

南宁糖业（000911）——糖价仍存上涨预期，公司估值优势明显

评级

买入

年报点评

研究员：程晓东

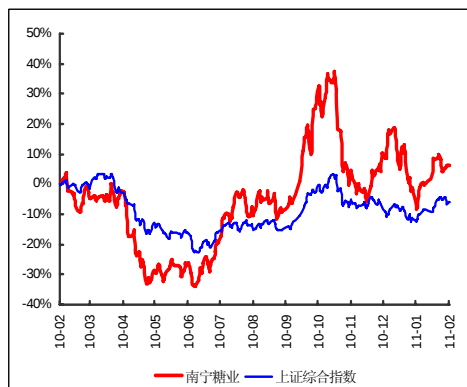
电 话：010-8832 1761

Email: chengxd@tpyzq.com.cn

市场与公司重要数据

当前股价（元）	21.70
52周股价区间（元）	12.75-29.2
总市值（亿元）	62.20
总股本（百万股）	286.64
流通股本（百万股）	286.64
日均成交量（万股）	755.78
中期每股收益（元）	0.64

市场与公司重要数据



相关报告

1、《三季报点评：销售旺季恰逢糖价高涨，业绩值得看好》2010/10/21

报告摘要：

- ◆ **扣除非经常性损益后的净利润同比增长 19.4%**。2010 年，公司实现营业收入 38.75 亿元，同比减少 9.17%；营业利润 13786 万元，同比减少 2.66%；归属于上市公司股东的净利润 18385 万元，同比增长 50.85%；扣除非经常性损益后的净利润为 13794 万元，同比增长 19.4%；基本每股收益为 0.64 元，扣除非经常损益后的每股收益为 0.48 元；2010 年业绩增长略低于预期。
- ◆ **制糖业量减价升**。制糖业是公司主业，2010 年公司制糖业实现收入 23.6 亿元，同比增长 14.05%，毛利率为 24.86%，较上年提高了 2.14 个百分点。制糖业盈利水平提升主要归功于糖价的上涨。经我们折算，2010 年公司食糖销售均价达到 4960 元/吨，较上年提高了 48.9%，而同期食糖产量和销量分别为 44.8 万吨和 47.59 万吨，同比减少了 15.3%和 23.4%。公司食糖产销量大幅下滑有两方面原因：一是由于低温冻害天气导致甘蔗出糖率下降，二是受外部高价收购的冲击，甘蔗流失严重，公司原料收购量出现下滑。
- ◆ **浆纸业盈利水平继续下滑**。公司利用甘蔗渣原料优势发展浆纸业，目前浆纸业已经成为第二大主业，正常年份可贡献 30%的收入和 20%的毛利。2010 年，公司浆纸业实现毛利 4680 万元，同比下滑 66%，占毛利总额比重不到 7%，毛利率为 4.04%，较上年下滑了 8.56 个百分点。浆纸业盈利水平大幅下滑主要与收榨量减少和木浆原料价格高涨有关系。由于收榨量减少，公司为满足浆纸生产需要，不得不提高甘蔗渣和木浆的外部采购量，而 2010 年木浆价格涨幅高于纸制品价格涨幅，因而公司浆纸业盈利水平出现了自 2008 年以来的再次下滑。
- ◆ **筹划非公开发行事项**。目前尚未公布具体方案，但经了解，筹资意在为加强原料基地建设服务，我们认为这是公司针对当前问题的较好选择，有利于提高其原料控制能力和长期盈利能力。
- ◆ **给予“买入”评级**。我们认为 11 年糖价受减产影响有再创新高的可能，全年均价可能在 6000 元/吨左右。基于此，预计 11/12 年的 EPS 分别为 1.25/0.78 元，对应 PE 为 17/27 倍，估值优势较为明显，给予“买入”评级。

重要财务指标（百万元）

指标	2009A	2010A	2011E	2012E
主营收入	3531.91	3875.02	4593.49	4686.15
YOY (%)	110.77%	9.71%	18.54%	2.02%
主营业务利润	141.62	137.86	361.15	243.79
YOY (%)	331.00%	-2.66%	161.96%	-32.50%
净利润	121.88	183.86	355.24	229.43
YOY (%)	1463.84%	50.85%	93.22%	-35.41%
每股收益	0.43	0.64	1.21	0.78

表 1: 收入预测表

产品种类	各项指标	2009	2010	2011E	2012E
制糖业	跨年度榨季产量	46.00	45.00	50.00	55.00
	财年产量	53.20	45.80	46.00	51.00
	销量(万吨)	62.13	47.59	47.59	51.40
	(+/-%)	-1.4%	-23.4%	0.0%	8.0%
	价格(元/吨)	3331.80	4960.89	6002.68	5402.41
	(+/-%)	13.9%	48.9%	21.0%	-10.0%
	成本(元/吨)	2574.88	3727.62	4174.93	3966.18
	(+/-%)	5.2%	44.8%	12.0%	-5.0%
	毛利率(%)	22.72%	24.86%	30.45%	26.58%
	销售收入(亿元)	20.70	23.61	28.57	27.77
	(+/-%)	12.27%	14.05%	21.00%	-2.80%
浆纸业	销量(吨)	22.02	19.19	21.11	22.16
	(+/-%)	8.9%	-12.9%	10.0%	5.0%
	价格(元/公斤)	4924.66	6030.63	6452.77	6839.94
	(+/-%)	-10.3%	22.5%	7.0%	6.0%
	成本(元/吨)	4304.00	5786.76	6076.10	6379.90
	(+/-%)	-5.5%	34.5%	5.0%	5.0%
	毛利率(%)	12.60%	4.04%	5.84%	6.73%
	销售收入(亿元)	10.84	11.57	13.62	15.16
	(+/-%)	-2.28%	6.72%	17.70%	11.30%
其他收入	销售收入(亿元)	3.77	3.57	3.75	3.93
	(+/-%)	9.92%	-5.46%	5.00%	5.00%
	销售成本(亿元)	3.19	2.90	3.05	3.20
	(+/-%)	9.76%	-9.13%	5.00%	5.00%
主营业务收入(亿元)		35.3	38.8	45.9	46.9
主营业务成本(亿元)		28.7	31.7	35.7	37.7
主营业务利润(亿元)		6.7	7.0	10.2	9.1
平均毛利率(%)		18.83%	18.07%	22.19%	19.50%

表 2: 盈利预测表

单位: 百万元	2009A	2010A	2011E	2012E
主营收入	3531.91	3875.02	4,593.49	4,686.15
增长率 (%)	7.10%	9.71%	18.54%	2.02%
减: 主营成本	2866.89	3174.66	3,574.17	3,772.53
营业毛利	665.02	700.36	1019.32	913.62
增长率 (%)	22.45%	5.31%	45.54%	-10.37%
毛利率 (%)	18.83%	18.07%	22.19%	19.50%
减: 营业税金及附加	25.63	30.72	35.38	36.45
减: 销售费用	70.44	51.33	71.10	69.05
管理费用	304.03	370.20	424.36	437.85
财务费用	113.27	98.97	127.32	126.48
期间费用率 (%)	13.81%	13.43%	13.56%	13.52%
减: 资产减值损失	2.82	10.00	0.00	0.00
加: 投资净收益	-7.21	-1.28	0.00	0.00
公允价值变动净收益				
营业利润	141.62	137.86	361.15	243.79
增长率 (%)	180.20%	-2.66%	161.96%	-32.50%
营业利润率 (%)	4.01%	3.56%	7.86%	5.20%
加: 营业外收入	10.02	55.00	38.00	14.00
减: 营业外支出	2.62	4.11	6.00	2.00
利润总额	149.02	188.76	399.15	257.79
增长率 (%)	198.62%	26.67%	111.46%	-35.41%
减: 所得税	16.62	17.26	43.91	28.36
实际所得税率 (%)	11.16%	9.14%	11.00%	11.00%
净利润	132.39	171.50	355.24	229.43
减: 少数股东损益	10.52	-12.36	7.10	4.59
归属母公司净利润	121.88	183.86	348.14	224.85
增长率 (%)	352.67%	50.85%	89.35%	-35.41%
净利润率 (%)	3.75%	4.43%	7.73%	4.90%
每股收益 (元)	0.43	0.64	1.21	0.78

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

太平洋证券研究院

中国 北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 8832-1818

传真： (8610) 8832-1566

重要声明

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。