粮糖业(600737)

事件概述

截至 2021 年 1 月 15 日，ICE11 号糖收盘价 16.43 美分/磅，周涨幅 5.73%，月涨幅 15.38%，较 2020 年低点 9.37 美分/磅上涨 75.35%。

分析判断：

▶ 全球糖供需格局反转，外糖价格上涨动力强劲

巴西、泰国、澳大利亚和印度是全球主要的糖出口国，合计糖出口占比接近 70%。我们认为，外糖价格大幅上涨的主要原因在于：1) 原油需求复苏 & 雷亚尔反弹拖累巴西糖出口下行。巴西是全球最大的糖出口国，出口占比在 35%左右，巴西糖的出口量是决定国际糖价走势的核心因素。一方面，随着疫情影响的边际减弱，原油需求复苏带动巴西糖醇比下行；另一方面，雷亚尔持续升值利空巴西糖出口。两者共同作用下，巴西糖出口量有望减少；2) 拉尼娜现象带来不确定性，加强全球糖价上涨预期。受拉尼娜气候影响，印度、泰国、欧盟等糖生产大国或存减产预期，助力国际糖价上行。

▶ 国际糖价上涨抬升进口成本，有望支撑内糖价格上行

我国食糖年生产量在 1000 万吨左右，年消费量在 1500 万吨左右，每年 500 万吨左右的供需缺口需要通过进口等方式来进行补充。梳理内外糖价格走势不难发现，国内糖价走势和国际原糖价格走势具有高度一致性，其核心原因在于，国际糖价上行将抬升国内糖进口成本，进而推动国内糖价上行以有效缓解成本上行压力。我们认为，从国际糖价来看，原油需求复苏 & 雷亚尔反弹将拖累巴西糖醇比下行，国际糖价上涨趋势明确；从国内糖价来看，糖浆进口冲击有限，国际糖价走强将带动国内糖价上行。

▶ 基础利润 + 行情溢价，糖业龙头利润有望快速释放

公司是国内糖业龙头，食糖业务主要包括自产糖、精炼糖和分销糖三个部分。精炼糖和分销糖是公司主要的利润来源，受糖价波动不大。其中，精炼糖业务背靠 15%关税、50%关税、国家轮储三种糖源，开工率远高于行业平均水平，随着产能逐步扩张以及精制糖占比不断提升，精炼糖将不断增厚公司的基础利润。自产糖方面，公司国内产能 70 万吨，国外产能 30 万吨，合计产能 100 万吨。公司自产糖成本优势明显，在糖价底部仍能实现盈利，在糖价上行阶段将贡献公司的利润弹性。以公司食糖产量 70 万吨/年测算，假定 2021 年糖价在 2019 年的基础上分别上涨 500/1000/1500/2000 元/吨至 5934/6434/6934/7434 元/吨，不考

评级及分析师信息

评级：	买入
上次评级：	买入
目标价格：	
最新收盘价：	10.15
股票代码：	600737
52 周最高价/最低价：	10.99/7.2
总市值(亿)	217.09
自由流通市值(亿)	214.28
自由流通股数(百万)	2,111.10



分析师：周莎

邮箱：zhousha@hx168.com.cn
SAC NO：S1120519110005
联系电话：0755-23947349

研究助理：施腾

邮箱：shiteng@hx168.com.cn
SAC NO：
联系电话：

相关研究

1. 【华西农业】农林牧渔行业：中粮糖业(600737)：食糖主业更加突出，精炼糖有望增厚基础利润
2020.11.28
2. 【华西农业】农林牧渔行业：中粮糖业(600737)：基础利润 & 行情溢价，糖企龙头业绩高增可期
2020.11.21

虑所得税的影响，则公司净利润分别增长 3.50/7.00/10.50/14.00 亿元，利润弹性非常大。

投资建议

原油需求复苏 & 雷亚尔反弹拖累巴西糖出口下行，国际糖价上行趋势明确，进而支撑国内糖价上行，带动公司利润快速释放。我们维持对公司 2020-2022 年 EPS 分别为 0.41/0.53/0.76 元的预期不变，当前股价对应 PE 分别为 25/19/13X，维持“买入”评级。

风险提示

自然灾害风险，政策扰动风险，糖价上涨不及预期。

盈利预测与估值

财务摘要	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	17514.90	18424.83	21738.69	25509.58	30192.10
YoY (%)	-8.57%	5.20%	17.99%	17.35%	18.36%
归母净利润(百万元)	503.80	579.58	866.69	1131.52	1630.86
YoY (%)	-31.93%	15.04%	49.54%	30.56%	44.13%
毛利率 (%)	14.57%	12.41%	13.80%	14.25%	15.45%
每股收益 (元)	0.24	0.27	0.41	0.53	0.76
ROE	6.87%	7.18%	9.89%	12.11%	15.72%
市盈率	43.09	37.46	25.05	19.19	13.31

资料来源：Wind，华西证券研究所

财务报表和主要财务比率

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	18424.83	21738.69	25509.58	30192.10	净利润	611.11	922.55	1208.00	1735.76
YoY (%)	5.20%	17.99%	17.35%	18.36%	折旧和摊销	393.14	102.50	152.10	182.30
营业成本	16138.92	18739.02	21873.58	25528.47	营运资金变动	-171.53	219.66	-751.04	-578.82
营业税金及附加	100.81	121.48	141.56	167.94	经营活动现金流	1072.27	1477.77	824.31	1546.24
销售费用	654.37	748.88	892.69	1053.69	资本开支	-342.72	-129.85	-178.07	-226.56
管理费用	611.80	711.99	837.32	992.22	投资	-402.77	0.00	0.00	0.00
财务费用	101.94	231.10	221.51	222.71	投资活动现金流	-737.28	-96.85	-136.07	-176.56
资产减值损失	36.68	11.52	2.71	2.46	股权募资	648.03	0.00	0.00	0.00
投资收益	52.61	33.00	42.00	50.00	债务募资	-303.15	0.00	0.00	0.00
营业利润	805.84	1202.43	1570.59	2256.13	筹资活动现金流	-555.84	-422.01	-808.54	-854.54
营业外收支	-16.50	0.00	0.00	0.00	现金净流量	-220.84	958.91	-120.30	515.14
利润总额	789.33	1202.43	1570.59	2256.13	主要财务指标				
所得税	178.22	279.88	362.59	520.37	成长能力				
净利润	611.11	922.55	1208.00	1735.76	营业收入增长率	5.20%	17.99%	17.35%	18.36%
归属于母公司净利润	579.58	866.69	1131.52	1630.86	净利润增长率	15.04%	49.54%	30.56%	44.13%
YoY (%)	15.04%	49.54%	30.56%	44.13%	盈利能力				
每股收益	0.27	0.41	0.53	0.76	毛利率	12.41%	13.80%	14.25%	15.45%
资产负债表 (百万元)					净利率率	3.32%	4.24%	4.74%	5.75%
货币资金	2343.93	3302.84	3182.55	3697.69	总资产收益率 ROA	3.59%	5.16%	6.19%	8.07%
预付款项	306.83	725.53	864.27	914.70	净资产收益率 ROE	7.18%	9.89%	12.11%	15.72%
存货	5185.00	4514.80	5515.26	6403.78	偿债能力				
其他流动资产	2620.67	2546.55	3003.63	3432.50	流动比率	1.35	1.45	1.48	1.56
流动资产合计	10456.43	11089.72	12565.71	14448.66	速动比率	0.64	0.77	0.73	0.77
长期股权投资	1.54	1.54	1.54	1.54	现金比率	0.30	0.43	0.38	0.40
固定资产	4030.70	4028.20	4026.10	4043.80	资产负债率	49.18%	46.68%	47.48%	46.87%
无形资产	877.10	877.10	877.10	877.10	经营效率				
非流动资产合计	5668.17	5695.52	5721.50	5765.76	总资产周转率	1.16	1.32	1.45	1.57
资产合计	16124.60	16785.24	18287.20	20214.42	每股指标 (元)				
短期借款	3636.24	3636.24	3636.24	3636.24	每股收益	0.27	0.41	0.53	0.76
应付账款及票据	2285.47	1746.91	2231.74	2630.84	每股净资产	3.77	4.10	4.37	4.85
其他流动负债	1806.59	2250.71	2613.84	3006.20	每股经营现金流	0.50	0.69	0.39	0.72
流动负债合计	7728.30	7633.86	8481.82	9273.28	每股股利	0.00	0.22	0.26	0.28
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	估值分析				
其他长期负债	200.98	200.98	200.98	200.98	PE	37.46	25.05	19.19	13.31
非流动负债合计	200.98	200.98	200.98	200.98	PB	2.24	2.36	2.22	2.00
负债合计	7929.28	7834.85	8682.81	9474.26					
股本	2138.85	2138.85	2138.85	2138.85					
少数股东权益	128.03	183.89	260.36	365.27					
股东权益合计	8195.32	8950.39	9604.40	10740.16					
负债和股东权益合计	16124.60	16785.24	18287.20	20214.42					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。本公司及其所属关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。