

食品饮料行业



爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

国际糖价大跌后酝酿反弹，国内白糖供不应求

2010 年 5 月 20 日

投资要点：

●国际白糖价格从 2008 年第四季度开始大幅度上涨，到 2010 年初涨幅超过一倍，大幅度上涨的主要原因是投机资金炒作。

●从 2010 年初开始，国际白糖价格大幅下跌，到 5 月初最大跌幅 48%，跌回到了一年前的价格水平。国际白糖价格在经历短期大幅下跌以后，风险释放比较充分，国际投机资金可能再次进场炒作，推高国际白糖价格。

●国内糖料生产和压榨成本大幅度高于国外，国家对白糖进口征收关税和采取配额限制，国内白糖价格大幅度高于国际白糖价格。未来一年左右，这种状况不会有大的改变。

●2009 年冬季到 2010 年春节，我国西南地区云南、广西等甘蔗糖主要产区遭到持续严重干旱灾害，导致 2010 年甘蔗产量预计减产较多。国内白糖供不应求 2010 年到 2011 年间国内白糖价格的重要支撑。

●广西壮族自治区政府制定甘蔗收购指导价格，甘蔗收购指导价格与白糖销售价格联动，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。

●行业龙头公司南宁糖业营业收入持续多年稳定增长，毛利率多年稳定在 20% 左右，糖价大幅度波动对公司营业收入和毛利率影响较小；贵糖股份和华资实业经营规模较小，抗风险能力和竞争能力较弱。

●给予制糖行业“强于大市”评级，给予南宁糖业“推荐”评级。

白糖行业评级 强于大市 (提高)

动态市盈率: 32.14

市净率: 2.53

行业表现



评价周期	1 个月	6 个月	12 个月
行业涨跌(%)	-25.67%	-30.11%	4.80%
大盘涨跌(%)	-13.53%	-22.13%	-2.83%

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	推荐	0.09	0.43	1.05
贵糖股份	中性	0.22	0.10	0.20
华资实业	中性	-0.3	0.11	0.12

资料来源: 公司公告

吴正武 许春华

执业证书编号: S0820208030012

电话: 021-3222 9888-3509

邮箱: wuzhengwu@ajzq.com

相关报告

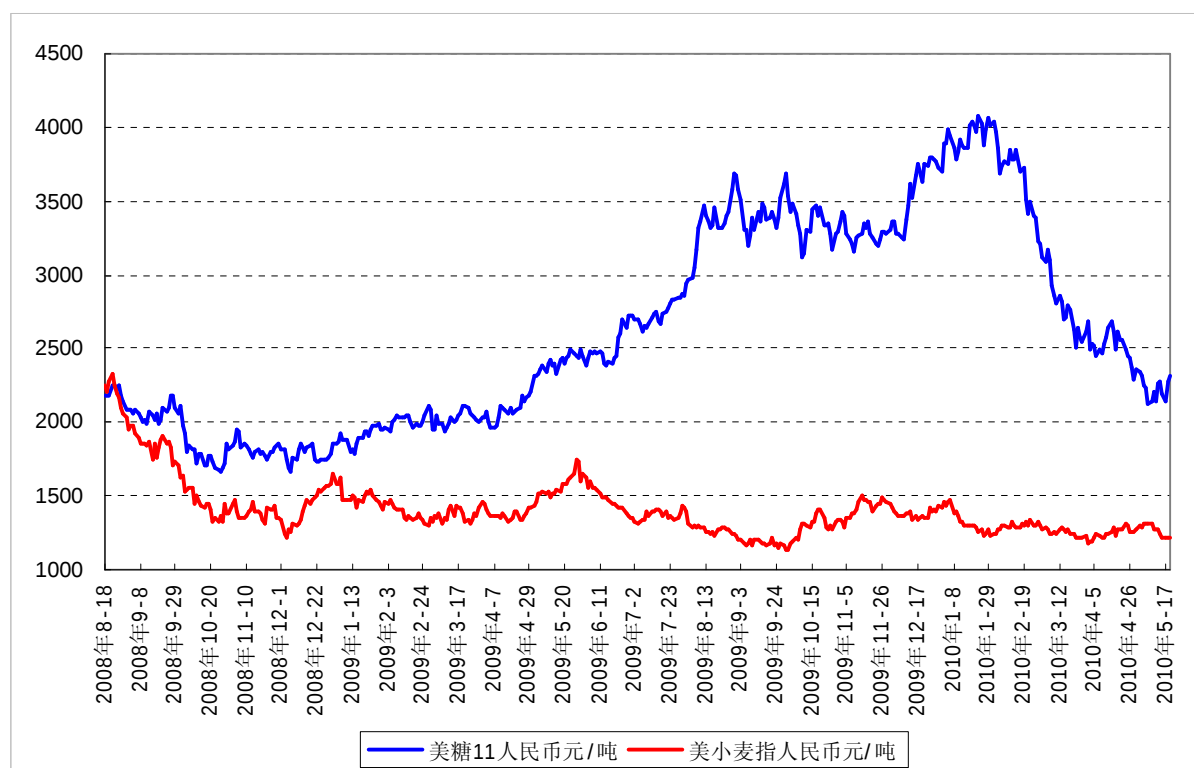
2009 年 12 月份研究报告《白糖价格继续上涨空间有限，制糖行业上市公司经营业绩与白糖价格相关性低》

请务必阅读正文之后的重要声明

一、国际糖价大幅度波动主要原因是投机资金炒作，大跌后酝酿反弹

2008 年下半年国际金融危机爆发，国际白糖、小麦、玉米、大豆等农产品大幅度下跌。从 2008 年第四季度到 2010 年 5 月中旬，国际小麦、玉米、大豆等大宗农产品价格一直在低位徘徊。但是，国际白糖价格从 2008 年第四季度开始大幅度上涨，到 2010 年初涨幅超过一倍。

图 1：美糖 11 和美国小麦期货价格（人民币元/吨）



资料来源：纽约商品交易所

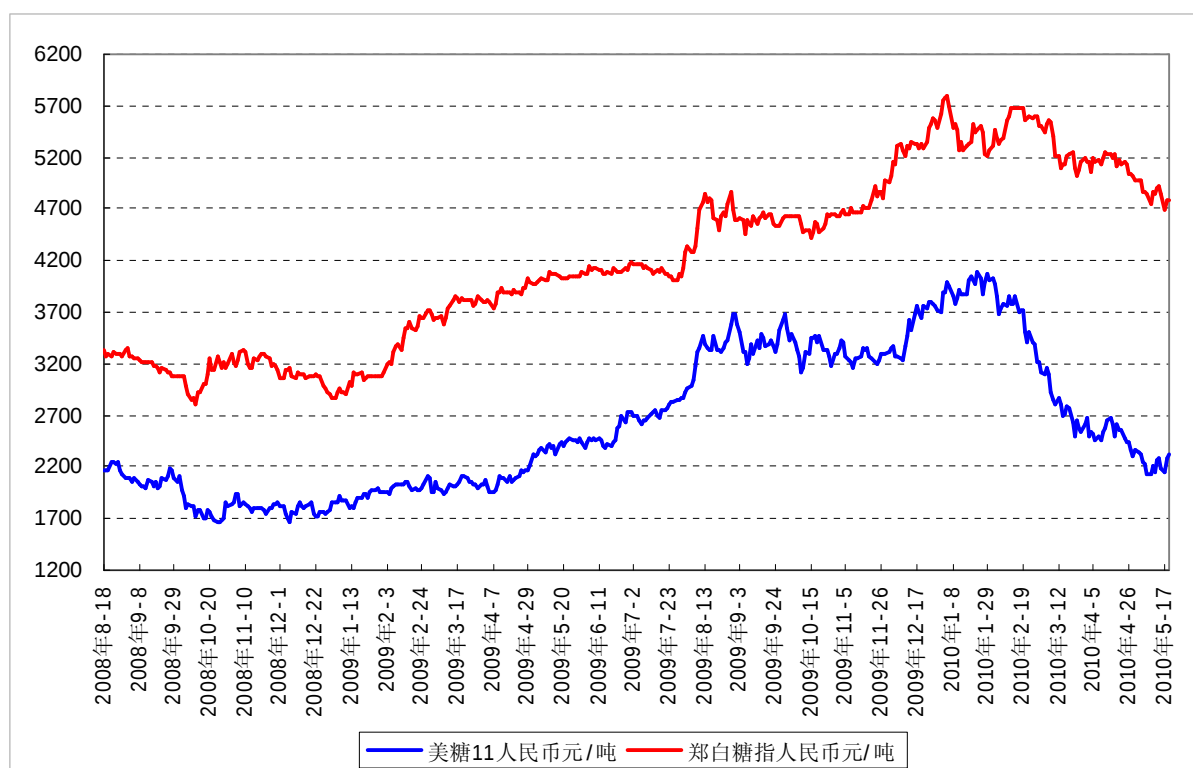
尽管全球经济疲弱复苏对白糖的需求量有所增长，但是白糖价格脱离大宗农产品价格的整体走势大幅度上涨的主要原因是投机资金炒作。白糖相对于小麦、玉米、大豆等大宗农产品，产量和库存量小很多，美国、欧洲以及世界其他地区为应对金融和经济危机采取接近于零的利率政策，推动国际热钱选择小品种农产品进行投机炒作，导致国际白糖价格大幅度波动。

从 2010 年初开始，国际白糖价格大幅下跌，到 5 月初最大跌幅 48%，跌回到了一年前的价格水平。尽管全球经济复苏仍然疲弱，但是未来对白糖的需求量将继续增长，国际白糖价格在经历短期大幅下跌以后，风险释放比较充分，国际投机资金可能再次进场炒作，推高国际白糖价格。

二、国内白糖价格大幅度高于国际白糖价格

由于国内糖料生产和压榨成本大幅度高于国外、国家对白糖进口征收关税和采取配额限制等原因，国内白糖价格大幅度高于国际白糖价格。未来一年左右，这种状况不会有大的改变。2009 年冬季到 2010 年春节，我国西南地区云南、广西等甘蔗糖主要产区遭到持续严重干旱灾害，导致 2010 年甘蔗产量预计减产较多。国内白糖供不应求和价格大幅度高于国际白糖价格的局面在 2010 年到 2011 年间预计不会有大的改变。

图 2：美糖 11 和郑州白糖期货价格（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 3：2006 年初到 2010 年 5 月 18 日中国食糖现货价格指数（元/吨）



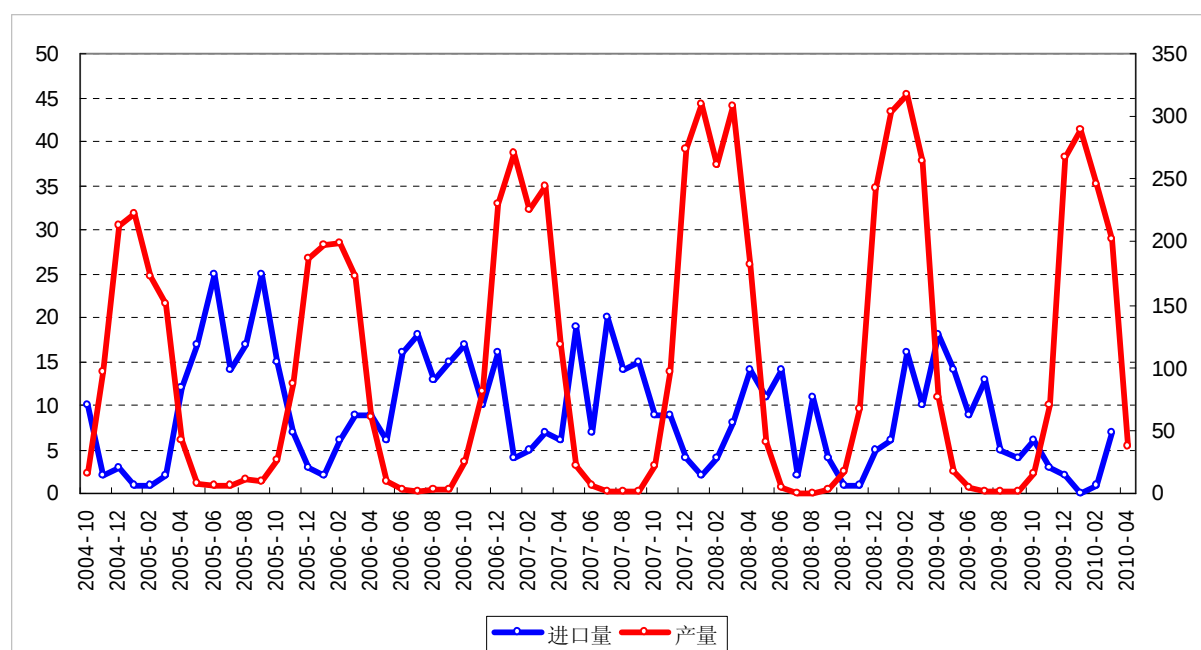
资料来源：云南糖网

中国食糖现货价格指数(简称 CSI)选取国标 GB317-2006 一级白砂糖（含甘蔗糖、甜菜糖）为样本，采集国内 28 个省（直辖市）的 33 个食糖主要产销区每天的现货价格（该 33 个地区占全国食糖产、销量的 90%以上），加权平均后每天生成全国食糖价格动态点阵指数图。每个地区的权重系数根据该地区的产、销量和其他因素科学、合理分配。

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。从图中可以看出，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 5400 元/吨左右，涨幅将近 100%。

2009 年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。减产导致白糖供需紧张，价格持续走高。广西和云南白糖产量占全国糖产量 75% 左右，西南地区持续干旱天气造成两省区甘蔗糖料受灾，预计 2010 年全年云南省甘蔗糖料产量将因灾减产 450 万吨，与上年相比预计减产近 30%，以云南省 2008/2009 榨季全省平均产糖率 12.83% 计算，减产 450 万吨甘蔗相当于减产 57.7 万吨食糖，云南省 2009/2010 年榨季食糖产量将下调至 160-165 万吨。2009/2010 榨季，国内食糖供应缺口将达到 200 万吨以上。除此之外，同期国际白糖价格上涨、投机资金炒作白糖期货等都是我国白糖价格大幅上涨的主要原因。

图 4：2004 年 10 月-2010 年 4 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

由于国内白糖减产、供不应求和限制进口，2010 年初以来，尽管国际白糖价格大幅度下跌，但是国内白糖期货和现货价格跌幅较小，国内白糖价格与国际白糖价格差距进一步拉大。2010 年初，国内白糖价格比国际白糖价格高 1300 元/吨左右，到 2010 年 5 月上旬，国内白糖价格比国际白糖价格高 2700 元/吨左右。国内白糖价格大幅度高于国际白糖价格，将抑制国内白糖价格上涨。

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。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。2009 年我国进口白糖 106 万吨，与同期我国白糖产量的比是 1:12 左右。

三、国家和地方政府对白糖行业的宏观调控有利于白糖供求关系和价格稳定

为保护国内糖料种植和制糖产业，国家对食糖进口采取关税配额限制政策。商务部、国家发展和改革委员会规定 2010 年我国食糖进口关税配额量为 194.5 万吨，其中 70% 为国营贸易配额。食糖进口关税配额申请者除没有违法违规记录外还必须满足下列条件之一：1、国营贸易企业；2、具有国家储备职能的中央企业；3、持有 2009 年食糖关税配额且有进口实绩的企业；4、日加工原糖 600 吨以上（含 600 吨）、注册资金 1000 万元以上（含 1000 万元）、年销售额 2 亿元以上（含 2 亿元）的制糖企业；5 以食糖为原料从事加工贸易的企业。

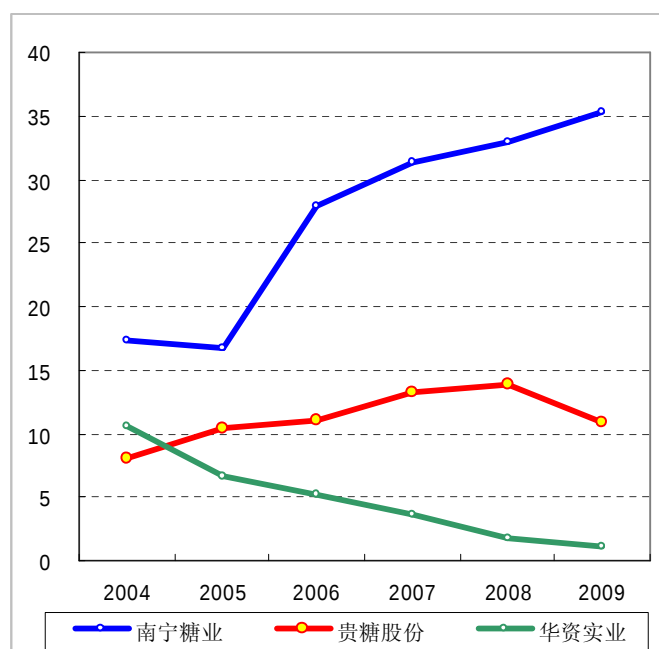
为调节国内白糖供求关系、稳定白糖价格，国务院决定 2009 年-2010 年中央投资新建中央直属白糖储备库 40 万吨，扩充白糖储备库容规模。从 2009 年第四季度开始，国家拍卖国家储备白糖，增加白糖市场供给，试图平抑国内白糖价格快速上涨势头。

为了保护糖料种植农户利益，广西壮族自治区政府制定甘蔗收购指导价格。甘蔗收购指导价格与白糖销售价格联动，农民种植甘蔗的收益将随着白糖价格上涨而增加。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、南宁糖业、贵糖股份、华资实业经营规模和盈利水平比较

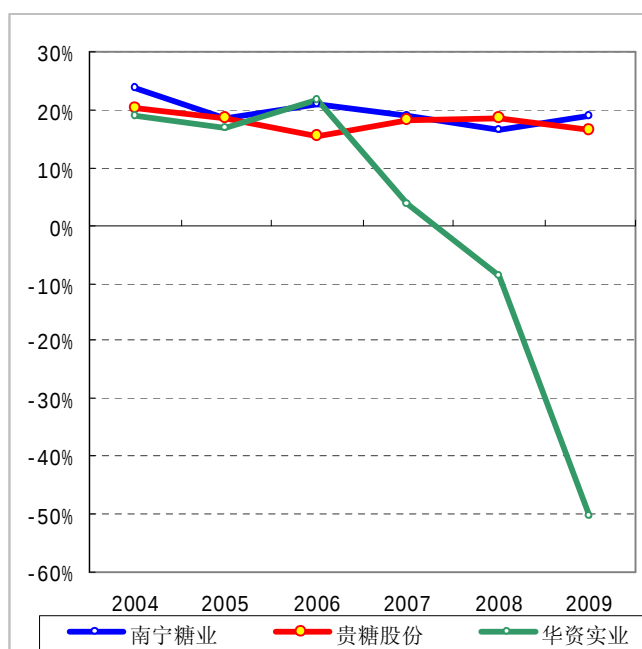
目前，我国制糖业上市公司有南宁糖业、贵糖股份、华资实业、中粮屯河、保龄宝等五家公司。南宁糖业是我国甘蔗制糖行业龙头公司，2009 年生产机制糖 56.49 万吨，占当年我国白糖产量将近 5%；中粮屯河是我国甜菜制糖行业龙头公司，2009 年甜菜糖产量 30 万吨左右，占当年我国甜菜糖产量的 40% 左右，中粮屯河还是我国番茄种植和加工行业龙头公司。贵糖股份和华资实业经营规模和盈利水平相对较小。保龄宝主要利用麦芽生产低聚糖，与机制白糖生产不同。

图 5：三家制糖公司营业收入比较（亿元）



资料来源：公司公告

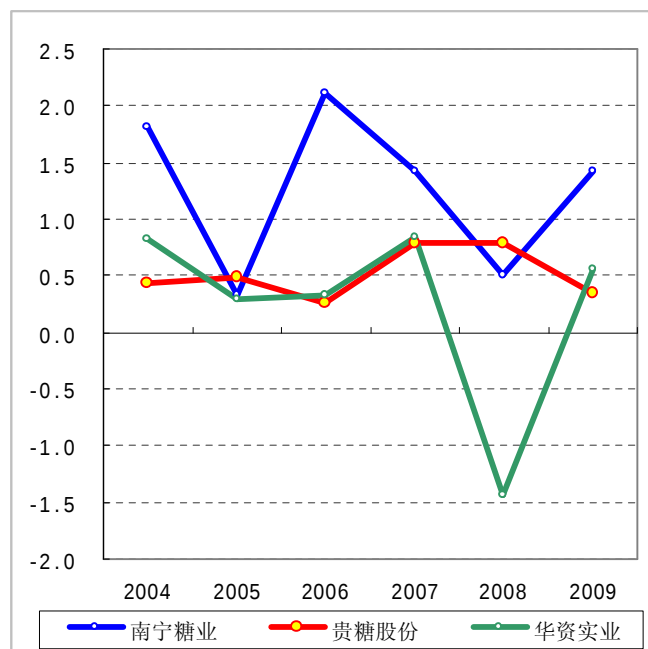
图 6：三家制糖公司毛利率比较（%）



资料来源：公司公告

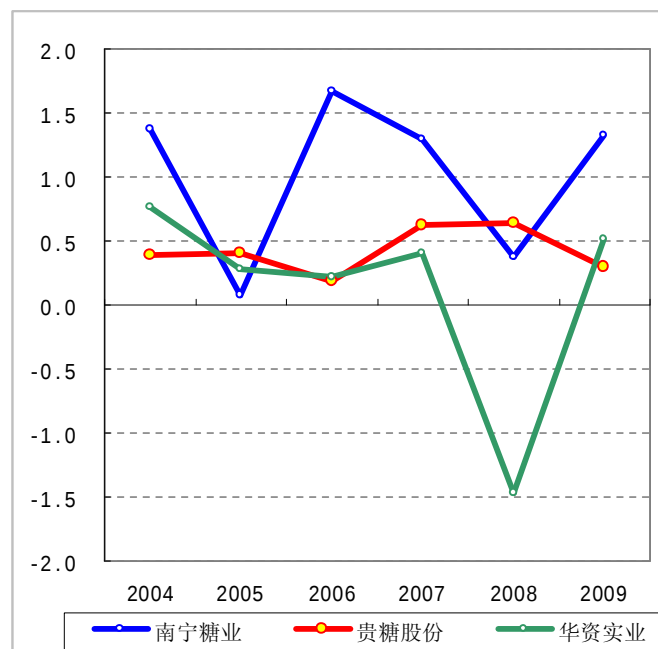
从图中可以看出，我国甘蔗制糖行业龙头公司南宁糖业营业收入持续多年稳定增长，毛利率多年稳定在 20% 左右，糖价大幅度波动对公司营业收入和毛利率影响较小，基本上反映了我国甘蔗制糖行业的总体发展状况。贵糖股份和华资实业经营规模较小，抗风险能力和竞争能力较弱。

图 7：三家制糖公司营业利润比较（亿元）



资料来源：公司公告

图 8：三家制糖公司净利润比较（亿元）



资料来源：公司公告

2006 年以后，南宁糖业营业利润和净利润波动与白糖价格波动相关性比较高。南宁糖业与农民签订甘蔗种植协议 100 万亩左右，是公司营业利润和净利润波动与白糖价格波动相关性比较高的主要原因。贵糖股份和华资实业营业利润和净利润波动与白糖价格波动相关性比较低，尤其是华资实业，主要利用甜菜制糖，成本比较高，2006 年以后毛利率大幅度下降，并在 2008 年以后变为负数，2009 年营业利润和净利润没有亏损主要原因是投资收益增加。

五、南宁糖业 2010 年经营计划和 2010 年第一季度经营业绩

2010 年，南宁糖业将争取农民扩大甘蔗种植面积，鼓励引导经济人投资组建甘蔗生产机械服务队，降低农民生产成本，提高甘蔗质量。尽量安排赤砂糖回溶，减少赤砂糖产率，提高白砂糖产率。公司将采取措施提高制糖副产品蔗渣浆和纸产品对公司经营业绩的贡献份额。

2010 年春季在广西发生的严重旱情只发生在广西的桂西、桂西北百色、河池等局部地区，南宁糖业的蔗区不在特大干旱地区范围内，旱灾对公司甘蔗种植没有形成较大影响。

2010 年第一季度，南宁糖业实现营业收入 9.8 亿元，同比增加 23.47%；实现归属于上市公司股东的净利润 0.69 亿元，同比增加 223.02%，主要原因是机制糖价格上涨导致销售收入增长，而销售费用，管理费用，财务费用同比有所减少。

六、行业投资建议和评级

国际白糖价格大幅度波动，主要原因是投机资金炒作。从 2010 年初开始，国际白糖价格大幅下跌，风险释放比较充分，国际投机资金可能再次进场炒作，推高国际白糖价格。国内白糖价格大幅度高于国际白糖价格，由于国内白糖减产、供不应求和限制进口，2010 年初以来，国内白糖价格跌幅较小，与国际白糖价格差距进一步拉大。广西壮族自治区政府制定甘蔗收购指导价格，甘蔗收购指导价格与白糖销售价格联动，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。行业龙头公司南宁糖业营业收入持续多年稳定增长，毛利率多年稳定在 20%左右，糖价大幅度波动对公司营业收入和毛利率影响较小；贵糖股份和华资实业经营规模较小，抗风险能力和竞争能力较弱。**给予制糖行业“强于大市”评级，给予南宁糖业“推荐”评级。**

七、上市公司盈利预测和评级

表 1：上市公司盈利预测和评级

代码	名称	细分行业	5 月 20 日股价	EPS(元)			PE			最新评级
				2008	2009	2010E	2008	2009	2010E	
000911	南宁糖业	榨糖	14.33	0.09	0.43	1.05	159	33	14	推荐
000833	贵糖股份	榨糖	8.31	0.22	0.10	0.20	38	83	42	中性
600191	华资实业	榨糖	6.69	-0.3	0.11	0.12	-	61	56	中性

资料来源：历史数据来源于公司公告

投资评级说明

I 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

I 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。