

供求缺口难平，看好未来糖价

——糖业系列报告一

深度报告

2010年7月27日 星期二

消费品小组

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，白糖按来源分为甜菜糖和蔗糖。甜菜糖主要产于北方，新疆是我国最大的甜菜糖产区；而蔗糖的主要产于南方，其中广西是我国最大的蔗糖产区，同时也是我国最大的白糖生产基地。
- 我国白糖供给主要来自于三个方面：存货、新榨糖和进口。存货分为国储和企业储备，共计170万吨左右。进口实行配额制，近5年的配额均为194.5万吨，其中70%为国营配额，我国进口量一般为100万吨左右。
- 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。
- 从我国近两年的白糖销量均在1400万吨左右，按10%的保守估计今年的糖类需求应在1540万吨左右。而由供给分析可以得出，将所有存货全部清空，进口为平均水平的前提下，今年总供给在1420万吨左右，还存在近120万吨左右的缺口。另外，我国白糖的需求每年持续增长，下游行业快速发展，如果汁饮料行业还处于放量时期，因此我们认为未来1-2年白糖可能都处于一种偏紧的状况，糖价仍有继续上升的动力。
- 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、净利率的对比可以发现，公司对糖价有很强的驾驭能力。我们提高公司级别为买入，10、11年每股收益为1.22、1.17元，目标价为25元。

目录

1. 糖业概况	3
1.1 我国在世界糖业的位置	3
1.2 国内白糖行业概况	3
2. 白糖供给	5
2.1 从存量的角度分析	5
2.2 从进口量来看	6
2.3 本季榨糖量	8
3. 白糖需求	9
4. 南宁糖业——糖业骄子	11

图形目录

图 1. 巴西、印度和中国的甘蔗产量（万吨）	3
图 2. 我国甜菜产量分配图（2008 年）	3
图 3. 我国甘蔗产量分配图（2008 年）	4
图 4. 各省市成品糖产量情况	4
图 5. 我国近 5 年白糖进口量、配额数和产量同比增长的情况	6
图 6. 近三年郑糖期货价格、昆明白糖现货和NYMEX糖价	7
图 7. 近三年榨季单月产糖量及同比增长情况	8
图 8. 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	9
图 9. 城镇居民可支配收入与糖料下游消费品产量的关系图	9
图 10. 南宁糖业与行业毛利率比对图	11
图 11. 南宁糖业与行业销售利润率比对图	11

表格目录

表格 1、我国近三年的抛储收储情况	5
表格 2、近五年白糖产销情况	5
表格 3、2010 年盈利预测	11
表格 4、2011 年盈利预测	12

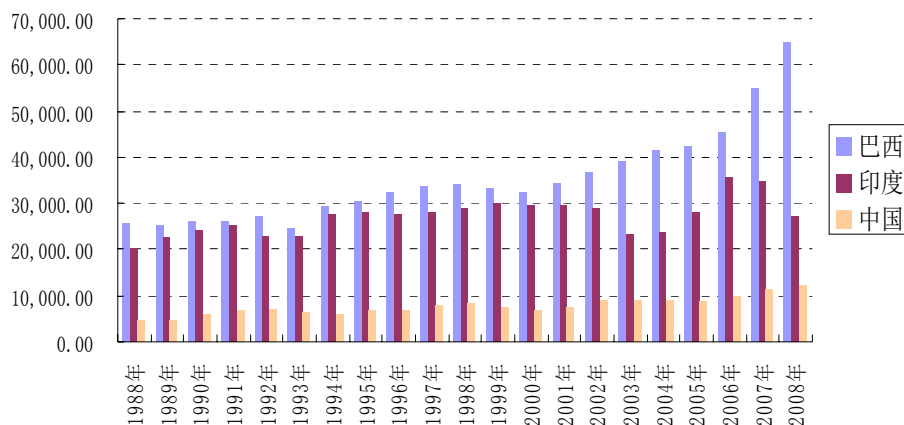
本篇报告主要是从供给和需求的角度分析下半年及明年的糖价走势，以便更好的把握糖业股的投资机会。

1. 糖业概况

1.1 我国在世界糖业的位置

我国是仅次于巴西和印度的世界第三大产糖国。

图1. 巴西、印度和中国的甘蔗产量（万吨）

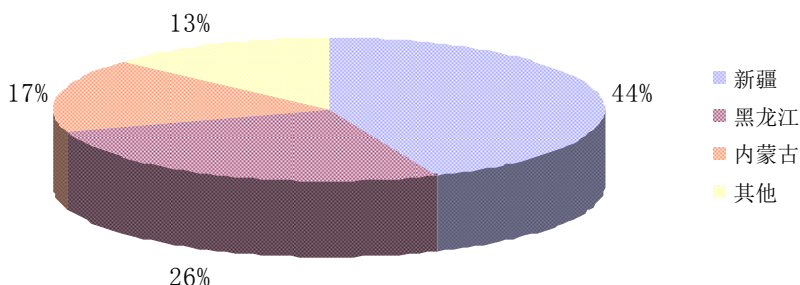


数据来源：东海证券研究所、Wind 资讯

1.2 国内白糖行业概况

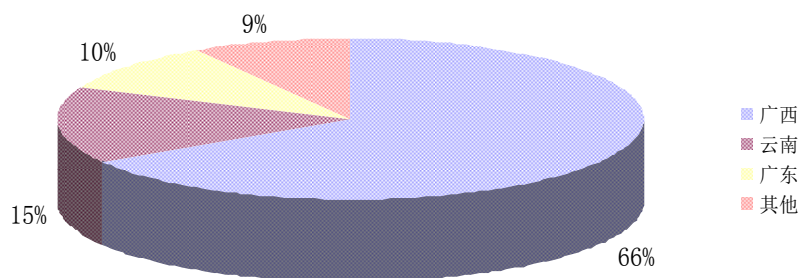
我国白糖按来源分为甜菜糖和蔗糖。甜菜糖主要产于北方，新疆是我国最大的甜菜糖产区；而蔗糖的主要产于南方，其中广西是我国最大的蔗糖产区，同时也是我国最大的白糖生产基地。

图2. 我国甜菜产量分配图（2008 年）



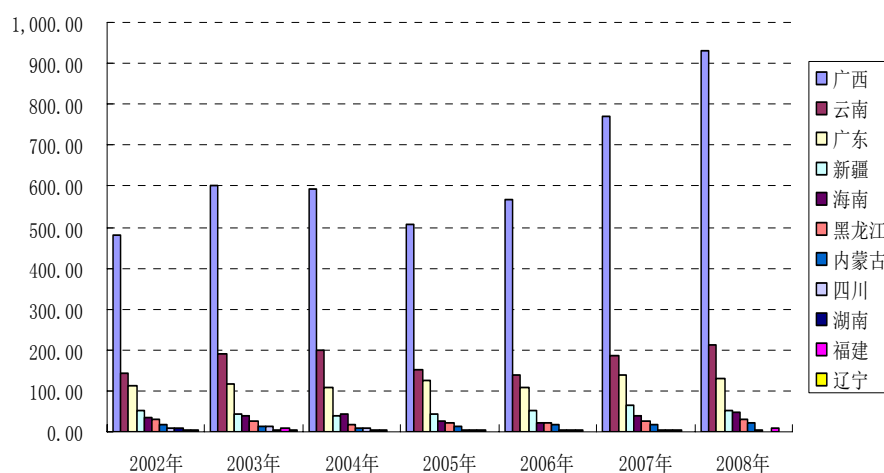
数据来源：东海证券研究所、Wind 资讯

图3. 我国甘蔗产量分配图（2008 年）



数据来源：东海证券研究所、Wind 资讯

图4. 各省市成品糖产量情况



数据来源：东海证券研究所、Wind 资讯

由上图可见，广西为我国的产糖大省，约占总产量的 60%，对我国整体糖产量有至关重要的作用。若算上云南广东的话，三省占全国糖产量为 87.54%。

2. 白糖供给

2.1 从存量的角度分析

存量主要包括两个方面，一个是国家储备，一个是企业储备。

先看**国家储备**，每年我国都会通过收放糖储，以达到调节供需、稳定糖价的目的。由于白糖的保质期为3年左右，由此来看，对下半年和明年的白糖供给量造成影响的可抛性原糖储备主要是近三年的形成的。

我国原糖总储能为260万吨，由下表可以看出近三年可供抛储的白糖大概为28万吨。

表格1、我国近三年的抛储收储情况

日期	性质	数量：万吨	价格：元	品种	加工日期
2010-7-5	抛储	-10	4000	一级白砂糖	2010年
2010-4-26	抛储	-10	4000	一级白砂糖	2010年
2010-3-5	抛储	-26	4000	一级白砂糖	2010年
2010-1-21	抛储	-36	4000	等外白砂糖	08/09榨季
2009-12-21	抛储	-30	4000	等外白砂糖	07/08榨季
2009-12-10	抛储	-20	4000	等外白砂糖	06/07/07/08榨季
2009-2-18	收储	30	3300	一级以上	2008年10月以后
2009-1-7	收储	50	3300	一级以上	2008年10月以后
2008-7-4	收储	30	3400	一级以上	2007年10月以后
2008-2-22	收储	20	3500	一级以上	2007年10月以后
2008-1-10	收储	30	3500	一级以上	2007年10月以后

数据来源：东海证券研究所、中国商务部

其次看**企业储备**，由于企业储备分散，且没有公开信息可以查询，我们用近些年的白糖总产量与白糖总销量的差额来表示。由于国家收储的白糖属于销量中的一部分，所以我们这个差额里面并没有重复计算国家储备。

表格2、近五年白糖产销情况

时间	白糖销量：万吨	白糖产量：万吨	库存
2004年	991.40	1,056.50	65.10
2005年	993.30	957.00	-36.30
2006年	958.00	966.60	8.60
2007年	1,181.60	1,283.00	101.40
2008年	1,407.00	1,449.90	42.90
2009年	1,363.10	1,322.90	-40.20

数据来源：东海证券研究所、Wind资讯

由上表我们可以得出，历年企业库存共有141.5万吨。

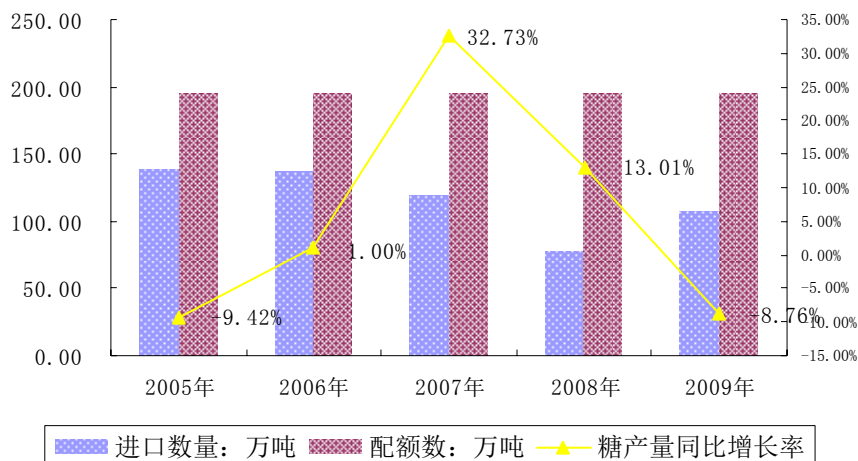
因此我们可以得出，影响我国白糖供给的总量近170万吨。

2.2 从进口量来看

我国白糖采用的是进口配额制，今年的总配额在 194.5 万吨，其中 70% 为 国营贸易配额。我们认为进口对我国白糖供给的影响较小，原因有两方面， 一个是量的方面，一个是价的方面。

1、**量**：截止到今年 5 月份，我国共进口白糖 22.22 万吨，根据历年数据 观察，我国进口数量一般占年产量的 10% 不到，几乎都未能达到配额。

图5. 我国近 5 年白糖进口量、配额数和产量同比增长的情况

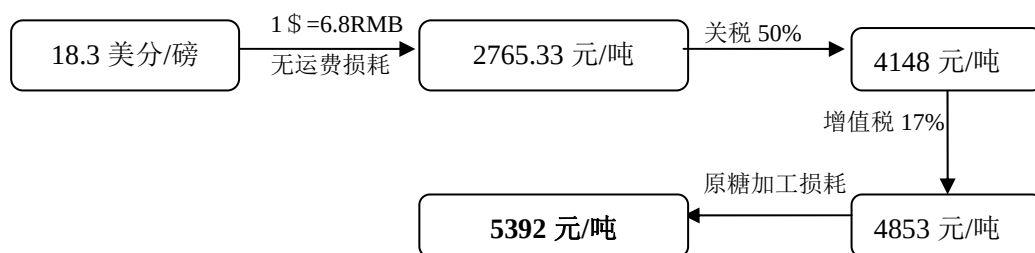


数据来源：东海证券研究所、Wind 资讯

2、**价**：我们从两个角度来探讨价格：一是按国外期货价格进口白糖在国 内销售的价格，以便探讨进口白糖是否经济；二是探讨我国期货糖价、白糖现 价和国外期货糖价的相关性。

首先在测算进口价格之前，我们假设白糖进口按照最惠国关税税率，配额 外进口（配额一般用于国储，对于一般企业来讲配额具有稀缺性，所以这里我 们假设为配额外进口）。

我们以 NYMEX11 号糖为例，7 月 23 日的收盘价为 18.3 美分/磅。

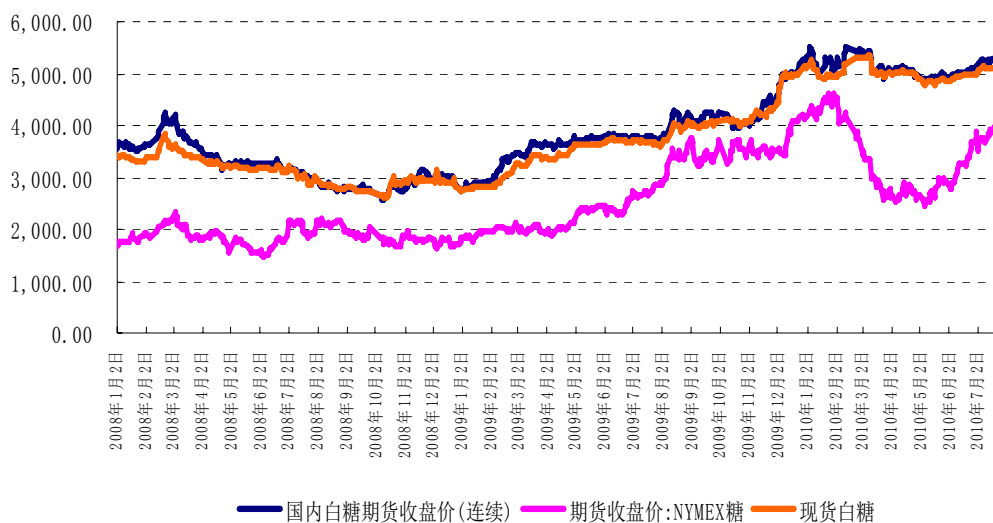


数据来源：东海证券研究所

由我们的简单粗算可以看出，不算运费和运输损耗的话，18.3 美分/磅的原糖进入我国市场的销售成本价在 5392 元/吨，而我国目前昆明白糖现货价格为 5150 元/吨，可见进口原糖是非常不划算的。

其次是探讨我国期货糖价、白糖现价和国外期货糖价的联动性。

图6. 近三年郑糖期货价格、昆明白糖现货和 NYMEX 糖价



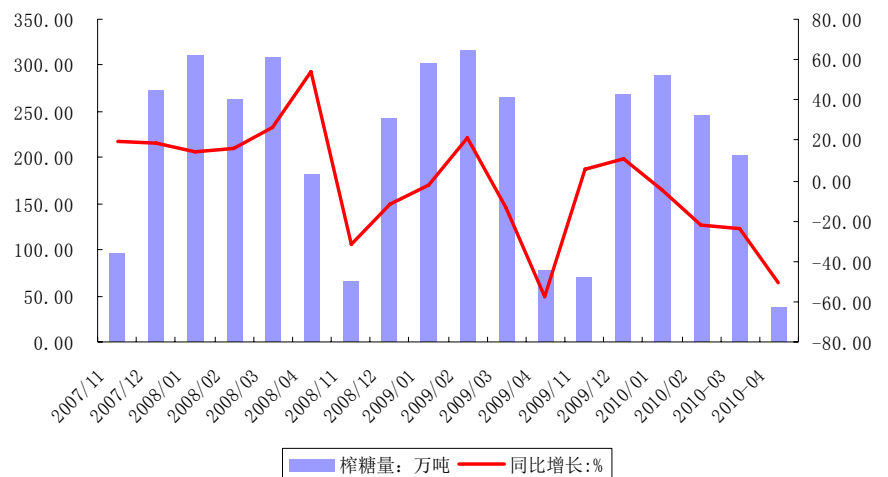
数据来源：东海证券研究所、Wind 资讯

从上图可以看出我国与国际糖价的走势大体一致，但较为平滑，波动较少。另外，近一年来我国糖价不断攀升，即使从 09 年 12 月份开始连续 6 次抛储，仍未撼动糖价，仍屹立于 5000 元上方，而国外则是深 V 反转，联动性并不明显。可见我国糖市与国外的相关性并不十分显著。

2.3 本季榨糖量

我国糖业一般每年 10 月份开始新榨季，09/10 榨季截止目前共有产量 1151.5 万吨，同比下滑了 12.13%。从下图可以看出近两个榨季的大部分当月糖产量都出现了同比大幅下滑。

图7. 近三年榨季单月产糖量及同比增长情况

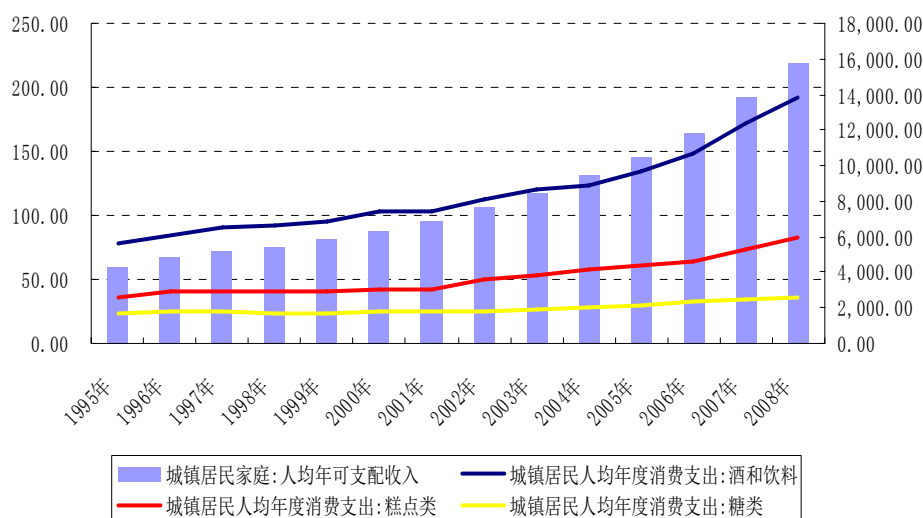


数据来源：东海证券研究所、Wind 资讯

3. 白糖需求

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。

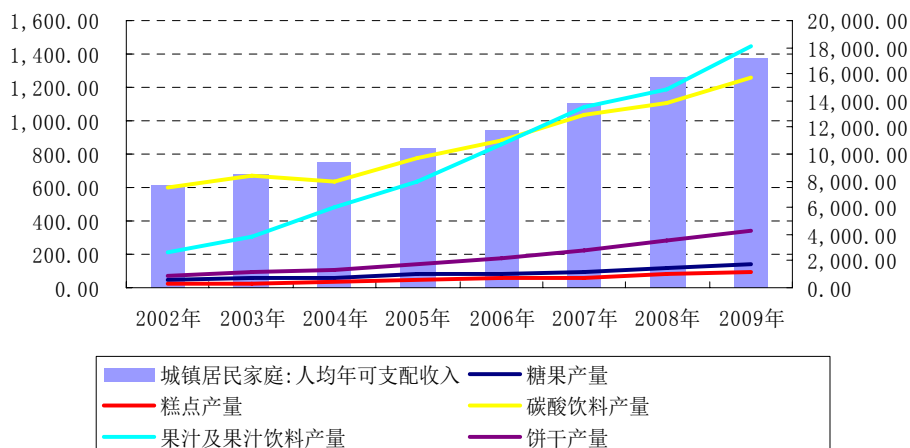
图8. 城镇居民可支配收入与糖、糕点、酒和饮料的消费支出关系图



数据来源: 东海证券研究所、Wind 资讯

从上图可以看出我国对于糖类的消费支出每年缓慢小幅递增,大概 5%左右,相比来说,糖业的下游产品的消费支出增速更加迅猛。所以我们认为每年白糖需求的增速为 10%是相对保守的。

图9. 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

结论: 从我国近两年的白糖销量均在 1400 万吨左右,按 10%的保守估计今年的糖类需求应在 1540 万吨左右。而由供给分析可以得出,将所有存货全部清空,进口为平均水平的前提下,今年总供给在 1420 万吨左右,还存在近 120 万吨左右的缺口。另外,我国白糖的需求每年持续增长,下游行业快速发展,如果汁饮料行业还处于放量时期,因此我们认为未来 1-2 年白糖可能都处于一种偏紧的状况,糖价仍有继续上升的动力。

我们还会就糖业的更多细节出系列报告,敬请投资者关注。

4. 南宁糖业——糖业骄子

制糖业的企业众多，有较强的同质性，因此整个行业基本是完全竞争的状况，产品价格随行就市，话语权都不大。所以对于制糖企业而言掌握好卖出时点是非常重要的。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10. 南宁糖业与行业毛利率比对图

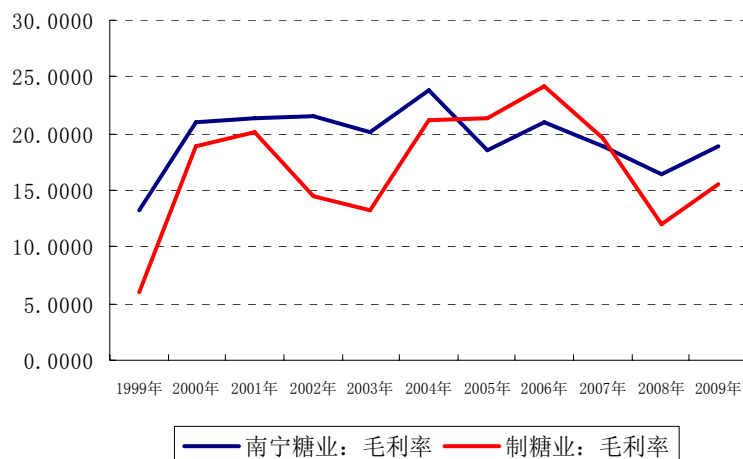
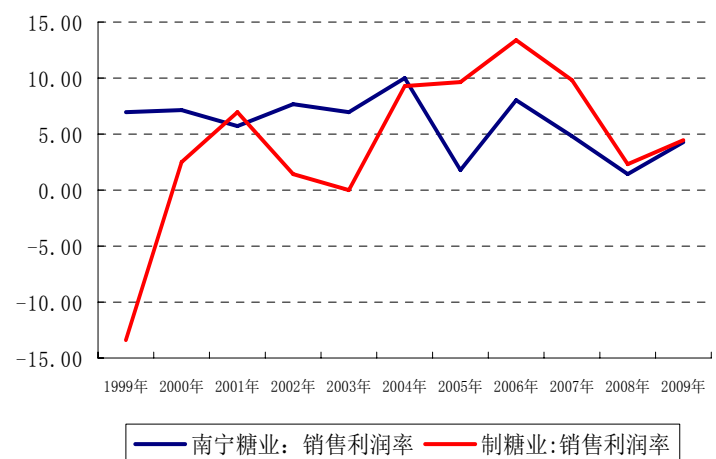


图11. 南宁糖业与行业销售利润率比对图



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。

盈利预测:

表格 3、2010 年盈利预测

糖价: 元/吨	4400	4800	5000	5200
甘蔗收购价格 ¹ : 元/吨	314	338	350	362
吨糖耗蔗量: 吨	9.00	9.00	9.00	9.00
吨糖甘蔗成本: 元	2,826.00	3,042.00	3,150.00	3,258.00
成本及费用: 元	1030	1030	1030	1030
吨收益: 元	544.00	728.00	820.00	912.00
产量: 万吨	51	51	51	51
税前收益: 元	316,020,000.00	409,860,000.00	456,780,000.00	503,700,000.00
净利润: 元	268,617,000.00	348,381,000.00	388,263,000.00	428,145,000.00
每股收益: 元	0.94	1.22	1.35	1.49

¹ 广西地区榨糖企业要按照物价局《广西糖料蔗收购价格二次结算实施办法（试行）》规定，将甘蔗收购价与糖价进行联动；

数据来源：东海证券研究所

表格 4、2011 年盈利预测

糖价：元/吨	4800	5000	5200	5500
甘蔗收购价格：元/吨	338	350	362	382
吨糖耗蔗量：吨	9.00	9.00	9.00	9.00
吨糖甘蔗成本：元	3,042.00	3,150.00	3,258.00	3,420.00
成本及费用：元	1030	1030	1030	1030
吨收益：元	728.00	820.00	912.00	1,050.00
产量：万吨	51	51	51	51
总收益：元	401,280,000.00	448,200,000.00	495,120,000.00	565,500,000.00
净利润：元	300,960,000.00	336,150,000.00	371,340,000.00	424,125,000.00
每股收益：元	1.05	1.17	1.30	1.48

我们提高公司级别为买入，10、11 年每股收益为 1.22、1.17 元，目标价为 25 元。

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

卢媛媛, 消费品小组组长, 5 年从业经验。

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