

中粮糖业 (600737)

证券研究报告

2021年08月29日

上半年业绩稳定增长，预计下半年国内糖价继续上行

事件：公司发布 2021 年半年报，2021 年上半年实现营收 111.76 亿元，同比增 28.17%，归母净利润 4.51 亿元，同比增 5.29%；第二季度实现营收 69.49 亿元，环比增 64.41%，同比增 17.49%，归母净利润 2.50 亿元，环比增 24.39%，同比降 15.42%。

紧抓国内糖业转型升级机遇，炼糖产能扩大为利润可持续增长奠定基础

公司作为国内食糖进口的主渠道，也是主要的食糖进口贸易商，近年来随国内糖业的发展趋势，也在持续推进自身的转型升级，使产业领域更宽、附加值更高、产业链条更长。结合 2021 年半年报中公司对商业模式的描述，我们试对公司营收和利润结构进行了拆分，我们认为：2021 年上半年，从营收结构来看，食糖贸易仍为第一大营收贡献主力，其次为炼糖、再次为自产糖、最后为番茄；而从利润结构来看，炼糖为第一大利润贡献主力，其次为食糖贸易、再次为自产糖、最后为番茄。我们认为，形成营收与利润结构差异的原因或来自公司对炼糖环节的持续加码。精炼糖作为使用“两步法”由原糖加工而来的食糖制品，其品质高于国内采用“一步法”由甘蔗直接制造的白糖，也因此拥有更高附加值。截至 2021 年半年报，公司合计拥有炼糖产能 190 万吨/年（含 20 万吨在建）。我们认为，随国内糖业转型升级，公司在高品质精炼糖环节的产能及资源优势将逐渐转化为业绩，为利润可持续增长奠定基础。

预计 2021 年下半年国内供需缺口或将增大，内糖价格继续上行

2021 上半年，国内外糖价延续自 2020 年 4 月以来的涨价趋势，国际原糖期货价格自 9.37 美分/磅最高涨至 20.23 美分/磅，最大涨幅达 116%；国内白糖期货价格自 5199 元/吨最高涨至 5723 元/吨，区间最大涨幅 15%。我们判断，内糖价格呈现当前走势，或与进口原糖库存消耗进展相关。根据公司半年报，国际食糖价格整体呈现震荡上行走势的原因受食糖主产国减产以及乙醇价格持续上涨等影响，同时国内甜菜种植面积受竞争作物比较优势影响有所缩减，预计今年国内制糖产量将小幅下降，供需缺口有增大趋势。由此可见，随库存消耗进入供不应求的阶段，国内随国际价格联动程度有望增大，内糖价格有望进入快速增长阶段，这也将在公司目前业务的基础上带来更大利润弹性。

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：项目建设进展不及预期、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)	33.47	36.66	20.50	15.54	12.94
市净率(P/B)	2.40	2.15	2.10	1.85	1.70
市销率(P/S)	1.05	0.92	0.89	0.80	0.72
EV/EBITDA	13.67	10.27	10.87	8.58	6.98

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	9.07 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)	19,399.35
流通 A 股市值(百万元)	19,147.67
每股净资产(元)	4.59
资产负债率(%)	49.38
一年内最高/最低(元)	11.65/8.12

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:上半年炼糖业务高开工率有望持续，2023 年炼糖产能或破 200 万吨!》 2021-06-25
- 《中粮糖业-季报点评: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》 2021-04-27
- 《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

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	33.47	36.66	20.50	15.54	12.94
						市净率	2.40	2.15	2.10	1.85	1.70
						EV/EBITDA	13.67	10.27	10.87	8.58	6.98
						EV/EBIT	18.88	12.66	12.54	9.64	7.70

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 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