

2010年10月21日

制糖行业

南宁糖业 (000911)

评级: 中性

消费品研究组

联系人: 消费品研究组

010-88086830-705

liuxin@rxzq.com.cn

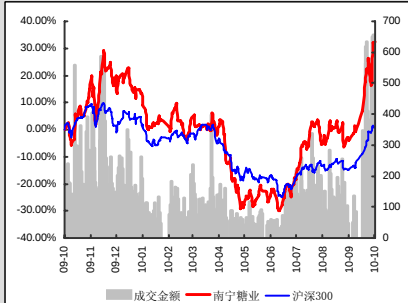
6-12个月目标价: ****

最新股价: 25.52

基本资料

总股本 (亿)	2.866
流通股 A 股 (亿)	2.866
总市值 (亿)	73.15
每股净资产 (元)	4.61
资产负债率%	59.14

最近一年股价与沪深 300 对比:



相关研究:

糖价暴涨不应简单等于业绩高成长

投资要点

- 2010年, 第三季度单季度实现营业收入7.83亿元, 同比增加12.76%, 实现归属上市公司股东的净利润0.15亿元, 同比下降59.51%。1-9月份累计实现营业收入23.06亿元, 同比下降7.07%, 累计实现归属上市公司股东的净利润0.86亿元, 同比增加16.53%, 实现基本每股收益0.30元。
- 2010年综合毛利率呈下降趋势。2010年公司综合毛利率从一季报的19.16%, 下降至半年报的17.51%, 再下降至三季报的15.71%。单个季度的毛利率同样也是呈现下降趋势, 第二季度综合毛利率从第一季度的19.16%下降至14.54%, 第三季度综合毛利率则是下降至12.22%。
- 造纸业务表现低迷是综合毛利率下降的原因之一。09/10榨季甘蔗减产导致蔗渣浆等原料供应量减少, 生产成本增加, 同时产品市场低迷。从今年半年报中, 我们可以看出造纸业务的毛利率同比下降11个百分点, 仅为9%。
- 公司的经营节奏影响制糖业务收益。公司通常在上半年将食糖销售绝大部分, 并在期货上进行套期保值操作锁定价格。今年同样如此, 因此, 尽管第三季度国内糖价呈单边上涨趋势, 但是公司的利润却未能享受到第三季度的糖价上涨。根据公司报告数据显示, 第三季度单季度录得净利润仅占累计净利润的17%。扣除马丁居里0.4亿元和解款的非经常性收益后, 在第三季度内公司主营业务亏损。
- 简单而言, 制糖业务收入= 销售均价*食糖产量。这意味着:
 - 第一、公司的销售节奏在很大程度上决定着产品的销售均价, 从而影响到公司收益;
 - 第二、由于广西区甘蔗价格存在“二次联动”结算模式, 当销售均价超过联动价之后, 公司将对蔗农实行二次结算, 因此, 实际销售均价偏低;
 - 第三、糖价虽然因甘蔗减产而上涨, 但是产量的减少也将会使得规模效应降低, 进一步提高吨糖的生产成本;
 - 第四、甘蔗减产导致造纸原料供应量下降, 价格上涨, 也可能侵蚀公司收益。
- 综上所述, 糖价的上涨虽然有助于公司业绩提升, 但是, 却难以成为公司业绩爆炸式增长的原因。因此, 尽管国内食糖市场经历了数次牛市, 但公司的EPS却从未达到1.5元以上, 从未表现出高成长性。
- 盈利预测及投资建议。鉴于今年的高糖价, 预计在10/11榨季, 广西甘蔗收购价将会达到400元/吨左右, 这也将极大地刺激农民种植甘蔗的积极性, 因此, 在天气正常的情况下, 明年食糖产量增加的可能性较大, 预计未来糖价存在下行的风险。预计2010-2012年的每股收益分别为0.69元、0.76元和0.46元, 目前

股价（10月21日）所对应的PE 分别为37倍、34倍 和55倍，给予“中性”的评级。

■ 风险提示：糖价波动超预期。

业绩估值表：

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	3532	3650	4100	4200
同比（%）	7.1%	3.3%	12.2%	2.7%
归属母公司净利润（百万元）	120	200	220	130
同比（%）	352.70%	63.00%	9.40%	-39.00%
每股收益（元）	0.43	0.69	0.76	0.46
P/E	60	37	34	55

数据来源：公司报告，日信研究

投资评级说明

公司投资评级：

以报告日后的6-12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy）：相对强于市场表现20%以上；

增持（outperform）：相对强于市场表现5%～20%；

中性（Neutral）：相对市场表现在-5%～+5%之间波动；

减持（underperform）：相对弱于市场表现5%以下。

行业投资评级：

以报告日后的6-12个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（overweight）：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral）：行业与整体市场表现基本持平；

看淡（underweight）：行业弱于整体市场表现。

免责声明

本研究报告由日信证券有限责任公司研究部撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。日信证券有限责任公司研究所将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为日信证券有限责任公司研究部所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为日信证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

日信证券有限责任公司研究部对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权