

南宁糖业(000911.SZ)

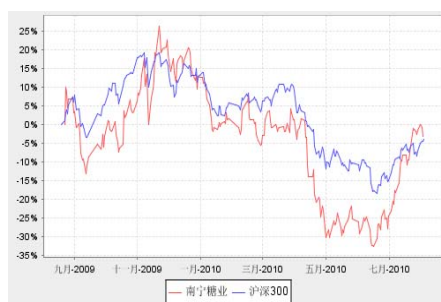
业绩符合预期，现货糖价兵临四年高位

评级： 持有 前次：
 目标价(元)： -
 联系人 分析师
 谢刚 孙国东
 消费品小组 S0740207010008
 021-58208304
 xiegang@qlzq.com.cn
 2010年8月20日

基本状况

总股本(百万股)	286.64
流通股本(百万股)	286.64
市价(元)	19.46
市值(百万元)	5578.01
流通市值(百万元)	5578.01

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	3,297.84	3,531.91	3,657.78	4,390.60	4,940.42
营业收入增速	5.16%	7.10%	3.56%	20.03%	12.52%
净利润增长率	-79.26%	352.67%	36.93%	28.00%	-11.15%
摊薄每股收益(元)	0.09	0.43	0.58	0.75	0.66
前次预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
市场预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
偏差率(本次-市场/市场)	—	—	—	—	—
市盈率(倍)	0.00	55.25	32.55	25.43	28.62
PEG	—	0.16	0.88	0.91	—
每股净资产(元)	4.29	4.65	4.93	5.68	6.34
每股现金流量	0.95	2.14	1.73	1.83	1.78
净资产收益率	2.19%	9.15%	11.81%	13.13%	10.45%
市净率	0.00	5.05	3.84	3.34	2.99
总股本(百万股)	286.64	286.64	286.64	286.64	286.64

备注：市场预测取聚源一致预期

投资要点

- 南宁糖业公告 2010 年中期财报，期内共实现销售额 15.22 亿元，同比下降 14.78%，实现净利润 7181 万元，同比增长 90.66%，对应 EPS 为 0.25 元，基本符合我们预期。
- 受益于上榨季减产和需求增长的双重契机，机制糖成为公司上增年利润增量的最大贡献来源。机制糖销售额接近 8.5 亿元，毛利率 23.84%，较上年同期上升 4.69 个百分点。
- 由于上半年南宁现货糖价一直稳定在 5000 元/吨上方，因此我们预计南宁糖业的机制糖销售均价(含税)可能在 5200 元/吨附近，扣除 17% 的增值税后预计公司全年销售均价 4177 元/吨。
- 10/11 榨季全国或有 300 万吨食糖供需缺口。我们预计 2010/11 榨季全国甘蔗糖可能小幅增产 2.5%，产量预计为 1100 吨左右，即使考虑到甜菜糖可能的增产，那么下榨季全国食糖产量至少还在 300 万吨的供应缺口，这是我们看好今年、明年现货糖价的根本逻辑。
- 目前，广西南宁地区的现货糖价已经逼近 06 年的 5500 元/吨，兵临四年高点，在 10 年 11 月初的新榨季到来之前，预计国内食糖供应紧张的局势难以缓解，这将大大提高糖厂的销售价格中枢和盈利水平。
- 但是，考虑到巴西、印度等国可能的增产会带来全球新榨季食糖由不足转向过剩，因此，我们预计国际糖价回落到 17 美分/磅以下将是大概率事件，这样，理论上的进口糖数量激增可能导致国内糖价继续飙涨难度加大，我们预计国内现货糖价明年突破 5700-6000 元/吨的概率偏小。

- 对南宁糖业、中粮屯河等糖业股来说，对行业的关注比对公司的关注更重要，对行业拐点的判断比对盈利和估值的判断更有价值，所以，我们不建议大家因为估值有吸引力而积极做多糖业股，因为周期性行业的缘故，我们建议投资者将更多的注意力转移到行业基本面上来。
- 至于制糖行业，我们曾 8 月 11 日推出的“制糖行业报告——天气灾害、供求缺口推高现货糖价”中详细阐述了我们对于全球乃至中国食糖供求形势、糖价走势、糖业股机会的判断等若干结论，敬请参阅！
- 鉴于今年多灾并发、多灾频发可能引发甘蔗的单产下降，进而导致最终的食糖产量低于预期，我们不排除糖业股后面的投资机会可能会增加，但我们需要对过程中的数据进行跟踪。
- 截至目前，我们倾向于认为，国内糖价看多、全球糖价看空，使得国内市场大规模进口糖理论上可行，我们认为糖业股会迎来非常确定的交易型机会，但不主张持有至新榨季开榨，即 11 月以前糖业股都可适度参与，11 月以后我们需要观察具体的产量数据和需求数据。
- 我们重新调整了南宁糖业的盈利预测。预计 2010-12 年公司销售额分别为 3657.78、4390.60、4940.42 百万元，同比增长 3.56%、20.03%、12.52%；分别实现净利润 166.89、213.62、189.81 百万元，同比增长 36.9%、28.0%、-11.1%，2010-12 年 EPS 分别为 0.58、0.75、0.66 元。
- 我们维持制糖行业“中性”评级，给予南宁糖业公司“持有”评级，但建议 11 月份以前参与现货糖价驱动的糖业股反弹契机。

图表 1: 广西南宁现货糖价逼近 06 年高点 5500 元

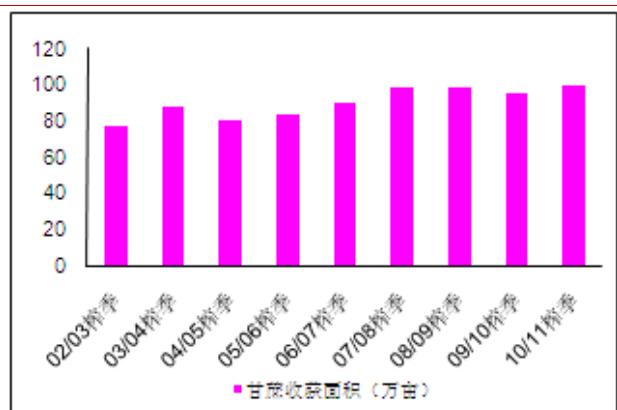

来源: BLOOMBERG, 齐鲁证券研究所

图表 2: 纽约原糖价格目前反弹到 19 美分/磅


来源: 齐鲁证券研究所

图表 3: 郑州白糖期货主力合约走势


来源: 齐鲁证券研究所

图表 4: 南宁糖业历年甘蔗收获面积 (万亩)


来源: 齐鲁证券研究所

图表5：南宁糖业机制糖业务假定

南宁糖业机制糖	02/03榨季	03/04榨季	04/05榨季	05/06榨季	06/07榨季	07/08榨季	08/09榨季	09/10榨季	10/11榨季	11/12榨季	12/13榨季
甘蔗收获面积(万亩)	77	88	80	83.73	90.35	99	99	95.5	100	100	100
甘蔗亩产(吨/亩)	5.86	4.22	3.40	3.50	4.55	5.90	4.50	4.73	4.87	5.02	5.17
甘蔗加工量(万吨)	451.00	371.77	272.00	293.00	411.00	584.37	445.50	452.00	487.50	502.12	517.19
甘蔗单耗(吨/吨)	8.62	7.19	7.66	7.62	7.47	7.55	8.17	8.00	8.17	8.07	7.97
机制糖产量(万吨)	52.3	51.7	35.5	38.5	55.0	77.4	54.5	56.5	59.7	62.2	64.9
机制糖业务：销售	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年
机制糖销量(万吨)	49.7	53.2	50.5	30.1	43.7	58.3	65.0	64.1	46.7	60.5	63.1
机制糖不含税价(元/吨)	2246.7	1979.0	2336.3	3119.6	3793.1	3110.5	2355.3	3230.9	4177.0	3775.9	3699.9
销售收入(百万元)	1116.6	1052.8	1179.4	940.3	1656.8	1813.8	1843.8	2494.6	2348.6	2753.3	2813.3
机制糖业务：成本	2002年	2003年	2004年	2005年	2006年	2007年	2008年	2009年	2010年	2011年	2012年
机制糖业务成本(百万元)	854.00	835.00	868.82	696.86	1169.07	1390.27	1543.20	1927.78	1709.21	2008.57	2101.62
机制糖单位成本(元/吨)	1725.3	1571.4	1721.1	2312.1	2676.4	2384.3	2375.0	3008.1	3662.5	3318.9	3330.0
毛利率	23.21%	20.59%	26.33%	25.89%	29.44%	23.35%	16.31%	22.72%	27.22%	27.05%	25.30%

来源：齐鲁证券研究所

图表6：南宁糖业销售收入预测表

项 目	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
机制糖										
不含税售价(元/吨)	1,978.98	2,336.32	3,119.61	3,793.13	3,110.54	2,355.30	3,230.88	4,177.00	3,775.95	3,699.92
增长率(YOY)	N/A	18.06%	33.53%	21.59%	-18.00%	-24.28%	37.17%	29.28%	-9.60%	-2.01%
销售数量(万吨)	53.20	50.48	30.14	43.68	58.31	64.98	64.09	46.67	60.52	63.11
增长率(YOY)	N/A	-5.11%	-40.29%	44.92%	33.49%	11.43%	-1.37%	-27.18%	29.68%	4.28%
销售收入(百万元)	1,052.82	1,179.38	940.25	1,656.84	1,813.76	1,530.39	2,070.53	1,949.30	2,285.20	2,335.07
增长率(YOY)	N/A	12.02%	-20.26%	76.21%	9.47%	-15.62%	35.29%	-5.66%	17.23%	2.18%
毛利率	20.59%	26.33%	25.89%	29.44%	23.35%	16.31%	22.72%	27.22%	27.05%	25.30%
销售成本	835.99	868.82	696.86	1,169.07	1,390.27	1,280.86	1,600.05	1,418.64	1,667.11	1,744.35
增长率(YOY)	N/A	3.93%	-19.79%	67.76%	16.92%	-7.87%	24.92%	-11.34%	17.51%	4.63%
毛利	216.83	310.56	243.39	487.77	423.49	249.53	470.48	530.66	618.09	590.72
增长率(YOY)	N/A	43.23%	-21.63%	100.41%	-13.18%	-41.08%	88.53%	12.79%	16.47%	-4.43%
占总销售额比重	69.83%	68.14%	55.80%	59.54%	57.84%	46.41%	58.62%	53.29%	52.05%	47.26%
占主营业务利润比重	70.15%	74.70%	76.64%	83.51%	71.21%	45.95%	70.75%	70.15%	68.71%	63.10%
蔗榨浆										
销售价格(元/吨)	1,000.00	1,273.81	1,160.77	454.06	431.35	280.38	454.06	522.17	587.44	646.18
增长率(YOY)	N/A	27.38%	-8.67%	-60.88%	-5.00%	-35.00%	61.94%	15.00%	12.50%	10.00%
销售数量(万吨)	6.82	7.02	9.82	11.42	11.48	12.19	12.20	12.57	12.94	13.33
增长率(YOY)	N/A	3.00%	39.89%	16.29%	0.53%	6.18%	0.08%	3.00%	3.00%	3.00%
销售收入(百万元)	68.16	89.42	113.99	51.85	49.52	34.18	55.39	65.62	76.03	86.14
增长率(YOY)	N/A	31.20%	27.47%	-54.51%	-4.50%	-30.98%	62.08%	18.45%	15.88%	13.30%
毛利率	25.49%	35.97%	13.84%	8.58%	10.00%	5.00%	9.08%	8.83%	9.33%	9.83%
销售成本	50.78	57.25	98.21	47.41	44.57	32.47	50.37	59.82	68.94	77.68
增长率(YOY)	N/A	12.75%	71.54%	-51.73%	-5.99%	-27.15%	55.12%	18.78%	15.24%	12.68%
毛利	17.37	32.17	15.77	4.45	4.95	1.71	5.03	5.79	7.09	8.47
增长率(YOY)	N/A	85.16%	-50.96%	-71.81%	11.34%	-65.49%	194.23%	15.19%	22.44%	19.37%
占总销售额比重	4.52%	5.17%	6.77%	1.86%	1.58%	1.04%	1.57%	1.79%	1.73%	1.74%
占主营业务利润比重	5.62%	7.74%	4.97%	0.76%	0.83%	0.31%	0.76%	0.77%	0.79%	0.90%
机制纸										
销售价格(元/吨)	6,157.11	6,089.94	7,548.30	13,892.80	15,922.00	17,087.88	13,162.80	15,091.15	16,977.55	18,729.63
增长率(YOY)	N/A	-1.09%	23.95%	84.05%	14.61%	7.32%	-22.97%	14.65%	12.50%	10.32%
销售数量(万吨)	4.06	4.71	5.04	5.20	4.98	5.00	6.47	7.76	9.32	11.18
增长率(YOY)	N/A	16.00%	7.01%	3.17%	-4.23%	0.40%	29.40%	20.00%	20.00%	20.00%
销售收入(百万元)	250.00	286.84	380.43	722.43	792.92	854.39	851.61	1,171.64	1,581.72	2,093.94
增长率(YOY)	N/A	14.73%	32.63%	89.69%	9.76%	7.75%	-0.33%	37.58%	35.00%	32.38%
毛利率	16.00%	12.58%	7.03%	3.43%	12.70%	15.85%	11.19%	12.35%	13.10%	13.25%
销售成本	210.00	250.76	353.67	697.64	692.20	718.97	756.28	1,026.94	1,374.50	1,816.48
增长率(YOY)	N/A	19.41%	41.04%	97.26%	-0.78%	3.87%	5.19%	35.79%	33.84%	32.16%
毛利	40.00	36.08	26.76	24.78	100.71	135.43	95.33	144.70	207.21	277.46
增长率(YOY)	N/A	-9.80%	-25.83%	-7.39%	306.38%	34.47%	-29.61%	51.80%	43.20%	33.90%
占总销售额比重	16.58%	16.57%	22.58%	25.96%	25.28%	25.91%	24.11%	32.03%	36.03%	42.38%
占主营业务利润比重	12.94%	8.68%	8.43%	4.24%	16.94%	24.94%	14.33%	19.13%	23.04%	29.64%
析虹、酒精等其他										
销售收入(百万元)	136.67	175.19	250.26	351.75	479.75	878.88	554.37	471.22	447.66	425.27
增长率(YOY)	N/A	28.18%	42.85%	40.56%	36.39%	83.20%	-36.92%	-15.00%	-5.00%	-5.00%
毛利率	25.54%	21.07%	12.65%	19.08%	13.66%	17.80%	16.99%	15.99%	14.99%	13.99%
销售成本	101.77	138.27	218.60	284.64	414.21	722.44	460.19	395.87	380.55	365.78
增长率(YOY)	N/A	35.87%	58.09%	30.21%	45.52%	74.41%	-36.30%	-13.98%	-3.87%	-3.88%
毛利	34.91	36.92	31.66	67.11	65.54	156.44	94.18	75.34	67.10	59.49
增长率(YOY)	N/A	5.75%	-14.25%	111.99%	-2.34%	138.71%	-39.79%	-20.00%	-10.94%	-11.34%
占总销售额比重	9.07%	10.12%	14.85%	12.64%	15.30%	26.65%	15.70%	12.88%	10.20%	8.61%
占主营业务利润比重	11.29%	8.88%	9.97%	11.49%	11.02%	28.80%	14.16%	9.96%	7.46%	6.36%
收入小计(百万元)	1507.65	1730.82	1684.93	2782.87	3135.94	3297.84	3531.91	3657.78	4390.60	4940.42
成本小计(百万元)	1198.54	1315.10	1367.35	2198.76	2541.26	2754.74	2866.89	2901.27	3491.11	4004.28
销售毛利(百万元)	309.11	415.72	317.58	584.11	594.69	543.11	665.02	756.51	899.49	936.14
平均毛利率	20.50%	24.02%	18.85%	20.99%	18.96%	16.47%	18.83%	20.68%	20.49%	18.95%

来源：齐鲁证券研究所

附录 1: 财务预测简表

损益表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业总收入	3,136	3,298	3,532	3,658	4,391	4,940
增长率	12.69%	5.2%	7.1%	3.6%	20.0%	12.5%
营业成本	-2,541	-2,755	-2,867	-2,901	-3,491	-4,004
% 销售收入	81.0%	83.5%	81.2%	79.3%	79.5%	81.1%
毛利	595	543	665	757	899	936
% 销售收入	19.0%	16.5%	18.8%	20.7%	20.5%	18.9%
营业税金及附加	-22	-23	-26	-22	-26	-30
% 销售收入	0.7%	0.7%	0.7%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	-43	-64	-70	-76	-100	-122
% 销售收入	1.4%	1.9%	2.0%	2.1%	2.3%	2.5%
管理费用	-262	-278	-304	-344	-392	-428
% 销售收入	8.3%	8.4%	8.6%	9.4%	8.9%	8.7%
息税前利润 (EBIT)	267	178	265	314	382	356
% 销售收入	8.5%	5.4%	7.5%	8.6%	8.7%	7.2%
财务费用	-111	-127	-113	-118	-129	-134
% 销售收入	3.5%	3.8%	3.2%	3.2%	2.9%	2.7%
资产减值损失	-14	-1	-3	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	-1	-1	-1
投资收益	0	0	-7	-2	-2	-2
% 税前利润	0.3%	0.0%	—	—	—	—
营业利润	143	51	142	194	250	219
营业利润率	4.6%	1.5%	4.0%	5.3%	5.7%	4.4%
营业外收支	9	-1	7	14	15	17
税前利润	152	50	149	208	266	236
利润率	4.8%	1.5%	4.2%	5.7%	6.1%	4.8%
所得税	-22	-12	-17	-24	-31	-28
所得税率	14.4%	24.9%	11.2%	11.8%	11.8%	11.8%
净利润	130	37	132	183	234	208
少数股东损益	0	11	11	16	21	18
归属于母公司的净利润	130	27	122	167	214	190
净利率	4.1%	0.8%	3.5%	4.6%	4.9%	3.8%

现金流量表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	130	37	132	183	234	208
少数股东损益	0	0	0	16	21	18
非现金支出	209	192	217	206	207	209
非经营收益	109	132	119	108	116	120
营运资金变动	-144	-88	146	-2	-33	-26
经营活动现金净流	304	273	614	511	545	529
资本开支	302	490	194	23	35	27
投资	0	1	0	0	0	0
其他	0	1	0	-3	-3	-3
投资活动现金净流	-302	-488	-194	-25	-38	-30
股权募资	268	0	0	0	0	0
债权募资	193	350	-203	-1,280	50	50
其他	-323	-246	-143	-119	-214	-134
筹资活动现金净流	138	104	-346	-1,399	-164	-84
现金净流量	139	-110	74	-914	343	415

资产负债表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	469	358	432	-498	-175	222
应收款项	342	235	232	242	291	327
存货	188	557	347	477	574	658
其他流动资产	277	218	227	265	318	364
流动资产	1,275	1,368	1,239	486	1,007	1,571
% 总资产	35.1%	33.2%	31.7%	16.3%	30.0%	41.9%
长期投资	47	44	37	37	37	37
固定资产	2,272	2,664	2,599	2,435	2,279	2,115
% 总资产	62.5%	64.8%	66.4%	61.4%	58.0%	56.4%
无形资产	39	33	29	24	22	21
非流动资产	2,362	2,747	2,673	2,504	2,347	2,181
% 总资产	64.9%	66.8%	68.3%	83.7%	70.0%	58.1%
资产总计	3,637	4,115	3,912	2,990	3,354	3,753
短期借款	1,532	1,907	1,410	30	30	30
应付款项	460	738	564	709	852	975
其他流动负债	105	25	79	195	131	149
流动负债	2,096	2,670	2,053	934	1,013	1,154
长期贷款	47	20	315	415	465	515
其他长期负债	4	13	20	20	20	20
负债	2,147	2,703	2,388	1,369	1,498	1,689
普通股股东权益	1,315	1,229	1,333	1,414	1,627	1,817
少数股东权益	176	183	191	208	228	247
负债股东权益合计	3,637	4,115	3,912	2,990	3,354	3,753

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益 (元)	0.453	0.094	0.425	0.582	0.745	0.662
每股净资产 (元)	4.586	4.287	4.649	4.931	5.677	6.339
每股经营现金净流 (元)	1.059	0.952	2.143	1.726	1.828	1.783
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.300	0.300	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	9.88%	2.19%	9.15%	11.81%	13.13%	10.45%
总资产收益率	3.57%	0.65%	3.12%	5.58%	6.37%	5.06%
投入资本收益率	8.97%	4.55%	8.47%	10.97%	13.53%	13.37%
增长率						
营业总收入增长率	12.69%	5.16%	7.10%	3.56%	20.03%	12.52%
EBIT增长率	-5.72%	-33.44%	48.79%	18.62%	21.50%	-6.74%
净利润增长率	-34.68%	-79.26%	352.67%	36.93%	28.00%	-11.15%
总资产增长率	12.99%	13.14%	-4.93%	-23.56%	12.16%	11.89%
资产管理能力						
应收账款周转天数	28.9	27.6	19.9	19.9	19.9	19.9
存货周转天数	26.7	49.3	57.5	60.0	60.0	60.0
应付账款周转天数	39.7	58.4	59.6	59.6	59.6	59.6
固定资产周转天数	252.9	269.5	269.9	249.1	192.3	157.4
偿债能力						
净负债/股东权益	74.47%	111.13%	84.81%	58.14%	36.12%	15.66%
EBIT利息保障倍数	2.4	1.4	2.3	2.7	3.0	2.7
资产负债率	59.02%	65.69%	61.04%	45.79%	44.68%	45.01%

来源: 齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有: 预期未来 6-12 个月内波动幅度在 -5%+5%

减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海
联系人:王莉本
电话:021-58303470
手机:13641659577
传真:021-58318543
邮编:200122
地址:上海市浦电路 438 号双
鸽大厦 19 楼

深圳
联系人:李霖
电话:0755-23819303
手机:15816898448
传真:0755-82717806
邮编:518048
地址:深圳市福田区深南大道
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京
联系人:张哲
电话:021-58206173
手机:18621368050
传真:021-58318543
邮编:200122
地址:上海市浦电路 438 号双
鸽大厦 19 楼

济南
联系人:韩丽萍
电话:0531-81283786
手机:15806668226
传真:0531-81283791
邮编:250010
地址:山东济南经十路 17703
号华特广场 B501