

中粮糖业

600737

审慎增持 (维持)

销售规模稳增，盈利能力改善

2022年09月02日

市场数据

市场数据日期	2022-09-01
收盘价(元)	7.63
总股本(百万股)	2138.85
流通股本(百万股)	2138.85
总市值(百万元)	16319.41
流通市值(百万元)	16319.41
净资产(百万元)	10472.7
总资产(百万元)	20300.98
每股净资产(元)	4.90

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《【兴证农业】中粮糖业 2021 年报点评: 炼糖产能释放, 经营量稳步扩张》2022-04-24

《【兴证农业】中粮糖业中报点评: 糖价趋势上行, 销量稳步增长》2021-08-26

《【兴证农业】中粮糖业一季报点评: 销售放量, 业绩同比大增》2021-04-29

分析师:

纪宇泽

jiyuze@xyzq.com.cn

S0190522080004

曹心蕊

caoxinrui@xyzq.com.cn

S0190521050002

主要财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	25160	28037	29553	31531
同比增长	19.1%	11.4%	5.4%	6.7%
归母净利润(百万元)	520	861	1036	1222
同比增长	-1.8%	65.7%	20.3%	18.0%
毛利率	10.4%	10.0%	10.5%	10.6%
净利率	2.1%	3.2%	3.6%	4.0%
净资产收益率	5.2%	8.0%	8.8%	9.4%
每股收益(元)	0.24	0.40	0.48	0.57
每股经营现金流(元)	0.03	0.36	0.42	0.59

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

投资要点

● **事件:** 中粮糖业 2022 年上半年实现营收 119.0 亿元 (同比+6.5%), 归母净利润 6.3 亿元 (同比+39.6%), 扣非净利润 5.8 亿元 (同比+40.7%)。其中单二季度: 公司营收 70.30 亿元 (同比+1.2%), 归母净利润 4.0 亿元 (同比+60.0%), 扣非净利润 3.8 亿元 (同比+55.4%)。

● **上半年糖价先涨后跌, Q2 盈利能力同比提升。** (1) 上半年国内外糖价整体震荡上涨, 6 月起随大宗商品市场整体大幅回调。Q1、Q2 柳糖现货季度均价约 5761、5936 元/吨, 同比+7.5%、+7.1%, Q1、Q2 国际原糖现货均价分别为 18.3、19.4 美分/lb, 同比+17.4%、+16.0%, 巴西糖盘面配额外进口利润最低跌至-700 元左右。

(2) 上半年公司食糖销量预计同比小幅增长, 销售毛利率 11.20% (同比-0.24pct), 单 Q2 毛利率 11.21% (同比+0.61pct)。受益于公司强大商情研发能力、多元糖源掌控能力, 公司把握价格低点建立库存, 预计上半年贸易糖销量保持稳增, 盈利能力同比提升。自产糖因糖价上涨、减值转销估计毛利率亦有改善。由于国内糖价与配额外进口成本持续倒挂, 预计上半年加工糖量利承压。

(3) 费用方面, 上半年公司销售、管理、财务费用率分别为 1.81%、2.14%、0.60%, 同比-1.22pct、-0.07 pct、-0.19pct。其中销售费用同比下降 1.2 亿元, 销售费用率明显下降主要因运费调整至营业成本所致。此外上半年公

风险提示: 政策变化、自然灾害、糖价波动、原油价格波动、汇率波动。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

司投资收益、公允价值变动损益合计 6850 万元，同比增加 3492 万元。

- **战略布局炼糖业务，产能稳步扩张。**近年公司重点布局精炼糖业务，目前拥有精炼糖产能 190 万吨，居行业首位，此外唐山糖业二期 15 万吨产能已开始建设，预计 2023 年达产。届时公司炼糖产能将超 200 万吨，占国内食糖进口量 30% 以上。未来炼糖业务或进一步平滑糖价周期带来的利润波动，带动公司业绩稳步增长
- **消费有待恢复，国内糖价偏弱运行。**(1) 国际方面，受美联储加息、经济衰退担忧影响，6 月起全球商品市场普跌，原油价格下跌后巴西含水乙醇折糖价快速回落，目前甘蔗制糖比升至历史高位，新榨季巴西减产幅度或下调。虽下榨季印度食糖出口可能缩减，以及气候异常对全球糖产量影响仍存不确定性，但在宏观不利因素扰动下，预计下半年国际糖价震荡中枢继续下移。
(2) 国内方面，21/22 榨季受极端天气影响甜菜糖大幅减产，全国糖产量预计 956 万吨(同比-10%)，22/23 榨季或将恢复至 1035 万吨。此外，1-7 月食糖进口量 204 万吨，同比减 42 万吨，但低关税的糖浆及食糖预拌粉累计进口 67.6 万吨，同比增加 40.6 万吨。消费方面，受疫情影响国内低价代糖、糖浆需求提升，食糖需求旺季不旺，21/22 榨季截至 7 月底国产糖累计产销率 70.8%，同比-2.9pct，食糖新增工业库存仍在近年高位。国内食糖供应整体充足，但目前已跌破国内生产及进口成本，预计下半年跟随原糖区间震荡，跌幅有限。
- **投资建议：**公司是国内最大的食糖进口贸易商，食糖年进口量占国内总进口 40% 以上，其多糖源优势以及期现结合采销模式赋予公司较强风险抵抗力，随着贸易量提升，未来公司有望保持平稳增长。我们调整盈利预测，预计 2022-2024 年公司 EPS 分别为 0.40、0.48、0.57 元，基于 2022 年 9 月 1 日收盘价，对应 PE 为 19.0、15.8、13.4 倍，维持“审慎增持”评级。
- **风险提示：**政策变化、自然灾害、糖价波动、原油价格波动、汇率波动。

附表

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
流动资产	12553	14691	16357	17825
货币资金	1671	2506	3258	3909
交易性金融资产	0	14	16	17
应收票据及应收账款	826	1017	1021	1032
预付款项	706	640	749	756
存货	7156	7792	8678	9244
其他	2195	2722	2636	2867
非流动资产	6187	5007	4650	4293
长期股权投资	2	2	2	2
固定资产	3774	3606	3359	3096
在建工程	154	107	78	64
无形资产	789	707	626	545
商誉	174	174	174	174
长期待摊费用	38	34	31	28
其他	1258	377	380	384
资产总计	18740	19698	21008	22118
流动负债	7008	8456	8720	8545
短期借款	2341	3034	2967	2363
应付票据及应付账款	2234	2499	2619	2790
其他	2433	2924	3134	3392
非流动负债	1549	348	357	369
长期借款	0	0	0	0
其他	1549	348	357	369
负债合计	8557	8804	9077	8914
股本	2139	2139	2139	2139
资本公积	4629	4629	4629	4629
未分配利润	1821	2438	3465	4675
少数股东权益	165	190	221	258
股东权益合计	10183	10894	11930	13204
负债及权益合计	18740	19698	21008	22118

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润	520	861	1036	1222
折旧和摊销	393	387	395	404
资产减值准备	248	-86	32	14
资产处置损失	1	-1	-0	-1
公允价值变动损失	-9	-19	-19	-20
财务费用	191	84	80	46
投资损失	-47	-50	-51	-52
少数股东损益	16	25	31	37
营运资金的变动	-1427	-783	-692	-469
经营活动产生现金流量	59	762	892	1270
投资活动产生现金流量	331	845	40	21
融资活动产生现金流量	324	-772	-180	-640
现金净变动	689	835	752	652
现金的期初余额	964	1671	2506	3258
现金的期末余额	1653	2506	3258	3909

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	25160	28037	29553	31531
营业成本	22556	25234	26449	28175
税金及附加	99	110	116	124
销售费用	481	536	565	603
管理费用	770	699	736	786
研发费用	25	27	28	29
财务费用	168	84	80	46
其他收益	53	53	53	53
投资收益	47	50	51	52
公允价值变动收益	9	19	19	20
信用减值损失	-55	-36	-45	-40
资产减值损失	-337	-226	-185	-105
资产处置收益	-1	1	0	1
营业利润	779	1209	1471	1748
营业外收入	22	22	22	22
营业外支出	41	41	41	41
利润总额	760	1190	1452	1729
所得税	224	304	386	470
净利润	536	886	1067	1259
少数股东损益	16	25	31	37
归属母公司净利润	520	861	1036	1222
EPS(元)	0.24	0.40	0.48	0.57

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
成长性				
营业收入增长率	19.1%	11.4%	5.4%	6.7%
营业利润增长率	3.5%	55.3%	21.6%	18.8%
归母净利润增长率	-1.8%	65.7%	20.3%	18.0%
盈利能力				
毛利率	10.4%	10.0%	10.5%	10.6%
净利率	2.1%	3.2%	3.6%	4.0%
ROE	5.2%	8.0%	8.8%	9.4%
偿债能力				
资产负债率	45.7%	44.7%	43.2%	40.3%
流动比率	1.79	1.74	1.88	2.09
速动比率	0.77	0.82	0.88	1.00
营运能力				
资产周转率	138.8%	145.9%	145.2%	146.2%
应收帐款周转率	2825.3%	2845.1%	2711.6%	2872.3%
存货周转率	311.9%	324.1%	309.9%	303.4%
每股资料(元)				
每股收益	0.24	0.40	0.48	0.57
每股经营现金	0.03	0.36	0.42	0.59
每股净资产	4.68	5.00	5.47	6.05
估值比率(倍)				
PE	31.4	19.0	15.8	13.4
PB	1.6	1.5	1.4	1.3

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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，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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦32层01-08单元	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100020	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn