

公司研究

业绩稳增长，炼糖产能提升

——中粮糖业（600737.SH）2021年中报点评

要点

事件：

公司发布2021年中报，实现营业收入111.76亿元，同比增长28.17%；归母净利润4.51亿元，同比增长5.29%。食糖销量增长推动业绩稳增长。

点评：国内糖价低位，公司销量高增

上半年公司食糖业务实现销售收入104.75亿元，创历史同期最好水平。虽然国内糖价从低位回升，但均价同比依然下降，公司食糖业务表现较好的主要原因是：1) 食糖销量同比增长较快，弥补了食糖市场销价同比下降及公铁路运费同比上涨的不利因素；2) 公司期现结合较好，抓住年初国际原糖价格低点机会，实现低成本原糖采购。

国内糖价趋势向好，公司持续扩大规模优势

虽然国内食糖工业库存高位，依然制约着国内糖价上行空间。但甜菜种植面积缩减、下游需求恢复等多因素作用下，2021/22新榨季国内食糖供需形势好转，国内糖价不具备大幅下行空间。同时南巴西干旱及霜冻等天气，南巴西糖产量预期不断下修，国际原糖价格攀升，将对国内糖价有一定带动作用。

公司在食糖领域规模优势明显，且不断扩大产能。1) 公司是国内最大的食糖进口贸易商之一，食糖业务年经营量达300万吨以上，占全国消费总量的21%；2) 在国内有70万吨/年的制糖能力；在国外自有30万吨/年的制糖能力；3) 在港口炼糖领域，上半年北海糖业“两步法”项目按计划稳步推进，将在今年投产运营，届时公司在港口炼糖能力将达190万吨/年；同时公司拟建设曹妃甸精炼糖生产线，项目将在2023年达产，公司的炼糖产能将再度提升15万吨/年。

盈利预测、估值与评级：

糖价内弱外强，进口糖利润小于预期，故我们下调公司2021-2022年净利润预测为7.80亿、8.94亿（下调42%、45%）；同时新增2023年净利润预测为10.12亿。公司2021-2023年EPS分别为0.36元、0.42元和0.47元。持续看好公司，维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动风险，政策风险，产能建设缓慢风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入（百万元）	18,425	21,129	22,994	25,432	27,517
营业收入增长率	5.20%	14.68%	8.83%	10.60%	8.20%
净利润（百万元）	580	529	780	894	1,012
净利润增长率	15.04%	-8.70%	47.38%	14.58%	13.23%
EPS（元）	0.27	0.25	0.36	0.42	0.47
ROE（归属母公司）（摊薄）	7.18%	5.87%	8.13%	8.82%	9.40%
P/E	36	39	27	23	21
P/B	2.6	2.3	2.2	2.1	1.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021-09-01

买入（维持）

当前价：9.72元

作者

分析师：王琦

执业证书编号：S0930517120001

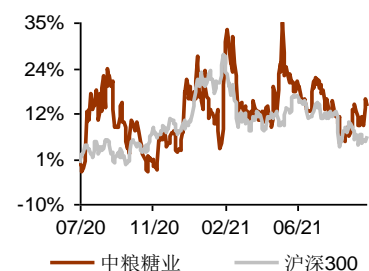
021-52523836

wangqi16@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	21.39
总市值(亿元)	207.90
一年最低/最高(元)	8.06/11.56
近3月换手率	81.31%

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	8.67	3.22	-8.85
绝对	7.37	-3.97	-7.60

资料来源：Wind

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	18,425	21,129	22,994	25,432	27,517
营业成本	16,139	18,372	20,265	22,332	24,098
折旧和摊销	388	394	404	425	446
税金及附加	101	77	126	140	151
销售费用	654	709	828	890	963
管理费用	612	632	782	814	881
研发费用	54	41	34	38	41
财务费用	102	177	67	69	90
投资收益	53	17	60	65	65
营业利润	806	752	1,076	1,231	1,377
利润总额	789	740	1,058	1,211	1,355
所得税	178	182	238	272	305
净利润	611	558	820	939	1,050
少数股东损益	32	29	40	45	38
归属母公司净利润	580	529	780	894	1,012
EPS(元)	0.27	0.25	0.36	0.42	0.47

现金流量表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经营活动现金流	1,072	1,011	3,160	643	1,423
净利润	580	529	780	894	1,012
折旧摊销	388	394	404	425	446
净营运资金增加	1,061	712	-1,703	1,009	343
其他	-956	-624	3,679	-1,685	-378
投资活动产生现金流	-737	-1,101	-424	-385	-385
净资本支出	-343	-299	-400	-400	-420
长期投资变化	2	2	0	0	0
其他资产变化	-396	-804	-24	15	35
融资活动现金流	-556	-1,266	-951	34	-787
股本变化	87	0	0	0	0
债务净变化	-298	-800	-724	412	-364
无息负债变化	215	1,222	1,047	164	165
净现金流	-216	-1,368	1,785	293	250

主要指标

盈利能力 (%)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
毛利率	12.4%	13.1%	11.9%	12.2%	12.4%
EBITDA 率	7.3%	10.1%	5.3%	6.6%	6.7%
EBIT 率	5.2%	8.2%	3.6%	4.9%	5.1%
税前净利润率	4.3%	3.5%	4.6%	4.8%	4.9%
归母净利润率	3.1%	2.5%	3.4%	3.5%	3.7%
ROA	3.8%	3.2%	4.4%	4.8%	5.2%
ROE (摊薄)	7.2%	5.9%	8.1%	8.8%	9.4%
经营性 ROIC	6.4%	10.9%	6.2%	8.6%	9.5%

偿债能力	2019	2020	2021E	2022E	2023E
资产负债率	49%	48%	47%	47%	45%
流动比率	1.35	1.61	1.68	1.72	1.84
速动比率	0.68	0.64	0.84	0.85	0.94
归母权益/有息债务	2.22	3.18	4.54	4.01	4.98
有形资产/有息债务	4.05	5.75	8.17	7.30	8.75

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
总资产	16,125	17,527	18,472	19,629	20,105
货币资金	2,344	974	2,759	3,052	3,302
交易性金融资产	3	28	28	28	28
应收帐款	955	838	1,255	1,464	1,637
应收票据	74	8	0	0	0
其他应收款 (合计)	1,033	1,317	644	636	661
存货	5,185	6,806	6,080	6,700	6,747
其他流动资产	527	359	365	377	390
流动资产合计	10,456	11,227	12,137	13,310	13,806
其他权益工具	60	61	61	61	61
长期股权投资	2	2	2	2	2
固定资产	4,031	3,831	3,918	3,943	3,955
在建工程	98	206	123	82	53
无形资产	877	829	813	796	780
商誉	359	174	174	174	174
其他非流动资产	0	0	23	23	23
非流动资产合计	5,668	6,299	6,335	6,319	6,298
总负债	7,929	8,351	8,674	9,250	9,052
短期借款	3,636	1,640	916	1,328	965
应付账款	1,855	2,125	2,027	1,787	1,446
应付票据	431	294	709	782	843
预收账款	529	0	460	560	715
其他流动负债	-2	123	217	339	443
流动负债合计	7,728	6,954	7,223	7,749	7,509
长期借款	0	0	0	0	0
应付债券	0	1,196	1,196	1,196	1,196
其他非流动负债	80	96	134	183	224
非流动负债合计	201	1,396	1,450	1,501	1,543
股东权益	8,195	9,176	9,798	10,379	11,053
股本	2,139	2,139	2,139	2,139	2,139
公积金	4,904	4,983	5,061	5,150	5,252
未分配利润	1,318	1,487	2,018	2,494	3,029
归属母公司权益	8,067	9,015	9,597	10,133	10,769
少数股东权益	128	161	201	246	284

费用率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
销售费用率	3.55%	3.36%	3.60%	3.50%	3.50%
管理费用率	3.32%	2.99%	3.40%	3.20%	3.20%
财务费用率	0.55%	0.84%	0.29%	0.27%	0.33%
研发费用率	0.29%	0.19%	0.15%	0.15%	0.15%
所得税率	23%	25%	23%	23%	23%

每股指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
每股红利	0.13	0.08	0.15	0.18	0.20
每股经营现金流	0.50	0.47	1.48	0.30	0.67
每股净资产	3.77	4.21	4.49	4.74	5.04
每股销售收入	8.61	9.88	10.75	11.89	12.87

估值指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
PE	36	39	27	23	21
PB	2.6	2.3	2.2	2.1	1.9
EV/EBITDA	18.2	12.0	19.0	14.2	12.6
股息率	1.3%	0.8%	1.6%	1.8%	2.0%

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE