

分析师： 乔洋 邵稳重 027-65799581

qiaoyang@cjsc.com.cn

联系人： 杨靖凤 (8621) 63217917

yangjf@cjsc.com.cn

面临波段投资到趋势投资的抉择

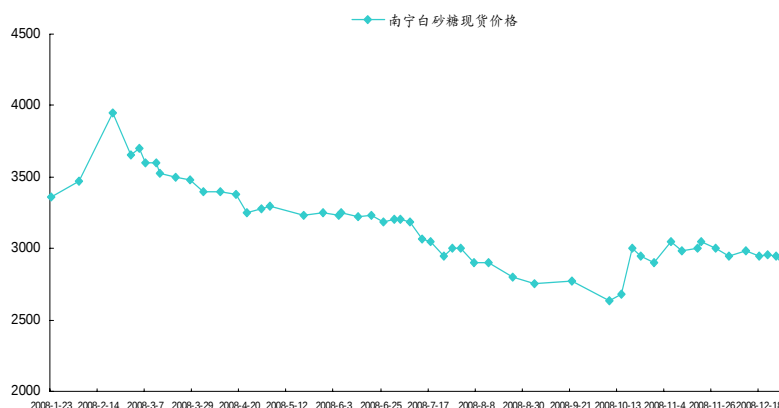
事件描述

南宁糖业公布 08 年业绩，实现收入 33 亿，净利润 2700 万；EPS0.09 元。公司拟 10 股派 0.65 元（含税）

事件评论

第一，08 年销糖均价 3422.25 元（含税），下半年糖市低迷成为拉低公司业绩主因。

图 1：南宁白砂糖现货价格



资料来源：长江证券研究部

表 1：主营业务分产品结构

	2006 H	2006 A	2007 H	2007A	2008H	2008A
营业收入	1519.02	2782.87	1214.72	3135.94	2090.12	3297.84
机制糖(百万元)	1,012.15	1,656.84	664.2	1,813.77	1,364.63	1843.84
机制纸(百万元)	266.5	722.43	327.85	792.92	416.52	1110.61
机制糖、纸外(百万)	240.37	403.6	222.67	529.25	308.97	343.39
毛利率						
机制糖(%)	33.47	30.19	23.95	23.35	18.39	16.31
机制纸(%)	2.36	3.79	9.32	12.70	17.68	17.11

机制糖、纸外 (%)	5.01%	14.00%	10.57%	13.31%	12.75%	15.26%
收入构成						
机制糖(%)	68.91	60.4	54.68	57.84	53.29	55.91
机制纸(%)	18.14	26.34	26.99	25.28	19.93	33.68

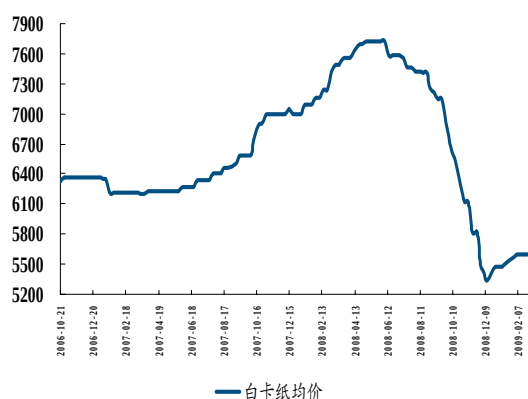
资料来源：公司财报

第二，子公司受益造纸行业景气，业绩明显扭转。

表 2：子公司利润情况

		2006A	2007H	2007A	2008H	2008A
子公司	持股比例 (%)	净利润 (万元)	净利润 (万元)	净利润 (万元)	净利润 (万元)	净利润 (万元)
南宁美时纸业	51%	-3989.35	-446	196.78	418	708.34
南宁天然纸业	90.79%	-1481.8	79	-110.85	296	380.35
南宁侨虹新材料	50.14%	-2033.6	-488	-457	29	735.71
广西舒雅护理用品	68.89%	-870.54	-651	-1496	-144	-176.25
广西侨旺纸模制品	52.94%	66.17	43.4	282.92	58	286.98
广西南蒲纸业	49.84%	321.54	87	408	103	33.84
南宁美恒安兴纸业	51%	204.09	113.7	526.03	271	341.14
南宁云鸥物流	95.24%	396.9	417.3	650.9	634	895.19
净利润总额		-7386.59	-844.6	0.78	1665	3205.3
权益法归属母公司净利润		-4265.41	-322.89	0.41	1213.355	2149.39

图 2：白卡纸价格



资料来源：长江证券研究部

图 3：双胶纸价格（低档）

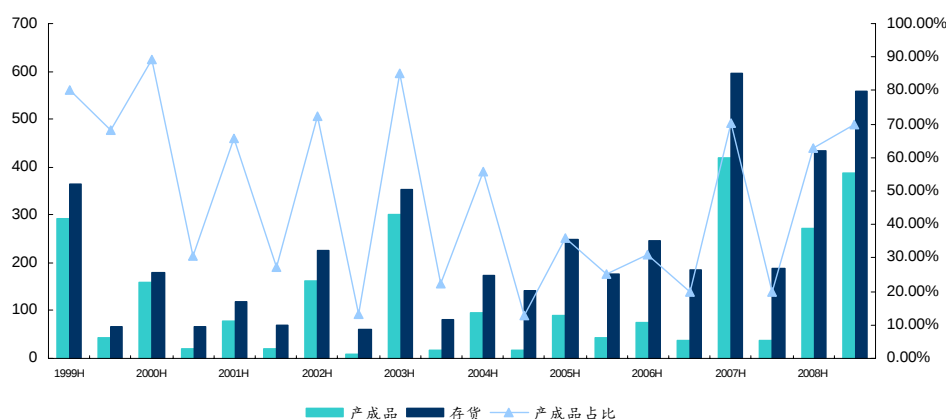


资料来源：长江证券研究部

第三，年底库存较大，但现在看应该已不成问题

08 年产糖 74.2 万吨，销糖 63.02 万吨，结余 11.18 万吨；以目前糖市行情来看，问题应该已经不大。期货品种的特性，使得糖价对于信息敏感。但如果信息不对称，那么糖价的波动可能会具有可控性。

图 4：库存情况



资料来源：长江证券研究部

第五，09 年产量预测

公司预计 09 年播种面积维持 08 年水平，即 108 万亩。根据现有收榨、出糖情况，假设减产幅度为 20%，则 09 年产糖 59.36 万吨，加上结余共有 70.54 万吨。实际上，我们目前对减产幅度仍心存疑惑；从而可能南宁糖业 09 年糖产量要高于 70.54 万吨。

第六，业绩预测

由于信息的不对称，往往市场看空的时候正是价格的地位。但是，目前我们对两个问题心存疑惑：

（1）广西减产到底多少？有 180 万吨之巨吗？

（2）目前的产销率同比降低很多，如果未来减产幅度低于预期；或者需求增长低于预期，都可能造成糖价的松动。

不过，我们认为凭借南宁糖业的市场地位和敏感度，在较高价格销售完库存糖是没有问题的。

另外，由于经济下滑带来的需求不振，造纸行业处于景气低点。09 年纸品价格相比 08 年肯定有大幅下降，目前造纸企业的毛利率在 10%-15% 左右，部分企业处于亏损状态。这将影响公司机制纸业务的利润率水平。

我们假设公司 2009 年销糖 72 万吨（基于南宁糖业减产不足 20% 的预期），机制纸业务净利润贡献 2000 万；对糖价（不含税）进行敏感性分析，对应 EPS 如下：

销糖均价（元/吨）	3400	3450	3500	3550	3600	3650	3700	3750	3800
EPS（元）	0.3	0.38	0.47	0.55	0.63	0.71	0.79	0.87	0.95

对于糖这种跟随标的价格的顺周期行业，波段操作为主。目前临近产糖数据公布，未来行情取决与销糖情况，和对下榨季预期。但风险也越来越大。南宁糖业面临波段投资到趋势投资的选择。我们暂且维持“中性”评级。

	2007 Q1	2007Q2	2007Q3	2007Q4	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4	2007 A	2008A
营业总收入(百万元)	743.1	471.62	746.5	1,174.73	1,041.76	1,048.37	553.59	654.13	3,135.94	3297.84
营业成本(百万元)	601.13	400.42	603.65	936.07	847.09	879.11	441.03	587.51	2,541.26	2754.74
综合毛利率(%)	19.11%	15.10%	19.14%	20.32%	18.69%	16.15%	20.33%	10.18%	18.96%	16.47%
销售费用(百万元)	12.51	9.28	9.02	12.31	15.35	23.76	11.3	13.79	43.12	64.2
销售费用率(%)	1.68%	1.97%	1.21%	1.05%	1.47%	2.27%	2.04%	2.11%	1.38%	1.95%
管理费用(百万元)	56.44	43.64	46.88	114.63	65.89	58.19	58.47	95.71	261.59	278.26
管理费用率(%)	7.60%	9.25%	6.28%	9.76%	6.32%	5.55%	10.56%	14.63%	8.34%	8.44%
财务费用(百万元)	20.73	32.7	29.06	28.02	29.5	34.05	33.11	29.91	110.51	126.57
财务费用率(%)	2.79%	6.93%	3.89%	2.39%	2.83%	3.25%	5.98%	4.57%	3.52%	3.84%
营业利润(百万元)	50.14	-17.06	47.55	62.33	78.97	48.29	0.61	-77.32	142.95	50.54
营业利润率(%)	6.75%	-3.62%	6.37%	5.31%	7.58%	4.61%	0.11%	-11.82%	4.56%	1.53%
利润总额(百万元)	50.6	-16.72	48.7	69.17	77.47	48.59	-0.58	-75.58	151.75	49.9
税前利润率(%)	6.81%	-3.55%	6.52%	5.89%	7.44%	4.63%	-0.10%	-11.55%	4.84%	1.51%
所得税(百万元)	8.37	-0.97	8.91	5.53	7.67	22.66	0.01	-17.91	21.85	12.42
实际所得税率(%)	16.54%	5.80%	18.30%	7.99%	9.90%	46.64%	-1.72%	23.70%	14.40%	24.89%
净利润(百万元)	42.23	-15.75	39.78	63.64	69.8	25.93	-0.58	-57.66	129.91	37.48
少数股东损益(百万元)	-2.32	-2.87	1.28	3.98	2.39	2.05	7.98	-1.86	0.07	10.56
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	44.55	-12.88	38.5	59.66	67.41	23.88	-8.57	-55.8	129.84	26.92

分析师介绍

乔洋，华中科技大学金融学硕士，从事食品饮料行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 33130735	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 63296362	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 33130450	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 33130737	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 63299572	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 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。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。