

买入

# 中粮糖业 (600737. SH)

国内食糖行业龙头，2022 年 1-2 月业绩稳步增长

## ◆ 公司研究 · 公司快评

## ◆ 农林牧渔 · 农产品加工

## ◆ 投资评级: 买入(调高评级)

证券分析师: 鲁家瑞 021-61761016 lujiarui@guosen.com.cn 执证编码: S0980520110002  
联系人: 李瑞楠 021-60893308 liruinan@guosen.com.cn

### 事项:

公司公告: 经公司初步核算, 2022 年 1 至 2 月, 公司实现营业收入 34.65 亿元左右, 同比增长 18%左右; 实现归属于上市公司股东的净利润 1.65 亿元左右, 同比增长 25%左右。

**国信农业观点:** 1) 公司是国内食糖行业龙头, 2022 年 1-2 月业绩受益管理效率提升及糖价景气上行实现稳步增长。2) 公司依托于大股东中粮集团在食糖进口配额、客户资源、资金等方面的优势, 以产供销高度一体化为经营理念, 聚焦食糖主业, 形成了上游原材料供应、中游生产加工、下游市场营销的运营体, 从源头确保食糖产品品质, 降低整体运营成本, 龙头优势明显。3) 国内食糖产量下滑, 供需缺口持续存在, 受配额外进口成本驱动, 糖价将紧随国际糖价蓄力周期反转, 对后续价格保持乐观, 公司作为龙头或最为受益糖价景气向上。4) 公司在食糖行业龙头地位稳固, 管理能力不断提升, 未来长期看好, 维持“买入”评级。考虑到未来 2 年糖价高景气有望延续, 我们上调公司 21-23 年归母净利至 9.9/12.9/13.9 亿元(此前 9.8/11.9/13.7 亿元), 对应 PE 18/14/13x。

### 评论:

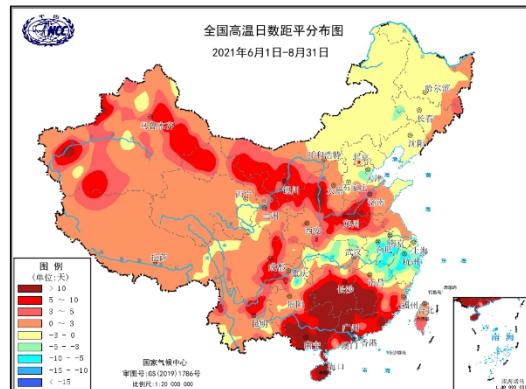
#### ◆ 公司 22 年 1-2 月业绩稳步增长, 归母净利同比增速接近 25%

据公司公告, 经初步核算, 2022 年 1 至 2 月, 公司实现营业收入 34.65 亿元左右, 同比增长 18%左右; 实现归属于上市公司股东的净利润 1.65 亿元左右, 同比增长 25%左右, 业绩表现亮眼。我们认为公司业绩增长主要系一方面, 公司持续优化产业链供给结构, 全面提升运营效率; 另一方面, 国内糖价维持高景气, 2022 年 1-2 月的价格较 2021 年同期实现明显增长。据最新的糖价数据显示, 2022 年 3 月 11 号公布的郑糖指数达 5880.1, 较 2022 年初增长 2.3%, 较 2021 年同期增长 8.5%

2020 年以来国际糖价维持高景气, 由于当前国内白糖进口依赖度较高, 进口量占国内总消费量的比例接近 30%, 且国内食糖供需缺口较大, 自 2021 年 6 月入夏以来, 我国南部甘蔗产区呈现出旱涝并重的气象特征, 影响食糖产量, 从农业部 2 月份公布的《中国农产品供需形势分析》来看, 2021/22 年度国内食糖需求基本不变, 但产量和进口量分别下降 6% 和 29%, 国内供需缺口变为 111 万吨(2020/2021 年为盈余 138 万吨), 因此国内糖价也随国际糖价保持高景气。此外, 考虑到当前俄乌局势尚不明朗, 石油价格高企, 可能会促进燃料乙醇需求提升, 由此将提高糖产国在新榨季乙醇用蔗比例, 从而挤压全球糖产品产量, 我们对未来的 2 年糖价依然保持乐观态度。公司作为国内食糖行业的龙头企业, 或最为受益食糖价格景气向上。

**图1：2022年以来国内糖价紧随国际糖价持续增长**


资料来源：WIND，国信证券经济研究所整理

**图2：2021年夏季，广西、广州等甘蔗产区高温明显**


资料来源：国家气候中心，国信证券经济研究所整理

### ◆ 公司是国内食糖行业龙头，大股东中粮集团实力雄厚

公司是中粮集团控股的食糖专业化公司，核心业务为食糖产业和番茄加工，其食糖业务拥有国内外制糖（自产糖）、食糖进口及港口炼糖（加工糖）、国内食糖销售和贸易（贸易糖）、食糖仓储及物流的全产业链发展模式。2020年，公司食糖销售量达112.4万吨，同比下降4.01%，实现营业收入211.3亿元，同比增长14.7%，归母净利润5.3亿元，同比减少8.7%。依托于中粮集团在食糖进口配额、客户资源、资金等方面的优势，公司以产供销高度一体化为经营理念，聚焦食糖主业，形成了上游原材料供应、中游生产加工、下游市场营销的运营体，从源头确保食糖产品品质，降低整体运营成本。

### ◆ 管理优势+B2B销售模式打造糖商竞争壁垒，看好公司未来发展

公司不断提升市场化经营能力和精益管理能力，推动技改项目落地，降本增效成果显现，2020年公司产能利用率为66%，显著高于行业水平，吨糖营业成本同比下降22%。相比于其他上市糖企，公司销售+管理的费用率在行业内较低，且与亿滋、嘉吉、雀巢、蒙牛、可口可乐等国内外知名食品饮料企业保持了长期的合作关系，食糖业务年经营量占全国消费总量21%，龙头地位稳固。

### ◆ 投资建议：国内食糖行业龙头，有望持续受益糖价高景气，维持“买入”评级

公司在食糖行业龙头地位稳固，管理能力不断提升，未来长期看好，维持“买入”评级。考虑到未来2年糖价高景气有望延续，我们上调公司21-23年归母净利至9.9/12.9/13.9亿元（此前9.8/11.9/13.7亿元），对应PE 18/14/13x。

### ◆ 风险提示

糖价波动风险，汇率变化风险，自然灾害对原料供应的风险。

## 附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2019	2020	2021E	2022E	2023E	利润表（百万元）	2019	2020	2021E	2022E	2023E
现金及现金等价物	2344	974	1770	900	1000	营业收入	18425	21129	21641	25546	27213
应收款项	2060	2162	2223	2699	2819	营业成本	16139	18372	18669	21970	23131
存货净额	5185	6806	5720	7303	7795	营业税金及附加	101	77	108	92	152
其他流动资产	864	1257	1515	1763	1850	销售费用	654	709	703	825	912
<b>流动资产合计</b>	<b>10456</b>	<b>11227</b>	<b>11256</b>	<b>12692</b>	<b>13694</b>	管理费用	612	632	682	748	877
固定资产	4131	4039	3937	3870	3849	研发费用	54	41	48	60	54
无形资产及其他	877	829	797	765	733	财务费用	102	177	85	94	124
投资性房地产	659	1429	1429	1429	1429	投资收益	53	17	0	0	0
长期股权投资	2	2	2	2	2	资产减值及公允价值变动	46	338	20	15	(30)
<b>资产总计</b>	<b>16125</b>	<b>17527</b>	<b>17420</b>	<b>18758</b>	<b>19706</b>	其他收入	(110)	(765)	(48)	(60)	(54)
短期借款及交易性金融负债	3636	1640	1800	1988	2738	营业利润	806	752	1366	1772	1932
应付款项	2285	2419	2433	2859	3011	营业外收支	(17)	(13)	0	2	1
其他流动负债	1807	2896	2502	2916	3069	<b>利润总额</b>	<b>789</b>	<b>740</b>	<b>1366</b>	<b>1774</b>	<b>1933</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>7728</b>	<b>6954</b>	<b>6734</b>	<b>7763</b>	<b>8975</b>	所得税费用	178	182	322	418	464
长期借款及应付债券	0	1196	1196	1196	1196	少数股东损益	32	29	53	69	75
其他长期负债	201	200	202	202	202	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>580</b>	<b>529</b>	<b>991</b>	<b>1287</b>	<b>1394</b>
<b>长期负债合计</b>	<b>201</b>	<b>1396</b>	<b>1398</b>	<b>1398</b>	<b>1398</b>	<b>现金流量表（百万元）</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>
<b>负债合计</b>	<b>7929</b>	<b>8351</b>	<b>8133</b>	<b>9161</b>	<b>10373</b>	<b>净利润</b>	<b>580</b>	<b>529</b>	<b>991</b>	<b>1287</b>	<b>1394</b>
少数股东权益	128	161	166	182	193	资产减值准备	(88)	339	5	(7)	(4)
股东权益	8067	9015	9121	9415	9626	折旧摊销	388	394	465	493	518
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>16125</b>	<b>17527</b>	<b>17420</b>	<b>18758</b>	<b>20192</b>	公允价值变动损失	(46)	(338)	(20)	(15)	30
						财务费用	102	177	85	94	124
<b>关键财务与估值指标</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021E</b>	<b>2022E</b>	<b>2023E</b>	营运资本变动	(1155)	(1326)	394	(1474)	(398)
每股收益	0.27	0.25	0.46	0.60	0.65	其它	103	(336)	1	23	15
每股红利	0.15	0.22	0.41	0.46	0.55	<b>经营活动现金流</b>	<b>(219)</b>	<b>(737)</b>	<b>1836</b>	<b>307</b>	<b>1512</b>
每股净资产	3.77	4.21	4.26	4.40	4.50	资本开支	0	(938)	(315)	(372)	(431)
ROIC	6%	9%	10%	12%	14%	其它投资现金流	(3)	(24)	0	0	0
ROE	7%	6%	11%	14%	14%	<b>投资活动现金流</b>	<b>338</b>	<b>(963)</b>	<b>(315)</b>	<b>(372)</b>	<b>(431)</b>
毛利率	12%	13%	14%	14%	15%	权益性融资	5	0	0	0	0
EBIT Margin	5%	6%	7%	7%	8%	负债净变化	0	0	0	0	0
EBITDA Margin	7%	8%	9%	9%	10%	支付股利、利息	(312)	(467)	(885)	(993)	(1184)
收入增长	5%	15%	2%	18%	7%	其它融资现金流	247	1264	160	188	750
净利润增长率	15%	-9%	87%	30%	8%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(372)</b>	<b>330</b>	<b>(725)</b>	<b>(804)</b>	<b>(434)</b>
资产负债率	50%	49%	48%	50%	52%	<b>现金净变动</b>	<b>(254)</b>	<b>(1370)</b>	<b>795</b>	<b>(870)</b>	<b>646</b>
息率	1.8%	2.7%	5.1%	5.7%	6.8%	货币资金的期初余额	2598	2344	974	1770	900
P/E	30.1	32.9	17.6	13.5	12.5	货币资金的期末余额	2344	974	1770	900	1546
P/B	2.2	1.9	1.9	1.9	1.8	企业自由现金流	0	(891)	1637	61	928
EV/EBITDA	20.2	15.2	13.5	11.3	10.7	权益自由现金流	0	372	1732	178	1583

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

# 免责声明

## 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

## 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户提供。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032