

中粮糖业 (600737)

商誉减值暂时影响净利润，精炼糖产能提升助力业绩稳步上行

事件：1) 公司发布 2020 年年报，2020 年实现总营收 211.29 亿元，同比增 14.68%，归母净利润 5.29 亿元，同比降 8.70%，扣非后归母净利润 5.44 亿元，同比增 12.20%；2) 公司发布 2020 年年度利润分配预案，拟向全体股东每 10 股派发现金红利人民币 0.80 元（含税）。

营收端——炼糖开工率提升+产品端优化支持业绩稳步上行

公司主营食糖与番茄加工两大业务。**食糖业务：**2020 年实现营收 192.99 亿元（=贸易 124.23/加工 25.16/自产 43.60 亿元），贡献 91% 的总营收，实现毛利 22.12 亿元（=贸易 11.29/加工 4.13/自产 6.70 亿元），贡献 80% 的总毛利润。具体可分为三类，1) **进口及港口精炼糖业务。**原料环节，公司是我国食糖进口的主渠道及我国最大的食糖进口贸易商之一。生产环节，公司自有 190 万吨/年炼糖产能。公司炼糖开工率的不断提升+产品结构持续优化，为该业务业绩稳步增长提供了支撑；2) **食糖贸销及仓储物流业务。**公司食糖业务年经营量达 300 万吨以上，占全国消费总量的 21%，且终端市场占比不断提高，同时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，总计 200 万吨库容；3) **甘蔗制糖&甜菜制糖业务。**公司于国内运营 13 家制糖企业，年产糖 70 万吨，于海外澳大利亚运营 Tully 糖业，年产原糖 30 万吨；**番茄加工业务：**2020 年实现营收 15.77 亿元，贡献 7.5% 的总营收，实现毛利 5.05 亿元，贡献 18% 的总毛利。公司旗下的中粮番茄是目前国内最大、世界第二的番茄加工企业，2020 年鲜番茄加工量为 165 万吨，占中国加工总量的 31%，占全球加工总量的 5%。

利润端——全年经营利润高增长，Q4 资产减值产生暂时影响

2020 年，公司进行资产减值 3.78 亿元，较去年增 3.41 亿元，其主要由来自 Tully 糖厂的商誉减值 1.85 亿元，以及存货跌价损失 1.58 亿元构成。若不考虑商誉减值对利润端的影响，公司经营净利润约为 7 亿元，同比增幅约达 23%。使用调整后的数据测算，2020 年公司毛利率为 13.05%，较去年同期增 0.64pct，净利率为 3.38%，较去年同期增 0.06pct，公司盈利能力近年来持续恢复中。

盈利预测&投资建议：公司在基本面持续优化的基础上，受益国内糖缺口持续需要进口糖补充，糖价上行将对公司业绩带来良好弹性。由于公司于 2020 年年报中提及 2021 年经营目标预算为营业收入 215 亿元，利润总额 8.50 亿元，我们下调盈利预测，预计 2021-2023 年公司实现营收 218.29/242.55/267.59 亿元（21-22 年前值为 234.84/280.33 亿元），实现净利润 9.46/12.48/15.00 亿元（21-22 年前值为 14.75/20.88 亿元），对应 EPS 0.44/0.58/0.70 元/股（21-22 年前值为 0.69/0.98 元/股）。维持“买入”评级。

风险提示：政策变化风险、糖价波动风险、汇率变化风险、原料供应风险

财务数据和估值	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	18,424.83	21,129.16	21,828.95	24,254.85	26,759.38
增长率(%)	5.20	14.68	3.31	11.11	10.33
EBITDA(百万元)	1,405.05	2,087.68	1,797.38	2,188.71	2,600.64
净利润(百万元)	579.58	529.15	946.25	1,248.35	1,499.72
增长率(%)	15.04	(8.70)	78.83	31.93	20.14
EPS(元/股)	0.27	0.25	0.44	0.58	0.70
市盈率(P/E)	35.24	38.60	21.59	16.36	13.62
市净率(P/B)	2.53	2.27	2.21	1.95	1.79
市销率(P/S)	1.11	0.97	0.94	0.84	0.76
EV/EBITDA	13.67	10.27	11.44	9.05	7.38

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	9.55 元
目标价格	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)	19,848.51
流通 A 股市值(百万元)	19,591.00
每股净资产(元)	4.22
资产负债率(%)	47.65
一年内最高/最低(元)	11.47/7.60

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-公司深度研究: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?》2020-12-20
- 《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

财务预测摘要

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E		2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	2,343.93	974.12	1,091.45	1,414.48	2,177.29	营业收入	18,424.83	21,129.16	21,828.95	24,254.85	26,759.38
应收票据及应收账款	1,029.41	846.05	1,509.07	1,320.66	1,875.60	营业成本	16,138.92	18,371.64	18,649.43	20,583.74	22,424.86
预付账款	306.83	356.70	1,042.34	101.44	1,362.73	营业税金及附加	100.81	77.41	108.83	89.91	131.62
存货	5,185.00	6,805.71	5,627.24	7,951.25	6,920.22	营业费用	654.37	709.24	783.43	824.44	922.72
其他	1,591.26	2,244.88	2,018.95	2,491.11	2,286.96	管理费用	611.80	632.14	654.87	739.77	829.54
流动资产合计	10,456.43	11,227.47	11,289.04	13,278.94	14,622.79	研发费用	54.02	41.00	63.54	70.34	95.90
长期股权投资	1.54	1.53	1.53	1.53	1.53	财务费用	101.94	176.58	199.99	187.86	243.30
固定资产	4,030.70	3,830.87	3,596.14	3,348.57	3,063.93	资产减值损失	(36.68)	(377.85)	0.00	0.00	0.00
在建工程	100.23	208.46	161.08	144.65	116.79	公允价值变动收益	9.20	(40.08)	(20.47)	(7.71)	(0.86)
无形资产	877.10	829.15	734.42	642.71	550.24	投资净收益	52.61	17.15	10.00	8.00	5.00
其他	658.60	1,429.05	1,426.92	1,409.25	1,395.80	其他	(67.98)	769.59	20.94	(0.57)	(8.28)
非流动资产合计	5,668.17	6,299.06	5,920.10	5,546.71	5,128.30	营业利润	805.84	752.35	1,358.40	1,759.09	2,115.57
资产总计	16,124.60	17,526.53	17,209.14	18,825.65	19,751.09	营业外收入	38.96	28.79	20.00	20.00	20.00
短期借款	3,636.24	1,639.82	2,279.50	1,750.00	1,800.00	营业外支出	55.46	41.29	73.11	56.62	57.01
应付票据及应付账款	2,285.47	2,418.70	2,243.65	2,964.61	2,675.56	利润总额	789.33	739.85	1,305.29	1,722.47	2,078.57
其他	1,806.59	2,895.94	3,021.43	3,130.62	3,313.78	所得税	178.22	182.02	307.67	406.40	497.45
流动负债合计	7,728.30	6,954.47	7,544.58	7,845.23	7,789.34	净利润	611.11	557.83	997.63	1,316.07	1,581.12
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	少数股东损益	31.53	28.68	51.38	67.72	81.40
应付债券	0.00	1,196.25	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净利润	579.58	529.15	946.25	1,248.35	1,499.72
其他	200.98	200.12	200.55	200.34	200.44	每股收益(元)	0.27	0.25	0.44	0.58	0.70
非流动负债合计	200.98	1,396.37	200.55	200.34	200.44						
负债合计	7,929.28	8,350.84	7,745.13	8,045.57	7,989.78						
少数股东权益	128.03	160.51	211.89	279.61	361.01	主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
股本	2,138.85	2,138.85	2,138.85	2,138.85	2,138.85	成长能力					
资本公积	4,643.85	4,629.22	4,629.22	4,629.22	4,629.22	营业收入	5.20%	14.68%	3.31%	11.11%	10.33%
留存收益	6,222.67	6,469.82	7,113.27	8,361.62	9,261.45	营业利润	-3.94%	-6.64%	80.56%	29.50%	20.27%
其他	(4,938.08)	(4,222.70)	(4,629.22)	(4,629.22)	(4,629.22)	归属于母公司净利润	15.04%	-8.70%	78.83%	31.93%	20.14%
股东权益合计	8,195.32	9,175.69	9,464.01	10,780.08	11,761.31	获利能力					
负债和股东权益总计	16,124.60	17,526.53	17,209.14	18,825.65	19,751.09	毛利率	12.41%	13.05%	14.57%	15.14%	16.20%
						净利率	3.15%	2.50%	4.33%	5.15%	5.60%
						ROE	7.18%	5.87%	10.23%	11.89%	13.16%
						ROIC	8.14%	7.63%	12.21%	15.85%	18.17%
						偿债能力					
						资产负债率	49.18%	47.65%	45.01%	42.74%	40.45%
						净负债率	15.77%	20.29%	12.55%	3.11%	-3.21%
						流动比率	1.35	1.61	1.50	1.69	1.88
						速动比率	0.68	0.64	0.75	0.68	0.99
						营运能力					
						应收账款周转率	17.15	22.53	18.54	17.14	16.74
						存货周转率	4.28	3.52	3.51	3.57	3.60
						总资产周转率	1.16	1.26	1.26	1.35	1.39
						每股指标(元)					
						每股收益	0.27	0.25	0.44	0.58	0.70
						每股经营现金流	0.50	0.47	0.65	0.42	0.65
						每股净资产	3.77	4.21	4.33	4.91	5.33
						估值比率					
						市盈率	35.24	38.60	21.59	16.36	13.62
						市净率	2.53	2.27	2.21	1.95	1.79
						EV/EBITDA	13.67	10.27	11.44	9.05	7.38
						EV/EBIT	18.88	12.66	13.19	10.17	8.13

现金流量表(百万元)					
	2019	2020	2021E	2022E	2023E
净利润	611.11	557.83	946.25	1,248.35	1,499.72
折旧摊销	393.14	406.47	238.99	241.77	241.77
财务费用	269.88	238.94	199.99	187.86	243.30
投资损失	(52.61)	(17.15)	(10.00)	(8.00)	(5.00)
营运资金变动	(267.01)	(635.92)	(6.08)	(827.12)	(677.03)
其它	117.76	460.73	30.91	60.01	80.54
经营活动现金流	1,072.27	1,010.91	1,400.06	902.86	1,383.30
资本支出	22.14	70.32	(138.28)	(113.73)	(163.30)
长期投资	(341.25)	(0.00)	0.00	0.00	0.00
其他	(418.17)	(1,170.87)	321.43	251.27	336.00
投资活动现金流	(737.28)	(1,100.56)	183.15	137.53	172.70
债权融资	3,636.24	2,836.08	2,279.50	1,750.00	1,800.00
股权融资	61.08	510.34	(605.68)	(187.04)	(242.49)
其他	(4,253.15)	(4,612.24)	(3,139.69)	(2,280.31)	(2,350.71)
筹资活动现金流	(555.84)	(1,265.82)	(1,465.88)	(717.35)	(793.19)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(220.84)	(1,355.47)	117.32	323.04	762.80

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