

食品饮料行业



爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

白糖价格大涨后面临回调风险，但仍将维持强势

2010 年 10 月 18 日

投资要点：

●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。2010 年上半年，我国白糖价格出现回调，从 2010 年 6 月开始，我国白糖价格继续上涨，到 2010 年 10 月中旬与 6 月相比涨幅 25% 左右。

●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，减产的原因是北方冰冻和南方干旱灾害。国际和国内扩张性货币政策是我国白糖价格大幅上涨的根本原因。国际和国内投机资金炒作白糖期货也是加剧我国白糖价格波动的重要原因。

●国际白糖价值和供求关系等基本面短期并无巨大变化，白糖价格在被国际和国内投机资金拉高以后，由于缺少基本面支撑，面临回调风险。但是，由于国际和国内扩张性货币政策短期不会改变，回调以后将继续上涨。

●国家对食糖进口采取关税配额限制政策。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。为调节国内白糖供求关系、稳定白糖价格，从 2009 年第四季度开始，国家多次拍卖国家储备白糖，增加白糖市场供给，试图平抑国内白糖价格快速上涨势头。

●2010 年上半年，我国 5 家制糖行业上市公司（除中粮屯河外）实现营业收入、营业利润和净利润分别是 26.67 亿元、1.46 亿元和 1.44 亿元，同比分别增长-8%、120% 和 165%。营业收入略有下降的主要原因是自然灾害导致白糖减产，经营业绩翻倍增长的主要原因是白糖价格大幅度上涨。2010 年前三季度，我国甘蔗制糖行业龙头公司南宁糖业预计实现营业利润、利润总额和净利润同比增长 70%-80%。

●给予制糖行业“强于大市”评级，给予南宁糖业和贵糖股份“推荐”评级。

请务必阅读正文之后的重要声明

白糖行业评级 强于大市 (维持)

动态市盈率: 48.70
市净率: 3.41

行业表现



评价周期	1 个月	6 个月	12 个月
行业涨跌(%)	16.92%	8.79%	17.10%
大盘涨跌(%)	14.93%	0.20%	-1.71%

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	0.91
贵糖股份	推荐	0.22	0.10	0.37
华资实业	中性	-0.30	0.11	0.01
保龄宝	中性	0.75	0.59	0.69

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

2010 年 5 月 20 日研究报告《国际糖价大跌后酝酿反弹，国内白糖供不应求》

一、2010 年 6 月以来我国白糖价格持续上涨了 25%左右

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。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。

图 1：2006 年初到 2010 年 10 月中旬中国食糖现货价格指数（元/吨）



资料来源：云南糖网

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 6000 元/吨左右，涨幅超过 100%。其中，2010 年上半年，我国白糖价格出现回调，从 2010 年 6 月开始，我国白糖价格继续上涨，到 2010 年 10 月中旬涨幅 25%左右。

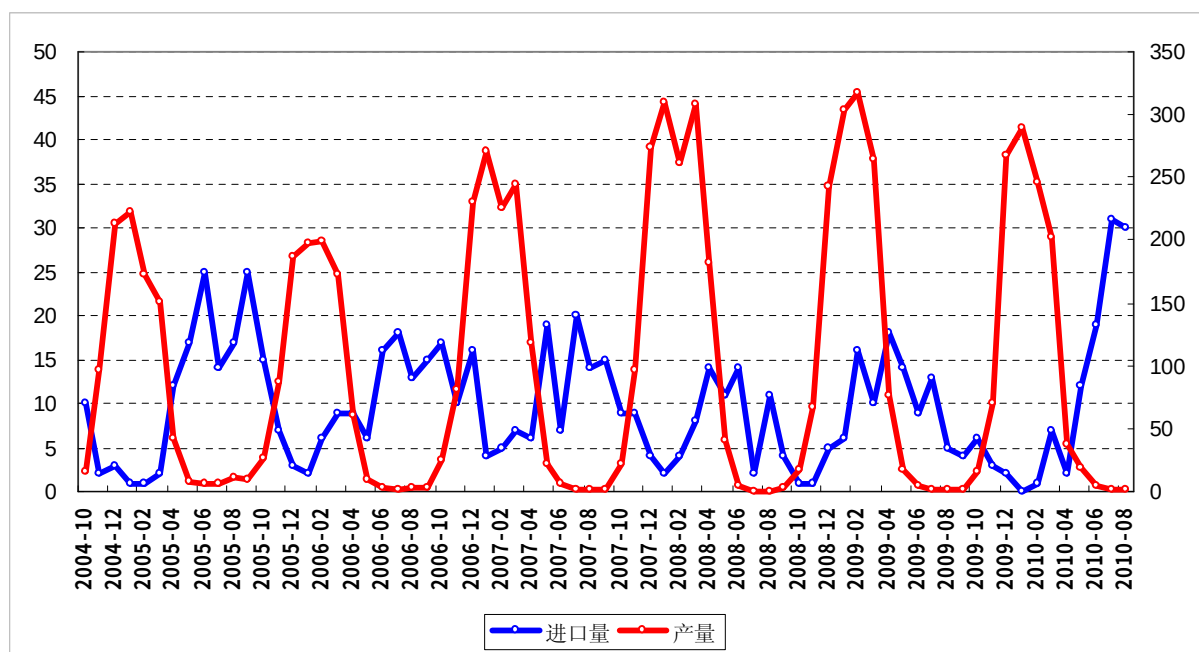
二、我国白糖价格大幅上涨的主要原因之一是国内白糖减产，根本原因是国际和国内扩张性货币政策

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。根据中国糖业协会的统计，2008/2009 年榨季（2008 年 10 月-2009 年 9 月），全国共生产白糖 1242.89 万吨，同比减产 240.9 万吨；2009/2010 榨季全国共生产白糖 1073.83 万吨，同比减产 169.1 万吨。减产的原因是北方冰冻和南方干旱灾害。2009/2010 榨季，国内食糖供应缺口将达到 200 万吨以上。

2010 年到目前为止，美国、欧洲、日本等主要资本主义国家国内生产总值同比增速 2%左右，产能过剩，失业率高达 10%以上，消费者价格指数保持在 1%左右低水平。为刺激经济复苏，各主要资本主义国家采取低利率和扩张货币供给政策。2008 年下半年以来，我国货币供给 M2 也快速大幅度增长，2008 年末我国货币供给 M2 是 47.5 万亿元，2010 年 9 月末增长到了 69.64 万亿元，增幅为 46.41%，同期我国国内生产总值增长幅度为 15%左右，导致 M2/GDP 比例从 1.58 上涨到 2 以上。国际和国内扩张性货币政策是我国白糖价格大幅上涨的根本原因。国际和国内投机资金炒作白糖期货也是加剧我国白糖价格波动的重要原因。

请务必阅读正文之后的重要声明

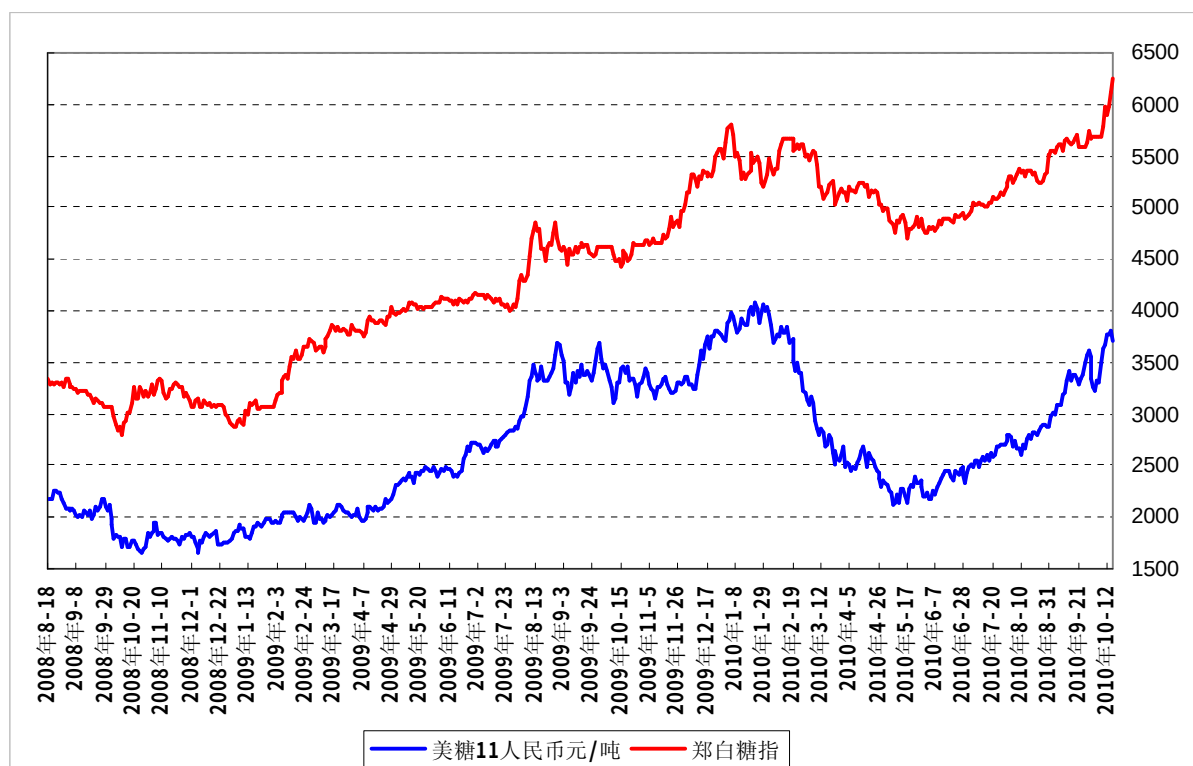
图 2: 2004 年 10 月-2010 年 8 月我国白糖产量和进口量 (万吨)



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。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 10 月中旬, 国内白糖价格比国际白糖价格高 2500 元/吨左右。

图 3: 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

请务必阅读正文之后的重要声明

3

三、白糖价格大幅上涨以后面临回调风险，但仍将维持强势

我国白糖价格大幅上涨的主要原因之一是国内白糖减产，根本原因是国际和国内扩张性货币政策。由于实体经济复苏脆弱和各主要国家采取扩张性货币政策，国际过剩资本转向炒作白糖等大宗商品。但是，白糖等大宗商品的价值和供求关系等基本面对短期并无巨大变化，因此白糖价格在被国际和国内投机资金拉高以后，由于缺少基本面支撑，面临回调风险。但是，由于国际和国内扩张性货币政策短期不会改变，回调以后将继续上涨。

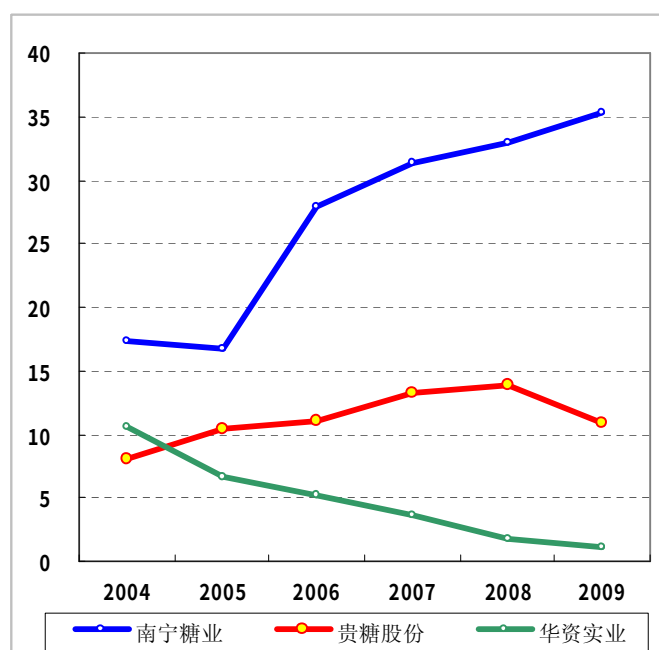
国内白糖价格大幅度高于同期国际白糖价格，即使加上运输、加工、损耗、进口环节税等成本因素，进口白糖仍具有较强的成本优势。2009 年我国进口白糖 106 万吨，与同期我国白糖产量的比是 1:12 左右。低价白糖进口到国内将抑制国内白糖价格上涨。

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。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。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，国家多次拍卖国家储备白糖，增加白糖市场供给，试图平抑国内白糖价格快速上涨势头。

四、我国制糖行业上市公司经营规模和盈利水平比较

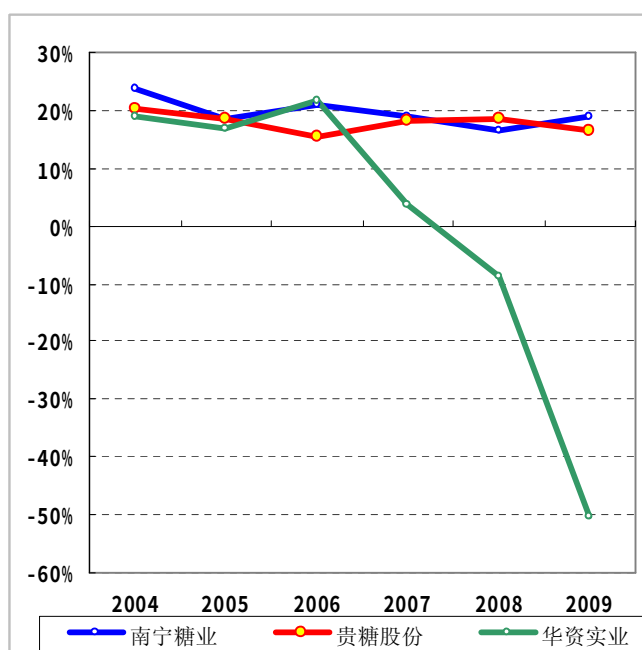
目前，我国制糖业上市公司有南宁糖业、贵糖股份、华资实业、中粮屯河、保龄宝、ST 甘化等 6 家公司。南宁糖业是我国甘蔗制糖行业龙头公司，08/09 榨季公司机制糖产量 55 万吨，09/10 榨季产量 46 万吨，占当年我国白糖产量将近 5%；中粮屯河是我国甜菜制糖行业和番茄酱行业龙头公司，2009 年甜菜糖产量 30 万吨左右，占当年我国甜菜糖产量的 40% 左右。贵糖股份、华资实业和 ST 甘化经营规模和盈利水平相对较小。保龄宝主要利用麦芽生产低聚糖，与机制白糖生产不同。

图 4：三家制糖公司营业收入比较（亿元）



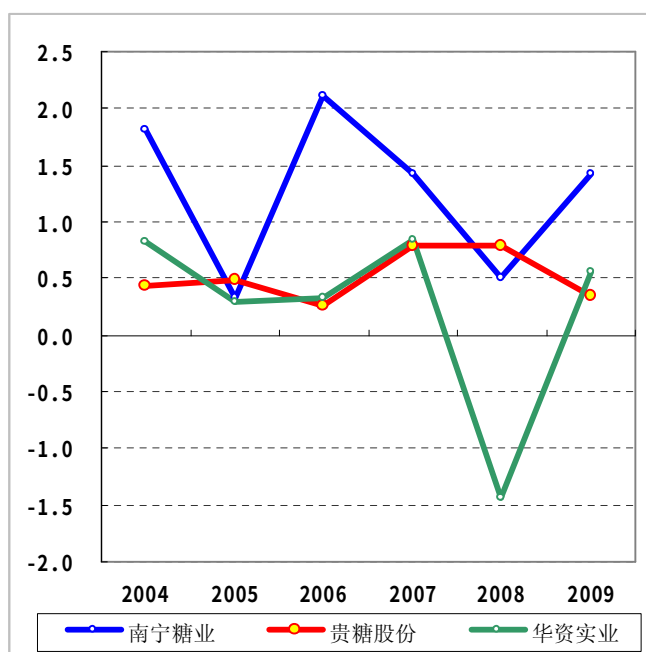
资料来源：公司公告

图 5：三家制糖公司毛利率比较（%）



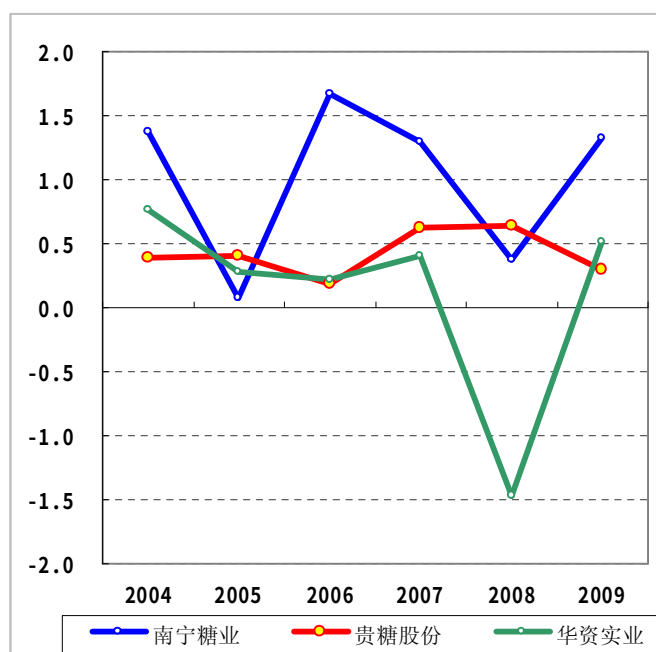
资料来源：公司公告

图 6：三家制糖公司营业利润比较（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

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。

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。

2010 年上半年，我国 5 家制糖行业上市公司（除中粮屯河外）实现营业收入、营业利润和净利润分别是 26.67 亿元、1.46 亿元和 1.44 亿元，同比分别增长-8%、120%和 165%，营业收入略有下降，但是营业利润和净利润翻倍增长。营业收入略有下降的主要原因是自然灾害导致白糖减产，经营业绩翻倍增长的主要原因是白糖价格大幅度上涨。

2010 年前三季度，我国甘蔗制糖行业龙头公司南宁糖业预计实现营业利润、利润总额和净利润同比增长 70%-80%。

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，对行业龙头公司有利。

五、行业投资建议和评级

2010 年 6 月以来我国白糖价格持续上涨了 25% 左右，我国白糖价格大幅上涨的主要原因之一是国内白糖减产，根本原因是国际和国内扩张性货币政策。但是，白糖等大宗商品的价值和供求关系等

基本面短期并无巨大变化，因此白糖价格在被国际和国内投机资金拉高以后，由于缺少基本面支撑，面临回调风险。但是，由于国际和国内扩张性货币政策短期不会改变，回调以后将继续上涨。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，2010 年前三季度，南宁糖业营业利润、利润总额和净利润预计同比增长 70%-80%。给予制糖行业“强于大市”评级，给予南宁糖业和贵糖股份“推荐”评级。

六、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	10 月 18 日 股价	EPS(元)			PE			最新评级
				2008	2009	2010E	2008	2009	2010E	
000911	南宁糖业	制糖	22.38	0.09	0.43	0.91	248.7	52.0	24.6	推荐
000833	贵糖股份	制糖	12.84	0.22	0.10	0.37	58.4	128.4	34.7	推荐
600191	华资实业	制糖	8.08	-0.30	0.11	0.01	-	74.3	808	中性
000576	ST 甘化	制糖	7.47	-0.15	0.04	-0.01	-	186.8	-	中性
002286	保龄宝	制糖	23.56	0.75	0.59	0.69	31.4	39.9	34.1	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。