

朱卫华 0755-82943101
 zhuweihua@cmschina.com.cn
 黄珺、董广阳 0755-82943241
 huangj@cmschina.com.cn

2009年6月2日

南宁糖业(000911.SZ)/13.70 元

通胀预期带来糖业公司交易性机会

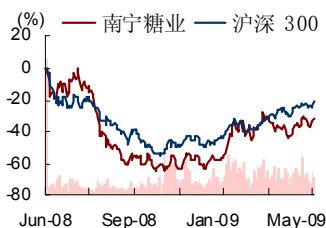
投资评级: 中性-B
 评级调整: 维持

基础数据

总股本(万股)	28664
流通股本(万股)	28664
总市值(亿元)	39
流通市值(亿元)	39
52周股价	7.0-20.3 元

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	18	91	-34
相对表现	9	38	-14



昨日南宁糖业涨停。自从 08 年底由国际减产、国内收储引起的糖价触底反弹以来,国内外糖价分别上涨超过 40% 和 50%, 期间 A 股制糖相关上市公司如南宁糖业、贵糖股份、中粮屯河等都上涨 2 倍以上。我们认为下半年糖价特别是国际糖价仍有较大继续上涨的可能性,但其动力由供需基本面逐步转为流动性释放引起的通胀预期,作为能源替代品种,仍可关注糖业公司的交易性机会。

- 由于 08/09 榨季印度减产引起全球食糖供不应求,国际原糖价格已创 22 个月新高;虽供大于求,由于国储和地方储备收储,国内白糖价亦大幅反弹。在 06-08 年上半年通货膨胀引发的农产品牛市中,因供大于求,糖是涨幅最小也是最早下跌的品种,但在去年底大多数农产品还继续下跌时,由于印度宣布减产 900 万吨同时和中国政府宣布收储 80 万吨等消息,供求局面发生逆转,国内外糖价也相继迅猛上涨。
- 全球来看,国际在糖产量减少和通胀两个预期下,类似 05-06 年油价糖价齐涨的大背景,糖价有望挑战 06 年高点。随着全球消费的转暖,USDA 及多个权威预测机构均认为明年两年食糖供需缺口在加大,我们预计 08/09、09/10 榨季缺口分别为 1450 万吨和 450 万吨,供不应求暂时没有好转的迹象;随着全球流动性释放初见成效,美元指数疲软、美国国债长期收益率上升、石油等能源价格上涨、有色农产品等大宗商品价格也开始上涨并且投机买盘增加等标志事件发生,通胀预期显现。在两者的作用下,食糖目前所处的背景更类似于 05、06 年,供不应求加上石油价格上涨发展乙醇导致供不应求加剧,因此下半年原糖价格有望挑战 06 年 2 月 19.3 美分/磅的高点,较当前价格仍有 20% 的上涨空间。
- 国内糖价则视国储和地方储备出售情况,预计受国际糖价上涨及消费旺季的到来,乐观估计仍有 10% 的上涨空间。国内虽然 08/09 榨季因雪灾也大幅减产 15%,但由于上一榨季库存过多,预计 08/09 和 09/10 榨季都供大于求 200 万吨以上,因此我们认为国内糖价上涨空间小于国际糖价(虽然国际原糖到岸价折白糖价格已高于国内现货)。不过目前国内食糖库存多在国储和地方储备中,共约有 350-400 万吨,若这部分供应不完全释放,国内糖价仍会受国际糖价上涨和消费持续回暖大背景的影响,温和上涨 10% 左右。
- 国内制糖企业普遍于一季度末二季度初开始盈利,预计 09 年业绩将从 08 年的低迷中恢复,然目前 PE 估值按 2010 年最乐观 EPS 预计也在 30 倍以上,维持中性 B 的评级。08/09 榨季按照 260 元/吨甘蔗价格对应 3800 元糖价推算,南糖吨糖成本为 3000-3500 元,目前南糖集团硫化糖报价 3800 元/吨,碳化糖报价 4000 元/吨,吨糖盈利 200 元以上。经过一季度巨亏后,二季度将开始盈利,预计 09 年全年 EPS 为 0.2 元;对 2010 年业绩我们认为应较为谨慎,预计糖价冲高回调,压榨吨利环比下降, EPS 为 0.3 元;若按市场乐观估计糖价维持 4000 元/吨以上,则 2010 年业绩有望达 0.5 元。可以看出即使是乐观情况,目前 PE 定位也超过 30 倍,相对估值过高,因此维持公司中性 B 的投资评级。
- 从二级市场历史表现来看,南宁糖业股价表现与国际原糖期货高度相关,若国际糖价继续上涨,南宁糖业、贵糖股份、中粮屯河等糖业公司等仍存在一定交易性机会。

图 1、国际原糖期货价格



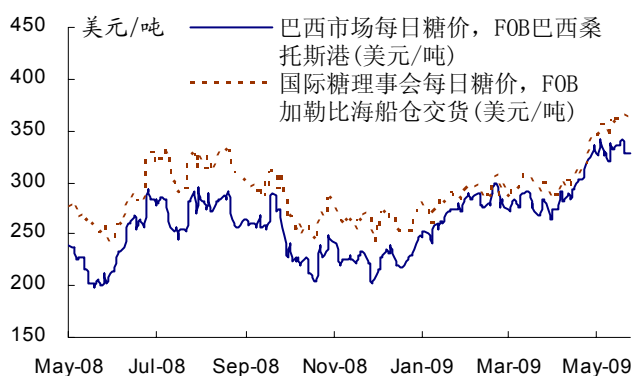
资料来源：Bloomberg

图 2、国内白糖期货价格



资料来源：Bloomberg

图 3、国际白糖现货价格



资料来源：Bloomberg

图 4、国内白糖现货



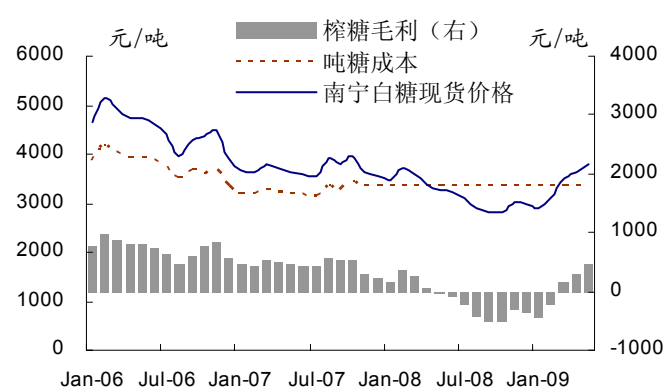
资料来源：Bloomberg

图 5、国内外白糖期货比较



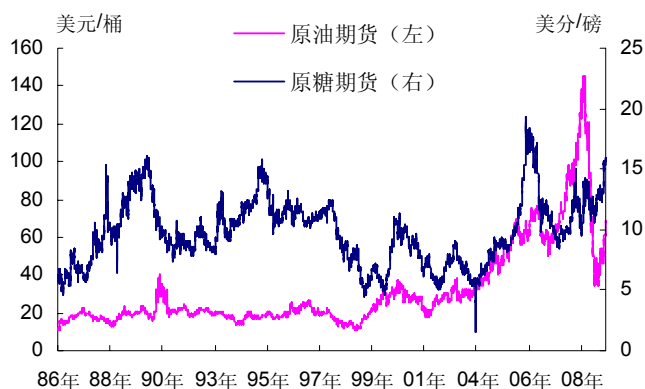
资料来源：Bloomberg，招商证券研发中心

图 6、广西制糖企业利润空间测算



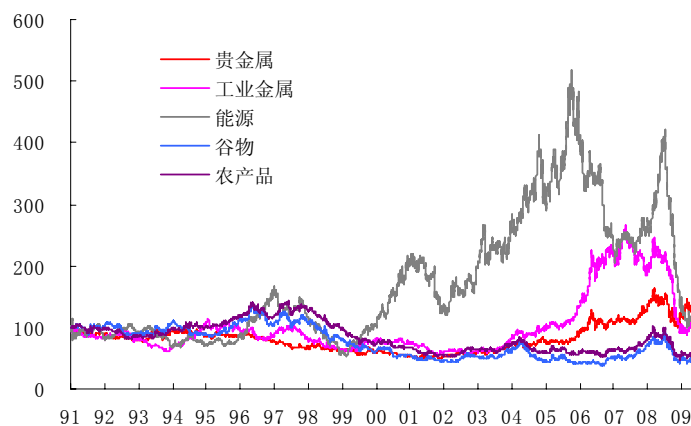
资料来源：Bloomberg，招商证券研发中心

图 7、原糖期货与原油期货比较



资料来源: Bloomberg, 招商证券研发中心

图 8、道琼斯各大商品指数比较



资料来源: Bloomberg, 招商证券研发中心

图 9、南宁糖业股价与国际糖价较为相关



资料来源: Bloomberg, 招商证券研发中心

图 10、南宁糖业股价涨跌幅远远大于国内糖价



资料来源: Bloomberg, 招商证券研发中心

分析师简介

朱卫华：清华大学经济学学士，中国科学技术大学管理学硕士，拥有证券执业资格、注册国际投资分析师 CIIA 资格，8 年证券从业经验。现为招商证券研发中心研究董事、消费品研究小组组长，连续获得 2005、2006、2007 年度《新财富》最佳分析师食品饮料行业第一名，2005 年度最佳分析师农林牧渔行业第三名。

黄珺：MBA 在读，拥有证券从业资格，4 年证券从业经验，现于招商证券从事食品饮料、农林牧渔行业研究。

董广阳：上海财经大学经济学硕士，2008 年进入招商证券。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。