



南宁糖业 (000911):

糖价持续上涨提升公司业绩

农林牧渔-农业

维持评级: 增持

分析师

孙霞

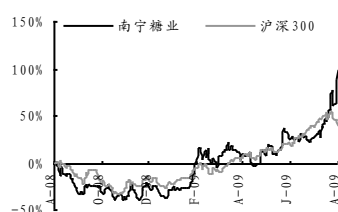
电话: 0755-83706347

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。

相对沪深 300 表现



市场数据 2009. 8. 12

当前价格 (元)	23.05
52 周价格区间 (元)	7.02-23.05
总市值 (百万)	6607
流通市值 (百万)	6607
总股本 (万股)	28664
流通股 (万股)	28664
日均成交额 (百万)	19620
近一月换手 (%)	127.2

财务数据 FYE

毛利率	16.68%
净利率	2.16%
净资产收益率	3.00%
总资产收益率	2.76%
资产负债率	63.02%
现金分红收益率	80%
市盈率	49
市净率	4.45

事件

业绩略超预期。2009 年公司上半年实现主营业务收入 17863 万元, 比上年同期减少 14.53%; 营业利润 422 万元, 同比下降 66.82%; 净利润 3767 万元, 同比下降 58.74%; 基本每股收益 0.13 元。业绩同比下降的主要原因是公司食糖销售的均价和销量都低于去年同期。

点评

糖价上升, 业绩环比大幅增长

糖价持续上升带来公司二季度业绩扭亏并实现盈利。在食糖减产可能造成供需紧平衡、下榨季种植面积减少的两大刺激因素下, 食糖价格持续上升, 自年初的 2800 元/吨上涨至 6 月底的 3800 元/吨, 涨幅达到 35.7%。随着糖价快速回升, 公司业绩提升, 二季度净利润环比增长 167%。

糖价将继续保持上升趋势

受国家不抛储政策面的刺激, 近期南宁现货价一路飙升至 4100 元/吨。对于后期糖价, 我们依然维持继续看多的观点, 主要理由基于以下三点:

第一, 本榨季食糖供需紧平衡基本形成。因天气因素, 08/09 榨季全国食糖产量为 1243 万吨, 同比下降 16%。

截止 7 月底，本榨季食糖累计消费 1007 万吨，销糖率达到 81.04%，连续 4 个月高于去年同期水平。从本榨季开始至 6 月份，除乳制品产量增速为负外，其余均为正值。但从各含糖食品产量环比增速看，产量增速为正，且出现上升，我们可以判断本榨季食糖消费量将至少与上年度持平。7 月底食糖工业库存 240 万吨，与上榨季剩余 3 个月消费量基本一致，本榨季食糖供需基本平衡。广西食糖储备约为 46 万吨(上榨季 16 万吨+本榨季 30 万吨)。广西地方储备将分批放储，但我们预计对市场的影响不大。

Figure 1 各榨季主要含糖食品截止 6 月产量增长情况 (万吨)

	07/08 榨季	同比增速	08/09 榨季	同比增速
糖果	76.37	19.26%	86.34	13.04%
糕点	45.98	10.11%	54.98	19.57%
饼干	188.49	46.19%	196.57	4.29%
乳制品	1,268.70	12.91%	1,200.62	-5.37%
罐头	344.73	18.88%	382.06	10.83%
碳酸饮料	667.24	8.83%	739.53	10.83%
果汁及果汁饮料	748.25	16.78%	759.69	1.53%

资料来源: WIND、国海证券研究所

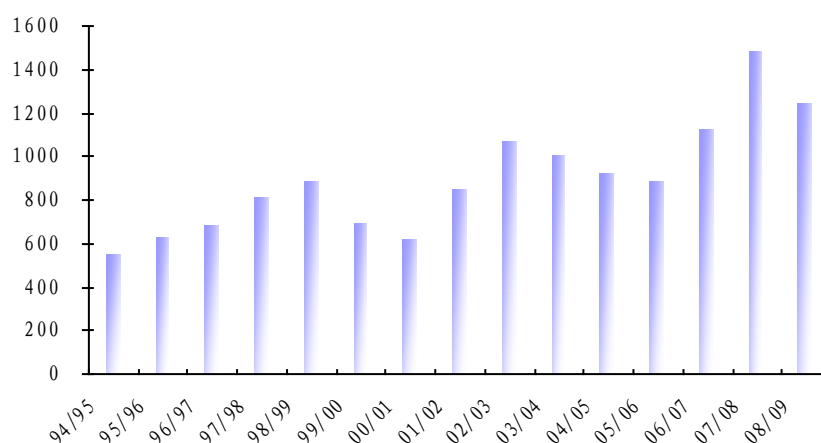
Figure 2 主要含糖食品上半年及 6 月当月产量同比增速

	1-6 月产量同比	6 月当月产量同比
糖果	14.55	11.17
糕点	4.88	5.14
饼干	3.47	25.40
乳制品	1.95	-3.78
罐头	10.26	16.43
碳酸饮料	8.26	19.97
果汁及果汁饮料	22.70	26.25

资料来源: WIND、国海证券研究所

第二，下榨季种植面积下降，下榨季将可能供不应求。根据各产区公布的粗略统计数据看，甜菜糖种植面积大幅减少已明确；甘蔗糖种植面积除云南略持平外，其他主产区均出现下降。从糖业 5~6 年的周期（一个周期表现为 2~3 年增产，2~3 年减产）看，09/10 榨季食糖仍将处于减产阶段，下榨季食糖供不应求。从甘蔗长势看，若后续天气正常，甘蔗长势好于上榨季，下榨季可能实现增产，但增产幅度可能在 5% 左右，但随着经济回暖，含糖食品饮料的产量将继续上升，食糖消费需求也将进一步增加，近几年食糖消费的年均增速在 6% 左右，下榨季食糖仍将供不应求。

Figure 3 各榨季食糖产量情况 (万吨)



资料来源: 国海证券研究所

第三，国际糖价大幅上涨，对国内糖价形成支撑。各主要产糖国除巴西增产 0.8% 以外，印度减产 41%，中国减产 16%。泰国减产 8%，北美减产 6%，欧盟减产 5%，造成全球 08/09 榨季食糖供不应求，国际糖价一路上扬，

创下 28 年来的新高。受产量急剧下降，印度由最大出口转变为进口国。尽管 09/10 榨季因种植面积上升，食糖产量回升，但依然低于消费需求，仍需进口。下榨季全球仍然存在 700-800 万吨的缺口，国际糖价将保持上升趋势。目前，原糖价格达到 22.97 每分/磅，进口糖价达到 5600 元/吨，远高于国内现货价格。

维持“增持”评级

根据糖价走势及《09/10 榨季广西甘蔗收购指导价》政策，我们对 2009、2010 年的业绩预测进行了调整（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）。

假设 2009 年公司全年销售食糖 63 万吨，销售均价为 3680 元/吨；2010 年公司全年销售食糖 58 万吨，销售均价为 4400 元/吨。预计公司 2009、2010 年的每股收益分别为 0.43、0.9 元（2009 年糖价每变动 100 元/吨，对 EPS 的影响约为 0.12 元；2010 年糖价每变动 100 元/吨，对 EPS 的影响约为 0.04 元）。目前股价对应 2010 年的市盈率为 23 倍，低于公司近 10 年的均值 37.7。糖价的上升带来公司业绩的提升，以及公司稳定的股息率，给予“增持”评级。

Figure 4 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	58.43
销量（万吨）	58.35	63.02	63	58
单位售价（不含税） （元/吨）	3108.42	2925.81	3145.30	3760.68
单位成本（元/吨）	2382.64	2448.76	2509.76	2800.76
收入（万元）	181376.52	184384.27	198153.85	218119.66
成本（万元）	139026.95	154320.61	158114.63	162443.85
毛利率%	23.35	16.3	20.21	25.52

资料来源：国海证券研究所

Figure 5 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	4050	4250.00
单位成本（元/吨）	3631.71	3555.72	3500	3580
收入（万元）	79291.57	85439.38	85050	89250
成本（万元）	69220.46	71896.72	73500	75180
毛利率%	12.7	15.85	13.58	15.76

资料来源：国海证券研究所

Figure 6 盈利预测表

单位：万元

	2007	2008	2009E	2010E
一、营业总收入	313594.25	329784.23	348164.43	379330.24
二、营业总成本	299338.12	324729.84	331136.52	344106.45

营业成本	254125.65	275473.59	284882.31	295911.92
营业税金及附加	2247.80	2259.56	2385.49	2599.03
销售费用	4312.01	6419.88	5918.80	5689.95
管理费用	26158.97	27826.23	28201.32	29967.09
财务费用	11051.15	12656.69	9748.60	9938.45
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	17027.90	35223.79
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	17627.90	35823.79
减：所得税	2184.76	1241.96	4406.98	8955.95
六、净利润	12990.56	3748.30	13220.93	26867.84
减：少数股东损益	6.96	1055.91	1000.00	1000.00
归属于母公司所有者 的净利润	12983.60	2692.39	12220.93	25867.84
七、每股收益（元）	0.49	0.09	0.43	0.90

资料来源：国海证券研究所

风险提示

近期期糖涨幅过快，可能面临短期调整的风险，而与此相关度较强的个股股价可能会有波动。

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。