

中粮糖业 (600737)

证券研究报告

2021 年 11 月 01 日

净利连续三个季度环比增长，预计国内糖价有望继续上行！

事件：公司发布 2021 年第三季度报告。2021 年 1-3 季度，公司合计实现营业收入 180.31 亿元，同比增 26.02%，归母净利润 7.51 亿元，同比降 0.83%；其中第三季度实现营业收入 68.55 亿元，同比增 22.66%，归母净利润 3.00 亿元，环比增 19.95%，同比降 8.80%。

公司业绩超预期！自 2020 第四季度以来，已连续三个季度实现环比增长

我们于 2021 年半年报点评中，曾试对公司营收和利润结构进行拆分，从利润结构来看，**炼糖业务为公司第一利润贡献主力**。炼糖业务使用“两步法”，将进口原糖加工为精炼糖。因此，该业务营收与国内糖价变动趋势相关性高，而成本与国际原糖价格变动趋势相关性高。国际原糖价格自 2020 年 4 月以来一路上行，其涨幅大幅高于国内糖价涨幅。在这一背景下，公司炼糖业务作为利润贡献主力，仍使净利润连续三个季度实现环比增长，可见公司商情研发能力持续提升并运作良好。根据公司 2020 年年报，公司预算 2021 年度营业收入 215 亿元，利润总额 8.50 亿元；根据我们于 2021 年 4 月 27 日发布的报告《21Q1 营收创历史新高，大量备货+糖价上行奠定全年高速增长基础》中做出的最新版盈利预测，我们预计公司 2021 年实现营收 218 亿元，归母净利润 9.5 亿元。综上所述，我们认为公司截至三季度业绩已经超预期，**全年业绩有望符合预期，同时超预期可能性提升。**

国内白糖新周期或于近月开启，预计内糖价格有望继续上行！

根据中国期货业协会出版的《白糖期货》数据，我们将过往十余年内糖期货价格、国内历史糖价格周期与生产周期对应，当前时点属于 15/16 榨季开启的糖周期中第 6 个榨季末。我国糖周期的概念是个后验性的总结概念，而非具有前瞻性的规律。历史上受到国际糖市、天气等多种因素的影响，一个完整的糖周期在 5 到 6 个榨季不等，其中糖供给量的减少也伴随着糖价的上涨。根据本次周期情况来看，**2021 年有望成为新周期开启的第一年。同时结合国内糖价走势，郑糖指数与今年年初约 5300 相比，至 10 月已近 6100，这意味着白糖每吨价格自年初至今已上涨约 800 元。**内糖价格的上涨对公司各类糖业务业绩均可带来不同程度的利好，建议持续跟踪糖市变动。

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 年公司实现营业收入 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)	34.84	38.16	21.34	16.17	13.46
市净率(P/B)	2.50	2.24	2.18	1.92	1.77
市销率(P/S)	1.10	0.96	0.92	0.83	0.75
EV/EBITDA	13.67	10.27	11.31	8.94	7.29

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	9.66 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)	20,661.27
流通 A 股市值(百万元)	20,393.21
每股净资产(元)	4.84
资产负债率(%)	46.79
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：聚源数据

相关报告

- 《中粮糖业-半年报点评:上半年业绩稳定增长，预计下半年国内糖价继续上行》 2021-08-29
- 《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速增长基础》 2021-04-27

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
流动资产合计	10,456.43	11,227.47	11,289.04	13,278.94	14,622.79
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
非流动资产合计	5,668.17	6,299.06	5,920.10	5,546.71	5,128.30
资产总计	16,124.60	17,526.53	17,209.14	18,825.65	19,751.09
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
流动负债合计	7,728.30	6,954.47	7,544.58	7,845.23	7,789.34
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
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
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)
股东权益合计	8,195.32	9,175.69	9,464.01	10,780.08	11,761.31
负债和股东权益总计	16,124.60	17,526.53	17,209.14	18,825.65	19,751.09

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

利润表(百万元)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	18,424.83	21,129.16	21,828.95	24,254.85	26,759.38
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)
营业利润	805.84	752.35	1,358.40	1,759.09	2,115.57
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
利润总额	789.33	739.85	1,305.29	1,722.47	2,078.57
所得税	178.22	182.02	307.67	406.40	497.45
净利润	611.11	557.83	997.63	1,316.07	1,581.12
少数股东损益	31.53	28.68	51.38	67.72	81.40
归属于母公司净利润	579.58	529.15	946.25	1,248.35	1,499.72
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
成长能力					
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%
获利能力					
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	34.84	38.16	21.34	16.17	13.46
市净率	2.50	2.24	2.18	1.92	1.77
EV/EBITDA	13.67	10.27	11.31	8.94	7.29
EV/EBIT	18.88	12.66	13.04	10.05	8.03

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	上海市虹口区北外滩国际 客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 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