

糖价上涨趋势中、长期不改，但短期存在回调风险

——制糖业事件动态点评

分析师

王萍

☎ (86-755) 83515609

✉ wangp@cgws.com

要点:

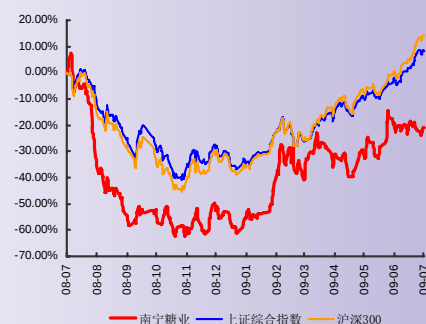
- 有关机构估计08/09榨季全球食糖供需缺口将达到840万吨，09/10榨季全球食糖供需缺口将因印度食糖产量回升而缩减至420万吨的水平。4季度国际市场上来自巴西丰产的压力将有所缓解，而且大多数主要食糖进口国因国内食糖库存量下降也有进口需求。明年则由于印度食糖产量回升低于之前预期，为满足国内需求和轮库要求，印度仍将大规模进口食糖。基于此，有关机构预测今年4季度和明年1季度国际糖价还将进一步上涨，而且涨幅将超过其他商品市场。
- 从国内情况来看，08/09榨季生产已于6月29日全部结束。本榨季我国累计生产食糖1243.12万吨，较上榨季减产240.9万吨，与我们之前预测基本一致。
- 下年度糖料种植面积已基本落定。从我们掌握的数据来看，主产区广西同比下降7.62-9.53%，其他产区同比下降幅度高达15.94%。本年度由于受到天气影响，以及农资价格过高，蔗农投入不足，亩产大幅下降26.47%，仅为3.89吨/亩。我们认为下年度广西蔗田亩产会得到部分恢复，但由于受07/08年度宿根影响，仅能达到每亩4.5吨左右的水平。按照广西正常年份12.5%的出糖率水平，食糖增产38-54.88万吨。放大到全国，食糖增产应该不会超过这个数据。
- 产量数据确定后，注意力就会转移到消费量数据上来。截止6月底，全国累计销糖912.73万吨，剔除国家和地方实际收储的60万吨，同比减少162.96万吨。考虑陈糖结转的话，全国累计消费食糖1007万吨，同比减少48.97万吨。从单月销糖量来看，4、5月份在没有收储参与的情况下均略高于去年同期水平。6月份虽然不理想，但天气、放储轮库传闻使得销区库存水平低、淀粉糖替代食糖等因素不可忽视。
- 工业用糖量占到食糖消费量的60%。从5月份含糖食品产量数据来看，除了饼干累计产量微幅下降外，其他含糖食品均出现正增长，其中用糖量最大的糖果、果汁及果汁饮料增长14.79%、24.07%。我们认为本年度食糖消费量应该保持在1300万吨以上，中国糖业协会此前也表示对这一数据充满信心。随着宏观经济的进一步回暖，下年度食糖消费量应该可以达到1378万吨。这样以来，本年度和下年度将分别产生56.88万吨和80-96.88万吨的食糖供需缺口。

投资评级：谨慎推荐

重点公司盈利预测及评级

名称	08EPS	09EPS	08PE	09PE	投资评级
南宁糖业	0.094	0.319	156.2	46.0	谨慎推荐

行业表现



相关报告

基本面不支持食糖价格大涨，08.6.19
消费回暖，糖价看涨，09.6.4

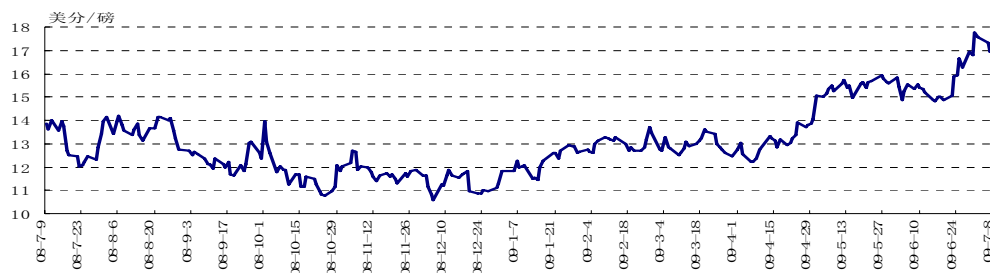
独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。



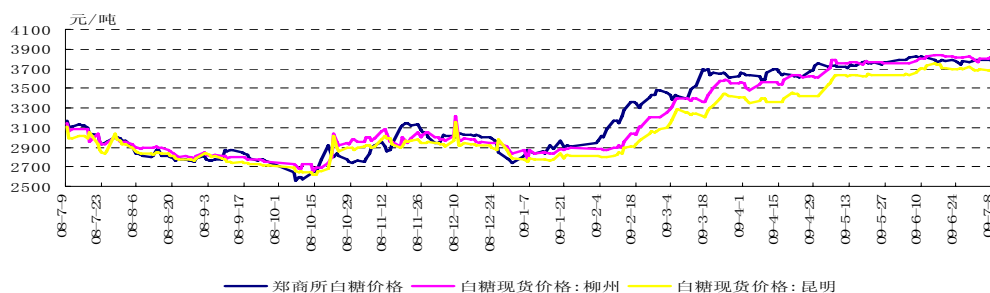
- 淀粉糖是利用淀粉含量高的玉米、木薯等为原料，经过酸法、酸酶法或酶法制取的糖，包括麦芽糖、葡萄糖、果葡糖浆等。据预测，09年全国淀粉糖产量为818万吨，10年将达到900万吨，折合成食糖，产量为490.8万吨和540万吨。淀粉糖主要用于医药、造纸、化工行业，即使应用于食品行业，也多用于生产软食品，因此产量虽然持续增长但也不会对食糖生存空间产生明显挤压。另外，在等甜度情况下，淀粉糖的生产成本要高于食糖。
- 短期来看，市场对储备糖可能放储和轮库的担忧一定程度上影响了食糖价格的上涨，但中、长期来看，库存的持续消化和糖厂的强势地位将会进一步强化糖价上涨的预期。另外，有关机构预测下半年国际糖价运行区间可能在17-20美分/磅，相当于国内糖价4400-5000元/吨，因此食糖进口动力不足，不会增加国内市场供给。
- 南宁糖业2季度之后盈利情况有望好转，我们预测公司09年、10年EPS分别为0.32元、0.49元，对应于目前股价，PE分别为45.97X、29.9X。尽管估值并无明显优势，但由于公司业绩对糖价敏感，中、长期来看，食糖价格上涨预期仍然会推动股价继续上涨。
- 风险提示：南宁糖业股价短期存在回调风险。

图表 1: NYMEX 原糖 11 号价格



数据来源：Bloomberg

图表 2: 我国食糖期、现货价格



数据来源：Bloomberg, Wind

图表 3: 我国糖料种植面积（万亩）

	08/09 年度	09/10 年度
广西	1574	1454-1424
云南	457.22	443.03



广东	209	190
海南	128	115
福建	11.89	8.9
其他	25.36	25.36
甘蔗小计	2405.47	2236.29-2206.29
新疆	124	109
黑龙江	160	63
内蒙	60	30
其他	24	24
甜菜小计	368	226
合计	2773.47	2462.29-2432.29

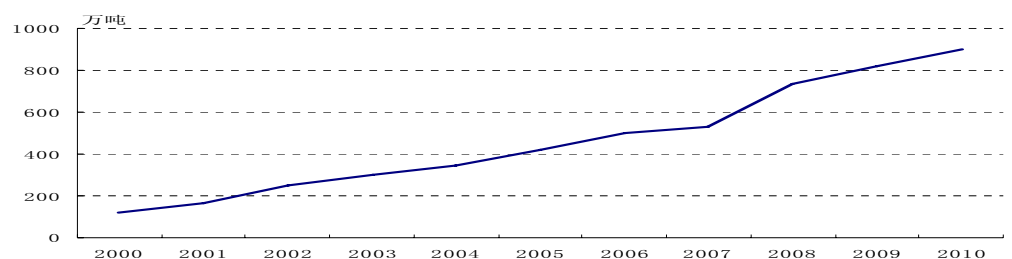
数据来源：长城证券研究所

图表 4：广西食糖产量预测

	07/08年度	08/09年度	09/10年度
甘蔗种植面积（万亩）	1453	1574	1454-1424
亩产（吨/亩）	5.29	3.89	4.5
甘蔗入榨量（万吨）	7688	6120	6543-6408
出糖率	12.19%	12.46%	12.5%
食糖产量（万吨）	937.2	763	817.88-801

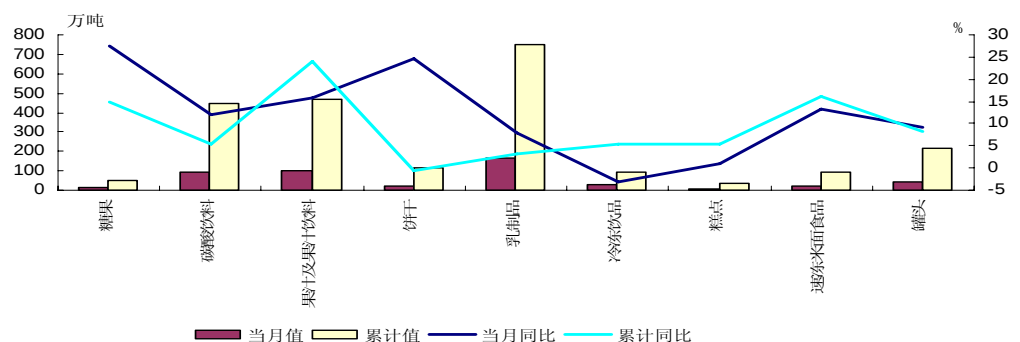
数据来源：长城证券研究所

图表 5：我国淀粉糖产量



数据来源：长城证券研究所；注：2009、2010 年数据为预测值

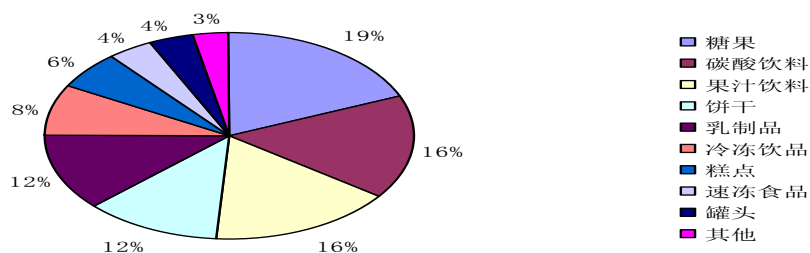
图表 6：截止 5 月份，我国含糖食品产量



数据来源：Wind



图表 7: 我国各含糖食品用糖占工业用糖比例



数据来源: 长城证券研究所

图表 8: 南宁糖业盈利预测

利润表 (万元)	2008A	2009E	2010E	主要财务指标	2008A	2009E	2010E
营业收入	329784	351094	366233	成长性			
营业成本	275474	290060	296045	营业收入增长	5.2%	6.5%	4.3%
销售费用	6420	6835	7129	营业成本增长	8.4%	5.3%	2.1%
管理费用	27826	29624	30902	营业利润增长	-64.6%	141.0%	53.8%
财务费用	12657	9990	10923	利润总额增长	-67.1%	144.1%	53.8%
投资净收益	0	0	0	净利润增长	-79.3%	239.8%	53.8%
营业利润	5054	12179	18725	盈利能力			
营业外收支	-64	0	0	毛利率	16.5%	17.4%	19.2%
利润总额	4990	12179	18725	销售净利率	0.8%	2.6%	3.8%
所得税	1242	3031	4660	ROE	1.9%	6.1%	8.6%
少数股东损益	1056	0	0	ROIC	4.4%	4.8%	6.0%
净利润	2692	9148	14065	营运效率			
资产负债表 (万元)				销售费用/营业收入	1.9%	1.9%	1.9%
流动资产	136805	144742	149153	管理费用/营业收入	8.4%	8.4%	8.4%
货币资金	35812	38126	39770	财务费用/营业收入	3.8%	2.8%	3.0%
应收帐款	18951	20176	21046	投资收益/营业利润	0.0%	0.0%	0.0%
应收票据	225	240	250	所得税/利润总额	24.9%	24.9%	24.9%
存货	55713	58663	59874	应收帐款周转率	16.86	17.03	10.95
非流动资产	274691	302761	330146	存货周转率	4.82	4.89	4.84
固定资产	266447	294076	321072	流动资产周转率	2.34	2.39	2.34
资产总计	411496	447504	479299	总资产周转率	0.77	0.76	0.73
流动负债	266999	293161	310193	偿债能力			
短期借款	188047	188047	188047	资产负债率	65.7%	66.3%	65.4%
应付款项	59005	62129	63411	流动比率	0.51	0.49	0.48
非流动负债	3316	3316	3316	速动比率	0.30	0.29	0.29
长期借款	2000	2000	2000	每股指标 (元)			
负债合计	270315	296477	313510	EPS	0.094	0.319	0.491
股东权益	141180	150328	164393	每股净资产	4.93	5.24	5.74
股本	28664	28664	28664	每股经营现金流	0.95	1.04	1.36



留存收益	94218	103366	117430	每股经营现金/EPS	10.1	3.3	2.8
少数股东权益	18298	18298	18298	估值			
负债和权益总计	411496	446805	477902	PE	156.2	46.0	29.9
现金流量表（万元）				PEG	1.21	0.86	-
经营活动现金流	27299	29840	39074	PB	3.0	2.8	2.6
其中营运资本减少	-13389	-1403	-968	EV/EBITDA	16.57	14.32	11.67
投资活动现金流	-48756	-49468	-52665	EV/SALES	1.86	1.81	1.77
其中资本支出	-50282	-49468	-52664	EV/IC	1.86	1.76	1.67
融资活动现金流	10401	0	0	ROIC/WACC	0.56	0.61	0.75
净现金总变化	-11049	-19628	-13591	REP	3.35	2.90	2.24

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润

研究员介绍及承诺:

王萍: 中国科学技术大学经济学硕士, 07年加入长城证券, 08年任农业与食品饮料行业分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司(以下简称长城证券)向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

长城证券版权所有并保留一切权利。

评级标准:

公司评级	评级	说明
	推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度超过20%;
	谨慎推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度在10%~20%之间;
	中性	预期未来6个月内股价波动幅度在-10%~10%之间;
行业评级	回避	预期未来6个月内股价下跌幅度超过10%;
	推荐	预期未来6个月内行业指数超越大盘10%以上;
	谨慎推荐	预期未来6个月内行业指数超越大盘在5%~10%之间;
	中性	预期未来6个月内行业指数相对大盘波动幅度在-5%~5%之间;
回避		预期未来6个月内行业指数落后大盘5%以上;

本报告版权归长城证券有限责任公司所有, 未经授权不得进行任何形式的发布、复制, 如引用、刊发, 须注明出处为“长城证券金融研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。报告内容完全基于公开信息, 虽然力求其准确完整但并不对此做出任何承诺和保证。长城证券有限责任公司及有关联的任何人均不承担因使用本报告而产生的法律责任。