

评级：买入（维持）

市场价格：9.99 元

分析师：姚雪梅

执业证书编号：S0740522080005

电话：021-20315138

Email: yaoxm@zts.com.cn

分析师：王佳博

执业证书编号：S0740523010002

电话：021-20315125

Email: wangjb@zts.com.cn

分析师：严瑾

执业证书编号：S0740523010001

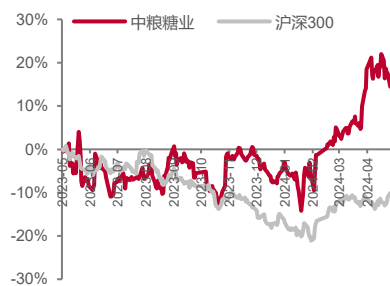
电话：021-20315125

Email: yanjin@zts.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	2,139
流通股本(百万股)	2,139
市价(元)	9.99
市值(百万元)	21,367
流通市值(百万元)	21,367

股价与行业-市场走势对比



相关报告

1、中粮糖业：涨声响起，估值起舞

公司盈利预测及估值

指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	26,439	33,114	33,419	36,032	39,914
增长率 yoy%	5%	25%	0.9%	7.8%	10.8%
净利润(百万元)	744	2,073	1,709	2,336	3,476
增长率 yoy%	43%	179%	-18%	37%	49%
每股收益(元)	0.35	0.97	0.80	1.09	1.63
每股现金流量	-0.03	0.41	1.49	1.12	1.69
净资产收益率	7%	18%	13%	15%	19%
P/E	28.7	10.3	12.5	9.1	6.1
P/B	2.0	1.8	1.7	1.4	1.2

备注：股价选取 2024 年 04 月 29 日收盘价

投资要点

- 事件：公司发布 2023 年年报及 24 年一季报。2023 年实现营收 331.14 亿元，同比+24.53%，归母净利润 20.73 亿元，同比+177.04%；其中 Q4 营收 92.4 亿元，同比+29.33%，归母净利润 6.33 亿元，同比+5386.33%。2024Q1 实现营收 78.12 亿元，同比+62.84%，归母净利润 4.4 亿元，同比+60.71%。业绩超预期。
- 2023 年公司食糖销售 119.29 万吨，营收 302.5 亿元；番茄销量 28.23 万吨，营收 26.4 亿元，皆创历史新高。EPS、净利率、ROE 皆创近 10 年同期新高，期间费用率创近 10 年新低，一季度存货较 2023 年末+6.5%。
- 《2023 年末利润分配方案公告》显示，公司拟向全体股东派发现金红利 1347474383.64 元（含税）。加上 2023 年中期已派发现金红利 513323574.72 元，公司 2023 年度拟派发现金红利约人民币 1860797958.36 元，约占公司 2023 年合并报表中归属于上市公司普通股股东净利润的 89.75%。
- 公司推出 C 端新品“屯河”丁丁立鲜季番茄丁、“中糖”猫不可言红糖巧克力，全新包装设计贴近年轻人审美，其中猫不可言将中国传统红糖和巧克力时尚风味完美结合，并成为 2024 年央视龙年春晚明星伴手礼。
- 2023 年食糖与番茄价格上涨带来显著业绩增量，打消了投资者对套期保值会制约业绩弹性的担忧；2023 年进口加工产能唐山糖业+辽宁糖业净利润合计 1.84 亿，创 2016 年以来次高，这是在配额外进口持续亏损背景下实现的；2024Q1 业绩同比大增，或一定程度与 2023 年末利用衍生品高价套保及远期预售有关；以上充分体现了公司商情研判及衍生品管理风险的优秀能力。
- 非标糖源无序进口是导致近两年进口利润亏损的核心原因。4 月 18 日，海关总署会同国家发展改革委、财政部、农业农村部、商务部、税务总局联合发布《关于调整海关特殊监管区域和区外加工贸易食糖管理措施的公告》，自 2024 年 7 月 1 日起，对海关特殊监管区域和区外加工贸易食糖的管理措施予以调整。22/23 榨季非标糖源（糖浆、预拌粉）进口 158.59 万吨，远高于之前的 112.67 万吨、80.84 万吨。22/23 榨季食糖进口量 389 万吨、远低于之前的 534 万吨、633 万吨。
- 预计还有更多配套措施出台，非标糖源规范管理有利于恢复进口利润。年报显示，中粮漳州 35 万吨原糖加工项目已基本完工，预计于 2024 年二季度试运行，公司精炼糖总产能提升至 235 万吨左右，受益于进口利润逐步恢复。
- 近半年国内外糖价出现调整，这与阶段性高价带来的供给增加有关，但调整后的低价

(海外 19 美分/磅、中国远期期货合约 6000 元/吨以下) 将再次抑制全球产能增加及出口国释放供给, 特别在亚洲主产国接连提高甘蔗收购价的背景下。国内期货价格已大部分反映熊市预期, 我们预计 2025 年年中前, 国内现货糖价将维持在 6000-7000 元/吨区间波动。

- **投资建议:** 国际糖价正处于新一轮周期牛市, 历史经验推算的牛市结束在 2027-2028 年, 国内万元糖价观点不变。伴随对外依存度的抬升, 我国糖价与国际市场的联动将更加紧密, 行业波动率加大考验国内制糖企业综合素质, 商业模式多样、具有优秀风险管理能力以及成长空间的企业估值将得到抬升。受到消费市场需求不足以及整体农产品重心下移, 当前国内糖价进入长牛的休整期, 番茄业务将进入阶段性宽松局面, 我们调整盈利预测, 预计 2024-2026 年营业收入分别为 334.2/360.3/399.1 亿元 (前值 24-25 年分别为 334.56/361.41 亿元); 归母净利润分别为 17.09/23.36/34.76 亿元 (前值 24-25 年分别为 17.77/28.01 亿元)。当前股价对应 PE 分别为 12.5/9.1/6.1。维持“买入”评级。
- **风险提示:** 国内外糖价下跌限制自产糖利润释放, 进口利润恢复不及预期, 番茄市场拓展遇瓶颈, 历史规律失效, 研究报告使用的公开资料可能存在信息滞后或更新不及时等风险。

盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E	会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	1,006	1,696	2,722	4,790	营业收入	33,114	33,419	36,032	39,914
应收票据	0	0	0	0	营业成本	28,442	29,311	30,902	33,041
应收账款	1,140	1,120	1,216	1,353	税金及附加	216	134	168	193
预付账款	374	884	920	805	销售费用	369	334	360	399
存货	9,679	9,191	9,674	10,323	管理费用	823	830	895	992
合同资产	0	0	0	0	研发费用	46	46	50	55
其他流动资产	3,499	2,982	3,297	3,758	财务费用	50	82	59	23
流动资产合计	15,699	15,872	17,829	21,029	信用减值损失	-16	25	15	8
其他长期投资	46	47	49	52	资产减值损失	589	438	472	500
长期股权投资	2	2	2	2	公允价值变动收益	-53	-14	-22	-30
固定资产	3,787	4,192	4,661	5,187	投资收益	14	56	59	43
在建工程	438	538	638	738	其他收益	36	54	54	48
无形资产	788	775	771	758	营业利润	2,595	2,316	3,202	4,764
其他非流动资产	720	414	406	404	营业外收入	19	26	26	23
非流动资产合计	5,780	5,966	6,526	7,139	营业外支出	46	39	38	41
资产合计	21,479	21,839	24,355	28,168	利润总额	2,568	2,303	3,190	4,746
短期借款	3,668	2,897	3,082	3,215	所得税	444	553	797	1,186
应付票据	31	594	659	705	净利润	2,124	1,750	2,393	3,560
应付账款	1,100	1,664	1,539	1,600	少数股东损益	50	41	57	84
预收款项	0	0	0	0	归属母公司净利润	2,074	1,709	2,336	3,476
合同负债	1,594	1,043	1,279	1,528	NOPLAT	2,165	1,812	2,437	3,577
其他应付款	1,999	1,381	1,514	1,631	EPS (按最新股本摊薄)	0.97	0.80	1.09	1.63
一年内到期的非流动负债	36	10	5	5					
其他流动负债	909	874	936	1,011					
流动负债合计	9,336	8,463	9,014	9,695					
长期借款	0	0	0	0					
应付债券	0	0	0	0					
其他非流动负债	307	222	222	222					
非流动负债合计	307	222	222	222					
负债合计	9,644	8,684	9,236	9,917					
归属母公司所有者权益	11,603	12,881	14,789	17,837					
少数股东权益	232	274	331	415					
所有者权益合计	11,835	13,154	15,119	18,251					
负债和股东权益	21,479	21,839	24,355	28,168					

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	887	3,177	2,394	3,606
现金收益	2,557	2,237	2,886	4,057
存货影响	-2,168	488	-483	-649
经营性应收影响	-17	-927	-604	-522
经营性应付影响	-352	509	73	224
其他影响	866	870	522	496
投资活动现金流	330	-1,121	-1,062	-1,220
资本支出	-663	-897	-999	-1,086
股权投资	0	0	0	0
其他长期资产变化	993	-224	-63	-134
融资活动现金流	-1,445	-1,366	-307	-318
借款增加	-212	-797	180	134
股利及利息支付	-1,231	-973	-1,286	-1,874
股东融资	0	0	0	0
其他影响	-2	404	799	1,422

主要财务比率				
会计年度	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力				
营业收入增长率	25.2%	0.9%	7.8%	10.8%
EBIT增长率	145.8%	-8.9%	36.3%	46.8%
归母公司净利润增长率	178.8%	-17.6%	36.7%	48.8%
获利能力				
毛利率	14.1%	12.3%	14.2%	17.2%
净利率	6.4%	5.2%	6.6%	8.9%
ROE	17.5%	13.0%	15.4%	19.0%
ROIC	17.4%	15.4%	18.5%	23.0%
偿债能力				
资产负债率	44.9%	39.8%	37.9%	35.2%
债务权益比	33.9%	23.8%	21.9%	18.9%
流动比率	1.7	1.9	2.0	2.2
速动比率	0.6	0.8	0.9	1.1
营运能力				
总资产周转率	1.5	1.5	1.5	1.4
应收账款周转天数	11	12	12	12
应付账款周转天数	15	17	19	17
存货周转天数	109	116	110	109
每股指标 (元)				
每股收益	0.97	0.80	1.09	1.63
每股经营现金流	0.41	1.49	1.12	1.69
每股净资产	5.42	6.02	6.91	8.34
估值比率				
P/E	10.3	12.5	9.1	6.1
P/B	1.8	1.7	1.4	1.2
EV/EBITDA	181	195	148	104

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 -10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。