

白糖价格继续上涨空间有限，制糖行业上市公司经营业绩与白糖价格相关性低

2009 年 12 月 21 日

投资要点：

●我国白糖价格已经上涨到接近 10 年来的最高价格，甘蔗产区自然灾害导致白糖产量下滑是白糖价格持续走高的基本原因，投机资金炒作是白糖价格过度上涨的根本原因。

●我国白糖价格大幅度高于国外，进口白糖具有较强的成本优势，白糖进口量大幅度增长，将抑制国内白糖价格上涨。

●每年冬季到次年春季是我国白糖生产高峰季节，我国白糖生产高峰季节即将到来，白糖供求关系暂时紧张的局面将改变。

●政府对白糖产业实行调控政策，扩充白糖储备库容规模。国务院决定 2009 年-2010 年中央投资新建中央直属白糖储备库 40 万吨。为了抑制白糖价格过快上涨，国家发展和改革委员会、商务部、财政部决定于 2009 年 12 月 21 日竞卖 2009/10 榨季第二批中央储备白砂糖 30 万吨。2009/10 榨季第一批国储糖 20.74 万吨已经于 12 月 10 日竞卖投放市场。

●广西壮族自治区政府制定甘蔗收购指导价格，并且与白糖销售价格实行联动。该政策保护甘蔗种植农户利益，农民种植甘蔗的收益有望增加。

●2010 年白糖价格继续上涨空间有限，制糖行业上市公司经营业绩与白糖价格相关性低。

●给予制糖行业“中性”评级。

制糖行业评级 中性 (调低)

动态市盈率: 55.56

市净率: 4.39

行业表现



评价周期	1 个月	6 个月	12 个月
行业涨跌(%)	-4.80	24.19	114.12
大盘涨跌(%)	-5.88	8.10	54.27

资料来源：爱建证券研发部

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	中性	0.09	0.41	0.60
贵糖股份	回避	0.22	0.07	0.24
华资实业	回避	-0.30	0.14	0.16

资料来源：公司公告

吴正武，侯英民

行业研究员

电话

021-3222 9888-3509

邮箱

wuzhengwu@ajzq.com

相关报告

《扩内需背景下食品饮料行业 2009 年第四季度投资策略》

一、我国白糖价格已经上涨到接近 10 年来的最高价格

我国白糖以蔗糖为主，广西壮族自治区白糖产量占全国糖产量 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。从南宁市白糖现货价格历史走势图可以看出，我国白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上涨，从 2800 元/吨左右上涨到 4900 元/吨左右，反弹幅度将近 70%。

图 1：2001 年初到 2009 年 12 月初南宁白砂糖现货价格（元/吨）



资料来源：广西糖网

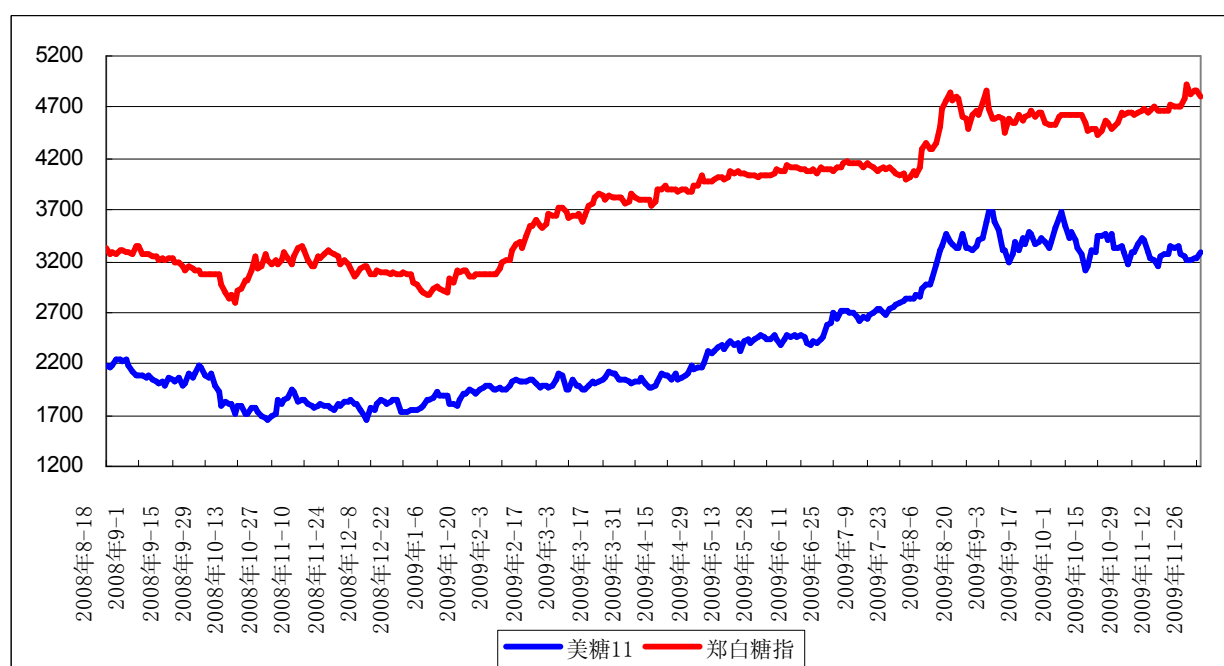
2009 以来我国白糖价格大幅上涨的主要原因之一是国内白糖减产。2008/2009 年制糖期，全国共生产白糖 1243.1 万吨，较上一制糖期减产 240.9 万吨。由于国内白糖产量下滑，导致白糖供需紧张，价格持续走高。2009 年 6 月底以来，广西部分地区暴雨成灾，不少蔗区被淹，下一个榨季广西糖料产量将会受到明显影响。同期国际白糖价格上涨也是我国白糖价格持续走高的主要原因之一。投机资金炒作白糖期货是我国白糖价格过度上涨的根本原因。目前，我国白糖价格已经上涨到接近 10 年来的最高价格，继续上涨空间有限。

二、我国白糖价格大幅度高于国外，进口白糖具有较强的成本优势

国内白糖价格大幅度高于国外，2009 年 12 月初，郑州商品交易所的白糖期货价格 4900 元/吨左右，同期纽约商品交易所的美糖 11 期货价格以人民币计价 3200 元/吨，绝对差价 1700 元/吨，相对差价 53.1%。国内白糖价格与国际白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。供求因素也是导致差价扩大或者缩小的重要原因。

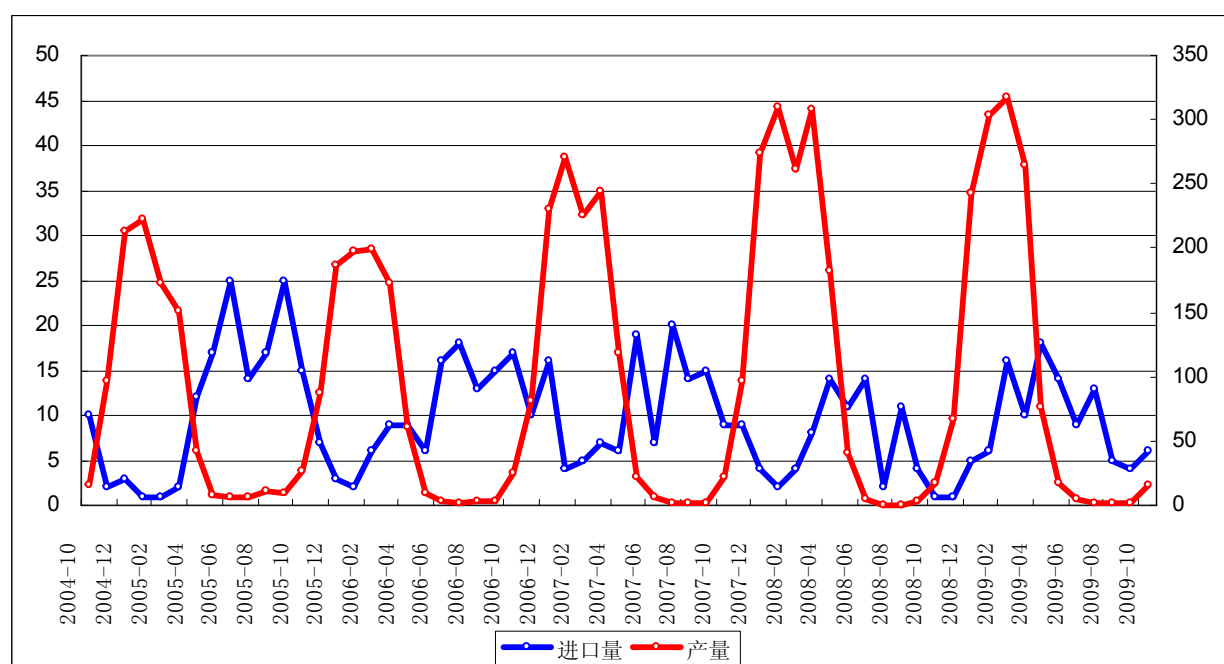
古巴、巴西和东盟是我国进口白糖的主要来源地。每年自上述 3 个市场进口白糖量合计占我国同期白糖进口量的 80% 左右。

图 2：美糖 11 和郑白糖期货价格（人民币元/吨）



资料来源：纽约商品交易所和郑州商品交易所

图 3：2004 年 10 月-2009 年 10 月我国白糖产量和进口量（万吨）



资料来源：国家统计局、中国海关

国内白糖价格大幅度高于同期国际白糖价格，即使加上运输、加工、损耗、进口环节税等成本因素，进口白糖仍具有较强的成本优势，导致白糖进口量大幅度增长，将抑制国内白糖价格上涨。

三、政府对白糖产业实行调控政策

为了稳定白糖价格，保护糖料种植农户利益，国务院和广西壮族自治区政府对白糖产业实行调控政策。

国务院决定 2009 年-2010 年中央投资新建中央直属白糖储备库 40 万吨，扩充白糖储备库容规模。为了抑制白糖价格过快上涨，国家发展和改革委员会、商务部、财政部决定于 2009 年 12 月 21 日竞卖 2009/10 榨季第二批中央储备白砂糖 30 万吨。竞卖底价为 4000 元/吨（仓库提货价）。2009/10 榨季第一批国储糖 20.74 万吨已经于 12 月 10 日竞价投放市场，平均成交价为 4915 元/吨。

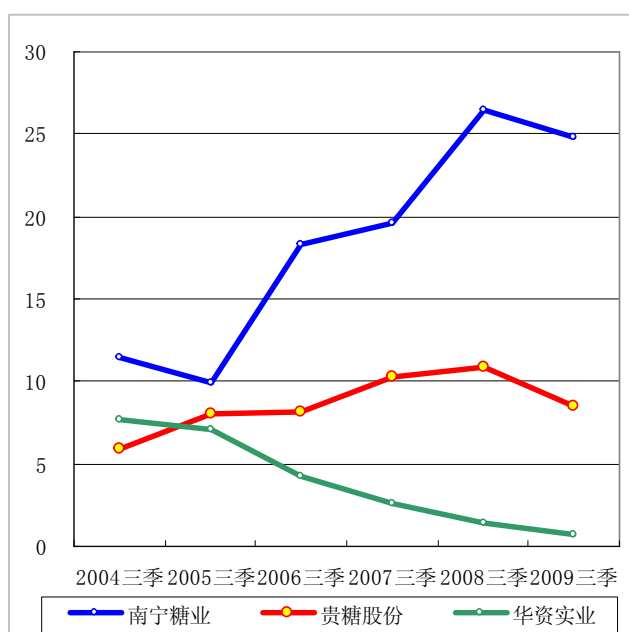
2009 年 5 月，广西壮族自治区政府公布《关于 2009/2010 年榨季糖料蔗收购价格的通知》，要求“控制甘蔗种植面积和制糖产能的盲目扩张，调控食糖市场供求关系”。具体办法是“以 2007/2008 年榨季和 2008/2009 年榨季平均产糖量为基数，2009/2010 年榨季各市增产部分糖量原则上由该市负责收储，收储所发生的费用由当地财政承担；自治区近期不再批准新建或扩建制糖生产能力。”通知还要求 2009/2010 年度甘蔗收购指导价格仍为 260 元/吨，延续了 2006/2007 年度以来的价格，但是与之实施联动的白糖销售价格下调为 3500 元/吨，而以往年度的联动价格分别为 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。

行业调控政策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白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、降低产品生产成本等方面比小公司具有更多的优势。

四、制糖行业上市公司经营业绩与白糖价格相关性低

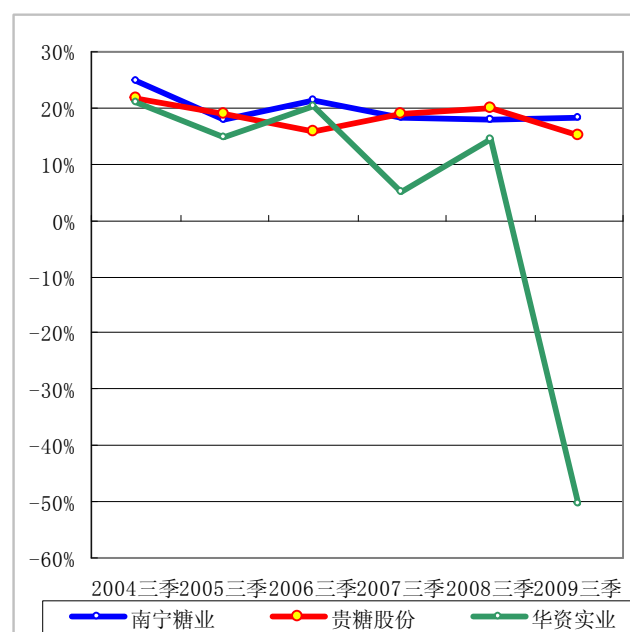
目前，我国制糖业上市公司有南宁糖业、贵糖股份、华资实业、中粮屯河等六家公司，南宁糖业是我国甘蔗制糖行业龙头公司，2008 年白糖产量 75 万吨左右，占当年我国白糖产量的 5%左右；中粮屯河是我国甜菜制糖行业龙头公司，2008 年甜菜糖产量 45 万吨左右，占当年我国甜菜糖产量的 40%左右，中粮屯河还是我国番茄种植和加工行业龙头公司。

图 4：三家制糖公司营业收入比较（亿元）



资料来源：公司公告

图 5：三家制糖公司毛利率比较（%）

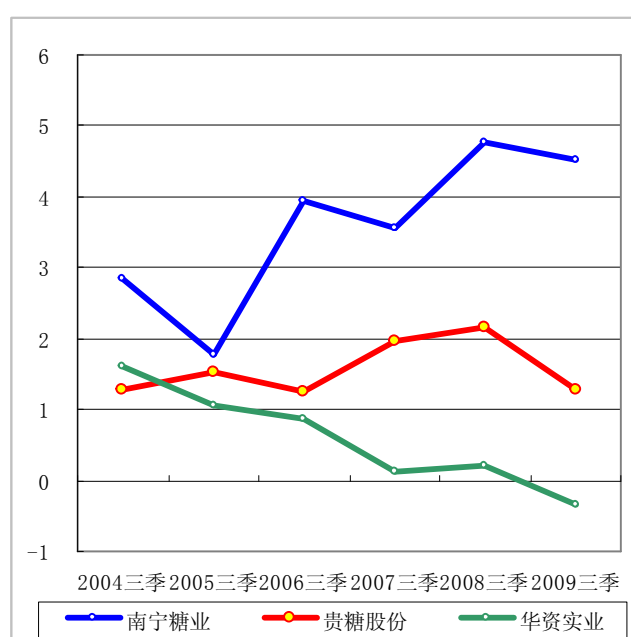


资料来源：公司公告

我国制糖业上市公司营业收入和毛利率变动与白糖价格变动的相关性不高。2004 年-2006 年我国白糖价格处于周期的上升阶段，白糖价格大幅度上涨，同期南宁糖业、贵糖股份和华资实业的毛利率基本稳定，并略有下跌，营业收入涨跌互现。2006 年-2008 年我国白糖价格处于周期的下跌阶段，白糖价格大幅度下跌，同期南宁糖业、贵糖股份和华资实业的毛利率基本稳定，营业收入涨跌互现。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，同期南宁糖业毛利率基本稳定，贵糖股份毛利率出现下跌，华资实业毛利率跌幅巨大，三家制糖公司营业收入都出现下跌。

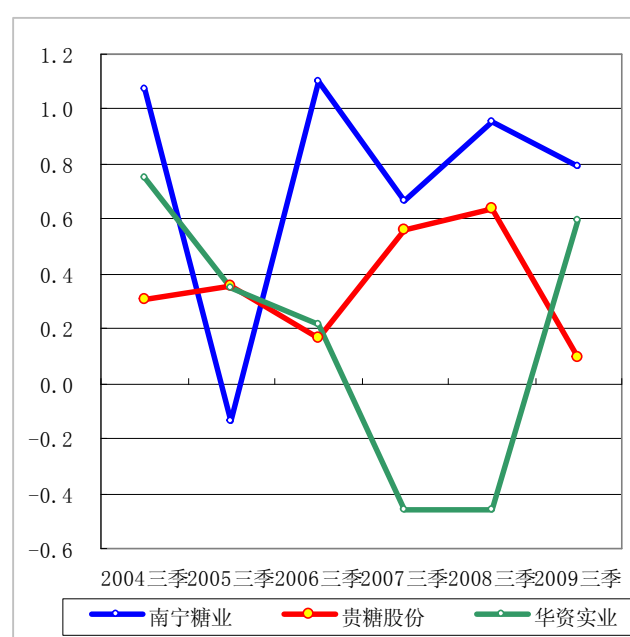
2004 年前三季度-2009 年前三季度，我国制糖行业上市公司毛利率总体上呈现下降趋势，毛利率下降说明制糖企业在与原料供应者、产品需求者、同业竞争者等的竞争关系中处于越来越不利的地位。

图 6：三家制糖公司毛利额比较（亿元）



资料来源：公司公告

图 7：三家制糖公司净利润比较（亿元）



资料来源：公司公告

2004 年前三季度-2009 年前三季度，我国制糖行业上市公司中，南宁糖业毛利额呈现振荡上行走势，净利润呈现大幅度波动走势，总体没有增长；贵糖股份和华资实业毛利额和净利润总体都没有增长，甚至呈现逐年下降走势。制糖行业上市公司经营业绩与白糖价格相关性低。

五、行业评级和重点上市公司盈利预测

我国白糖价格已经上涨到接近 10 年来的最高价格。国内白糖价格大幅度高于国外，白糖进口量大大幅度增长，我国白糖生产高峰季节即将到来，白糖供求关系暂时紧张的局面将改变。

政府对白糖产业实行调控政策，国务院决定 2009 年-2010 年中央投资新建中央直属白糖储备库 40 万吨，扩充白糖储备库容规模。为了抑制白糖价格过快上涨，国家发展和改革委员会、商务部、财政部决定于 2009 年 12 月 21 日竞卖 2009/10 榨季第二批中央储备白砂糖 30 万吨。2009/10 榨季第一批国储糖 20.74 万吨已经于 12 月 10 日竞卖投放市场。

广西壮族自治区政府制定甘蔗收购指导价格，并且与白糖销售价格实行联动。该政策保护甘蔗种植农

户利益，农民种植甘蔗的收益有望增加，制糖行业上市公司经营业绩与白糖价格相关性低。给予制糖行业“中性”评级。

表 1：重点上市公司盈利预测和评级

代码	名称	细分行业	12 月 21 日股价	EPS(元)			PE			最新评级
				2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	
000911	南宁糖业	甘蔗制糖	23.36	0.09	0.41	0.60	259.6	56.9	38.9	中性
000833	贵糖股份	甘蔗制糖	10.61	0.22	0.07	0.24	48.2	151.6	44.2	回避
600191	华资实业	甜菜制糖	8.76	-0.30	0.14	0.16	-	62.6	54.8	回避

资料来源：历史数据来源于公司公告

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。