

制糖



南宁糖业（000911）

中性（维持）

糖价居于高点，提示下行风险

市场数据

报告日期	2010-10-21
收盘价(元)	25.52
总股本(百万股)	286.64
流通股本(百万股)	286.64
总市值(百万元)	7315.05
流通市值(百万元)	7315.05
净资产(百万元)	1322.67
总资产(百万元)	3865.81
每股净资产	4.61

主要财务指标

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	3532	3649	4093	4204
同比增长(%)	7.1%	3.3%	12.2%	2.7%
净利润(百万元)	122	199	217	133
同比增长(%)	352.7%	63.0%	9.4%	-39.0%
毛利率(%)	18.8%	20.7%	20.1%	17.3%
净利率(%)	3.5%	5.4%	5.3%	3.2%
净资产收益率(%)	9.1%	13.7%	14.3%	8.8%
每股收益(元)	0.43	0.69	0.76	0.46
每股经营现金流(元)	2.14	1.57	1.72	1.42

相关报告

《南宁糖业（000911）中报：10/11-11/12 榨季糖价面临下行风险》2010-8-20
 《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

投资要点

事件：

2010年1-9月，公司收入23.2亿元（-7.1%），净利润8700万元（+16.5%），EPS=0.30元，ROE=6.4%。7-9月收入7.8亿元，净利1100万元，对应EPS=0.05元。

点评：

- **维持“糖价面临下行风险”判断！**对10/11榨季食糖产量做未恢复（1100-1250万吨）、紧平衡（1250-1400万吨）、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。
- **下调2010-2012年EPS预测至0.69、0.76、0.46元。**假设如下：2010-12年销糖48、55、60万吨，对应均价5200、5200、4700元/吨（含税）；下调2010-12年纸品业务毛利率预测至5.0%、5.0%、10.0%；下调2010-12年其它业务毛利率预测至10.0%、10.0%、15.0%。
- **强周期特性决定行业投资时钟应与糖价波动相反。**2010-2011年公司业绩表现将受益于高糖价，但是2011年后将临下行风险，维持制糖行业中性评级，维持公司中性评级。

赵钦

021-38565914

zhaoq@xyzq.com.cn

王斌

s0190200010016

021-38565928

wangbin@xyzq.com.cn

反思：我们《南宁糖业（000911）中报：10/11-11/12 榨季糖价面临下行风险，2010-8-20》中提示，2009/2010 榨季末期糖价有望达到 6000 元/吨（当时糖价在 5400-5500 元/吨），但是 10/11-11/12 榨季糖价面临下行风险，给予行业中性评级，提示制糖行业风险。公司中报至今股价涨幅达 40%（实际上涨集中在 10 月份），超出我们前期判断。

我们仍然坚持前期观点：虽然 2010-2011 年糖价仍居于高位，将是 2006 年以来制糖行业盈利最好时期，但是 10/11-11/12 榨季糖价面临下行风险，维持行业中性评级，维持公司中性评级。

一. 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 榨季减产后，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（与 2010-8-20 报告一致）：

（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。

从目前收集的信息来看 10/11 榨季食糖产量将在 1250 万吨左右。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。

制糖行业属于强周期行业，其投资时钟应与糖价波动相反，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，2010-2011 年公司业绩表现将受益于高糖价，但是 2011 年后将临下行风险，维持制糖行业中性评级，维持公司中性评级。

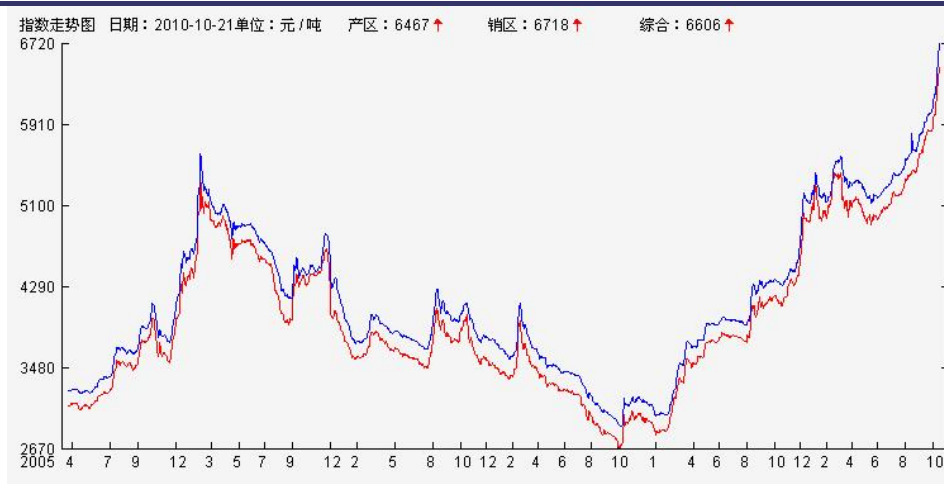
二. 糖价：已在顶点

● 1. 供给估算 vs 供求

3 季度，国内糖价上涨“疯狂”。根据昆商糖网数据，截止 2010-10-21 日，产区食糖价格为 6467 元/吨，销区食糖价格为 6718 元/吨（含税），创下历史新高。北方甜菜糖已经上市，11 月份南方甘蔗糖也将开榨，随着新糖上市，预期糖价将有所回落。

食糖价格在 10 月份突破 6000 元/吨，但是实际制糖企业销量有限，不同销售节奏的制糖企业 2010 年食糖销售均价应该都低于 6000 元/吨。

图 1：产区及销区食糖价格（元/吨，含税）



数据来源：昆商糖网、兴业证券研发中心整理
注：红线为产区，蓝线为销区食糖批发价格

2009/2010 榨季初国储糖在 230-240 万吨，国储糖合计拍卖 171 万吨，2010-10-22 开始 2010/2011 榨季第一批 21 万吨国储糖拍卖，则剩余国储糖在 38-48 万吨左右（不包括中央储备的古巴原糖）。

表 1：2009/2010 榨季至今国储糖拍卖

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	2007/2008 榨季收储的国产白砂糖
3	2010-1-21	35.7	4798	2008/2009 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
8	2010-9-9	24.3	5659	2011 年加工，一级白砂糖
09/10 榨季合计		170.5	5101	
10/11 榨季	2010-10-22	21.0		2010 年加工，一级白砂糖

数据来源：商务部、兴业证券研发中心整理

2010/2011 榨季食糖生产在 9 月底展开，目前北方甜菜糖产区生产已处于旺季，南方甘蔗糖生产仍将在 11 月左右开榨。截止 2010 年 9 月底，重点制糖企业（集

团) 转接库存为 32 万吨(工业库存)。

假设 2010/2011 榨季食糖产量 1250 万吨, 制糖企业转接 32 万吨, 国储剩余 60 万吨, 净进口 120 万吨, 则 2010/2011 榨季食糖供给量将达到 1462 万吨, 基本能满足 1450-1500 万吨的预期消费量, 不会出现供给严重偏紧的情况。

● 2. 农户种植成本估算 vs 种植积极性

随着糖料价格的上升和各种政策扶持, 农户的种植积极性也将有所渐提升, 2010/2011-2011/2012 榨季糖料种植面积都将成上升趋势。

表 2: 历年甘蔗收购价格(元/吨)

榨季	04/05	05/06	06/07	07/08	08/09	09/10
基础价(元/吨)	180	210	260	260	260	314
联动价(元/吨)	2700	3100	3900	3800	3800	4400
联动系数(%)	5%	5%	6%	6%	6%	6%

数据来源: 兴业证券研发中心整理

注: 09/10 榨季实行提前联动, 联动价为 4400 元/吨, 对应基础价为 314 元/吨

根据昆商糖网新闻数据, 2009/2010 榨季广西新植甘蔗种植成本在 1100-1400 元/亩, 宿根甘蔗种植成本在 750-900 元/亩, 综合来看成本在 1010 元/亩左右, 同比增加 100-150 元/亩。按照亩产 4 吨甘蔗, 对应甘蔗价格 350 元/吨估算, 每亩收入为 1400 元/亩, 以每亩成本 1010 元/亩计算, 每亩净利为 390 元/亩左右, 较 2008/2009 每亩 200-200/亩的净利有较大提高。

2010/2011 榨季北方甜菜收购价格同比上涨 30 元/吨至 295 元/吨, 考虑 50 元/吨良种补贴等, 甜菜收购价格在 340-350 元/吨左右, 甜菜糖种植农户收入也有一定提高。

三. 公司: 3 季度主营亏损!

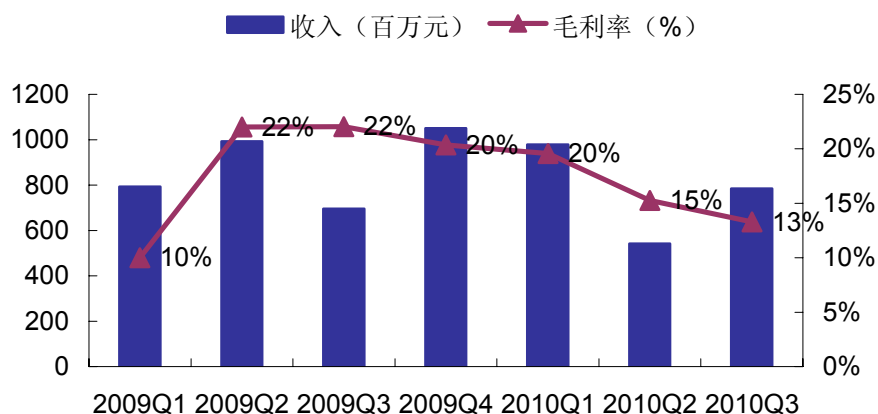
简介: 2010 年 1-9 月, 公司实现销售收入 23.2 亿元, 同比减少 7.1%, 综合毛利率 16.4%, 归属母公司净利润 8700 万元, 同比增加 16.5%, 对应 EPS 为 0.30 元, ROE=6.4%, 每股经营性现金流 0.76 元。其中 7-9 月实现收入 7.8 亿元, 归属母公司净利 1100 万元, 对应 EPS 为 0.05 元。

9 月份公司收到“与马丁居里公司纠纷案”和解款 4000 万元(对应净利润约 2500 万元)计入 3 季度营业外收入。

● 1. 2-3 季度主营业务亏损

在食糖价格总体上涨的 2010 年, 公司 1-3 季度各季度综合毛利率却异常地逐季度下降, 分别为 20%、15%、13%!

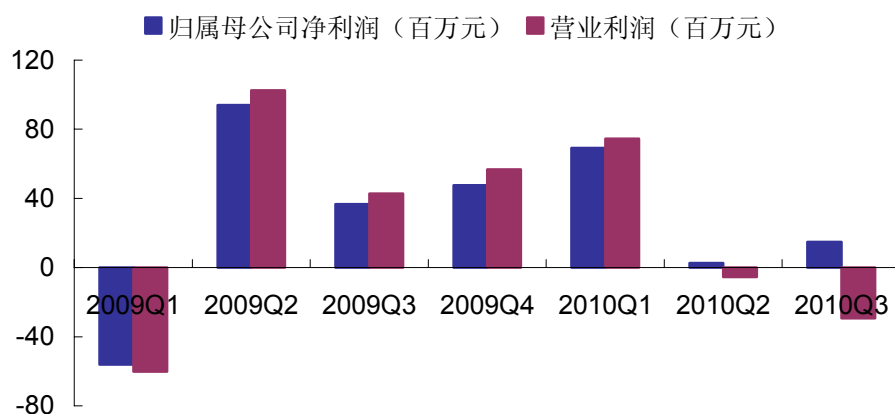
图 2：2009 年至今单季度收入及毛利率、净利率（百万元，%）



数据来源：公司公告、兴业证券研发中心整理

2-3 季度主营业务实际出现亏损，扣除投资收益和营业外收支，公司 3 季度实际亏损接近 3000 万元。

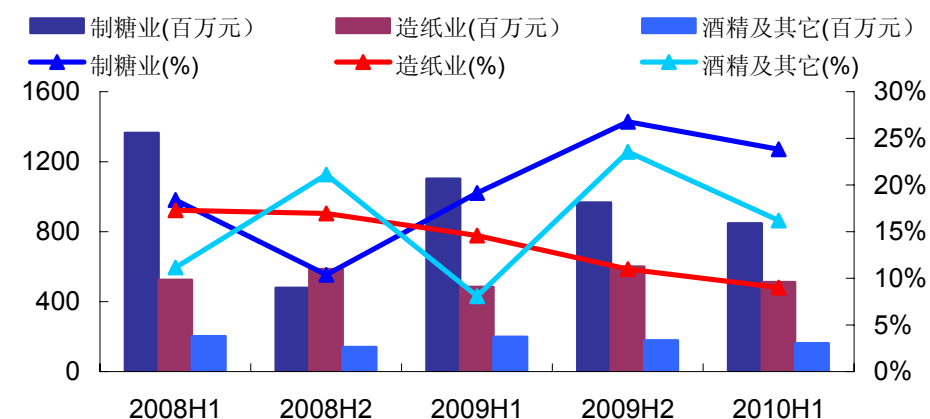
图 3：2009 年至今单季度利润（百万元）



数据来源：公司公告、兴业证券研发中心整理

甘蔗收购价格上涨导致蔗渣、浆价上升，造纸毛利率持续下降，造纸业务亏损是主营业务亏损的主要原因。公司 2010 年上半年纸品业务毛利率已经下降至 9.0%，我们判断，3 季度纸品业务毛利率出现了进一步下降。

图 4：2008 年至今造纸业务毛利率持续下降（百万元，%）



数据来源：公司公告、兴业证券研发中心整理

● 2. 食糖销售：库存极少

母公司存货大致能反映公司食糖库存情况（母公司主要为食糖业务以及一部分酒精、纸品等业务）。公司 09/10 榨季食糖生产为 2009 年 11 月-2010 年 3 月，则 2、3 季度没有食糖生产，只是食糖销售，2010 年 2 季度母公司存货减少 1.8 亿元至 4.8 亿元，3 季度母公司存货减少 3.1 亿元至 1.7 亿元。

我们估算，公司 2009 年 4 季度—2010 年 1 季度合计销售 30 万吨，2 季度销售 5 万吨，3 季度销售 10 万吨，则 3 季度剩余库存在 1 万吨左右。

● 3. 维持中性评级

目前，广西地区 2010/2011 榨季甘蔗种植面积和涨势整体好于 2009/2010 榨季。我们判断本榨季公司食糖产量将有小幅上升。

主要假设：

- （1.）2010-2012 年销售食糖 48、50、60 万吨，对应含税价 5200、5200、4700 元/吨；
- （2.）下调纸品业务的毛利率预测至 5.0%、5.0%、10.0%；
- （3.）下调其它业务的毛利率预测至 10.0%、10.0%、15.0%；

表 3: 公司业务预测

食糖业务	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
食糖生产	06/07	07/08	08/09	09/10	10/11E	11/12E
产量 (万吨)	55.0	77.5	55.0	46.0	50.0	65.0
产率 (吨甘蔗)	7.5	7.6	8.0	8.0	8.0	8.0
出糖率 (%)	13.3%	13.2%	12.5%	12.5%	12.5%	12.5%
基础甘蔗价格 (元/吨)	260	260	260	260	325	325
公司甘蔗收购价 (元/吨)	275	275	285	340	350	350
甘蔗成本 (元/吨食糖)	2063	2090	2280	2720	2800	2800
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	3136	3136
食糖销售	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
食糖销售量 (万吨)	57	65	60	48	55	60
含税价格 (元/吨)	3709	3319	4050	5200	5200	4700
不含税价格 (元/吨)	3170	2837	3462	4444	4444	4017
销售收入 (百万元)	1813	1844	2077	2133	2444	2410
YOY(%)	9.45%	1.69%	12.64%	2.72%	14.58%	-1.40%
毛利 (百万元)	423	301	467	661	720	529
成本 (百万元)	1390	1543	1610	1472	1725	1882
毛利率 (%)	23.35%	16.30%	22.47%	31.01%	29.44%	21.93%
主营业务收入占比 (%)	57.82%	55.91%	58.80%	58.46%	59.72%	57.33%
纸品业务	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入 (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	57	63	138
毛利率 (%)	11.81%	17.11%	12.60%	5.00%	5.00%	10.00%
销售成本 (百万元)	862	921	948	1082	1190	1240
主营业务收入占比 (%)	31.18%	33.68%	30.64%	31.20%	30.60%	32.77%
酒精及其它	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
销售收入 (百万元)	345	343	377	377	396	416
YOY	19.91%	-0.46%	9.92%	0.00%	5.00%	5.00%
毛利 (百万元)	55	52	58	38	40	62
毛利率 (%)	15.94%	15.20%	15.37%	10.00%	10.00%	15.00%
成本 (百万元)	290	291	319	340	357	354
主营业务收入占比 (%)	11.00%	10.41%	10.67%	10.34%	9.68%	9.90%
合计	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入 (百万元)	3136	3298	3539	3649	4093	4204
YOY(%)	12.87%	5.16%	7.31%	3.13%	12.16%	2.71%
营业成本 (百万元)	2542	2755	2877	2893	3271	3475
毛利 (百万元)	594	543	661	756	822	729
毛利率 (%)	18.94%	16.46%	18.69%	20.72%	20.08%	17.34%

数据来源: 公司公告、兴业证券研发中心整理

盈利预测结果如下:

表 4: 公司盈利预测及结果

		2,009	2010E	2011E	2012E
食糖业务	收入 (百万元)	2,077	2,133	2,444	2,410
	毛利率 (%)	22.5%	31.0%	29.4%	21.9%
纸品业务	收入 (百万元)	1,084	1,139	1,252	1,378
	毛利率 (%)	12.6%	5.0%	5.0%	10.0%
其它业务	收入 (百万元)	377	377	396	416
	毛利率 (%)	15.4%	10.0%	10.0%	15.0%
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	100	92	90
实际税率 (%)		11.2%	11.2%	11.2%	11.2%
归属母公司净利 (百万元)		122	199	217	133
EPS (元)		0.43	0.69	0.76	0.46

数据来源: 公司公告、兴业证券研发中心整理

考虑纸品业务成本上升, 下调公司量 2010-2012 年 EPS 预测至 0.69、0.76、0.46 元 (原预测值为 0.97、0.74、0.50 元), 鉴于 2010/2011-2011/2012 榨季制糖行业面临糖价回落风险, 维持制糖行业中性评级, 维持公司中性评级。

风险提示: 纸品业务成本长期维持高位、糖价波动超预期。

表 5、公司分季度业绩对比（单位：百万元、元、%）

主要数据	09-3Q	09-4Q	10-1Q	10-2Q	10-3Q	QOQ	2009-09	2010-09	YOY	说明
营业收入	695	1050	979	543	783.8	12.8%	2481	2306	-7.1%	纸品业务成本上升
营业成本	542	837	788	460	679.6	25.4%	2030	1927	-5.1%	
毛利	153	214	192	83	104.3	-31.9%	451	379	-16.0%	
销售费用	14	12	16	11	10.2	-25.7%	58	37	-36.2%	
管理费用	61	113	72	49	89.2	46.3%	191	210	9.7%	
财务费用	26	20	25	27	25.8	0.4%	93	77	-17.2%	
资产减值	0	1	0	-2	-0.2	-	2	-2	-225.8%	
公允价值	0	0	0	0	0.0	-	0	0	-	
投资收益	-1	-3	-1	-0	-0.1	-	-5	-1	-	
营业利润	43	57	75	-5	-29.3	-168.7%	85	40	-53.2%	
利润总额	44	61	78	1	10.7	-76.0%	88	89	1.5%	纸品业务成本上升
净利润	37	47	69	3	14.9	-59.5%	74	87	16.5%	
EPS	0.128	0.166	0.241	0.009	0.1	-59.5%	0.260	0.302	16.5%	
销售费用率	2.0%	1.2%	1.7%	2.0%	1.3%	-0.7%	2.4%	1.6%	-0.7%	
管理费用率	8.8%	10.8%	7.3%	9.0%	11.4%	2.6%	7.7%	9.1%	1.4%	
财务费用率	3.7%	1.9%	2.5%	4.9%	3.3%	-0.4%	3.8%	3.3%	-0.4%	
所得税率	9.3%	12.7%	10.3%	165.2%	30.7%	21.4%	10.1%	14.1%	3.9%	
毛利率	22.0%	20.4%	19.6%	15.3%	13.3%	-8.7%	18.2%	16.4%	-1.8%	
净利润率	5.3%	4.5%	7.1%	0.5%	1.9%	-3.4%	3.0%	3.8%	0.8%	

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	1650	1562	1516
货币资金	432	752	550	451
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	196	202	227	233
其他应收款	35	36	41	42
存货	347	430	486	516
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	4366	4289	4248
流动负债	2053	2397	2223	2190
短期借款	1380	1700	1500	1500
应付票据	5	5	6	6
应付账款	351	355	393	348
其他	316	337	325	337
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	2712	2539	2505
股本	287	287	287	287
资本公积	801	801	801	801
未分配利润	127	219	276	243
少数股东权益	191	209	227	239
股东权益合计	1524	1654	1751	1743
负债及权益合计	3912	4366	4289	4248

现金流量表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	122	199	217	133
折旧和摊销	214	209	225	242
资产减值准备	2	2	3	1
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	100	92	90
投资损失	7	0	0	0
少数股东损益	11	17	19	11
营运资金的变动	-92	54	73	70
经营活动产生现金流量	562	450	492	406
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	134	-432	-243
现金净变动	282	320	-202	-99
现金的期初余额	358	432	752	550
现金的期末余额	640	752	550	451

利润表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3532	3649	4093	4204
营业成本	2867	2893	3271	3475
营业税金及附加	26	26	30	31
销售费用	70	73	82	84
管理费用	304	314	352	362
财务费用	113	100	92	90
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	243	266	162
营业外收入	10	0	0	0
营业外支出	3	0	0	0
利润总额	149	243	266	162
所得税	17	27	30	18
净利润	132	216	236	144
少数股东损益	11	17	19	11
归属母公司净利润	122	199	217	133
EPS (元)	0.43	0.69	0.76	0.46

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长性(%)				
营业收入增长率	7.1%	3.3%	12.2%	2.7%
营业利润增长率	180.2%	71.5%	9.4%	-39.0%
净利润增长率	352.7%	63.0%	9.4%	-39.0%
盈利能力(%)				
毛利率	18.8%	20.7%	20.1%	17.3%
净利率	3.5%	5.4%	5.3%	3.2%
ROE	9.1%	13.7%	14.3%	8.8%

偿债能力(%)

资产负债率	61.0%	62.1%	59.2%	59.0%
流动比率	0.60	0.69	0.70	0.69
速动比率	0.43	0.51	0.48	0.45

营运能力(次)

资产周转率	0.90	0.84	0.95	0.99
应收帐款周转率	17.11	17.14	17.83	17.09

每股资料(元)

每股收益	0.43	0.69	0.76	0.46
每股经营现金	2.14	1.57	1.72	1.42
每股净资产	4.65	5.04	5.32	5.25

估值比率(倍)

PE	60.16	36.90	33.73	55.29
PB	5.50	5.07	4.81	4.87

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。