

国内食糖供过于求与糖价大幅高于国外并存

——食糖行业上市公司研究
2009年5月26日

投资要点:

●我国食糖价格呈现周期性波动,从开始上涨到下跌结束,一个周期大约经历5-6年时间。2004年-2006年我国食糖价格处于周期的上升阶段,2006年-2008年我国食糖价格处于周期的下跌阶段,从2009年开始我国食糖价格走出谷底,出现了比较大幅度的反弹,反弹幅度将近40%。

●目前我国食糖价格大幅度高于国际食糖价格,食糖进口数量大幅增长。我国食糖行业供过于求,国外廉价食糖大量进口到国内将加剧国内食糖行业供给过剩局面,压低国内食糖价格,损害糖料生产农户和糖料压榨企业的利益。

●2006年-2008年,我国糖业上市公司毛利率总体上呈现下降趋势,与同期食糖价格走势是一致的。制糖企业对糖价不利波动的规避能力比较弱,糖价周期性波动对糖业上市公司业绩有重大影响。行业龙头公司拥有比较大的产品价格与生产成本间的毛利空间。

●国内食糖价格与国际食糖价格存在巨大差距的主要原因是国内糖料生产和压榨成本大幅度高于国外,这个原因短期内难以消除。国内食糖价格大幅度高于国际食糖价格的局面未来将存在一段比较长的时间。

●政府对食糖行业宏观调控政策将抑制国内食糖价格的下跌走势,并将改善糖料种植和压榨行业的竞争环境,有利于行业龙头公司的发展壮大。

●2009年5月26日,南宁糖业、中粮屯河、贵糖股份、华资实业、冠农股份和*ST甘化的静态市盈率分别是138倍、33倍、34倍、-24倍、195倍和-37倍,结合各公司所处行业地位和未来两年盈利水平的预期变化,给予南宁糖业(000911)和中粮屯河(600737)“推荐”评级,给予其他糖业上市公司“中性”评级。

请务必阅读正文之后的重要声明

食品饮料行业

南宁糖业评级 推荐
中粮屯河评级 推荐

南宁糖业目前股价 13.14元
中粮屯河目前股价 11.61元

基础数据

南宁糖业

总市值/流通市值 37.58亿元/37.55亿元
总股本/流通A股 2.87亿股/2.87亿股
每股净资产 4.09元
净资产收益率 2.19%

中粮屯河

总市值/流通市值 116.25亿元/56.28亿元
总股本/流通A股 10.06亿股/4.87亿股
每股净资产 2.87元
净资产收益率 10.79%

重点公司盈利预测及投资评价

股票名称	评级	08EPS	09EPS	10EPS
南宁糖业	推荐	0.09	0.38	0.70
中粮屯河	推荐	0.31	0.42	0.51

资料来源:公司数据

吴正武

行业研究员

电话

021-3222 9888-3509

邮箱

wuzhengwu@ajzq.com

相关报告

《农产品价格变动是影响2009年3月份CPI的主要因素》

一、我国食糖价格的周期性波动

分析我国食糖价格行情历史走势图，可以发现我国食糖价格呈现周期性波动，从开始上涨到下跌结束，一个周期大约经历 5-6 年时间。



资料来源：广西糖网

从广西壮族自治区南宁市白糖现货价格行情历史走势图中可以看出，2004 年-2006 年我国白糖价格处于周期的上升阶段，2006 年-2008 年我国白糖价格处于周期的下跌阶段，从 2009 年开始我国白糖价格走出谷底，出现了比较大幅度的反弹，反弹幅度将近 40%。广西壮族自治区食糖产量占全国食糖产量 60% 左右，南宁市白糖现货价格行情对全国食糖价格行情具有很强的代表性。比较郑州商品交易所白糖期货连续价格行情历史走势图与南宁市白糖现货价格行情历史走势图可以看出，两者走势是高度正相关的。



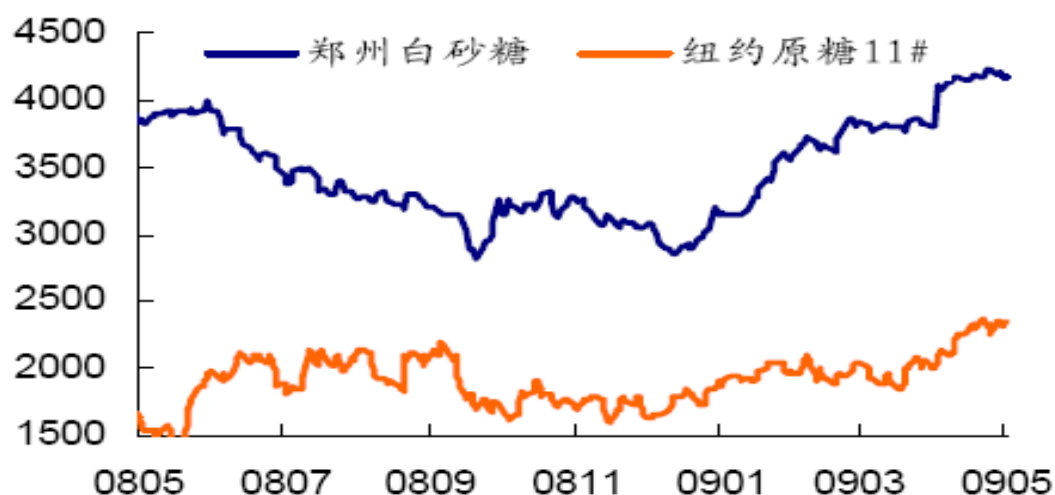
资料来源：郑州商品交易所

造成国内食糖价格周期波动的主要原因包括：由食品工业和居民直接消费对食糖需求变化导致的

糖料压榨和种植的连锁反应、由比较利益导致的种植业结构和糖料区域分布的变化、气候变化导致糖料产量变化、中央政府和糖料主产区地方政府对农业的支持政策和对糖业的宏观调控政策、国际食糖供求和价格变化通过食糖进出口对国内食糖价格的影响等。

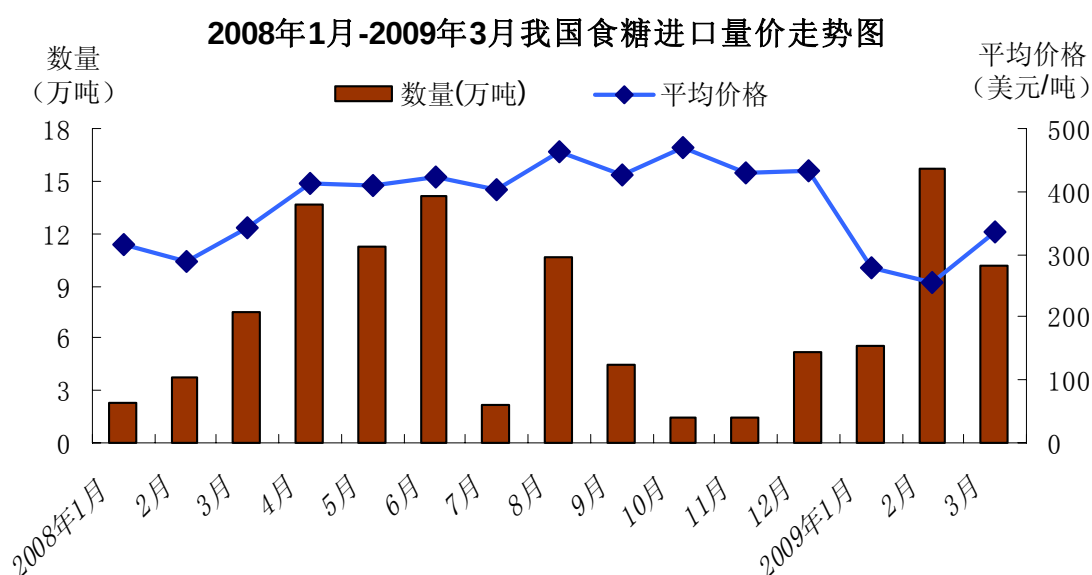
二、目前我国食糖价格大幅度高于国际食糖价格，食糖进口数量大幅增长冲击国内市场

2009年5月，我国郑州商品交易所白糖期货价格运行在4000-4500元/吨区间内，同期纽约商品交易所白糖期货价格（换成人民币元/吨计价）运行在2000-2500元/吨区间内，国内白糖期货价格比国际白糖期货价格高出将近一倍，进口白糖具有较大的利润空间，刺激进口成倍增长。



资料来源：Bloomberg，郑州商品交易所

据海关统计，2009年第一季度，我国进口食糖31.4万吨，比去年同期增长1.3倍；进口食糖价值8972万美元，比去年同期增长1倍；进口平均价格285.8美元/吨，比去年同期下跌11.6%，同期国内食糖现货交易平均价格保持在每吨3600元左右。



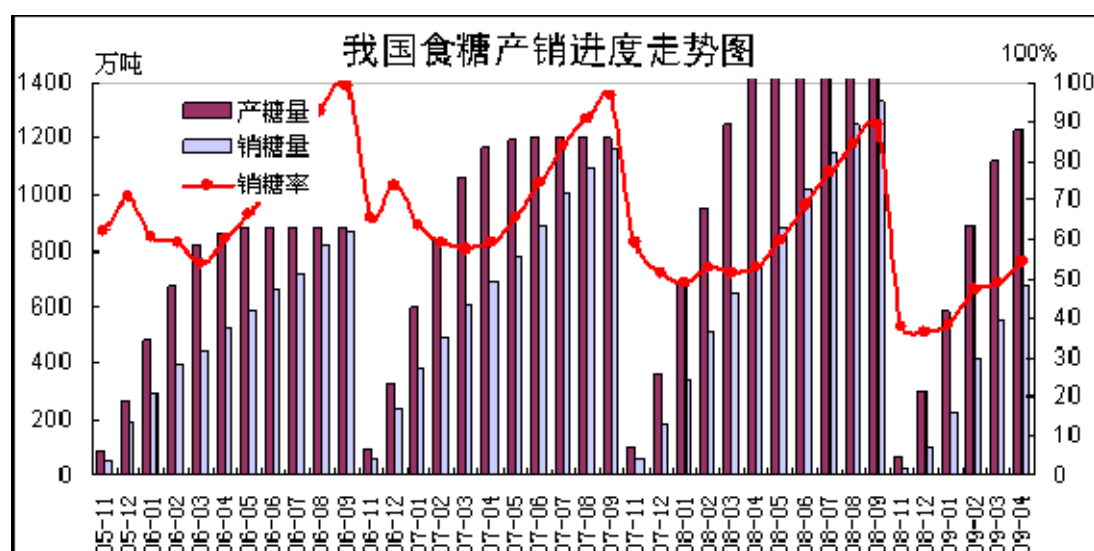
资料来源：中国海关

国内食糖价格与国际食糖价格存在巨大差距的主要原因是国内糖料生产和压榨成本大幅度高于

国外，国内食糖行业仍然处于供过于求的局面。

截止 2009 年 4 月末，2008/2009 年制糖期（2008 年 11 月-2009 年 4 月）全国累计产糖 1230.31 万吨，比去年同期减产 205.21 万吨。其中，产甘蔗糖 1140.18 万吨，比去年同期减产 179.23 万吨；产甜菜糖 90.13 万吨，比去年同期减产 25.98 万吨。

尽管在 2008/2009 年制糖期，我国食糖减产 15% 左右，但是由于受国际金融和经济危机影响，2008 年下半年以来国内食品工业对食糖需求疲软，国内食糖库存量依然巨大，与过去几年相比，食糖产销率处于比较低的水平。



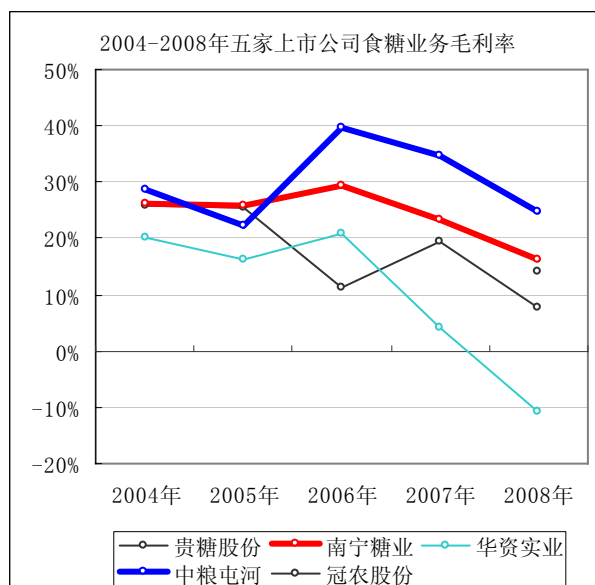
资料来源：中国糖网

从图中可以看出，在 2008/2009 年制糖期前三个月，我国食糖累计产销率低于上一个制糖期同期水平。截止 2009 年 4 月末，2008/2009 年制糖期全国累计销售食糖 670.16 万吨，累计销糖率 54.47%（上一个制糖期同期为 52.87%），其中，累计销售甘蔗糖 626.21 万吨，累计销糖率 54.92%（上一个制糖期同期为 51.59%），累计销售甜菜糖 43.95 万吨，累计销糖率 48.76%（上一个制糖期同期为 67.45%）。2006 年以后，我国销糖率呈现振荡下行的走势，说明我国食糖供过于求的局势逐渐加重，与 2006 年以后我国白糖价格振荡下行的走势是一致的。

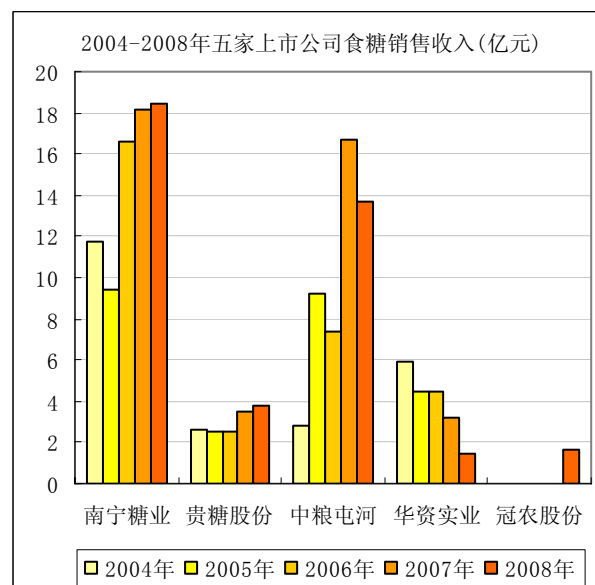
在我国食糖行业处于供过于求的情况下，国外廉价食糖大量进口到国内将加剧国内食糖行业供给过剩局面，压低国内食糖价格，损害糖料生产农户和糖料压榨企业的利益。

三、糖价周期性波动对糖业上市公司业绩影响分析

截止 2009 年 5 月，我国糖业上市公司共有南宁糖业、贵糖股份、*ST 甘化、中粮屯河、华资实业、冠农股份等六家，其中前三家为甘蔗制糖公司，后三家为甜菜制糖公司。2004 年到 2006 年，剔除 *ST 甘化，其余五家糖业上市公司毛利率总体上呈现上升趋势，与同期食糖价格走势是一致的；2006 年到 2008 年，五家糖业上市公司毛利率总体上呈现下降趋势，与同期食糖价格走势也是一致的。毛利率下降说明制糖企业在与原料供应者、产品需求者、同业竞争者等的竞争关系中处于越来越不利的地位，制糖企业对糖价不利波动的规避能力比较弱，我国糖价周期性波动对糖业上市公司业绩有重大影响。



资料来源：公司公告



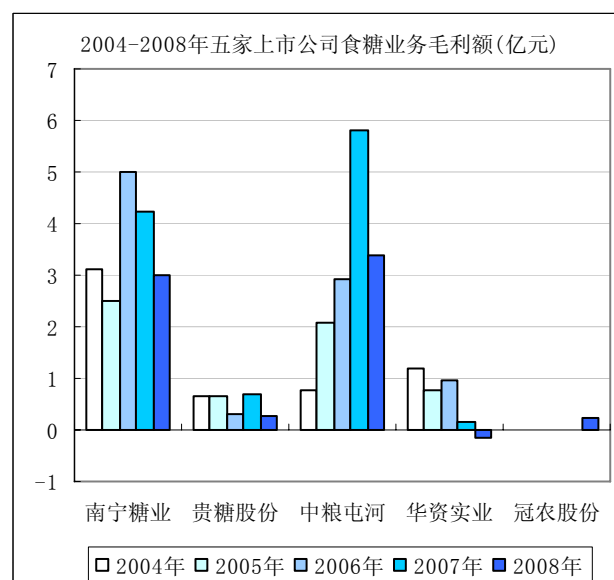
资料来源：公司公告

南宁糖业是我国甘蔗制糖行业龙头公司，2008 年食糖产量 75 万吨左右，占当年我国食糖产量的 5% 左右；中粮屯河是我国甜菜制糖行业龙头公司，2008 年食糖产量 45 万吨左右，占当年我国甜菜糖产量的 40% 左右。从图中可以看出，中粮屯河和南宁糖业制糖业务毛利率高于另外三家糖业上市公司，说明行业龙头公司拥有更大的产品价格与生产成本间的毛利空间。2006 年以后，中粮屯河毛利率一直高于南宁糖业，主要原因是中粮集团成为中粮屯河控股股东以后，注入大量资金，扶持甜菜制糖等优势产业发展，甜菜糖在白度、澄清度等方面优于甘蔗糖，质量等级高于甘蔗糖，价格也高于甘蔗糖。

除此之外，甘蔗制糖行业竞争者众多，激烈竞争压低了行业毛利率水平，甘蔗糖主产区广西地方政府为保护甘蔗种植农户利益，制定的甘蔗收购指导价格与食糖价格挂钩联动，限制了甘蔗制糖企业的毛利率空间。

贵糖股份制糖业务规模小而且停滞不前，华资实业制糖业务规模小而且逐年萎缩，冠农股份 2008 年新增制糖业务，规模也比较小。三家上市公司制糖业务毛利率低，并且呈现震荡下行走势，受食糖价格下跌的冲击比较大。

比较五家上市公司毛利额可以更加清楚地看到中粮屯河和南宁糖业两家行业龙头公司比另外三家上市公司具有更高的盈利水平。



四、政府对制糖行业宏观调控政策与糖价未来走势预测

从上面的分析中可以看出，制糖行业毛利率多年处于 20% 左右水平，毛利率水平比较低，在行业生命周期中处于后期阶段，产品价格变动对公司业绩有重大影响。从上面的分析中还可以看出，国内

食糖价格与国际食糖价格存在巨大差距的主要原因是国内糖料生产和压榨成本大幅度高于国外，而不是国内食糖行业供不应求。

国内糖料生产和压榨成本大幅度高于国外的主要原因包括尿素等农业生产资料价格上涨、国家制定的粮食最低收购价格政策支撑国内粮食价格大幅度高于国际粮食价格导致糖料种植的机会成本提高、国内糖料种植劳动力成本大幅度高于国外等，这些因素短期内难以消除。因此，国内食糖价格大幅度高于国际食糖价格的局面未来将存在一段比较长的时间，巨大的差价必然导致国外廉价食糖大量进口到国内，加剧国内食糖行业供给过剩局面，压低国内食糖价格，损害糖料生产农户和糖料压榨企业的利益。

为了稳定食糖价格，保护糖料种植农户利益，国务院和广西壮族自治区政府对食糖采取了宏观调控政策。国家加大食糖储备规模，希望改善国内食糖行业供求关系，稳定食糖价格。2009年5月11日，国务院发布的《国务院关于当前稳定农业发展、促进农民增收的意见》文件中提出2009年-2010年新建中央直属食糖储备库40万吨，扩充食糖储备库容规模。

2009年5月，广西壮族自治区政府公布《关于2009/2010年榨季糖料蔗收购价格的通知》，要求“控制甘蔗种植面积和制糖产能的盲目扩张，调控食糖市场供求关系”。具体办法是“以2007/2008年榨季和2008/2009年榨季平均产糖量为基数，2009/2010年榨季各市增产部分糖量原则上由该市负责收储，收储所发生的费用由当地财政承担；自治区近期不再批准新建或扩建制糖生产能力。”

通知还要求2009/2010年度甘蔗收购指导价格仍为260元/吨，延续了2006/2007年度以来的价格，但是与之实施联动的白糖销售价格下调为3500元/吨，而以往年度的联动价格分别为3900元/吨和3800元/吨。该政策保护了甘蔗种植农户利益，农民种植甘蔗的收益有望增加。

国务院和广西壮族自治区政府对制糖行业的宏观调控政策将抑制国内食糖价格的下跌走势，并在一定程度上对食糖价格反弹提供支撑，未来国内食糖价格将在供给过剩、国外廉价食糖大量进口到国内、中央和地方政府宏观调控等多种力量作用下，在以3500元/吨为轴线的区间内波动，波动的方向和幅度由各种力量的强弱决定。

宏观调控政策还将改善糖料种植和压榨行业的竞争环境，有利于行业龙头公司的发展壮大。甘蔗收购指导价格与食糖销售价格联动以后，制糖公司盈利水平主要由经营规模决定，行业龙头公司在控制糖料供给的数量、获取产品质量差价、降低成品生产成本等方面比小公司具有更多的优势。

四、盈利预测和投资建议

我国食糖价格呈现周期性波动，目前我国食糖价格大幅度高于国际食糖价格，食糖进口数量大幅增长冲击国内市场。2006年到2008年，我国糖业上市公司毛利率总体上呈现下降趋势，制糖企业对糖价不利波动的规避能力比较弱，我国糖价周期性波动对糖业上市公司业绩有重大影响。

政府对食糖行业宏观调控政策将抑制国内食糖价格的下跌走势，并将改善糖料种植和压榨行业的竞争环境，有利于行业龙头公司的发展壮大。行业龙头公司在控制糖料供给的数量、获取产品质量差价、降低成品生产成本等方面比小公司具有更多的优势。

南宁糖业（000911）盈利预测

盈利预测综合值一览	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年预计	2010 年预计
营业总收入(亿元)	27.83	31.36	32.98	35.98	40.14
增长率(%)	66.07	12.69	5.16	9.12	11.55
归属母公司股东的净利润(亿元)	1.99	1.30	0.27	1.08	2.02
增长率(%)	464.82	-34.68	-79.27	301.71	86.66
每股收益-摊薄(元)	0.76	0.45	0.09	0.38	0.70
市盈率	16.50	27.57	133.01	33.10	17.74

中粮屯河（600737）盈利预测

利预测综合值一览	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年预计	2010 年预计
营业总收入(亿元)	24.94	29.77	34.30	37.16	40.37
增长率(%)	82.88	19.33	15.42	8.33	8.63
归属母公司股东的净利润(亿元)	1.46	2.47	3.10	4.26	5.14
增长率(%)	120.21	69.82	25.62	37.13	20.45
每股收益-摊薄(元)	0.18	0.31	0.31	0.42	0.51
市盈率	61.97	36.49	36.25	26.44	21.95

2009 年 5 月 26 日，南宁糖业、中粮屯河、贵糖股份、华资实业、冠农股份和*ST 甘化的静态市盈率分别是 138 倍、33 倍、34 倍、-24 倍、195 倍和-37 倍，结合各公司所处行业地位和未来两年盈利水平的预期变化，给予南宁糖业（000911）和中粮屯河（600737）“推荐”评级，给予其他糖业上市公司“中性”评级。

投资评级说明

● 公司评级

强烈推荐：预期未来6 个月内， 个股相对大盘升幅20%以上

推 荐： 预期未来6 个月内， 个股相对大盘升幅5%~20%

中 性： 预期未来6 个月内， 个股相对大盘变动在±5%以内

回 避： 预期未来6 个月内， 个股相对大盘跌幅5%以上

● 行业评级：

强于大市：预期未来6 个月内， 行业指数相对大盘涨幅5%以上

中性： 预期未来6 个月内， 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大市：预期未来6 个月内， 行业指数相对大盘跌幅5%以上

重要声明

本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我公司和研究员无关。我公司及研究员与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发，需注明出处为爱建证券研究发展总部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。