

制糖



南宁糖业 (000911)

中性 (维持)

10/11-11/12 榨季糖价面临下行风险

市场数据

报告日期	2010-8-19
收盘价(元)	18.95
总股本(百万股)	286.64
流通股本(百万股)	286.64
总市值(百万元)	5431.83
流通市值(百万元)	5431.83
净资产(百万元)	1401.77
总资产(百万元)	4359.80
每股净资产	4.89

主要财务指标

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	3532	3622	3876	3926
同比增长(%)	7.1%	2.5%	7.0%	1.3%
净利润(百万元)	122	279	214	145
同比增长(%)	352.7%	128.7%	-23.2%	-32.4%
毛利率(%)	18.8%	23.0%	20.1%	17.9%
净利率(%)	3.5%	7.7%	5.5%	3.7%
净资产收益率(%)	9.1%	18.3%	13.9%	9.4%
每股收益(元)	0.43	0.97	0.75	0.50
每股经营现金流(元)	2.14	1.85	1.71	1.49

相关报告

《南宁糖业(000911)三季报点评:糖价最敏感》
2009-10-28
《南宁糖业(000911):下一次切入点在9月》2009-8-14
《南宁糖业(000911)中报业绩预告点评:最佳切入点在三季度》2009-7-10

赵钦

021-38565914

zhaoq@xyzq.com.cn

王斌

s0190200010016

021-38565928

wangbin@xyzq.com.cn

投资要点: 10/11-11/12 榨季糖价面临下行风险, 维持中性评级

事件:

2010年1-6月,公司实现销售收入15.2亿元,同比减少14.8%,综合毛利率18.0%,归属母公司净利润0.72亿元,同比增加90.7%,对应EPS为0.25元,ROE=5.3%,每股经营性现金流-0.68元。

点评:

- **制糖属于强周期行业,糖价面临下行风险。**对10/11榨季食糖产量做未恢复(1100-1250万吨)、恢复至紧平衡(1250-1400万吨)、明显恢复至供给过剩(1400万吨以上)三种假设,10/11-11/12榨季糖价均面临下行风险。
- **预计2010-2012年对应EPS0.97、0.74、0.50元。**假设如下:考虑未来产量回升趋势,假设10/11-11/12榨季公司产糖50、60万吨,2010-2012年销糖48、55、55万吨,对应均价5200、4800、4600元/吨(含税)。
- **强周期特性决定行业投资时钟应与糖价波动相反,**应在糖价低点介入,高点卖出,2010年公司业绩表现将受益于高糖价,但是2011年后面临下行风险,维持公司中性评级。

一. 糖价：是否已到顶点？

● 1. 情景假设：糖价回落风险！

制糖行业属于强周期行业，在经历 08/09、09/10 榨季减产，10/11-11/12 榨季糖价走势成为判断上市公司投资机会最主要依据。在此作如下情景假设：

(A.) 10/11 榨季食糖产量未恢复 (1100-1250 万吨)：产量缺口严重 (200 万吨以上) → 糖价持续上涨 (6000 元/吨) → 政府、企业、农户扩产动力紧迫 → 种植面积迅速增加 → 11/12-12/13 榨季糖价持续回落；

(B.) 10/11 榨季产量恢复至紧平衡 (1250-1400 万吨)：产量缺口 200 万吨以内 → 进口糖有效满足产量缺口 → 糖价在高位徘徊 (5000 元/吨) → 政府、企业、农户扩产 → 种植面积恢复 → 11/12-12/13 榨季糖价持续回落；

(C.) 10/11 榨季产量明显恢复，供给过剩 (1400 万吨以上)：供给过剩 → 糖价回落 → 行业再次进入下行周期。

我们认为情景假设 (B) 的概率最大，以上三种假设均面临糖价回落压力 (10/11 或 11/12 榨季)，这是 10/11-11/12 榨季制糖行业投资的最大风险。

● 2. 现状：目前糖价居于高位

08/09-09/10 榨季连续减产，促使糖价从 2008 年 10 月的 2600 元/吨，上涨到 2010 年 2 月的 5500 元/吨，至今仍在 4900-5500 元/吨之间的高位区间。

图 1：食糖期货及现货价格 (元/吨)



数据来源：Bloomberg、昆商糖网、兴业证券研发中心整理

2010 年初西南地区干旱对于 10/11 榨季甘蔗播种、幼苗生长影响较大，然而现在离 10/11 榨季甘蔗糖生产还有两个多月，对于下一榨季食糖产量判断还不明朗。

表 1: 近年来食糖产量 (万吨)

	07/08	08/09	09/10
甘蔗糖			
广西	937	763	710
云南	216	224	177
广东	145	106	86
海南	52	46	32
南方其他产糖省区	17	14	9
全国甘蔗糖合计	1368	1153	1014
甜菜糖			
新疆	61	41	38
黑龙江	31	29	10
内蒙古	18	16	7
北方其他产糖省区	6	5	5
全国甜菜糖合计	116	90	60
总计	1482	1243	1074

数据来源: 昆商糖网、兴业证券研发中心整理

历经 7 次抛储, 09/10 榨季已累计抛储食糖 146 万吨, 拍卖价格总体呈上升趋势。

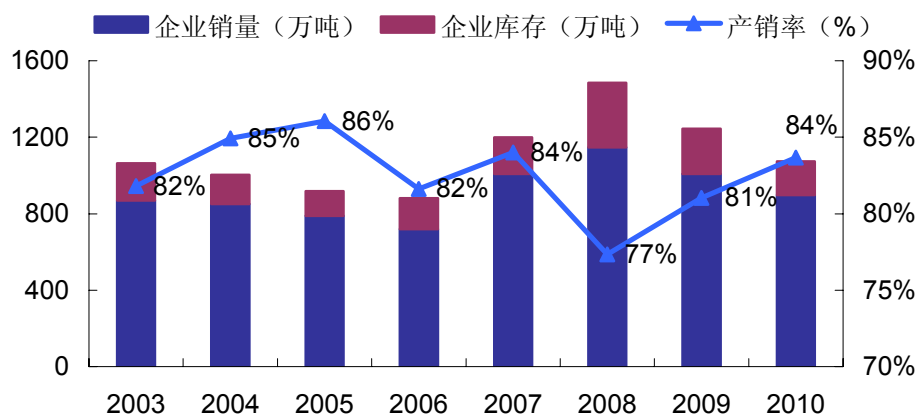
表 2: 09/10 榨季历次国储糖抛储 (万吨, 元/吨)

批次	时间	抛储量 (万吨)	均价 (元/吨)	规格
1	2009-12-10	20.8	4915	06/07、07/08 榨季收储的国产白砂糖
2	2009-12-21	28.8	4672	07/08 榨季收储的国产白砂糖
3	2010-1-21	35.7	4798	07/08 榨季收储的国产白砂糖
4	2010-3-5	25.8	5438	2010 年加工, 一级白砂糖
5	2010-4-28	10.1	4946	2010 年加工, 一级白砂糖
6	2010-7-6	10.0	5248	2010 年加工, 一级白砂糖
7	2010-8-12	15.1	5418	2010 年加工, 一级白砂糖
合计		146.2		

数据来源: 兴业证券研发中心整理

截止 2010 年 7 月底, 09/10 榨季食糖销量为 899 万吨, 产销率为 84%, 制糖企业工业库存仅为 175 万吨。9 月份新疆甜菜糖将上市, 食糖产销能勉强衔接住。

图 2: 制糖企业销量、库存及产销率 (万吨, %)



数据来源: 昆商糖网、兴业证券研发中心整理

巴西前期暴雨影响消除，印度食糖生产恢复，俄罗斯干旱导致甜菜糖减产……等因素总体影响，国际 11 号原糖糖价八月在 19-20 美分/磅之间，对应我国到岸价 5700-5800 元/吨，进口糖对于国内糖价没有冲击。

图 3: 纽约 11 号原糖期货主力合约价格 (美分/磅)



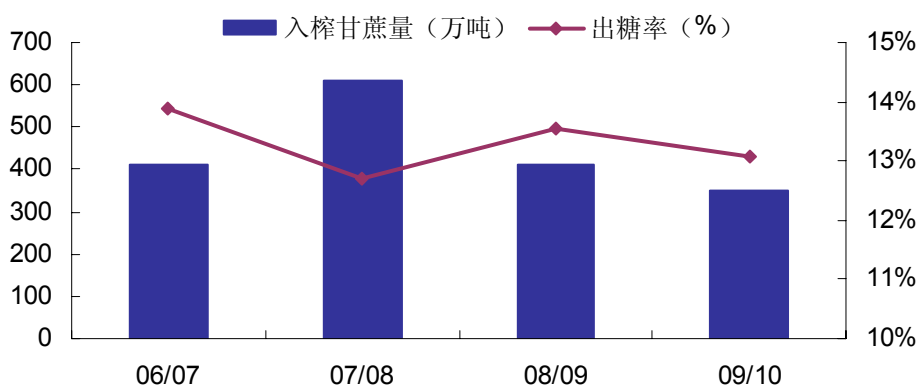
数据来源: Bloomberg、兴业证券研发中心整理

二、公司：制糖行业标的

● 1. 竞争力：产、销把握良好

09/10 榨季，公司收榨甘蔗 352 万吨，产糖 46 万吨，同比上榨季减少 9 万吨，混合糖产率 13.1%，广西地区混合糖产率 12.8%。

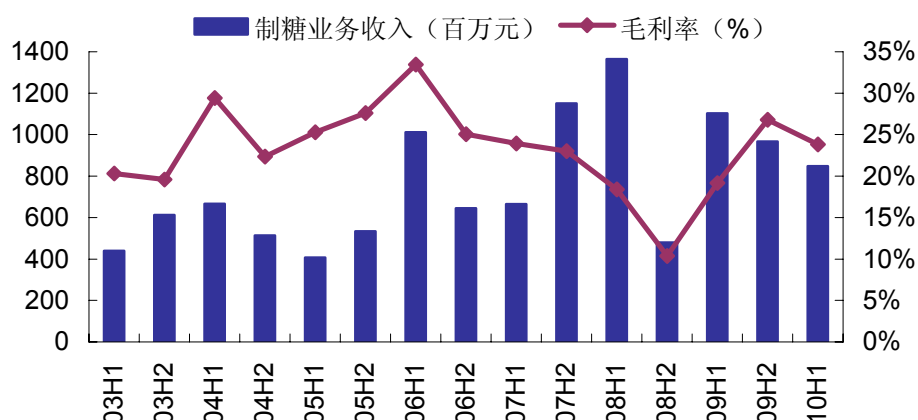
图 4: 公司甘蔗入榨量及出糖率 (万吨, %)



数据来源: 兴业证券研发中心整理

公司在全行业亏损的 2008 年下半年，仍能保持制糖业务毛利率为 10.4%，显示公司在行业内的竞争力。

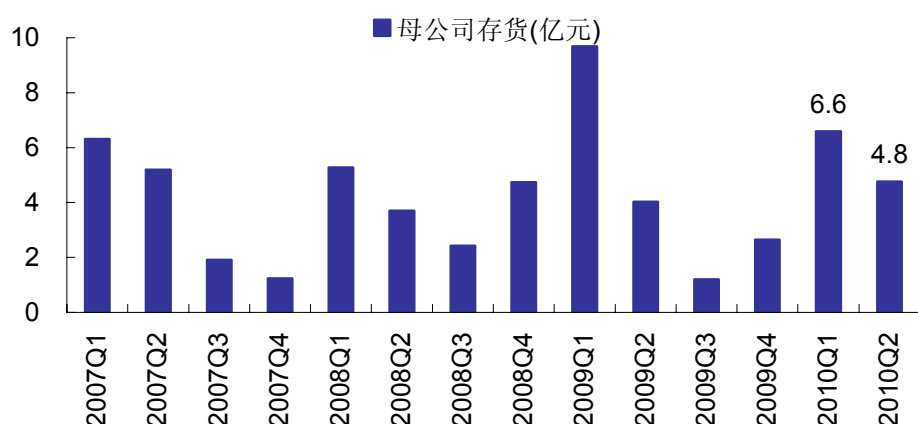
图 5: 公司制糖业务收入及毛利率 (百万元, %)



数据来源: 公司公告、兴业证券研发中心整理

从母公司存货大致能反映公司食糖库存情况。公司 09/10 榨季食糖生产期为 2009 年 11 月初到 2010 年 3 月底, 而 2010 年二季度母公司存货减少 1.8 亿元, 在 2009 年 4 季度至 2010 年 1 季度累计销糖接近 20 万吨, 满足榨季生产支付原料款后, 公司食糖销售步伐有所放缓, 销售节奏把握较准确。

图 6: 母公司存货 (万吨)



数据来源: 公司公告、兴业证券研发中心整理

注: 各季节数据为当季节末数据, 如 2010Q2 数据为截止 2010 年 2 季度末存货数据

在本榨季生产时, 广西地区已实施提前联动“按一级白砂糖含税销售价 4400 元/吨对应普通糖料蔗收购价 314 元/吨……”。甘蔗收购价格大幅上升, 提高农户种植甘蔗积极性, 但也增加公司原料成本。

业务预测: 考虑未来产量回升趋势, 假设 10/11-11/12 榨季公司产糖 50、60 万吨, 2010-2012 年销糖 48、55、55 万吨, 对应均价 5200、4800、4600 元/吨 (含税), 其它业务假设见下表:

表 3: 公司业务预测

制糖业务	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
机制糖生产	06/07	07/08	08/09	09/10E	10/11E	11/12E
产量 (万吨)	55.0	77.5	55.0	46.0	50.0	60.0
产率 (/吨甘蔗)	7.5	7.6	8.0	8.0	8.0	8.0
公司甘蔗收购价 (元/吨)	275	275	285	340	340	340
甘蔗成本 (元/吨食糖)	2063	2090	2280	2720	2720	2720
其它成本 (元/吨食糖)	630	600	700	700	700	700
成本 (元/吨,不含税)	2424	2418	2684	3066	3066	3066
食糖销售						
食糖销售量 (万吨)	57	65	60	48	55	55
含税价格 (元/吨)	3709	3319	4050	5200	4800	4600
不含税价格 (元/吨)	3170	2837	3462	4444	4103	3932
销售收入 (百万元)	1813	1844	2077	2133	2256	2162
YOY(%)	9.45%	1.69%	12.64%	2.72%	5.77%	-4.17%
毛利 (百万元)	423	301	467	661	570	476
成本 (百万元)	1390	1543	1610	1472	1687	1687
毛利率 (%)	23.35%	16.30%	22.47%	31.01%	25.26%	22.01%
造纸业务	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
收入 (百万元)	978	1111	1084	1139	1252	1378
YOY(%)	22.57%	13.58%	-2.36%	5.00%	10.00%	10.00%
毛利 (百万元)	115	190	137	114	150	165
成本 (百万元)	862	921	948	1025	1102	1212
毛利率 (%)	11.81%	17.11%	12.60%	10.00%	12.00%	12.00%
酒精及其它	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入 (百万元)	345	343	377	350	368	386
YOY	19.91%	-0.46%	9.92%	-7.27%	5.00%	5.00%
毛利 (百万元)	55	52	58	56	59	62
成本 (百万元)	290	291	319	294	309	324
毛利率 (%)	15.94%	15.20%	15.37%	16.00%	16.00%	16.00%
合计	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
收入 (百万元)	3136	3298	3539	3581	3876	3879
YOY(%)	12.87%	5.16%	7.31%	1.19%	8.25%	0.07%
毛利 (百万元)	594	543	661	790	779	656
成本 (百万元)	2542	2755	2877	2791	3097	3223
毛利率 (%)	18.94%	16.46%	18.69%	22.07%	20.10%	16.91%

数据来源: 兴业证券研发中心整理

● 2. 提示周期波动

假设期间销售费用率、管理费用率、实际税率维持在 2009 年水平, 财务费用根据负债、利率计算而得。

表 4: 公司期间费用假设及结果

		2,009	2010E	2011E	2012E
制糖业务	收入 (百万元)	2,077	2,133	2,256	2,162
	毛利率 (%)	22.5%	31.0%	25.3%	22.0%
造纸业务	收入 (百万元)	1,084	1,139	1,252	1,378
	毛利率 (%)	12.6%	10.0%	12.0%	12.0%
其它业务	收入 (百万元)	377	350	368	386
	毛利率 (%)	15.4%	16.0%	16.0%	16.0%
	销售费用率 (%)	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
	管理费用率 (%)	8.6%	8.6%	8.6%	8.6%
	财务费用 (百万元)	113	81	79	82
	实际税率 (%)	11.2%	11.2%	11.2%	11.2%
	归属母公司净利 (百万元)	122	278	213	144
	EPS (元)	0.43	0.97	0.74	0.50

数据来源: 兴业证券研发中心整理

则按照 2010-2012 年食糖价格 5200、4800、4600 元/吨下降假设, 预计 2010-2012 年归属母公司净利为 2.78、2.13、1.44 亿元, 对应 EPS0.97、0.74、0.50 元。

制糖行业属于强周期行业, 其投资时钟应与糖价波动相反, 应在糖价低点介入, 高点卖出, 按照 10/11-11/12 榨季食糖产量逐渐恢复的假设, 糖价将在 2011-2012 年步入下行周期, 2010 年公司业绩表现将受益于高糖价, 但是 2011 年后面临下行风险, 维持公司中性评级。

糖价波动是影响公司 EPS 的主要因素, 糖价波动 100 元/吨, 对于公司 2010 年业绩影响为 0.11 元, 食糖销量每波动 4 万吨, 对于公司 2010 年业绩影响为 0.10 元。

表 5: 公司 2010 年业绩敏感性分析

2010EPS	4,900.00	5,000.00	5,100.00	5,200.00	5,300.00	5,400.00	5,500.00
36.00	0.43	0.51	0.59	0.67	0.75	0.83	0.91
40.00	0.50	0.59	0.68	0.77	0.86	0.95	1.03
44.00	0.58	0.67	0.77	0.87	0.97	1.06	1.16
48.00	0.65	0.76	0.86	0.97	1.08	1.18	1.29
52.00	0.73	0.84	0.96	1.07	1.19	1.30	1.41
56.00	0.80	0.92	1.05	1.17	1.30	1.42	1.54
60.00	0.87	1.01	1.14	1.27	1.40	1.53	1.67

数据来源: 兴业证券研发中心整理

风险提示: 10/11-11/12 榨季食糖产量恢复, 糖价面临下行压力。

表 6.公司分季度业绩对比（单位：百万元、元、%）

主要数据	09-2 Q	09-3 Q	09-4 Q	10-1 Q	10-2Q	QOQ	2009-06	2010-06	YOY	说明
营业收入	993	695	1050	979	542.9	-45.3%	1786	1522	-14.8%	二季度食糖销售放缓
营业成本	775	542	837	788	460.0	-40.6%	1488	1248	-16.2%	
毛利	219	153	214	192	82.9	-62.1%	298	275	-7.9%	
销售费用	23	14	12	16	10.7	-52.4%	45	27	-39.5%	
管理费用	53	61	113	72	49.0	-7.1%	130	121	-7.4%	
财务费用	33	26	20	25	26.5	-20.5%	67	51	-24.0%	
资产减值	1	0	1	0	-2.3	-266.9%	2	-2	-216.3%	
公允价值	0	0	0	0	0.0	-	0	0	-	
投资收益	-2	-1	-3	-1	-0.5	-	-3	-1	-	
营业利润	102	43	57	75	-5.5	-105.3%	42	69	63.7%	糖价同比大幅上涨
利润总额	103	44	61	78	0.7	-99.3%	43	78	80.8%	同上
净利润	94	37	47	69	2.6	-97.2%	38	72	90.7%	同上
EPS	0.328	0.128	0.166	0.241	0.0	-97.2%	0.131	0.251	90.7%	同上
销售费用率	2.3%	2.0%	1.2%	1.7%	2.0%	-0.3%	2.5%	1.8%	-0.7%	
管理费用率	5.3%	8.8%	10.8%	7.3%	9.0%	3.7%	7.3%	7.9%	0.6%	
财务费用率	3.4%	3.7%	1.9%	2.5%	4.9%	1.5%	3.8%	3.4%	-0.4%	
所得税率	3.8%	9.3%	12.7%	10.3%	165.2%	161.4%	10.9%	11.8%	0.8%	
毛利率	22.0%	22.0%	20.4%	19.6%	15.3%	-6.7%	16.7%	18.0%	1.4%	
净利润率	9.5%	5.3%	4.5%	7.1%	0.5%	-9.0%	2.1%	4.7%	2.6%	糖价同比大幅上涨

资料来源：天软投资系统

注：“说明”一栏内容主要是对当期异动项原因的点评

附表

资产负债表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1239	1272	1359	1390
货币资金	432	400	400	400
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	196	201	215	218
其他应收款	35	36	39	39
存货	347	414	460	479
非流动资产	2673	2717	2727	2732
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	36	37	37	37
投资性房地产	1	1	1	1
固定资产	2588	2619	2644	2657
在建工程	5	28	39	44
油气资产	0	0	0	0
无形资产	25	27	29	31
资产总计	3912	3989	4086	4122
流动负债	2053	1933	1993	2022
短期借款	1380	1249	1295	1363
应付票据	5	5	5	6
应付账款	351	342	372	322
其他	316	337	321	331
非流动负债	335	315	315	315
长期借款	315	315	315	315
其他	20	0	0	0
负债合计	2388	2248	2308	2337
股本	287	287	287	287
资本公积	801	801	801	801
未分配利润	127	291	289	269
少数股东权益	191	215	234	246
股东权益合计	1524	1741	1778	1785
负债及权益合计	3912	3989	4086	4122

现金流量表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	122	279	214	145
折旧和摊销	214	209	225	242
资产减值准备	2	2	2	0
无形资产摊销	9	12	11	11
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	113	80	78	81
投资损失	7	0	0	0
少数股东损益	11	24	18	12
营运资金的变动	-92	42	56	54
经营活动产生现金流量	562	529	491	426
投资活动产生现金流量	52	-264	-263	-263
融资活动产生现金流量	-333	-298	-228	-163
现金净变动	282	-32	0	0
现金的期初余额	358	432	400	400
现金的期末余额	640	400	400	400

利润表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3532	3622	3876	3926
营业成本	2867	2791	3097	3223
营业税金及附加	26	26	28	28
销售费用	70	72	77	78
管理费用	304	312	334	338
财务费用	113	80	78	81
资产减值损失	3	0	0	0
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	-7	0	0	0
营业利润	142	341	262	177
营业外收入	10	0	0	0
营业外支出	3	0	0	0
利润总额	149	341	262	177
所得税	17	38	29	20
净利润	132	303	232	157
少数股东损益	11	24	18	12
归属母公司净利润	122	279	214	145
EPS (元)	0.43	0.97	0.75	0.50

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长性(%)				
营业收入增长率	7.1%	2.5%	7.0%	1.3%
营业利润增长率	180.2	140.6	-23.2	-32.4
净利润增长率	352.7	128.7	-23.2	-32.4
盈利能力(%)				
毛利率	18.8%	23.0%	20.1%	17.9%
净利率	3.5%	7.7%	5.5%	3.7%
ROE	9.1%	18.3%	13.9%	9.4%
偿债能力(%)				
资产负债率	61.0%	56.4%	56.5%	56.7%
流动比率	0.60	0.66	0.68	0.69
速动比率	0.43	0.44	0.45	0.45
营运能力(次)				
资产周转率	0.90	0.91	0.95	0.95
应收帐款周转率	17.11	17.07	17.43	16.97
每股资料(元)				
每股收益	0.43	0.97	0.75	0.50
每股经营现金	2.14	1.85	1.71	1.49
每股净资产	4.65	5.32	5.39	5.37
估值比率(倍)				
PE	44.57	19.49	25.39	37.56
PB	4.08	3.56	3.52	3.53

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间

中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间

回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

重要声明

兴业证券系列报告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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。