

公司研究

食品/制糖
评级：买入

信达证券股份有限公司

北京市西城区南滨河路大街
九号院一号楼六层信达证券
研发中心

康敬东

证书编号：S1500208100048

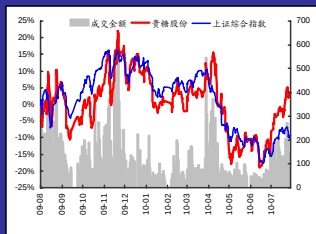
010-63081261

kangjingdong@cindasc.com

主要财务指标

资料来源：信达证券研发中心	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万)	1,082	1,303	1,502	1,612
(+/-%)	22%	20%	8%	7%
归母净利润(百万)	29.99	109.94	122.30	129.44
(+/-%)	-54%	267%	11%	6%
每股收益(元)	0.101	0.371	0.413	0.437
市盈率(P/E)	99.0	27.2	24.5	23.1
市净率(P/B)	3.9	3.7	3.4	3.2
EV/EBITDA	31.7	19.7	18.3	17.8
股息率(%)	0.2%	1.8%	2.0%	2.2%
扣非净利润(百万)	81.0	105.0	120.0	125.0
总市值(百万)	2,883.25	3,400.00	3,800.00	4,000.00
企业价值(百万)	2,369.00	2,800.00	3,100.00	3,300.00
资产负债率(%)	40%	35%	33%	32%
净资产收益率(%)	13.42%	27.68%	27.51%	27.12%
市盈率(10-11)	8%	10%	10%	10%

近一年股价走势



相关报告

《糖价有望维持高位》2010.7

业绩增长明确 纸业前景乐观

——贵糖股份（000833）调研报告

2010年8月20日

摘要

- 公司自 2007-08 年原料蔗达到高点后，原料短缺情况开始困扰公司。甘蔗收购之所以不足根源在于跨区收购难以控制以及农民种植选择余地大。2009/2010 年榨季广西糖料蔗收购政策关于良种加价政策对于控制广西甘蔗种植面积及对农民种植积极性影响因素也不可忽视，从长远来看这一政策也有利于国内糖价；
- 原料蔗不足不仅影响了糖产量，还影响造以蔗渣为原料的纸浆，特别是前些年为公司提供蔗渣的公司也纷纷投资制浆造纸项目，加剧了造纸原料紧张局面，同时提高了造纸原料成本。不过相对制糖业来说，公司造纸业面临的形势要好得多。近年来公司利用贵港种植相对较多的桉树为原料生产造纸有效地缓解了甘蔗渣短缺对造纸业的影响；
- 去年下半年公司纸产品库存较大，之后销售开始转好，到年初时产销达到平衡，2-5 月公司销大于产，且纸价相对较高。5 月份开始，销量又开始下滑，不过目前产销又重回平衡。在品种方面，公司今年加大了生活纸的比重降低了文化纸的比重。当前国际纸浆价格上涨形势和其向下游的传导预期及国内三季度底前淘汰落后产能的安排，都对造纸行业有利。公司利用当地原料更可避免纸浆上涨的成本压力，从而在竞争中占据有利位置。因此我们判断未来公司造纸业务将逐步趋好，原料成本优势有望逐步显现；
- 我们判断至少在 10/11 榨季结束之前中国食糖都将供不应求。当前云南库存仅 40 万吨，而广西库存也不过 100 万吨，而国内平均每个月消费糖也是 100 万吨。今年以来的七次抛储 130 万吨并没能阻止糖价向上的势头也印证了国内糖价仍然存在突破历史高点的机会；
- 尽管纸价在年初经历上涨后目前有所回落，但随着国际纸浆价格的上涨和全球经济的好转，纸浆成本提升将可能传导至纸价。而公司通过前面提过的原料替代效应和加大生活用纸两个途径有望分享纸价的上涨，同时降低成本的压力，从而提升市场竞争力；
- 我们预测公司 2010 年-2012 年 EPS 分别为 0.37、0.41 和 0.44 元，对应当前 PE 分别为 27.2、24.5 和 23.1。我们的估值模型显示公司合理价值为 8 元附近，但考虑到公司股本及行业趋势，我们认为当前公司估值水平并不高；
- 我们认为公司当前估值较低，主业前景相对乐观，业绩增长明确，但增长空间短期有限。我们给予公司“买入”评级。

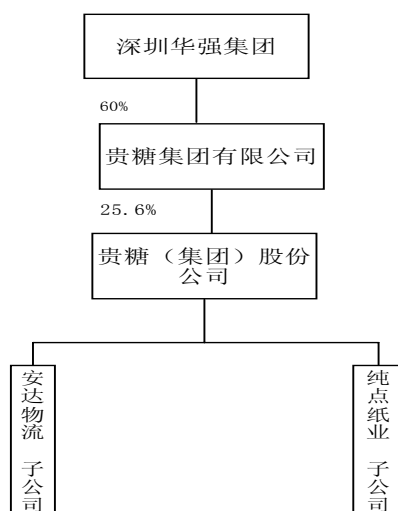
目录

1. 一颗糖两片纸	2
2. 甘蔗原料不足短期难以克服	4
3. 造纸业相对机会较大	4
4. 价格向上业绩明显改观	6
5. 主要预测及估值结果	8
6. 投资建议	9

1. 一颗糖两片纸

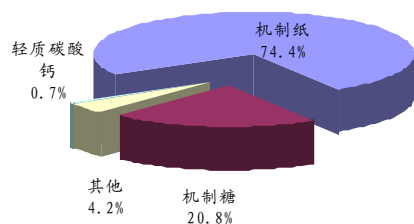
近期我们赴贵糖股份进行调研，与公司方面进行了沟通。公司业务相对简单，形象地说就是一块糖两片纸。公司年机制糖生产能力 13 万吨，年文化、生活用纸生产能力 14 万吨。公司主要品牌为“桂花牌”白砂糖、文化用纸及纯点、“碧绿湾”牌生活用纸。

图 1: 公司结构图



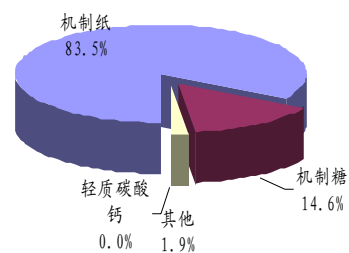
资料来源：信达证券

图 2: 2009 年公司收入构成



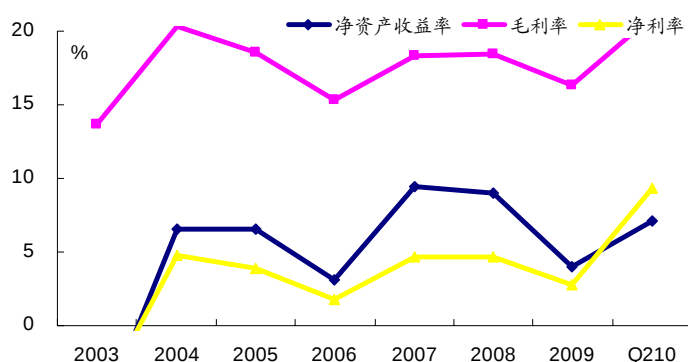
资料来源: 信达证券

图 3: 2009 年公司主业利润构成



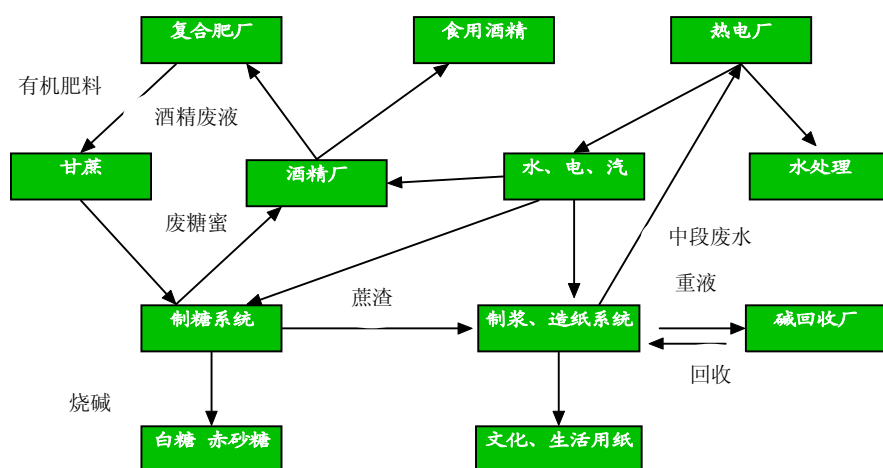
资料来源: 信达证券

图 4: 近年公司盈利变动



资料来源: 信达证券

图 5: 公司生态产业链



资料来源: 信达证券

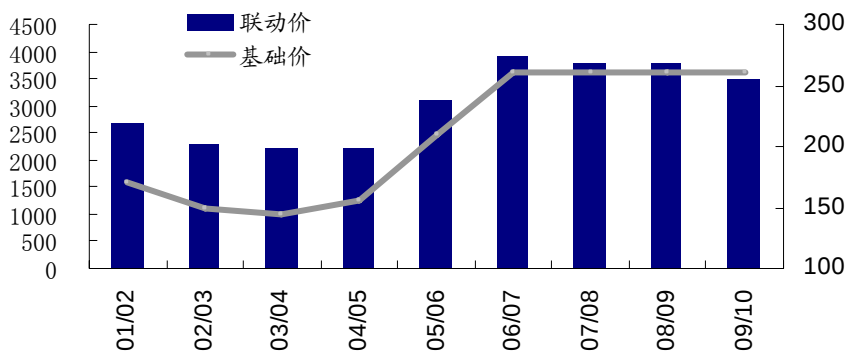
2. 甘蔗原料不足短期难以克服

公司自 2007-08 年原料蔗达到高点后，原料短缺情况开始困扰公司。根据我们推算，公司 2007—2010 年收购的原料蔗分别为 101.3、101.6、60.63、70 万吨。甘蔗收购之所以不足根源在于市场秩序失控。这表现在两个方面，一是定点区域外糖厂跨区收购严重，特别是在糖价高启之时更加明显；二是农民尽管接受公司方面的扶持但在收购价高时并不信守原有承诺。另外，贵港地区接近广东，不仅劳务输出至江浙和珠三角较多，而且当地农民可选种植品种较多，

在经济利益驱使下，甘蔗种植积极性相对不很高。这些原因都导致了公司制糖用甘蔗原料近年来始终困扰公司，而且目前看来这一趋势仍然没有有效的解决之道。

除了市场秩序因素外，2009 年 5 月 12 日广西区物价局发布的《关于 2009/2010 年榨季糖料蔗收购价格的通知》中关于良种加价政策对于控制广西甘蔗种植面积影响也不可忽视。这一政策对种植面积占广西 80%的新台糖系列品种（含台优）等品种统一加价 5 元/吨，较之以往榨季新台糖系列品种加价 10-15 元，无疑降低了农民甘蔗种植积极性，有助于抑制广西甘蔗种植面积多年增长的局面，这也是该政策出台的主要动机。

图 6：广西近年最低收购基础价与联动价



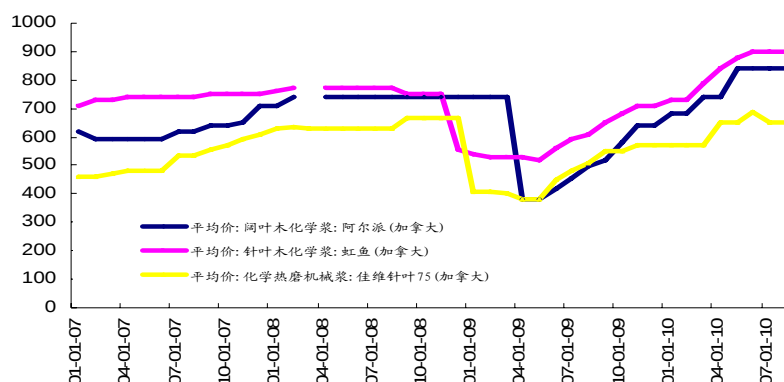
资料来源：信达证券

3. 造纸业相对机会较大

原料蔗不足不仅影响了糖产量，还影响造以蔗渣为原料的纸浆，特别是前些年为公司提供蔗渣的公司也纷纷投资制浆造纸项目，加剧了造纸原料紧张局面，同时提高了造纸原料成本。不过相对制糖业来说，公司造纸业面临的形势要好得多。近年来公司利用贵港种植相对较多的桉树为原料生产造纸有效地缓解了甘蔗渣短缺对造纸业的影响。我们了解到含水的甘蔗渣统货价每吨为 450-550 元，而桉木含水的统货价为 460 元/吨。由此可以看出桉木的成本与蔗渣接近，具有较好的替代性。

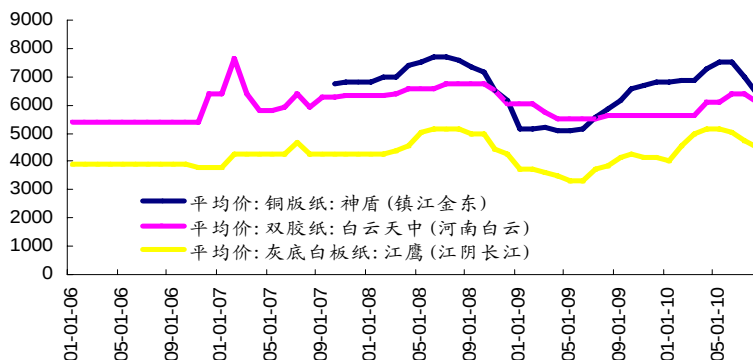
去年下半年公司纸产品库存较大，之后销售开始转好，到年初时产销达到平衡，2-5月公司销大于产，且纸价相对较高。5月份开始，销量又开始下滑，不过目前产销又重回平衡。在品种方面，为降低宏观经济的影响，公司今年加大了生活纸的比重降低了文化纸的比重。当前国际纸浆价格上涨形势和其向下游的传导预期及国内三季度底前淘汰落后产能的安排，都对造纸行业有利，公司利用当地原料更可避免纸浆上涨的成本压力，从而在竞争中占据有利位置。因此我们判断未来公司造纸业务将逐步趋好，原料成本优势有望逐步显现。

图 7: 加拿大木浆价格走势 (美元/吨)



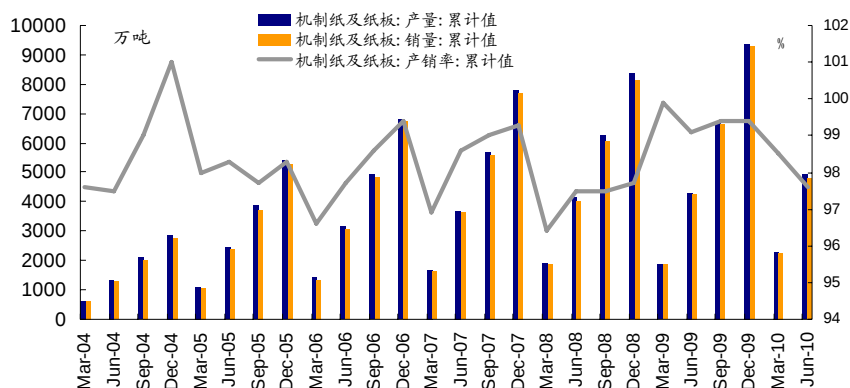
资料来源: WIND

图 8: 华东市场文化纸及包装纸价走势 (元/吨)



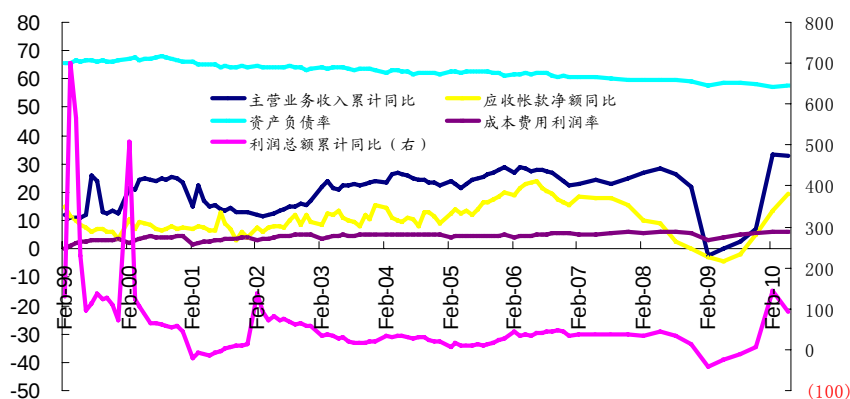
资料来源: WIND

图 9: 国内纸产品产销情况



资料来源：WIND

图 10: 国内纸业经营情况

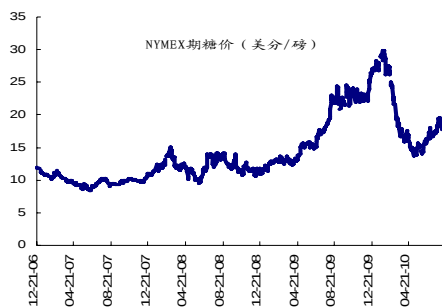


资料来源：WIND

4. 价格向上业绩明显改观

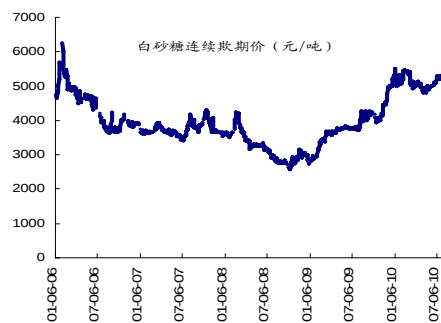
美国期糖价格在年初突破 29 美分后经历了为期 4 个多月的调整，在今年 5 月下跌了一半多至 14 美分，之后开始反弹至当前的 19 美分左右。国内期糖和现货价格在 2008 年 10 月跌至谷底时价格分别仅为 2568 元/吨和 2690 元/吨，之后几乎一路上攻，目前价格分别为 5200 和 5300 元/吨之上。

图 11: 纽约期糖价格走势



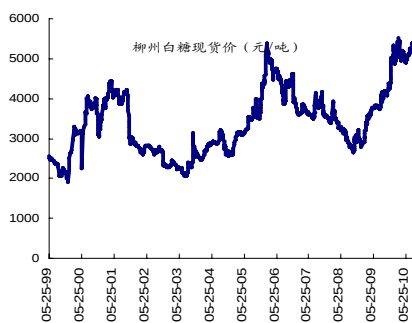
资料来源: 信达证券

图 12: 国内期糖价格走势



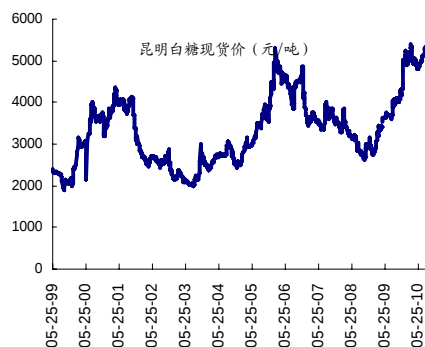
资料来源: 信达证券

图 13: 柳州白糖现货价格走势



资料来源: 信达证券

图 14: 昆明白糖现货价格走势



资料来源: 信达证券

尽管国际糖业人士预期在印度和巴西增产的背景下, 10/11 榨季全球糖市或出现 450 万吨过剩, 但未来印度雨水形势仍然存在变数。国内方面, 2009/10 年度我国产糖 1073 万吨, 比上一榨季减少了约 170 万吨, 较榨季初的预计减少了约 130 万吨。考虑到国家放储 200 万吨, 进口糖 50 万吨, 09/10 年食糖消费量预计为 1400 万吨左右, 因此供求缺口约 100 万吨。USDA 预测 10/11 年度中国食糖产量 1402 万吨, 消费量 1550 万吨, 这样至少在 10/11 榨季结束之前中国食糖都将供不应求。从库存角度来看, 当前云南库存仅 40 万吨, 而广西库存也不过 100 万吨, 而国内平均每个月消费糖也是 100 万吨。今年以来的七次抛储 130 万吨并没能阻止糖价向上的势头似乎也印证了国内糖价仍然存在突破历史高点的机会。

尽管纸价在年初经历上涨后目前有所回落, 但随着国际纸浆价格的上涨和全球经济的好转, 纸浆成本提升将可能传导至纸价。而公司通过前面提过的原料替代效应和加大生活用纸两个途径有望分享纸价的上涨, 同时降低成本的压力, 从而提升市场竞争力。

5. 主要预测及估值结果

表 1: 主业预测

机制纸	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
销售收入(万元)	35,159	37,648	22,500	37,799	41,579	44,906	48,498	51,408	54,492
销售量(万吨)	11.92	12.05	7.35	8.23	9.06	9.78	10.56	11.20	11.87
价格(元/吨)	2,950	3,124	3,061	4,592	4,592	4,592	4,592	4,592	4,592
销售收入增长率	39.17%	7.08%	-40.24%	68.00%	10.00%	8.00%	8.00%	6.00%	6.00%
毛利率	13.44%	7.61%	11.54%	30.41%	30.41%	30.41%	30.41%	30.41%	30.41%
文化用纸	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
销售收入(万元)	46,433	46,967	44,665	49,131	53,135	57,960	59,119	60,893	62,720
销售量(万吨)	10.6	11.19	10.51	10.51	11.04	11.92	11.92	11.92	11.92
价格(元/吨)	4380.5	4197.2	4249.7	4675	4815	4863	4960	5109	5262
销售收入增长率	13%	1.15%	-4.90%	10.00%	8.15%	9.08%	2.00%	3.00%	3.00%
毛利率	19.54%	24.51%	12.94%	16.90%	16.90%	16.07%	16.07%	16.89%	19.31%
生活用纸	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
销售收入(万元)	31,411	36,237	26,365	37,701	40,774	43,669	45,879	48,200	48,200
销售量(万吨)	4.05	4.12	3	4	5	5	5	5	5
价格(元)	7755.8	8795.3	7965.1	8761.6	9024.5	9205.0	9389.1	9576.8	9576.8
销售收入增长率	4.06%	15.36%	-27.24%	43.00%	8.15%	7.10%	5.06%	5.06%	0.00%
毛利率	17.58%	22.59%	28.65%	26.70%	26.70%	26.70%	26.70%	26.70%	26.70%
轻质碳酸钙	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
销售收入(万元)	656	667	712	712	712	712	712	712	712
销售收入增长率		1.64%	6.78%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	9.45%	4.06%	0.52%	0.52%	0.52%	0.52%	0.52%	0.52%	0.52%
其它	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
销售收入(万元)	2,295	8,745	4,536	4,536	4,536	4,536	4,536	4,536	4,536
销售收入增长率		281.08%	-48.13%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	9.08%	13.69%	7.35%	7.35%	7.35%	7.35%	7.35%	7.35%	7.35%
其它	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
营业收入	11877.71	8549.54	9438.19	9438.19	9438.19	9438.19	9438.19	9438.19	9438.19
营业成本	10083.65	6669.64	7972.34	7972.34	7972.34	7972.34	7972.34	7972.34	7972.34
毛利率	15.10%	21.99%	15.53%	15.53%	15.53%	15.53%	15.53%	15.53%	15.53%
总销售收入(万元)	127,831	138,814	108,215	139,318	150,175	161,221	168,182	175,187	180,098
总销售收入增长率		8.59%	-22.04%	28.74%	7.36%	4.32%	4.17%	2.80%	
总销售成本(万元)	106,444	113,150	90,485	107,653	115,864	124,787	129,879	134,598	136,745
毛利率	16.73%	18.49%	16.38%	22.73%	22.85%	22.60%	22.77%	23.17%	24.07%

资料来源: 信达证券

表 2: 报表预测

利润表(百万元)	2009	2010E	2011E	2012E	现金流量表(百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	1082.2	1393.2	1501.8	1612.2	经营活动产生的现金流				
主营业务成本、税金	913.1	1076.5	1158.6	1247.9	归属母公司所有者的净利润	29.8	109.9	122.4	129.4
主营业务利润	169.0	316.7	343.1	364.3	少数股东权益	(0.2)	(0.8)	(0.9)	(1.0)
其他业务利润	0.0	0.0	0.0	0.0	折旧及摊销	69.1	38.7	39.0	39.3
销售费用	52.7	76.6	82.6	88.7	坏账准备	1.5	1.7	0.6	0.6
管理费用	73.7	97.5	105.1	112.9	应收账款的减少/(增加)	3.2	(19.8)	(6.9)	(7.0)
财务费用	5.5	1.8	(1.3)	(2.9)	存货的减少/(增加)	(1.6)	(56.0)	(28.1)	(30.6)
资产减值损失及其它	3.0	0.0	0.0	0.0	待摊费用和其他流动资产的	0.0	(18.3)	(6.4)	(6.5)
营业利润	34.1	140.8	156.7	165.7	其他长期资产的减少/(增加)	(0.9)	0.0	0.0	0.0
营业外收支	3.7	0.0	0.0	0.0	应付账款的增加/(减少)	5.7	55.4	27.8	30.2
利润总额	37.8	140.8	156.7	165.7	预提费用的增加/(减少)	0.0	0.0	0.0	0.0
减:所得税	8.1	30.0	33.4	35.3	其他流动负债的增加/(减少)	6.8	24.4	11.1	11.9
净利润	29.8	110.8	123.3	130.4	其他长期负债的增加/(减少)	0.0	0.0	0.0	0.0
减:少数股东损益	(0.2)	(0.8)	(0.9)	(1.0)	其它	4.4	0.0	0.0	0.0
归属母公司所有者的净利润	30.0	109.9	122.4	129.4	经营活动产生的现金流净额	117.8	135.2	158.5	166.4
资产负债表(百万元)	2009	2010E	2011E	2012E	投资活动产生的现金流				
现金及现金等价物	129.2	80.0	177.9	288.0	收回投资与投资收益	2.9	0.0	0.0	0.0
应收账款	69.0	88.8	95.7	155.4	资本投资	35.0	8.5	8.7	8.8
存货	312.7	368.7	396.8	427.3	其它	0.0	0.0	0.0	0.0
其他流动资产	63.8	82.1	88.5	95.0	投资活动产生的现金流净额	(32.2)	(8.5)	(8.7)	(8.8)
流动资产合计	551.5	612.0	750.7	904.4	筹资活动产生的现金流				
固定资产	700.6	673.9	647.1	620.2	吸收投资收到的现金	0.0	0.0	0.0	0.0
无形资产	71.0	67.4	63.9	60.3	支付股利	6.8	55.0	61.2	64.7
其它非流动资产	13.7	13.7	13.7	13.7	取得借款收到的现金	(165.0)	(120.9)	9.2	17.3
资产总计	1336.8	1367.1	1475.4	1598.6	其它	0.0	0.0	0.0	0.0
短期借款	129.0	8.1	0.0	0.0	筹资活动产生的现金流净额	(171.8)	(175.9)	(52.0)	(47.5)
应付账款	309.4	364.8	392.6	422.8	现金的净流入/(净流出)	(86.2)	(49.2)	97.9	110.1
其他流动负债	120.2	144.6	155.7	167.6	现金期初余额	215.4	129.2	80.0	177.9
流动负债合计	558.6	517.5	548.3	590.4	现金期末余额	129.2	80.0	177.9	288.0
长期借款	0.0	17.3	34.5	51.8					
其他非流动负债	10.2	10.2	10.2	10.2	主要财务指标				
非流动负债合计	10.2	27.5	44.8	62.1	ROE	3.9%	13.4%	13.9%	13.7%
负债合计	568.8	545.0	593.1	652.5	ROA	2.2%	8.0%	8.3%	8.1%
归属母公司所有者权益合计	764.2	819.1	880.3	945.0	已获利息倍数	7.8	34.29x	97.12x	71.08x
少数股东权益	3.8	3.0	2.0	1.1	资产负债率	42.6%	39.9%	40.2%	40.8%
所有者权益合计	767.9	822.1	882.4	946.1	流动比率	0.99	1.18	1.37	1.53
负债和股东权益总计	1336.8	1367.1	1475.4	1598.6	固定资产/总资产	52.4%	49.3%	43.9%	38.8%

资料来源: 信达证券

根据我们的预测，公司 2010 年-2012 年 EPS 分别为 0.37、0.41 和 0.44 元，按 8 月 13 日收盘价计算对应当前 PE 分别为 27.2、24.5 和 23.1。我们的估值模型显示公司合理价值为 8 元附近，但考虑到公司股本及行业趋势，我们认为当前公司估值水平并不高，如果按 2010 和 11 年 30 倍 PE 计算公司估值为 11 元和 12 元。

6. 投资建议

根据上述分析和预测，我们认为公司当前估值较低，主业前景相对乐观，业绩增长明确，但增长空间短期有限。我们给予公司“买入”评级。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	强烈买入	相对沪深300指数涨幅20%以上
	买入	相对沪深300指数涨幅介于5%~20%之间
	持有	相对沪深300指数涨幅介于-10%~5%之间
	卖出	相对沪深300指数跌幅10%以上
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

免责声明

本报告是基于信达证券股份有限公司（以下简称“本公司”）认为可靠的已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证报告信息已做最新变更，也不保证分析师作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保，投资者据此投资，投资风险自我承担。未经本公司书面同意，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制或对本报告进行有悖原意的删节和修改。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

信达证券股份有限公司

地址：北京市西城区闹市口大街9号院1号楼信达金融中心6层研究开发中心
邮编：100031
传真：0086 10 63081102