

# 中粮糖业 (600737)

证券研究报告

2021年04月27日

## 21Q1 营收创历史新高，大量备货+糖价上行奠定全年高增长基础

事件：公司发布 2021 第一季度报，21Q1 公司实现营收 42.27 亿元，同比增 50.70%；归母净利润 2.01 亿元，同比增 51.39%。

## 21Q1 营收创历史一季新高，大量备货或奠定全年高增长延续基础

从财报来看，公司 21Q1 营收首次突破 40 亿元，实现大幅增加的原因：食糖加大销售力度，销量同比增加弥补了糖价下跌的不利影响，从而使收入同比增加；归母净利润提升主要受益于营收提振毛利增加，同时投资收益中远期合约平仓受益同比增加，也贡献了 0.43 亿元。同时我们注意到，经营现金流量净额 21Q1 为-19.88 亿元，较上年同期变动率达-434.83%，主要因食糖集中采购支出同比增加。我们认为，由于 Q1 为新糖上市、3 月为用糖淡季，国内糖价相对较低，此时公司进行食糖采购大量增长或意味着为本年度后三季度储备低价存货，公司此举为本年度经营业务良好开展和优化本年度盈利能力打下坚实基础。

## 进入 2021 年 4 月，内外糖价走势向好，有望为公司业绩带来良好弹性

4 月以来，国际：ICE 原糖自 14.70 美分/磅低点快速上升至 17.16 美分/磅，1 个月内涨幅超 16%；国内：郑糖指数从 5270 低点持续攀升至 5510 以上，单吨价格增长超 200 元/吨。**我们认为，国内外糖价上涨的支撑主要来自：1) 巴西**，由于美元兑雷亚尔进入震荡市，原油价格在 60 美元/桶上徘徊，糖醇比的恢复给糖产量下行提供了一定支撑；**2) 印度**，受到疫情复发并较过往更为严重的影响，糖生产和出口进度或将因人财物力的缺失受到挤兑。我国作为糖进口国，糖价仍然收到全球糖价的影响，同时结合历史国内生产周期来看，国内糖价保持上行可能性大。

**公司是我国糖业绝对龙头**，2020 年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外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。同时，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，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，为公司炼糖业务业绩稳步增长提供了支撑；公司也是我国自产糖龙头，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。

**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。预计 2021-2023 年公司实现营收 218.29/242.55/267.59 亿元，实现净利润 9.46/12.48/15.00 亿元，对应 EPS 0.44/0.58/0.70 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)	34.32	37.59	21.02	15.93	13.26
市净率(P/B)	2.47	2.21	2.15	1.89	1.74
市销率(P/S)	1.08	0.94	0.91	0.82	0.74
EV/EBITDA	13.67	10.27	11.14	8.80	7.17

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	9.3 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)	19,891.29
流通 A 股市值(百万元)	19,633.22
每股净资产(元)	4.39
资产负债率(%)	50.51
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-年报点评报告: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》 2021-04-20
- 《中粮糖业-公司深度研究:探究商业模式+前瞻白糖走势，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

## 财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
货币资金	2,343.93	974.12	1,091.45	1,414.48	2,177.29
应收票据及应收账款	1,029.41	846.05	1,509.07	1,320.66	1,875.60
预付账款	306.83	356.70	1,042.34	101.44	1,362.73
存货	5,185.00	6,805.71	5,627.24	7,951.25	6,920.22
其他	1,591.26	2,244.88	2,018.95	2,491.11	2,286.96
<b>流动资产合计</b>	<b>10,456.43</b>	<b>11,227.47</b>	<b>11,289.04</b>	<b>13,278.94</b>	<b>14,622.79</b>
长期股权投资	1.54	1.53	1.53	1.53	1.53
固定资产	4,030.70	3,830.87	3,596.14	3,348.57	3,063.93
在建工程	100.23	208.46	161.08	144.65	116.79
无形资产	877.10	829.15	734.42	642.71	550.24
其他	658.60	1,429.05	1,426.92	1,409.25	1,395.80
<b>非流动资产合计</b>	<b>5,668.17</b>	<b>6,299.06</b>	<b>5,920.10</b>	<b>5,546.71</b>	<b>5,128.30</b>
<b>资产总计</b>	<b>16,124.60</b>	<b>17,526.53</b>	<b>17,209.14</b>	<b>18,825.65</b>	<b>19,751.09</b>
短期借款	3,636.24	1,639.82	2,279.50	1,750.00	1,800.00
应付票据及应付账款	2,285.47	2,418.70	2,243.65	2,964.61	2,675.56
其他	1,806.59	2,895.94	3,021.43	3,130.62	3,313.78
<b>流动负债合计</b>	<b>7,728.30</b>	<b>6,954.47</b>	<b>7,544.58</b>	<b>7,845.23</b>	<b>7,789.34</b>
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	1,196.25	0.00	0.00	0.00
其他	200.98	200.12	200.55	200.34	200.44
<b>非流动负债合计</b>	<b>200.98</b>	<b>1,396.37</b>	<b>200.55</b>	<b>200.34</b>	<b>200.44</b>
<b>负债合计</b>	<b>7,929.28</b>	<b>8,350.84</b>	<b>7,745.13</b>	<b>8,045.57</b>	<b>7,989.78</b>
少数股东权益	128.03	160.51	211.89	279.61	361.01
股本	2,138.85	2,138.85	2,138.85	2,138.85	2,138.85
资本公积	4,643.85	4,629.22	4,629.22	4,629.22	4,629.22
留存收益	6,222.67	6,469.82	7,113.27	8,361.62	9,261.45
其他	(4,938.08)	(4,222.70)	(4,629.22)	(4,629.22)	(4,629.22)
<b>股东权益合计</b>	<b>8,195.32</b>	<b>9,175.69</b>	<b>9,464.01</b>	<b>10,780.08</b>	<b>11,761.31</b>
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>16,124.60</b>	<b>17,526.53</b>	<b>17,209.14</b>	<b>18,825.65</b>	<b>19,751.09</b>

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
<b>经营活动现金流</b>	<b>1,072.27</b>	<b>1,010.91</b>	<b>1,400.06</b>	<b>902.86</b>	<b>1,383.30</b>
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
<b>投资活动现金流</b>	<b>(737.28)</b>	<b>(1,100.56)</b>	<b>183.15</b>	<b>137.53</b>	<b>172.70</b>
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)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(555.84)</b>	<b>(1,265.82)</b>	<b>(1,465.88)</b>	<b>(717.35)</b>	<b>(793.19)</b>
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>现金净增加额</b>	<b>(220.84)</b>	<b>(1,355.47)</b>	<b>117.32</b>	<b>323.04</b>	<b>762.80</b>

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>18,424.83</b>	<b>21,129.16</b>	<b>21,828.95</b>	<b>24,254.85</b>	<b>26,759.38</b>
营业成本	16,138.92	18,371.64	18,649.43	20,583.74	22,424.86
营业税金及附加	100.81	77.41	108.83	89.91	131.62
营业费用	654.37	709.24	783.43	824.44	922.72
管理费用	611.80	632.14	654.87	739.77	829.54
研发费用	54.02	41.00	63.54	70.34	95.90
财务费用	101.94	176.58	199.99	187.86	243.30
资产减值损失	(36.68)	(377.85)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	9.20	(40.08)	(20.47)	(7.71)	(0.86)
投资净收益	52.61	17.15	10.00	8.00	5.00
其他	(67.98)	769.59	20.94	(0.57)	(8.28)
<b>营业利润</b>	<b>805.84</b>	<b>752.35</b>	<b>1,358.40</b>	<b>1,759.09</b>	<b>2,115.57</b>
营业外收入	38.96	28.79	20.00	20.00	20.00
营业外支出	55.46	41.29	73.11	56.62	57.01
<b>利润总额</b>	<b>789.33</b>	<b>739.85</b>	<b>1,305.29</b>	<b>1,722.47</b>	<b>2,078.57</b>
所得税	178.22	182.02	307.67	406.40	497.45
<b>净利润</b>	<b>611.11</b>	<b>557.83</b>	<b>997.63</b>	<b>1,316.07</b>	<b>1,581.12</b>
少数股东损益	31.53	28.68	51.38	67.72	81.40
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>579.58</b>	<b>529.15</b>	<b>946.25</b>	<b>1,248.35</b>	<b>1,499.72</b>
每股收益(元)	0.27	0.25	0.44	0.58	0.70

主要财务比率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入	5.20%	14.68%	3.31%	11.11%	10.33%
营业利润	-3.94%	-6.64%	80.56%	29.50%	20.27%
归属于母公司净利润	15.04%	-8.70%	78.83%	31.93%	20.14%
<b>获利能力</b>					
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%
<b>偿债能力</b>					
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
<b>营运能力</b>					
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
<b>每股指标(元)</b>					
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
<b>估值比率</b>					
市盈率	34.32	37.59	21.02	15.93	13.26
市净率	2.47	2.21	2.15	1.89	1.74
EV/EBITDA	13.67	10.27	11.14	8.80	7.17
EV/EBIT	18.88	12.66	12.85	9.90	7.91

### 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