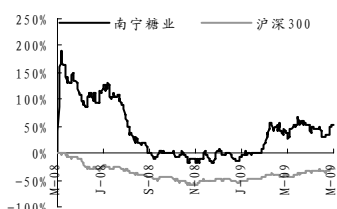


农林牧渔-农业-制糖业

维持评级: 增持
相对沪深 300 表现


表现	1m	3m	12m
南宁糖业	-2.0	7.1	-42.0
沪深 300	5.0	17.1	-29.7

市场数据 2009.05.11

当前价格 (元)	12.53
52 周价格区间 (元)	7.02 ~ 25.05
总市值 (百万)	3592
流通市值 (百万)	2207
总股本 (万股)	28664
流通股 (万股)	17613.52
日均成交额 (百万)	17124
近一月换手 (%)	129.5

相关报告

《食糖减产已成定局 具体数量尚需待进一步食糖会议纪要》，2009 年 02 月
 《糖价上升带来投资机会——南宁糖业一季报分析》，2009 年 04 月

分析师

孙霞

电话: 0755-83706347

邮件: sunx@ghzq.com.cn

分析师申明:

分析师在此申明,本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外,分析师薪酬的任何部分不曾与,不与,也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

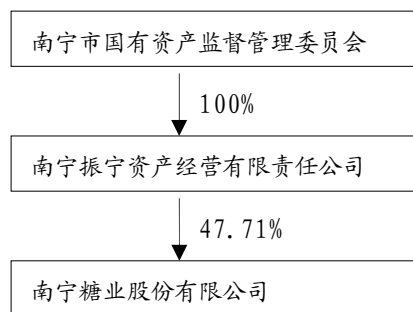
- 08/09 榨季全球食糖供不应求,下榨季仍将有 490 万吨的缺口。印度食糖产量的急剧下滑是导致全球食糖供不应求的主要原因。据印度食糖生产联盟 (ISMA) 最新预测,本榨季印度的食糖产量较 07/08 榨季的 2630 万吨下降 44%,仅 1480 万吨。全球食糖消费仍保持微弱增速增长,期末库存比低于上一轮期末库存比下降周期起点的 01/02 榨季水平。
- 09 年是我国食糖业的转折之年。08/09 榨季食糖供需将出现紧平衡或略有缺口。从 4 月份的累计产量及收榨情况看,本榨季食糖减产数量已经明朗,预计减产 250 万吨。从各含糖食品前三个月的产量增速粗略计算,预计销量将与上榨季基本持平。由于种植面积可能略下降及年初干旱对种植的影响,09/10 榨季将供小于求。糖价重心逐步上移,09 年糖价最高或能达到 4000 元/吨。
- 从 2005~2008 年看,公司主营业务收入、利润同比增速波动幅度较大,但变动方向与公司糖销价走势基本一致。
- 糖价上升带来公司盈利能力的提高。随着消费高峰来临,糖价将继续上升,09 年全年销售均价可能达到 3700 元/吨。我们预计公司食糖减产幅度在 25%左右,加上去年库存的 11 万吨,全年销售量约为 63 万吨。
- 根据 DDM 估值,南宁糖业每股中枢价值为 13.10 元,合理波动区间为 11.65~15.24 元。
- 预计公司 2009、2010 年的每股收益为 0.52、0.90 元,对应的 PE 分别为 24、14 倍, PB 分别为 2.64、2.41。若糖价每变动 100 元/吨,对 EPS 的影响约为 0.12 元。与公司近 10 年历史均值相比较, PB 与均值 2.61 基本相当,但 PE 相对均值 37.7 还有较大的空间,维持“增持”评级。

预测指标	2007	2008	2009E	2010E
主营收入 (百万元)	3135.94	3297.84	3507.11	3645.44
营业利润 (百万元)	142.95	50.54	205.59	350.18
净利润 (百万元)	129.91	37.48	158.70	267.14
摊薄每股收益 (元)	0.49	0.09	0.52	0.80
摊薄每股净资产 (元)	4.59	4.29	4.74	5.20
加权平均 ROE (%)	10.81	2.12	10.9	17.50

南宁糖业是广西规模最大的糖业生产经营企业之一

南宁糖业股份有限公司（以下简称“南宁糖业”）是由南宁统一糖业有限责任公司作为发起人，采取募集方式组建的股份有限公司，于 1999 年在深圳证券交易所上市。经多次股本变更，目前总股本 28664 万股，流通股为 17614 万股，其余将于 2009 年 5 月 17 日解禁。

Figure 1 股权结构图

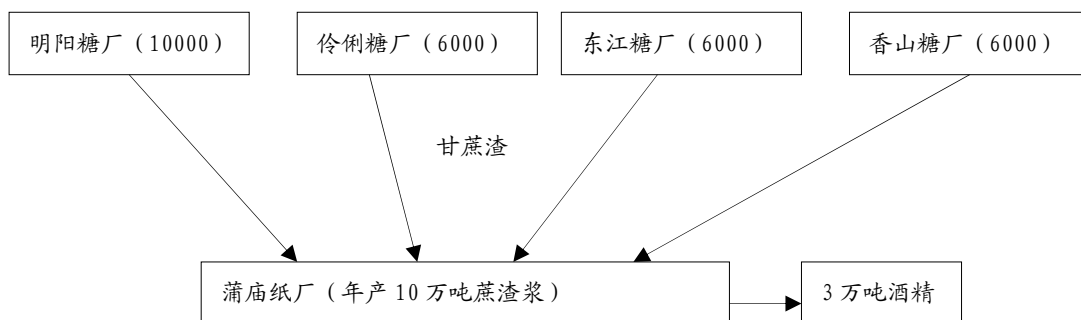


资料来源：公司年报

南宁糖业股份有限公司是广西规模最大的糖业生产经营企业之一。拥有明阳（10000）、香山（6000）、伶俐（6000）、东江（6000）四个糖厂，均分布在南宁，总生产能力为日榨原料蔗 2.8 万吨。

公司延伸产业链，利用甘蔗渣造纸，参与纸业经营。年产机制纸（母公司）5 万吨，酒精 3 万吨，蔗渣浆 11 万吨。下设 8 个控股子公司，目前控股子公司已基本实现盈亏平衡。

Figure 2 公司产业链图



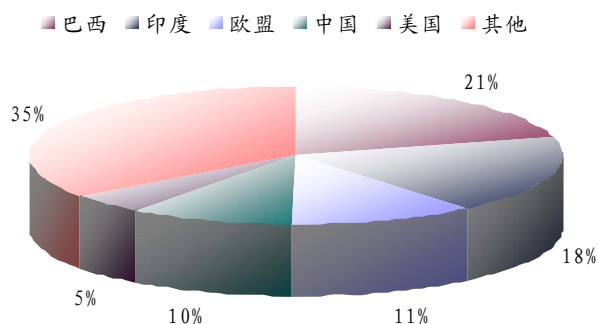
资料来源：公司公告

08/09 榨季全球食糖供不应求

07/08 榨季全球食糖产量为 1.7 亿吨，销量为 1.63 亿吨。食糖产量排名前五的国家（地区）依次是巴西、印度、欧盟、中国、美国，合计

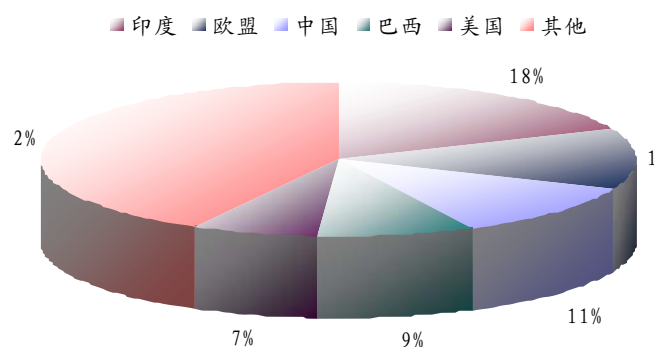
约占全球总产量的 65%。食糖消费排名前五的国家（地区）依次是印度、欧盟、中国、巴西、美国，合计约占全球总消费量的 58%。

Figure 3 各国食糖产量占全球比重（07/08 年度）



资料来源: Bloomberg

Figure 4 各国消费占全球比重（07/08 年度）



资料来源: Bloomberg

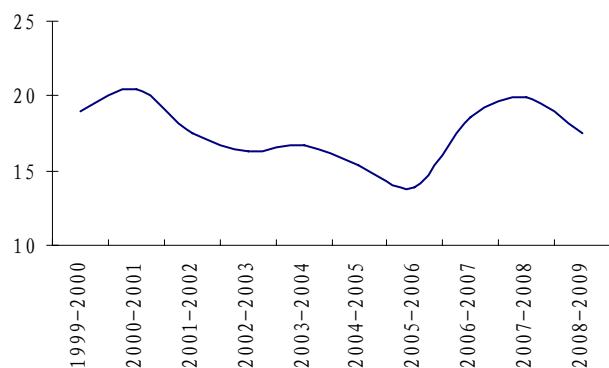
全球食糖供不应求

世界糖业组织（ISO）对本榨季全球食糖产量的预测值也不断在下调，由 11 月份预期的 1.623 亿吨，到 1 季报预期的 1.623 亿吨，再到近期的 1.566 亿吨。ISO 预计全球食糖消费量仍保持微弱的增速，达 1.644 亿吨。本榨季全球食糖缺口也由 11 月份预估 360 万吨增至 780 万吨。本榨季期末库存也将从 6970 万吨降至 6190 万吨，期末库存比低于上一轮期末库存下降周期起点的 01/02 榨季水平。

ISO 预测尽管巴西增产，但因全球食糖消费仍将稳步增长至 1.677 亿吨，09/10 榨季全球糖市仍将出现 490 万吨的缺口。

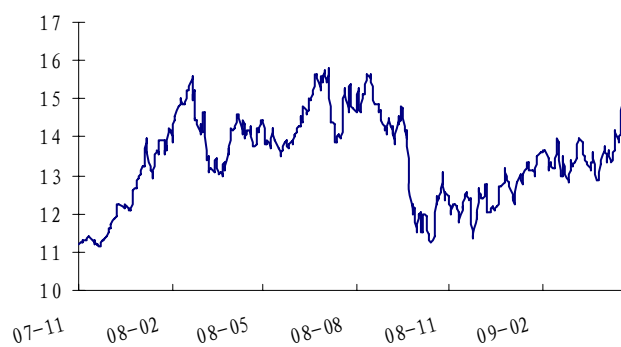
在减产预期上调下，糖价出现上涨行情，截止 5 月 5 日纽约 11 号原糖期货收盘上涨至八个月高点。

Figure 5 全球食糖可用库存 (%)



资料来源: Bloomberg

Figure 6 SBN9 期货价格走势



资料来源: Bloomberg

印度食糖产量预期大幅下降，由净出口国转变为净进口国

由于天气状况欠佳以及农民转种其他农作物等原因，08/09 榨季印度食糖急剧下滑是导致全球食糖供不应求的主要原因。从 08/09 榨季开始，本榨季食糖产量预测值就不断下调。印度食糖生产联盟（ISMA）表示，预计本榨季印度的食糖产量较 07/08 榨季的 2630 万吨下降 44%，仅能达到 1480 万吨，09/10 年的期初库存估计将降至 180 万吨。

为弥补国内缺口，预计本榨季原糖进口量将达到 300 万吨。由于国内食糖供应短缺，印度政府已采取限制厂商库存、增加市场投放措施。但随着产量预测值的不断下调，仍需采取进口措施满足国内需求。政府已取消白糖进口关税，同时批准进口原糖后不再需要履行复出口白糖的义务。目前已进口 200 万吨原糖。

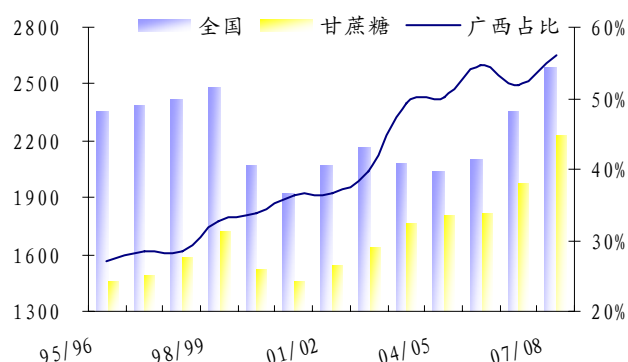
下榨季可能仍供不应求。预计下榨季蔗价上调，甘蔗种植面积扩大，ISMA 预测 09/10 年度印度产糖量有望回升到 2000 万吨。但即使加上年初库存，可能仍无法满足国内将近 2250 万吨的年消费量。

09 年是中国糖业转折之年

广西食糖产量约占全国 60%左右

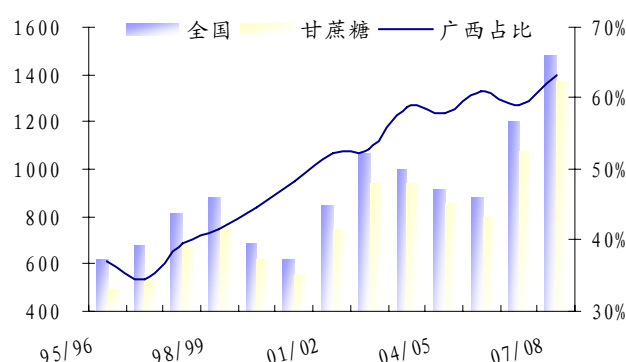
我国食糖产地主要集中在：广西、云南、广东、海南、黑龙江、新疆、内蒙古等省和自治区，其中广西食糖产量占全国 60%左右。

Figure 7 我国食糖播种面积及占比情况（万亩）



资料来源：中国糖业协会

Figure 8 我国食糖产量及占比情况（万吨）



资料来源：中国糖业协会

08/09 榨季食糖减产将达预期

2 月 19 日糖协会议预计 08/09 榨季广西减产 180 万吨，减幅为 19%；广东减产 30 万吨；北方减产 20 万吨，合计减产 230 万吨。截止 4 月底，

本榨季全国累计产糖 1230.31 万吨。中糖协资料显示，2008/09 年制糖期生产已进入尾声，除广东 1 家、广西 1 家、及云南少数糖厂尚未停榨外，其它糖厂均已停榨。因此，我们可将 2008/09 榨季 4 月份的累计产糖量与上榨季各地区的总产量进行对比，08/09 榨季食糖产量将达到糖协预期值已经明朗。上月底，糖协会议上比较一致的观点是减产 250 万吨，略超预期。

Figure 9 历年 4 月底累计产量、销量及销糖率

单位：万吨

	08/09 榨季截止 4 月底产量	07/08 榨季产量
广东	105.53	145.35
广西	762	937.2
云南	212.05	216.25
海南	46.15	51.67

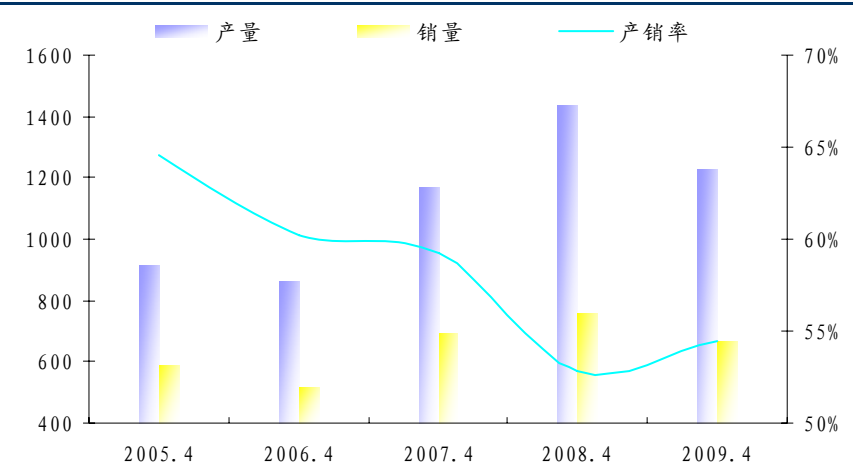
资料来源：中国食糖网

08/09 榨季食糖供需将出现紧平衡或略有缺口

截止 4 月底，全国食糖累计产销率为 54.47%，比去年同期上升 1.6 个百分点，说明市场已经从观望转向逐渐认可糖价处于上升趋势。产销率的上升也不排除中间贸易商的补库。随着下游企业消费旺季的即将来临，对于原料糖开始备货，将加快食糖的销售进度。

Figure 10 历年 4 月底累计产量、销量及销糖率

单位：万吨

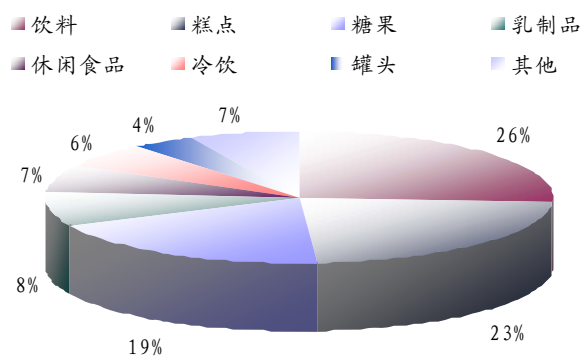


资料来源：国海证券研究所

食糖消费分为工业用糖和家庭消费，两者所占比重分别为 70%、30%。食糖消费近 10 年的平均增速为 5% 左右。家庭消费呈刚性，食糖消费量的变化主要在于工业消费。工业消费主要为饮料、糕点、糖果，合计约占 60% 左右。2009 年 1~3 月除饼干因上年基数高、碳酸饮料为消费淡季而负增长外，其他均为正增长，但各含糖食品的产量同比增速较上月

有所上升。根据各含糖食品产量增速的粗略计算，我们预计销量将与上榨季基本持平。

Figure 11 工业用糖比重结构情况(2005)



资料来源：《广西糖业》

Figure 12 主要含糖食品增长情况

	2008 年 1-12 月 产量	同比累 计增幅 (%)	2009 年 1-3 月 产量	同比累 计增幅 (%)
糖果	121.37	15.82	31.03	9.45
糕点	79.91	26.21	20.21	5.74
饼干	282.69	30.82	67.91	-9.54
乳制品	1810.56	-0.5	436.87	3.28
罐头	595.29	17.44	126.34	9.57
碳酸饮料	1107.40	10.42	251.05	-3.49
果汁及果汁饮料	1182.51	12.23	274.16	33.29

资料来源：WIND、国海证券研究所

综上所述及对 08/09 榨季食糖供需缺口的敏感性分析得出结论，08/09 榨季食糖供需将出现紧平衡或略有缺口。

Figure 13 08/09 榨季食糖供需缺口敏感性分析

单位：万元

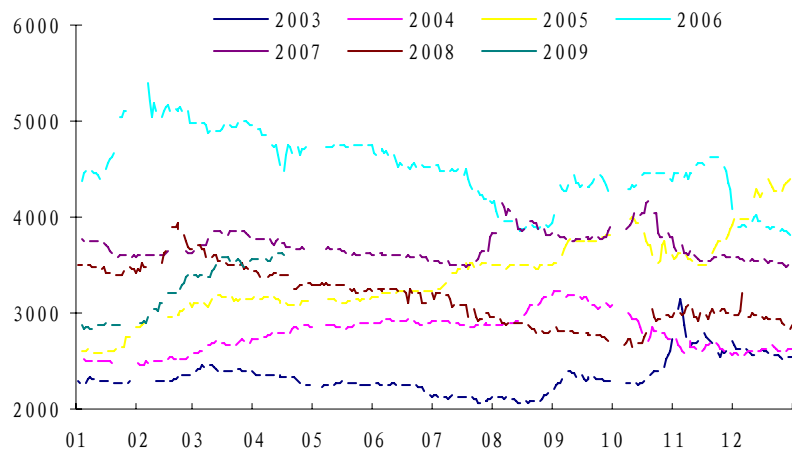
广西产量减幅 消费增速	17%	18%	19%	20%	21%	22%
-8%	160	151	141	132	122	113
-5%	124	115	105	96	87	77
-2%	88	79	70	60	51	42
0	65	55	46	37	27	18
2%	41	32	22	13	3	-6
5%	5	-4	-14	-23	-32	-42
8%	-31	-40	-49	-59	-68	-77

资料来源：公司年报、国海证券研究所

糖价重心将逐步上移，预计 09 年糖价最高或能到 4000 元/吨

自 09 年年初以来，在食糖减产及下调下榨季甘蔗收购价的预期下，糖价持续走高，广西现货市场价格目前基本稳定在 3750 元/吨左右。

Figure 14 糖现货价格走势



资料来源: WIND

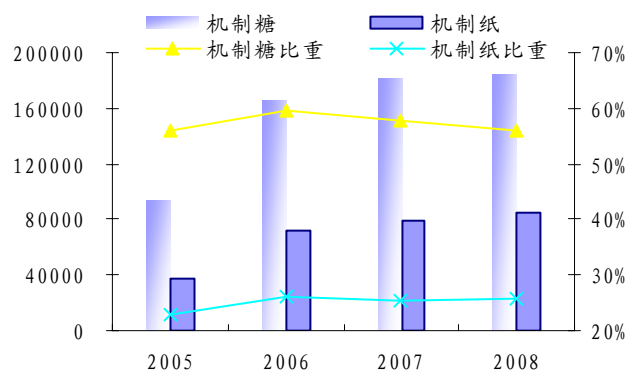
在 08/09 榨季食糖供需将出现紧平衡或略有缺口的基础上, 09/10 榨季食糖将供小于求。主要因为: 第一, 随着国家对原粮最低收购价的提高, 甘蔗种植效益比下降, 导致甘蔗种植面积可能下降。上月底在昆明召开的糖协会议也透露出, 下榨季的种植面积将基本持平或略有下降。第二, 年初干旱对甘蔗种植产生影响。第三, 按照糖业 5~6 年的周期(一个周期表现为 2~3 年增产, 2~3 年减产), 食糖仍将处于减产阶段。而食糖消费呈刚性, 将继续保持小幅增长趋势。

糖价重心将逐步上移。目前减产幅度已明朗, 糖价的走势主要看消费。新公布的 4 月份累计产销率高于去年同期, 也高于市场的普遍预期; 含糖食品前 3 个月的累计产量增速也较乐观。从以上对食糖供需的分析, 我们认为食糖价格重心将逐步上移, 09 年最高将或能达到 4000 元/吨。

公司主营业务收入、利润增速波动幅度较大

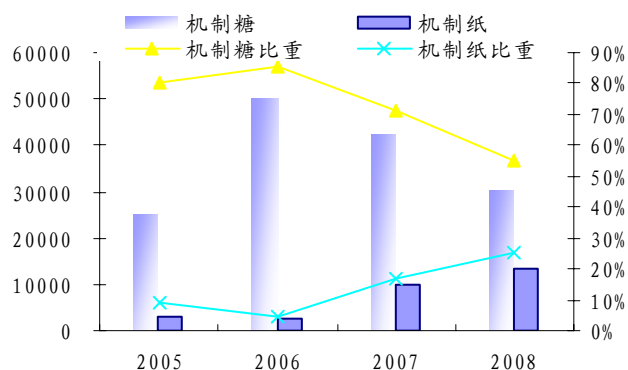
公司 2008 年公司主营业务收入 329784 万元, 同比增长 5.16%; 主营业务利润 543.1 万元, 同比下降 8.67 个百分点。公司的主营业务为机制糖和机制纸。机制糖业务是公司主营业务收入和利润的主要来源, 分别占主营业务收入和利润的比重为 56%、55%。公司从 2003 年开始从事机制纸业务, 利润逐年小幅上升, 所占比重也略有提高。

Figure 15 机制糖、机制纸收入情况（万元）



资料来源：WIND、国海证券研究所

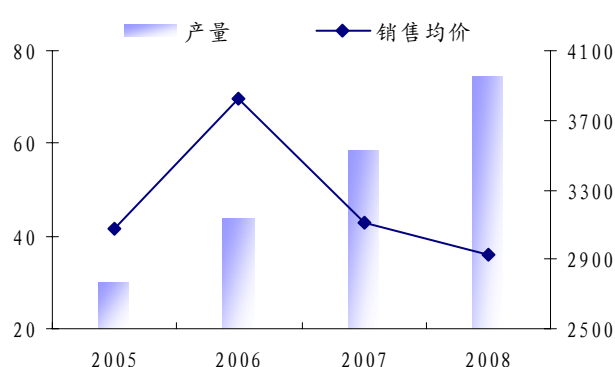
Figure 16 机制糖、机制纸利润情况（万元）



资料来源：WIND、国海证券研究所

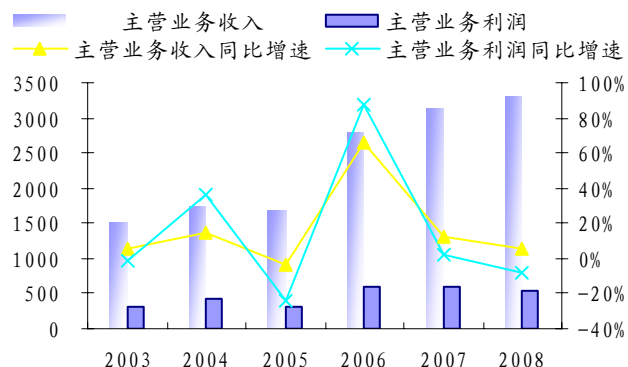
从 2005~2008 年主营业务收入、利润同比增速的变动方向及糖销售均价走势看，两者方向是一致的。

Figure 17 公司历年糖销量及糖销售均价



资料来源：公司公告、国海证券研究所

Figure 18 主营业务收入、利润及同比增速（百万元）



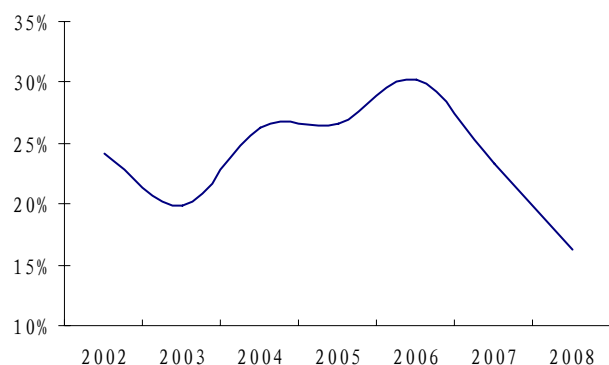
资料来源：WIND、国海证券研究所

糖价上升带来公司机制糖业务盈利的提高

公司近三年机制糖业务收入基本稳定，但利润却逐年下降。2008 年机制糖收入略增长 1.66%，利润下降了 29%。上年南宁糖业的产量大幅增长，达到 74.2 万吨，同比增长 27.2%。机制糖业务盈利的下降主要原因是糖价的下跌。2008 年国内糖价在 2 月份因错判减产预期而创下高点后，一路下滑，最低降为 2660 元/吨。公司抓住销售的有利时机，销售主要体现在上半年，销量约为 45.6 万吨，价格均价在 3500 元/吨。下半年糖价大幅下跌，甚至跌破成本价，销量仅 17 万吨。08 年全年销售 63.02 万吨，含税均价约在 3400 元/吨。

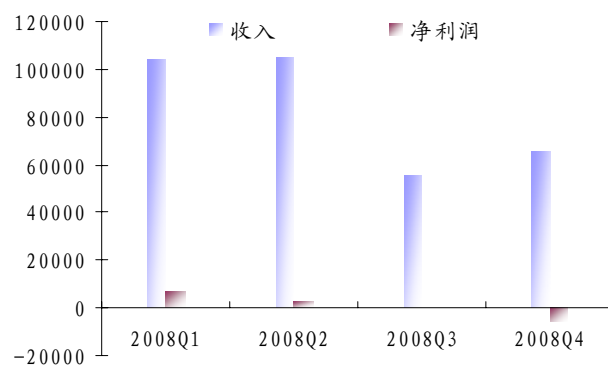
08 年由于辅助材料价格及仓储费用上升带来成本增加，及糖价下跌的双重压力下，公司机制糖的毛利率降为 16.3%，为历年来的最低值，较去年同期下降 7.05 个百分点。

Figure 19 机制糖毛利率



资料来源: WIND、国海证券研究所

Figure 20 公司单季度收入和利润情况



资料来源: WIND、国海证券研究所

2009 年一季度糖价呈持续上升趋势, 但大部分时间在成本价以下。南宁糖业一季度的销售均价低于去年同期。一季度公司亏损额与 08 年四季度基本相当, 我们推测公司一季度食糖销量可能仅有 15 万吨左右。

随着消费高峰来临, 糖价将继续上升, 09 年全年销售均价可能达到 3700 元/吨。我们预计公司食糖减产幅度在 25%左右, 加上去年库存的 11 万吨, 公司全年销售量约为 63 万吨。公司 2010 年甘蔗种植面积计划与去年持平。在甘蔗长势好于上年度的假设下, 2010 年糖增产 10%。基于我们此前对糖业供需的分析, 预计明年将继续上升, 全年均价为 3900 元/吨。

公司机制糖的成本主要体现在甘蔗的收购上。近三个榨季广西甘蔗的指导收购价均为 260 元/吨, 良种补贴 15 元/吨。按照 12.5%的出糖率计算, 甘蔗收购成本约占总成本的 85%左右。

Figure 21 各榨季广西甘蔗收购指导价及二次结算价 (元/吨)

	01/02	02/03	03/04	04/05	05/06	06/07	07/08	08/09
甘蔗收购价	170	150	145	155	280	260	260	260
二次结算价	2700	2300	2200	2200	4500	3900	3800	3800

资料来源: 国海证券研究所

2009 年辅助材料煤炭的价格较 08 年下降, 吨糖耗用辅助材料的成本也随之下落。但因开榨时间推后, 仓储费增加, 公司 09 年吨糖单位成本上升。预计 2009 年吨糖单位成本上升 50 元, 2010 年与 08 年持平。按照我们之前的分析与假设, 2008、2009、2010 年三年的销量相近, 因糖价的上升, 公司的毛利水平也将随之提高。

Figure 22 公司机制糖业务收入预测

	2007	2008	2009E	2010E
--	------	------	-------	-------

产量 (万吨)	58.31	74.2	55.65	61.215
销量 (万吨)	58.35	63.02	63	61
单位售价 (不含税) (元/吨)	3108.42	2925.81	3162.39	3333.33
单位成本 (元/吨)	2382.64	2448.76	2488.76	2450.00
收入 (万元)	181376.52	184384.27	199230.8	203333.3
成本 (万元)	139026.95	154320.61	156791.6	149450
毛利率%	23.35	16.3	21.3	26.5

资料来源：国海证券研究所

备注：2010 年暂不考虑二次结算价

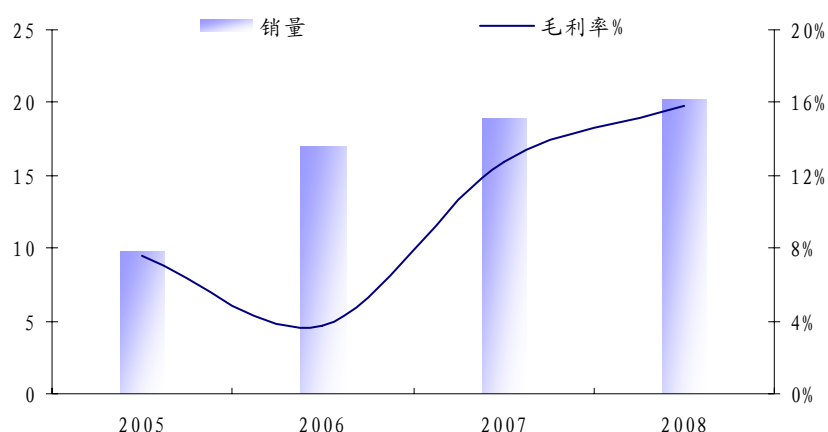
纸制品业务已贡献利润，但比重小

2008 年国家继续加大环保治理力度，全面推行节能减排政策，一大批小浆厂、小纸厂关闭，造成浆、纸市场供应缺口较大，价格上扬。公司的纸类控股子公司经过市场的成功开拓，产能得以释放，销量上升。在价格与销量齐升下，公司的机制纸业务毛利水平上升。

公司控股的纸类子公司已贡献利润，除舒雅护理因大幅计提略有亏损外，其他已全部实现盈利，平滑了食糖业绩下降带来的部分影响。

Figure 23 机制纸销量及毛利率

单位：万吨



资料来源：公司年报、国海证券研究所

Figure 24 控股子公司（纸类）的净利润情况

单位：万元

	控股比例%	2006	2007	2008
侨虹新材料	50.14	-2033.6	-457.06	735.71
舒雅护理	67.85	-870.54	-1496.92	-176.25
南浦纸业	49.84	321.4	408.22	33.84
美时纸业	51	-3989.35	196.78	708.34
天然纸业	87.59	-1481.8	-110.85	380.35
美恒安兴	51	204.09	526.03	341.14
侨旺纸模	52.94	66.17	282.92	286.98

合计	-7783.63	-650.88	2310.11
----	----------	---------	---------

资料来源：公司年报、国海证券研究所

国内造纸业 09 年 1 季度相比 08 年四季度出现明显好转，景气有所回升，但与去年同期仍有差距。卫生纸、印刷纸的产量保持强劲增长，但价格有所下降。预计公司 2009 年纸业与去年基本持平。

Figure 25 2009 年 1-3 月纸浆及主要纸种产量变化（万吨）

产品	完成量		同比		环比%
	3 月当期	累计	3 月当月%	累计%	
纸浆	147.1	375.8	-17.1	-3.1	25.3
纸及纸板	745.8	1887.2	2.72	-0.21	23.76
其中：未涂布书写纸	70.8	183	4.89	-2.59	18
新闻纸	40.7	107.7	-4	-8.15	18.31
涂布印刷纸	17.8	41.8	2.58	-2.64	-56.05
卫生用纸	15.8	39.8	64.88	54.44	20.61
箱板纸	101.4	241.4	-3.51	-6.54	38.52
纸制品	279.7	742.1	6.02	3.25	6.88
其中：瓦楞纸箱	162.5	431.6	6.37	5.13	24.71

资料来源：中国纸业、国海证券研究所

Figure 26 公司机制纸业务收入预测

	2007	2008	2009E	2010E
产量（万吨）	18.98	21.03	22	23
销量（万吨）	19.06	20.22	21	21
单位售价（不含税）				
（元/吨）	4160.10	4225.49	4120.00	4250.00
单位成本（元/吨）	3631.71	3555.72	3500	3580
收入（万元）	79291.57	85439.38	86520	89250
成本（万元）	69220.46	71896.72	73500	75180
毛利率%	12.7	15.85	15.05	15.76

资料来源：国海证券研究所

09 年期间费用率将略有下降

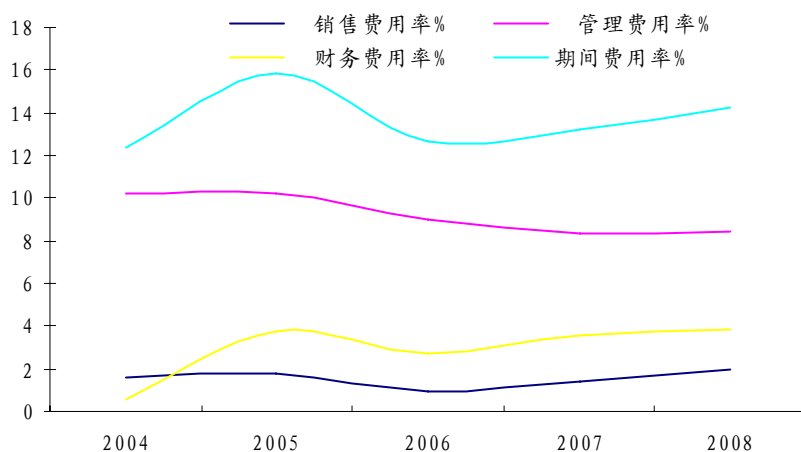
A 股市场有机制糖业务的上市公司有南宁糖业、广东甘化、贵糖股份及中联屯河。但因广东甘化、贵糖股份中机制糖比重低于 30%，中粮屯河为甜菜糖，可比性不强。

公司近三年的期间费用率处于小幅上升的趋势。2008 年公司期间费用率略上升 0.99 个百分点，达 14.23%，上升的主要原因是销售费用率和财务费用率的上升。因 2008 年上半年的高油价导致的运输费用增加及仓储费用上升，公司的销售费用率上升 0.57 个百分点。2008 年公司

的借款增加 4.78 亿元，导致财务费用率上升 0.32 个百分点。

09 年预计有所下降。随着 08 年下半年央行对贷款利率的下调，预计公司 09 年财务费用率将下降。高油价的回落使运输费降低，将带来销售费用率有所降低。

Figure 27 期间费用情况



资料来源: WIND

盈利预测

我们对公司未来两年的盈利预测是基于以下的假设条件:

1. 公司各产品收入和利润预测请见上文;
2. 因规模效应及 08 年下半年的降息，期间费用有所下降;
3. 所得税率 25%;
4. 暂不考虑马丁居里违规抛售南宁糖业股票诉讼案可能带来的非经常性收益。

根据以上的假设条件，我们得到公司未来 2 年的盈利预测如下:

Figure 28 盈利预测表

单位: 万元

	2007	2008	2009E	2010E
一、营业总收入	313594.25	329784.23	350711.35	364543.91
二、营业总成本	299338.12	324729.84	330151.89	329525.60
营业成本	254125.65	275473.59	283559.31	282918.07
营业税金及附加	2247.80	2259.56	2402.94	2497.72
销售费用	4312.01	6419.88	5962.09	5468.16
管理费用	26158.97	27826.23	28407.62	28798.97
财务费用	11051.15	12656.69	9819.92	9842.69
资产减值损失	1442.54	93.88	0	0
三、其他经营收益				
投资净收益	39.26	0.05	0	0

四、营业利润	14295.38	5054.45	20559.46	35018.31
加：营业外收入	1412.35	1139.46	1300	1400
减：营业外支出	532.41	1203.65	700	800
五、利润总额	15175.32	4990.26	21159.46	35618.31
减：所得税	2184.76	1241.96	5289.86	8904.58
六、净利润	12990.56	3748.30	15869.60	26713.73
减：少数股东损益	6.96	1055.91	1000	1000
归属于母公司所有者 的净利润	12983.60	2692.39	14869.60	25713.73
七、每股收益（元）	0.49	0.09	0.52	0.90

资料来源：国海证券研究所

根据以上假设条件，我们预计公司 2009、2010 年每股收益为 0.52、0.90 元。若糖价每变动 100 元/吨，对 EPS 的影响为 0.12 元。

估值及投资评级

DDM 估值

根据 DDM 估值模型，南宁糖业每股中枢价值为 13.10 元，合理波动区间为 11.65 ~ 15.26 元。

Figure 29 公司近 5 年分红及股息率情况

	2004	2005	2006	2007	2008	2009E	2010E
每股股利	0.378	0.19	0.66	0.39	0.065	0.45	0.83
EPS	0.61	0.13	0.75	0.49	0.09	0.52	0.90
分红率	83.06%	141.81%	87.21%	86.10%	69.20%	87%	92%
股息率	6.35%	1.35%	4.05%	1.84%	0.52%	3.59%	6.62%

资料来源：公司公告

Figure 30 DDM 预测参数

	高速增长阶段	永续增长阶段
贝塔值 (β)	1.007	1.007
无风险利率 (%)	3.02%	3.02%
市场的预期收益率 (%)	8.00%	8.00%
股权资本成本 (%)	8.04%	8.04%

资料来源：国海证券研究所

Figure 31 公司价值估值表

高速增长阶段 Ke	8.04%
高速增长阶段折现	0.415
永续增长阶段 Ke	8.04%
永续增长阶段折现	8.337
公司价值	13.10

资料来源：国海证券研究所

Figure 32 估值结构敏感性分析

Ke (%)	永续增长率
--------	-------

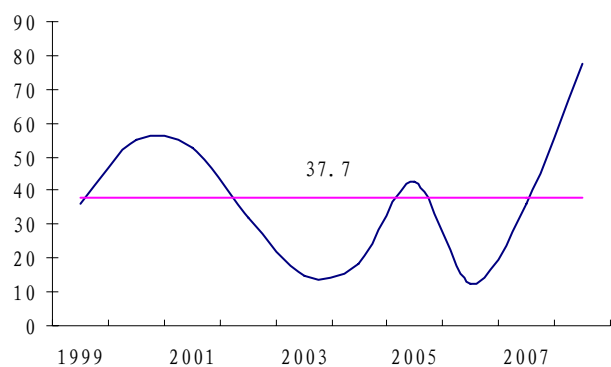
	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
6.04%	15.11	17.68	21.93	30.36	55.08
7.04%	12.49	14.06	16.42	20.33	28.07
8.04%	10.61	11.65	13.10	15.26	18.86
9.04%	9.21	9.93	10.88	12.22	14.21
10.04%	8.12	8.64	9.30	10.18	11.41

资料来源：国海证券研究所

相对估值

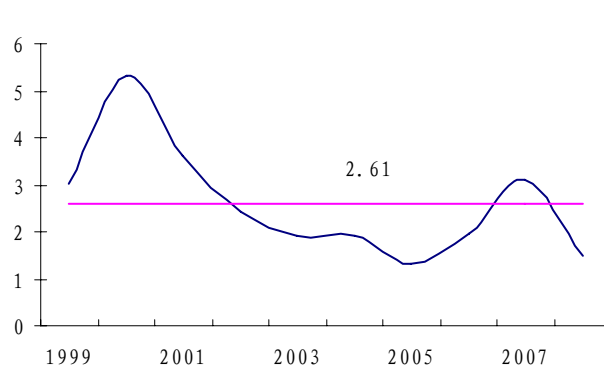
预计公司 2009、2010 年的每股收益为 0.52、0.90 元，按照 5 月 8 日的收盘价计算，对应的 PE 分别为 25、15 倍，PB 分别为 2.78、2.53。与公司近 10 年历史均值相比较，PB 与均值 2.61 基本相当，但 PE 相对均值 37.7 还有较大的空间，维持“增持”评级。

Figure 33 公司近 10 年 PE 情况及均值



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

Figure 34 公司近 10 年 PB 情况及均值



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

风险因素分析

1. 原料供应的风险

制糖企业蔗区是政府行政划拨的，面积有限，对公司大规模生产扩张造成了很大的局限。另外，农民有自己选择种植品种的权利。近两年受到木薯、西瓜等经济农作物的冲击，很多农民已放弃甘蔗种植。如果不能及时挽回蔗农，公司在未来几年的原料供应会受到很大的限制。再者，制糖业是靠天吃饭的产业，气候及虫害都可能影响甘蔗的产量和质量。

2. 机制糖价格不稳定

机制糖价格的变动将带来公司盈利能力的波动。

Figure 35 财务预测表

资产负债表				利润表			
单位: 百万元				单位: 百万元			
会计年度	2007	2009E	2010E	会计年度	2007	2009E	2010E
流动资产	1368	979	1997	营业收入	3298	3507	3645
现金	358	434	867	营业成本	2755	2836	2829
应收账款	190	260	267	营业税金及附加	23	24	25
其它应收款	43	38	41	营业费用	64	60	55
预付账款	216	256	261	管理费用	278	284	288
存货	557	-11	560	财务费用	127	98	95
其他	4	2	2	资产减值损失	1	0	0
非流动资产	2747	2542	2342	公允价值变动收益	0	0	0
长期投资	43	42	40	投资净收益	0	0	0
固定资产	2636	2466	2290	营业利润	51	205	354
无形资产	22	25	27	营业外收入	11	13	14
其他	46	10	-15	营业外支出	12	7	8
资产总计	4115	3521	4340	利润总额	50	211	360
流动负债	2670	1741	2316	所得税	12	53	90
短期借款	1880	1388	1500	净利润	37	158	270
应付账款	585	129	592	少数股东损益	11	11	11
其他	204	223	225	归属母公司净利润	27	148	259
非流动负债	33	228	328	EBITDA	368	495	641
长期借款	20	220	320	EPS (元)	0.09	0.52	0.90
其他	13	8	8				
负债合计	2703	1969	2645	主要财务比率			
少数股东权益	183	194	204	会计年度	2007	2008E	2009E
股本	287	287	287	成长能力			
资本公积	801	801	801	营业收入	5.2%	6.3%	3.9%
留存收益	142	271	403	营业利润	-64.6%	306.1%	73.8%
归属母公司股东权益	1229	1358	1491	归属于母公司净利润	-79.3%	449.2%	76.6%
负债和股东权益	4115	3521	4340	获利能力			
				毛利率	16.5%	19.1%	22.4%
现金流量表				净利率		0.8%	4.2%
单位: 百万元				ROE	2.2%	10.9%	17.5%
会计年度	2007	2008E	2009E	ROIC	4.5%	8.4%	12.9%
经营活动现金流	273	498	454	偿债能力			
净利润	37	158	272	资产负债率	65.7%	55.9%	60.9%
折旧摊销	191	192	192	净负债比率	71.29%	83.02%	69.82%
财务费用	127	98	92	流动比率	0.51	0.56	0.86
投资损失	-0	0	0	速动比率	0.30	0.57	0.62
营运资金变动	-89	46	-104	营运能力			
其它	6	3	1	总资产周转率	0.85	0.92	0.93
投资活动现金流	-488	-12	-13	应收账款周转率	12	15	13
资本支出	503	0	0	应付账款周转率	6.25	7.94	7.85
长期投资	1	-2	-1	每股指标 (元)			
其他	17	-14	-14	每股收益(最新摊薄)	0.09	0.52	0.90
筹资活动现金流	104	-410	-9	每股经营现金流(最新摊薄)	0.95	1.74	1.58
短期借款	504	-492	112	每股净资产(最新摊薄)	4.29	4.74	5.20
长期借款	-27	200	100	估值比率			
普通股增加	0	0	0	P/E	137.87	25.10	14.21
资本公积增加	-1	0	0	P/B	3.02	2.73	2.49
其他	-373	-117	-220				
现金净增加额	-110	76	432	EV/EBITDA	15	11	8

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国海证券所有。