

中粮糖业

600737

审慎增持 (维持)

炼糖产能释放, 经营量稳步扩张

2022年04月24日

市场数据

市场数据日期	2022-04-22
收盘价(元)	7.96
总股本(百万股)	2138.85
流通股本(百万股)	2138.85
总市值(百万元)	17025.23
流通市值(百万元)	17025.23
净资产(百万元)	10017.51
总资产(百万元)	18739.73
每股净资产	4.68

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

《【兴证农业】中粮糖业年报点评: 主业保持增长, 未来轻装上阵》2021-04-23

分析师:

曹心蕊

caoxinrui@xyzq.com.cn

S0190521050002

联系人:

纪宇泽

jiyuze@xyzq.com.cn

主要财务指标

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	25160	29445	32275	34910
同比增长	19.1%	17.0%	9.6%	8.2%
归母净利润(百万元)	520	735	851	975
同比增长	-1.8%	41.4%	15.8%	14.7%
毛利率	10.4%	9.9%	10.0%	10.2%
净利率	2.1%	2.5%	2.6%	2.8%
净资产收益率	5.2%	7.1%	7.4%	7.9%
每股收益(元)	0.24	0.34	0.40	0.46
每股经营现金流(元)	0.03	0.20	0.35	0.37

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 2021 年实现营业收入 251.60 亿元 (同比+19.1%), 归母净利润 5.20 亿元 (同比-1.8%), 扣非净利润 4.72 亿元 (同比-13.1%)。其中单四季度公司营收 71.30 亿元 (同比+4.5%), 归母净利润-2.32 亿元 (同比-1.5%), 扣非净利润-2.31 亿元 (同比-19.0%)。公司拟向全体股东每 10 股派发现金红利人民币 1.10 元 (含税)。
- **加工糖产能逐步释放, 食糖经营量稳步增长。**

(1) 行业方面, 2021 年国内外糖价整体震荡上涨, 2021Q1-Q4 柳糖现货季度均价分别为 5359、5541、5653、5748 元/吨, 同比-8.2%、+0.1%、+4%、+7.2%, 全年均价 5573 元/吨, 同比+0.6%; Q1-Q4 国际原糖现货均价分别为 15.6、16.7、18.8、19.2 美分/lb, 同比+14%、+51%、+49%、+38%, 全年均价 17.7 美分/lb, 同比+37.7%, 糖价延续 2020 年涨势的同时内外价差继续缩窄。

(2) 自产糖板块, 公司全年销量 110.9 万吨 (同比-1.3%), 收入 38.0 亿元 (同比-12.7%), 毛利率 23.6% (同比+8.3pct)。其中海外 Tully 糖业销量 32.4 万吨, 利润贡献约 0.3 亿元。受国际糖价上涨影响, 预计海外自产糖毛利率大幅提升, 带动自产糖业务整体毛利率提升。国内自产糖全年销量近 79 万吨, 受四季度新疆寒潮天气影响, 公司甜菜原料受损严重, 导致国内自产糖收入同比下滑、利润亏损。此外公司计提大额存货跌价准备, 全年资产减值损失约 3.4 亿元。

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。



(3) 贸易及加工糖方面, 全年贸易糖实现收入 162.9 亿元(同比+31.2%), 毛利率 6.9%(同比-2.2pct); 加工糖收入 33.8 亿元(同比+34.5%), 毛利率 5.2%(同比-11.2pct)。2021 年内糖涨幅不及外糖, 下半年配额外进口利润倒挂, 公司加工糖业务毛利率下滑明显。但公司通过商情研判有效抓住期现价差机会保证原料采购, 炼糖开工率再创新高, 产销稳步增长, 同时借助全产业链经营和品牌优势继续挖掘客户、拓展贸易规模。在贸易及加工糖的量增带动下, 2021 年公司食糖经营量突破 430 万吨, 同比增长 40% 以上, 占国内消费总量约 28%, 市场份额进一步提升。

- **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, 其中北海糖业 20 万吨新增产能已于 10 月投产, 预计 22 年产能将有效释放。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。

- **高库存有待消化, 国内糖价预计跟随外糖震荡上涨。**

(1) 国际方面, 21/22 榨季全球食糖预计小幅增产 0.5%, 其中巴西糖受干旱和霜冻影响减产约 14%、印度增产+3%、泰国糖自低位恢复性增产约 32%。在更快的需求增长下, 全球食糖库存消费比预计下降 2pct 至 26%, 2021 年国际糖价涨至近 5 年高位。进入 22/23 榨季, 一季度能源价格普涨下巴西燃料乙醇价格快速上涨, 乙醇折糖价与原糖价差扩大, 对国际糖价形成支撑。此外国际贸易局势紧张、能源价格高企或拉动各国食糖储备需求, 2022 年预期国际糖价仍高位震荡。

(2) 国内方面, 21/22 榨季受北方极端天气影响甜菜糖大幅减产, 全国糖产量预计 1007 万吨, 同比-6%。但 20/21 榨季国内进口量大幅增长近 70% 至 634 万吨, 榨季末国产糖库存升至近年高位, 压制国内价格, 内外价差缩窄至进口利润倒挂。2022 年在配额外进口利润仍亏损的背景下, 国内食糖进口有望缩量, 未来在库存进一步消化、以及进口成本支撑下, 国内糖价或跟随外糖震荡上涨。

- **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, 随着产能利用率提升及糖价中枢抬升, 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 0.34、0.40、0.46 元, 基于 2022 年 4 月 22 日收盘价, 对应 PE 为 23.2、20.0、17.5 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	13974	15718	17341
货币资金	1671	1671	2367	2972
交易性金融资产	0	14	16	17
应收票据及应收账款	826	826	905	979
预付款项	706	830	909	982
存货	7156	8413	9211	9949
其他	2195	2220	2311	2441
非流动资产	6187	5898	5551	5209
长期股权投资	2	2	2	2
固定资产	3774	3606	3370	3124
在建工程	154	92	61	45
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	1284	1287	1291
资产总计	18740	19871	21268	22550
流动负债	7008	7694	8030	8368
短期借款	2341	2476	2341	2341
应付票据及应付账款	2234	2626	2875	3105
其他	2433	2592	2814	2921
非流动负债	1549	1569	1587	1608
长期借款	0	0	0	0
其他	1549	1569	1587	1608
负债合计	8557	9263	9617	9975
股本	2139	2139	2139	2139
资本公积	4629	4629	4629	4629
未分配利润	1821	2549	3391	4358
少数股东权益	165	188	214	245
股东权益合计	10183	10608	11651	12574
负债及权益合计	18740	19871	21268	22550

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
归母净利润	520	735	851	975
折旧和摊销	393	388	397	406
资产减值准备	248	32	42	25
资产处置损失	1	0	1	1
公允价值变动损失	-9	-10	-10	-10
财务费用	191	141	132	111
投资损失	-47	-48	-49	-50
少数股东损益	16	23	26	30
营运资金的变动	-1427	-889	-695	-750
经营活动产生现金流量	59	422	746	796
投资活动产生现金流量	331	-78	55	9
融资活动产生现金流量	324	-344	-104	-200
现金净变动	689	0	697	605
现金的期初余额	964	1671	1671	2367
现金的期末余额	1653	1671	2367	2972

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	25160	29445	32275	34910
营业成本	22556	26520	29033	31361
税金及附加	99	116	127	138
销售费用	481	563	617	668
管理费用	770	901	987	1068
研发费用	25	27	28	29
财务费用	168	141	132	111
其他收益	53	53	53	53
投资收益	47	48	49	50
公允价值变动收益	9	10	10	10
信用减值损失	-55	-56	-57	-58
资产减值损失	-337	-140	-142	-145
资产处置收益	-1	-0	-1	-1
营业利润	779	1094	1263	1445
营业外收入	22	22	22	22
营业外支出	41	41	41	41
利润总额	760	1075	1244	1427
所得税	224	317	367	421
净利润	536	758	877	1006
少数股东损益	16	23	26	30
归属母公司净利润	520	735	851	975
EPS(元)	0.24	0.34	0.40	0.46

会计年度	2021	2022E	2023E	2024E
成长性				
营业收入增长率	19.1%	17.0%	9.6%	8.2%
营业利润增长率	3.5%	40.4%	15.5%	14.5%
归母净利润增长率	-1.8%	41.4%	15.8%	14.7%
盈利能力				
毛利率	10.4%	9.9%	10.0%	10.2%
净利率	2.1%	2.5%	2.6%	2.8%
ROE	5.2%	7.1%	7.4%	7.9%
偿债能力				
资产负债率	45.7%	46.6%	45.2%	44.2%
流动比率	1.79	1.82	1.96	2.07
速动比率	0.77	0.72	0.81	0.88
营运能力				
资产周转率	138.8%	152.5%	156.9%	159.3%
应收帐款周转率	2825.3%	3333.8%	3486.2%	3464.1%
存货周转率	311.9%	325.3%	314.6%	312.6%
每股资料(元)				
每股收益	0.24	0.34	0.40	0.46
每股经营现金	0.03	0.20	0.35	0.37
每股净资产	4.68	4.87	5.35	5.76
估值比率(倍)				
PE	32.8	23.2	20.0	17.5
PB	1.7	1.6	1.5	1.4

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注册为证券分析师，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