

看好今年糖价，南糖业绩可期

——西南大旱专题研究之食品篇

深度报告

2010年4月6日 星期一

食品饮料行业

卢媛媛

证书编号: S0630208010054

021-50586660-8635

lyy@longone.com.cn

报告联系人: 徐玲玲

021-50586660-8634

xll@longone.com.cn

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

投资要点

- 我国是仅次于巴西和印度的世界第三大产糖国，其中云桂两省占据了我国近 80% 的产量。然而云桂为此次西南大旱的重灾区，截至 3 月 23 日广西防汛抗旱指挥部统计，全区有 13 个市出现旱情，农作物受旱面积 1164.83 万亩，其中，轻旱 753.84 万亩，重旱 366.98 万亩，干枯 44.01 万亩；水田缺水 213.78 万亩，旱地缺墒 428.55 万亩，对我国的制糖业的冲击可见一斑。
- 从月度榨糖数据来看，09/10 榨糖季从旱情开始有较大幅度下滑，3 月份是最后一个大的榨糖产出月，对本榨季的白糖产量有重大影响。08/09、09/10 榨季的大部分当月糖含量都出现了同比双位数下滑，今年整体供给偏紧。另外，自本榨季以来，虽然国家两个月之内三次抛储，但收效并不明显。我们认为国家抛储会对糖价产生一定抑制作用，可总体说来无法改变糖价的大趋势。
- 随着城镇化步伐的加快，居民可支配收入快速增加，消费升级是必然趋势。根据我们跟踪到的数据显示，居民可支配收入与糖料下游产品呈明显正相关关系。因此，人们收入水平的提高很可能伴随着糖料下游产品的消费需求的膨胀，从而形成对糖价的支撑。
- 从量的角度看，无论是白糖的进口量还是出口量占我国总的产量的比例都不大，大概在 10% 左右。从价格上来看，国外的白糖期货价格与国内的白糖期货价格走势明显相似，具有较强的联动性。但相较国外糖价，国内糖价波动较平缓，并且从近期看我国糖价在 5000 元左右盘整，有较强支撑。
- 制糖业的企业众多，有较强的同质性，因此整个行业基本初入完全竞争的状况，产品随行就市，价格话语权都不大。因此，对于制糖企业而言掌握

好卖出时点也是非常重要的。从糖价和南宁糖业的毛利率、净利率的比对可以发现，公司对糖价有很强的驾驭能力。

- 我们给予南宁糖业增持评级，将 2010 年每股收益的预测值提高为 0.83 元。

目录

1. 糖价存在上行动力	4
1.1 气候利空，糖价利多	4
1.2 今年整体糖料供给偏紧	6
1.3 下游需求扩张对糖价形成支撑	7
1.4 国内白糖供给受国外影响较小，但价格联动性较强	8
2. 制糖业的盈利情况	9
3. 南宁糖业——制糖业里的佼佼者	11
3.1 临危不惧，处变不惊	11
3.2 盈利预测	12

图形目录

图 1. 巴西、印度和中国的甘蔗产量（万吨）	4
图 2. 我国白糖总产量及同比增长情况（月）	4
图 3. 各省市成品糖产量情况	5
图 4. 2008 年云桂两省糖产量占全国比例情况	5
图 5. 广西省甘蔗种植面积及占本省农作物面积比例	6
图 6. 云南省甘蔗种植面积及占本省农作物面积比例	6
图 7. 近三个榨季的产量和同比情况	6
图 8. 抛储期间郑糖和白糖现货价格走势	7
图 9. 城镇居民可支配收入与糖、糕点、酒和饮料的消费支出关系图	7
图 10. 城镇居民可支配收入与糖料下游消费品产量的关系图	8
图 11. 白糖进出口总量及所占国内白糖比例	8
图 12. 国内糖期货与国外糖期货的价格走势图	9
图 13. 近 12 年制糖企业家数	9
图 14. 2007 年至今的白糖现货价格	10
图 15. 制糖行业毛利率情况	10
图 16. 制糖行业销售利润率情况	10
图 17. 南宁糖业与行业毛利率比对图	11
图 18. 南宁糖业与行业销售利润率比对图	11
图 19. 南宁糖业与行业资产负债率比对图	11
图 20. 1999 年至今白糖现货价格	11

表格目录

表 1、每股收益的敏感性分析	12
表 2、盈利预测	13

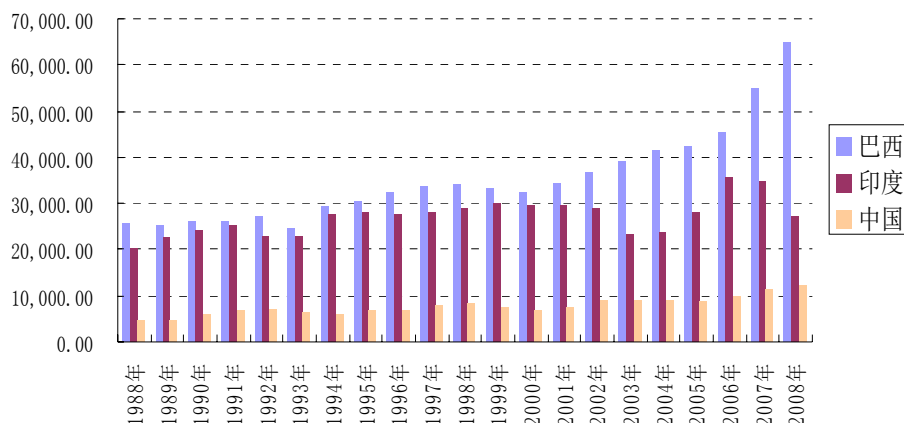
1. 糖价存在上行动力

纵观糖市，现在糖价正处于近十年来的高位，多空双方也围绕制高点展开博弈，我们认为今年糖价还存在一定的上行动力。本文主要从以下四个方面来分析今年的糖价走势：

1.1 气候利空，糖价利多

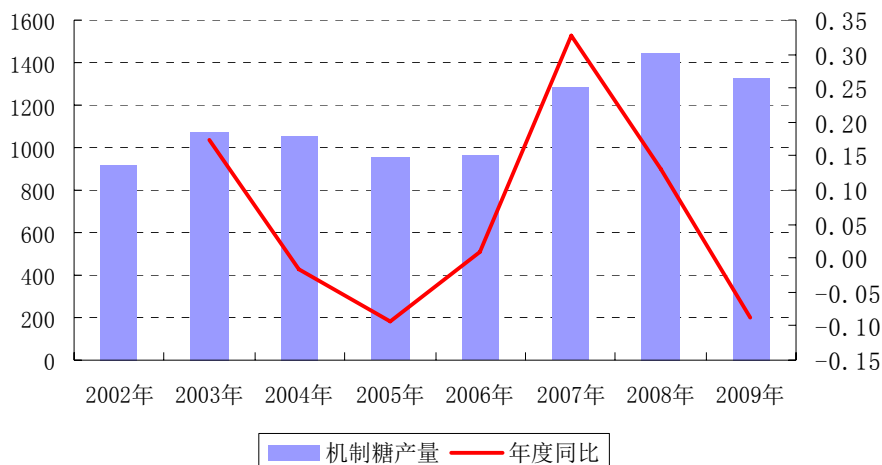
我国是仅次于巴西和印度的世界第三大产糖国，其中云桂两省占据了我国近 80% 的产量。然而云桂为此次西南大旱的重灾区，截至 3 月 23 日广西防汛抗旱指挥部统计，全区有 13 个市出现旱情，农作物受旱面积 1164.83 万亩，其中，轻旱 753.84 万亩，重旱 366.98 万亩，干枯 44.01 万亩；水田缺水 213.78 万亩，旱地缺墒 428.55 万亩，对我国的制糖业的冲击可见一斑。

图1. 巴西、印度和中国的甘蔗产量（万吨）



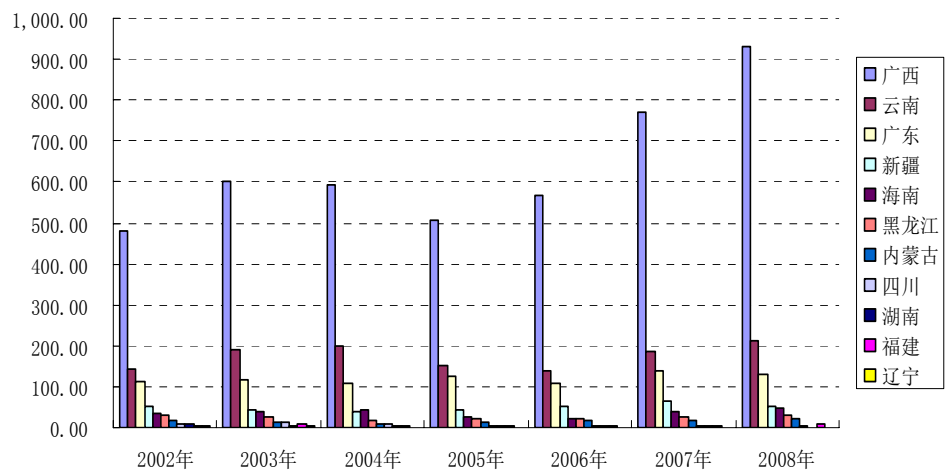
数据来源：东海证券研究所、Wind 资讯

图2. 我国白糖总产量及同比增长情况（月）



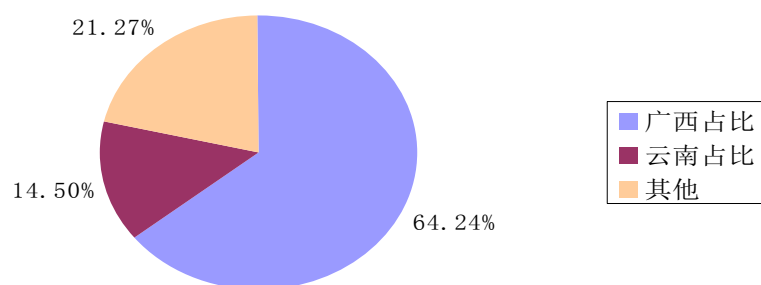
数据来源：东海证券研究所、Wind 资讯

图3. 各省市成品糖产量情况



数据来源：东海证券研究所、Wind 资讯

图4. 2008 年云桂两省糖产量占全国比例情况



数据来源：东海证券研究所、Wind 资讯

近 5 年来广西省的甘蔗种植面积大幅增长，08 年的甘蔗种植面积是 04 年的 60 倍，所占广西省的耕地面积比例也逐年快速提高；相比较而言，云南省的甘蔗种植稳中有升，占比呈逐年小幅提高。

图5. 广西省甘蔗种植面积及占本省农作物面积比例

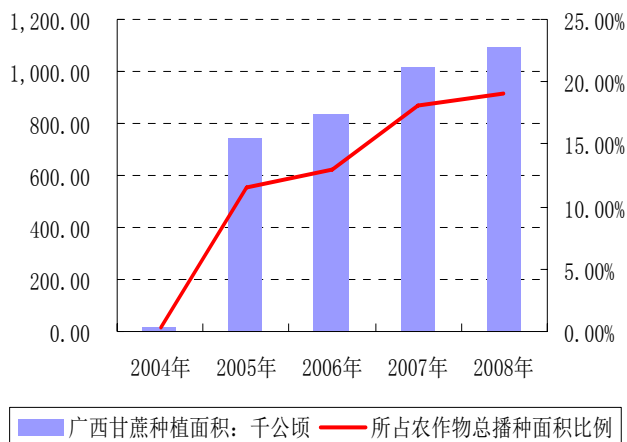
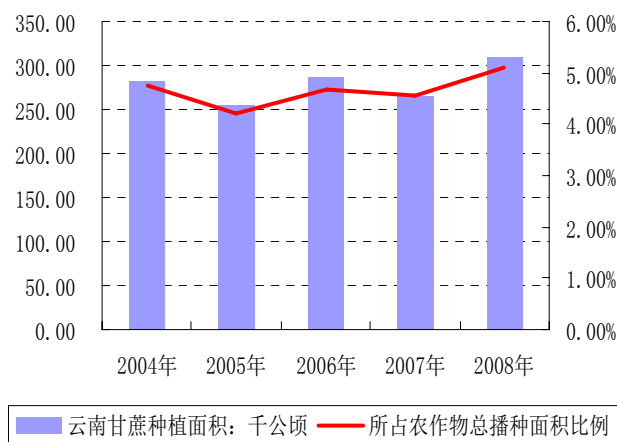


图6. 云南省甘蔗种植面积及占本省农作物面积比例

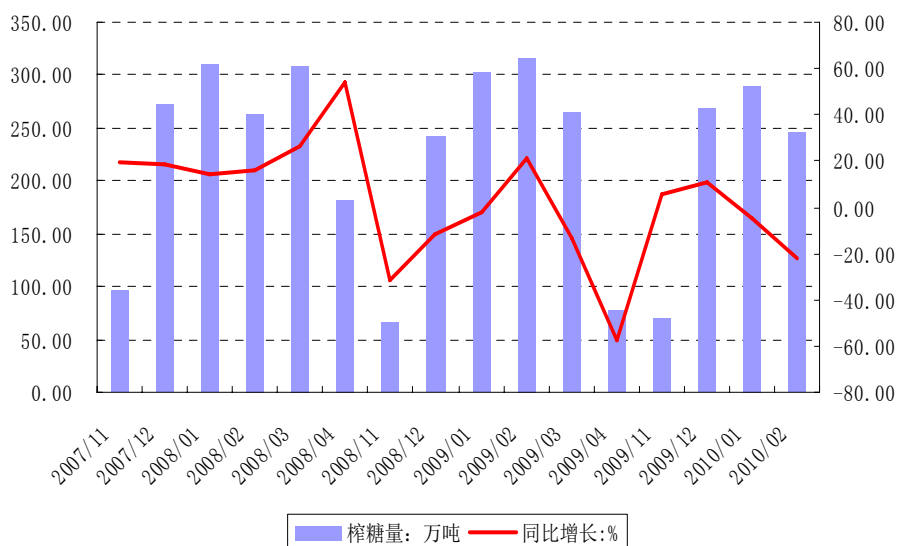


数据来源: 东海证券研究所、Wind 资讯

1.2 今年整体糖料供给偏紧

首先,从月度榨糖数据来看,09/10 榨糖季从旱情开始有较大幅度下滑,3月份是最后一个大的榨糖产出月,对本榨季的白糖产量有重大影响。从下图可以看出近两个榨季的大部分当月糖含量都出现了同比双位数下滑,今年整体供给偏紧。

图7. 近三个榨季的产量和同比情况

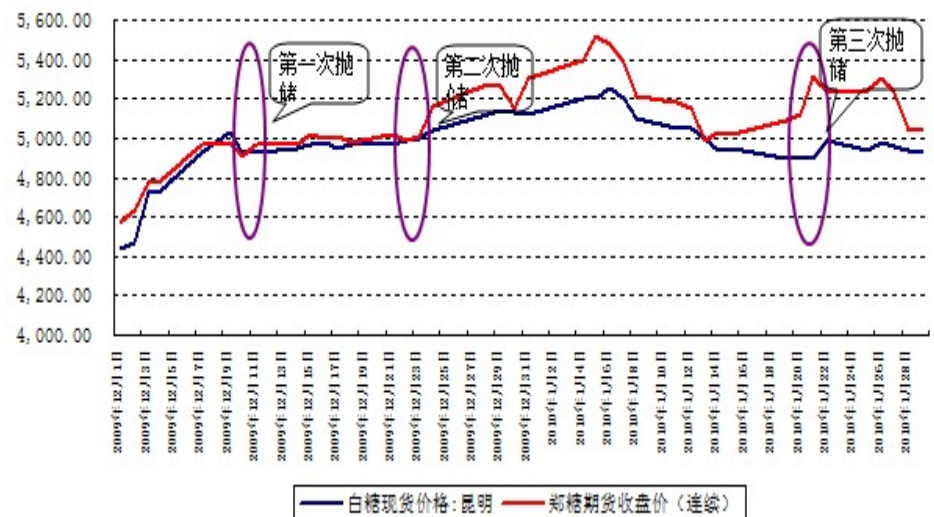


数据来源: 东海证券研究所、Wind 资讯

其次是关于国家白糖储备的问题。自本榨季以来,国家两个月之内三次抛储。2009年12月10日,抛储20万吨,12月21日抛储30万吨。今年1月21

日，为了调节市场，国家发改委、商务部和财政部于投放第三批国储糖，数量为 36 万吨，自此国家抛储白糖总量达 86 万吨。

图8. 抛储期间郑糖和白糖现货价格走势



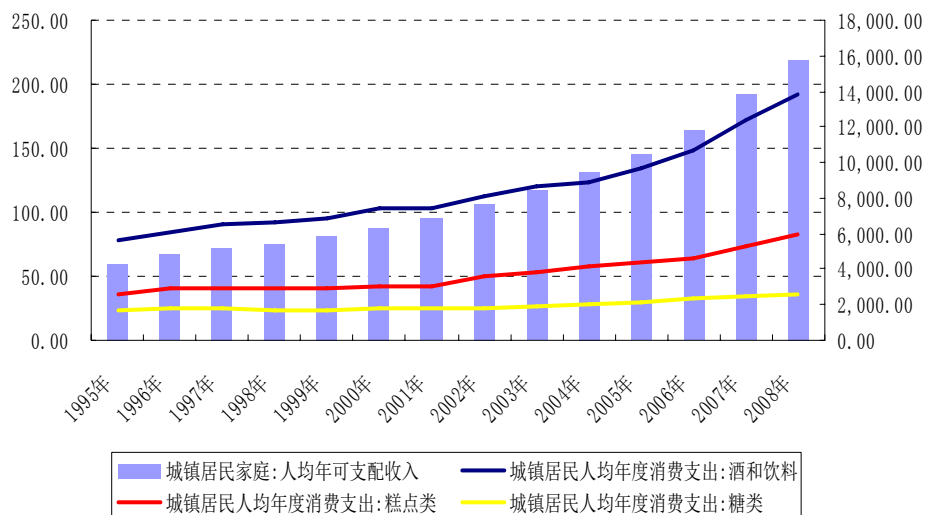
数据来源：东海证券研究所、Wind 资讯

由上图可以看出，第一次抛储时，期货和现货价格反映最为敏感，双双出现小幅下降，值得注意的是第三次抛出后期货价格竟出现小幅上涨。可见市场对抛储这一利空产生了较强的免疫力。我们认为，虽然国家抛储会对糖价产生一定抑制作用，但总体说来无法改变糖价的大趋势。

1.3 下游需求扩张对糖价形成支撑

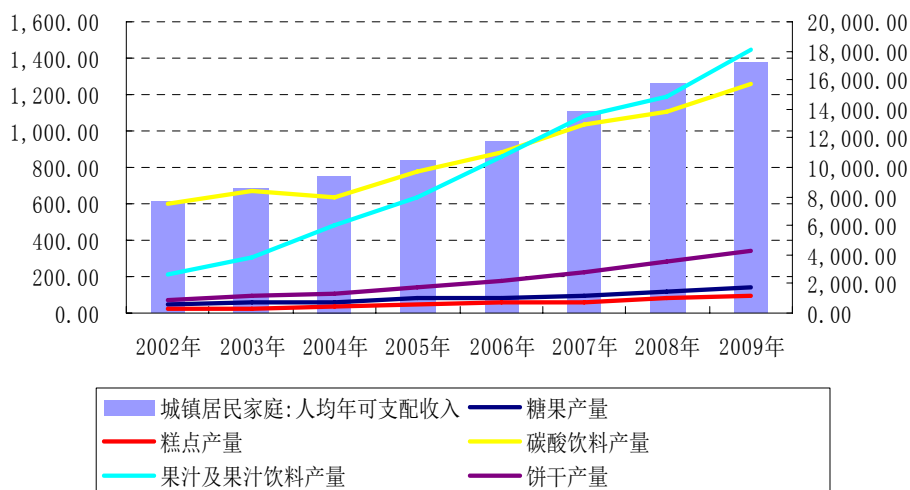
随着城镇化步伐的加快，居民可支配收入快速增加，消费升级是必然趋势。根据我们跟踪到的数据显示，居民可支配收入与糖料下游产品呈明显正相关关系。因此，人们收入水平的提高很可能伴随着糖料下游产品的消费需求的膨胀，从而形成对糖价的支撑。

图9. 城镇居民可支配收入与糖、糕点、酒和饮料的消费支出关系图



数据来源: 东海证券研究所、Wind 资讯

图10. 城镇居民可支配收入与糖料下游消费品产量的关系图

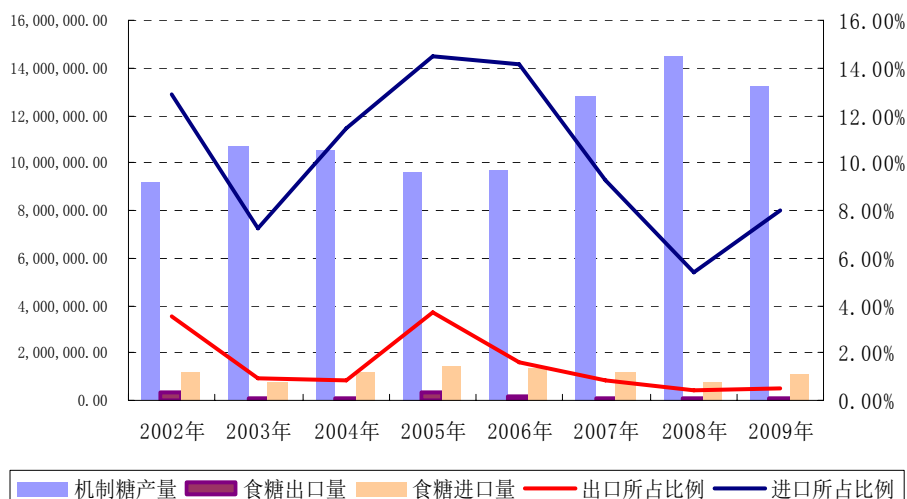


数据来源: 东海证券研究所、Wind 资讯

1.4 国内白糖供给受国外影响较小, 但价格联动性较强

从量的角度看, 无论是白糖的进口量还是出口量占我国总的产量的比例都不大, 大概在 10% 左右。

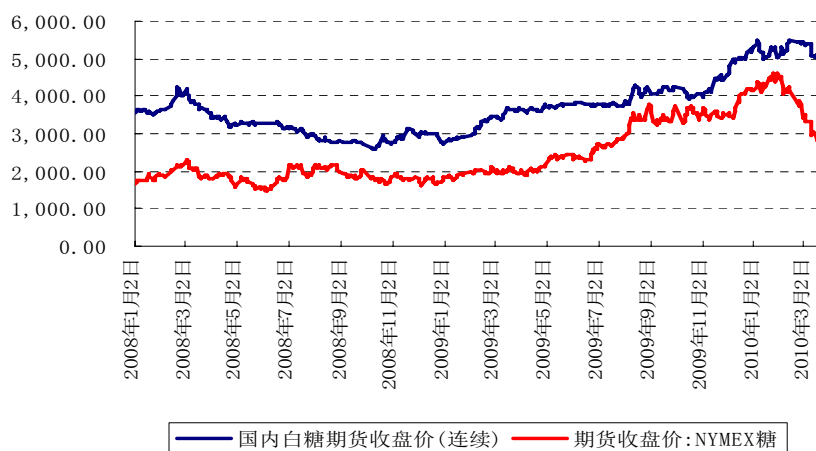
图11. 白糖进出口总量及所占国内白糖比例



数据来源：东海证券研究所、Wind 资讯

从价格上来看，国外的白糖期货价格与国内的白糖期货价格走势明显相似，具有较强的联动性。但相较国外糖价，国内糖价波动较平缓，并且从近期看我国糖价在 5000 元左右盘整，有较强支撑。

图12. 国内糖期货与国外糖期货的价格走势图

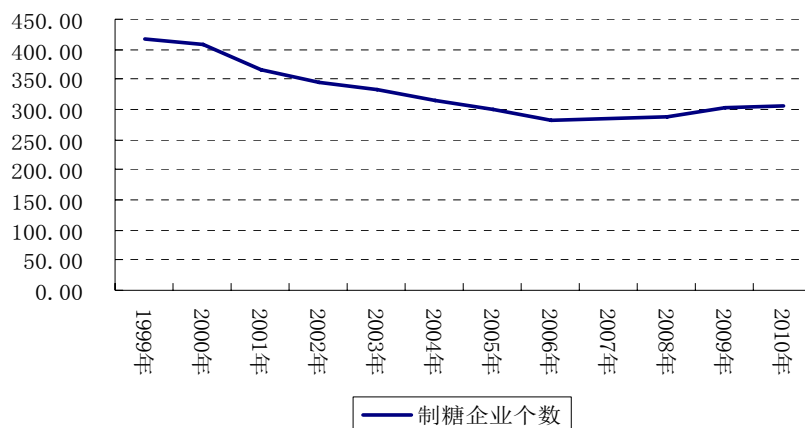


数据来源：东海证券研究所、Wind 资讯

2. 制糖业的盈利情况

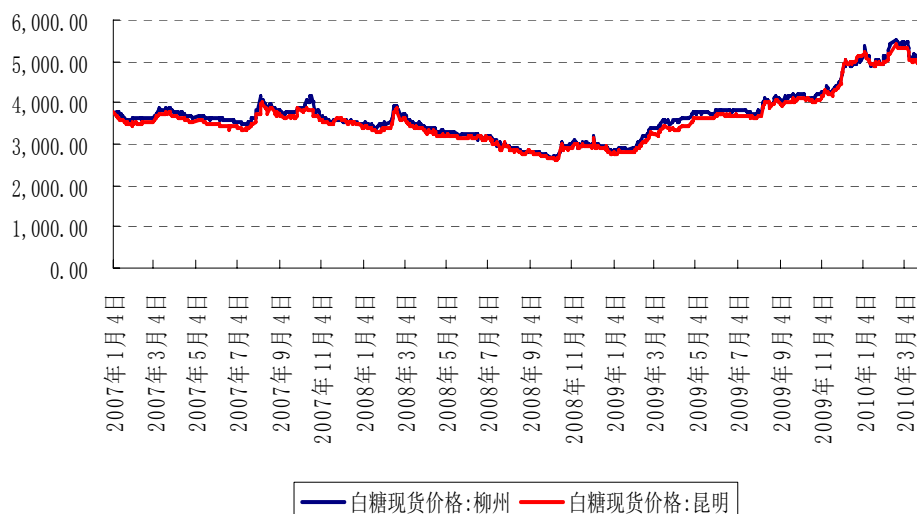
近年来，我国白糖总产量有显著提高，同时行业集中度也有明显提升。从下图可以看出制糖企业对糖价的依赖度极高，在糖价低迷的时候，行业出现亏损。然而随着 09 年的糖价上涨，制糖企业整体的盈利能力也大幅提高。但是不可否认的是大部分制糖企业靠天吃饭的事实，盈利能力有很大的不确定性。

图13. 近12年制糖企业家数



数据来源：东海证券研究所、Wind 资讯

图14. 2007 年至今的白糖现货价格



数据来源：东海证券研究所、Wind 资讯

图15. 制糖行业毛利率情况

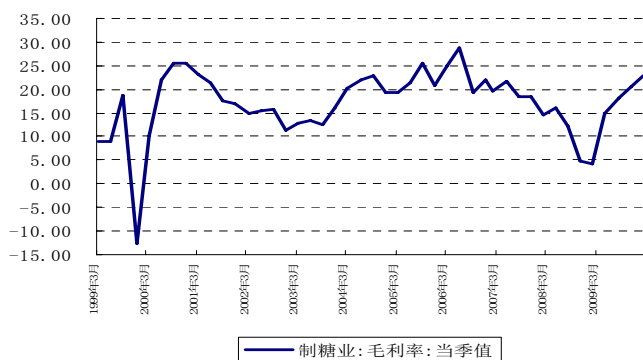


图16. 制糖行业销售利润率情况



数据来源：东海证券研究所、Wind 资讯

3. 南宁糖业——制糖业里的佼佼者

3.1 临危不惧，处变不惊

制糖业的企业众多，有较强的同质性，因此整个行业基本初入完全竞争的状况，产品随行就市，价格话语权都不大。因此，对于制糖企业而言掌握好卖出时点也是非常重要的。从糖价和南宁糖业的毛利率、净利率的比对可以发现，公司对糖价有很强的驾驭能力。

图17. 南宁糖业与行业毛利率对比图

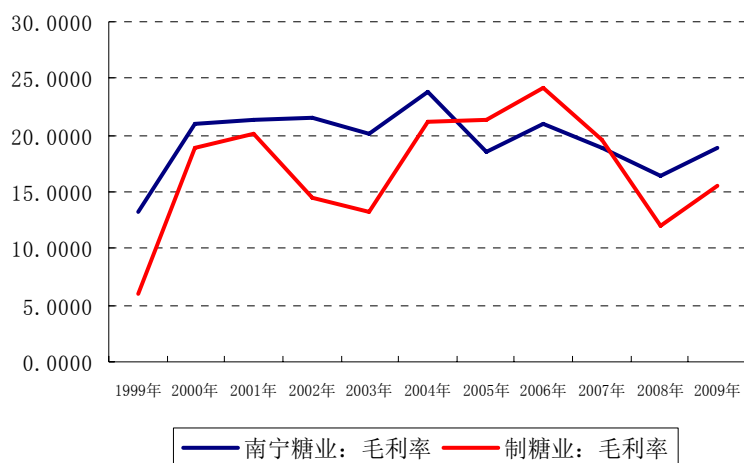


图18. 南宁糖业与行业销售利润率对比图

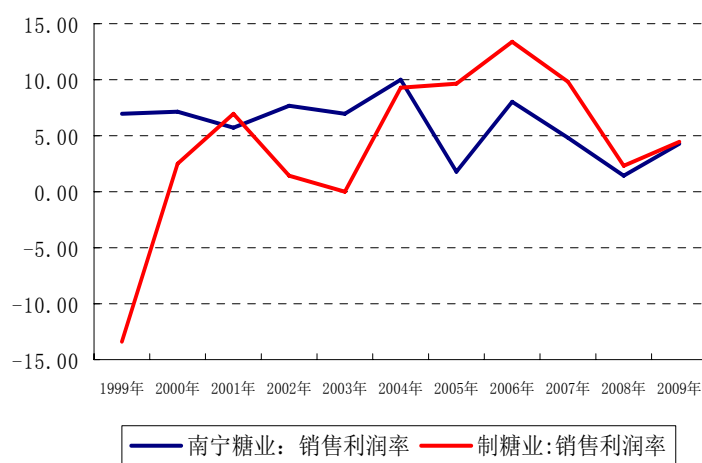


图19. 南宁糖业与行业资产负债率对比图

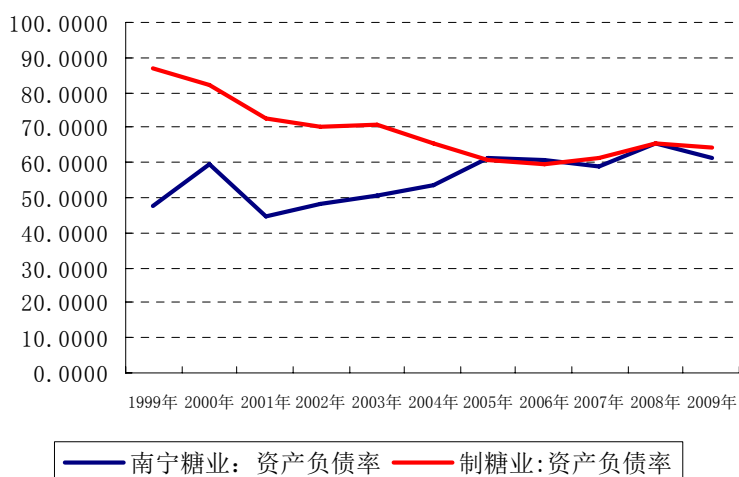


图20. 1999 年至今白糖现货价格



数据来源：东海证券研究所、Wind 资讯

由上图可以看出，十年来，公司的毛利率和净利率水平基本保持稳定，且大多数情况下都超出了行业水平。公司和行业毛利率走势与白糖价格走势基本一致，公司的波动幅度小于行业波动幅度。

值得注意的是公司的毛利率变动情况跟糖价有明显的相似性，可见，把握

糖价走势是关键把握公司盈利能力的关键。

3.2 盈利预测

为了更好的预测减产和提价对公司业绩的影响，我们做了每股收益的敏感性分析。

表 1、每股收益的敏感性分析

涨价幅度 \ 减产幅度				
	5.00%	10.00%	15.00%	20.00%
5.00%	0.69	0.66	0.63	0.59
10.00%	0.92	0.87	0.83	0.78
15.00%	1.14	1.08	1.03	0.97
20.00%	1.37	1.30	1.23	1.16
25.00%	1.59	1.51	1.43	1.35
30.00%	1.81	1.72	1.63	1.53

资料来源：东海证券研究所

我们给予公司增持评级，将 2010 年每股收益的预测值提高为 0.83 元。

表 2、盈利预测

资产负债表	2007	2008	2009	2010E	利润表	2007	2008	2009	2010E
现金及现金等价物	469	358	432	432	营业收入	3136	3298	3532	3397
应收款项	342	235	232	205	营业成本	2541	2755	2867	2627
存货净额	188	557	347	312	营业税金及附加	22	23	26	24
其他流动资产	277	218	227	204	销售费用	43	64	70	66
流动资产合计	1275	1368	1239	1153	管理费用	262	278	304	285
固定资产	2272	2664	2599	3335	财务费用	111	127	113	76
无形资产及其他	17	22	25	25	投资收益	0	0	(7)	0
投资性房地产	27	17	13	13	资产减值及公允价值变动	14	1	3	3
长期股权投资	46	43	36	36	其他收入	(29)	(2)	(6)	0
资产总计	3637	4115	3912	4561	营业利润	143	51	142	322
短期借款及交易性金融									
负债	1532	1907	1410	792	营业外净收支	9	(1)	7	39
应付款项	297	590	356	312	利润总额	152	50	149	361
其他流动负债	268	173	286	231	所得税费用	22	12	17	54
流动负债合计	2096	2670	2053	1335	少数股东损益	0	11	11	25
长期借款及应付债券	47	20	315	315	归属于母公司净利润	130	27	122	281
其他长期负债	4	13	20	20	现金流量表(百万元)	2007	2008	2009	2010E
长期负债合计	50	33	335	335	净利润	130	27	122	281
负债合计	2147	2703	2388	1671	资产减值准备	21	(13)	2	(3)
少数股东权益	176	183	191	217	折旧摊销	179	180	207	349
股东权益	1315	1229	1333	2674	公允价值变动损失	(14)	(1)	(3)	(3)
负债和股东权益总计	3637	4115	3912	4561	财务费用	111	127	113	76
关键财务与估值指标	2007	2008	2009	2010E	营运资本变动	(76)	1	97	(16)
每股收益	0.45	0.09	0.43	0.83	其它	(20)	24	9	28
每股红利	0.39	0.07	0.00	0.00	经营活动现金流	218	218	433	636
每股净资产	4.59	4.29	4.65	7.87	资本开支	(312)	(559)	(144)	(1078)
ROS	4%	1%	3%	8%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	10%	2%	9%	11%	投资活动现金流	(312)	(557)	(137)	(1078)
毛利率	19%	16%	19%	23%	权益性融资	0	0	0	1060
EBIT Margin	9%	5%	8%	12%	负债净变化	(156)	(27)	295	0
EBITDA Margin	15%	11%	13%	22%	支付股利、利息	(112)	(19)	0	0
收入增长	13%	5%	7%	-4%	其它融资现金流	769	319	(812)	(618)
净利润增长	-35%	-79%	353%	131%	融资活动现金流	233	228	(222)	442
资产负债率	64%	70%	66%	41%	现金净变动	139	(110)	74	0
息率	2.4%	0.9%	0.0%	0.0%	货币资金的期初余额	329	469	358	432
P/E	35.9	77.3	55.2	24.1	货币资金的期末余额	469	358	432	432
P/B	3.5	1.7	5.1	2.5	企业自由现金流	0	(200)	425	(407)
EV/EBITDA	13.9	11.7	18.3	12.8	权益自由现金流	0	0	(92)	(1090)

资料来源：东海证券研究所

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

卢媛媛, 4 年从业经验, 同济大学金融学硕士。

徐玲玲, 上海财经大学经济学硕士。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122