

评级：推荐

食品饮料

行业研究

第一创业研究所

巨国贤 S1080209110062

联系人：晁岱秀

电 话：0755-82485059

邮 件：chaodaixiu@fcsc.cn

白糖供需存缺口 果葡糖浆为最佳替代品

摘要：

- **高糖价下白糖需求依旧旺盛** 截止 2010 年 10 月底各含糖食品如饼干、糕点、果汁饮料等累计产量分别增长了 37.76%、40.28%、25.55%；可粗略计算出截止 10 月工业用糖量增长率为 10.36%，预计 2010/2011 年食糖消费量将达 1462 万吨左右。
- **白糖供需仍存在缺口** 甘蔗种植面积有所增加，但受春季大旱影响，导致亩产量和出糖率较低，预计 2010/2011 制糖期白糖产量低于 1200 万吨；国际主要产糖国减产或需求增加减少出口额以及国际市场白糖价格创历史新高，能否保持一定的进口量存在较大的不确定性；国库储备糖仅有 100 万吨左右且需保持一定的安全库存，白糖总供给量与消费量之间存在缺口。
- **果葡糖浆是白糖供需缺口的重要补充** 淀粉糖每年增长率 10%以上，2011 年产量达到 1000 万吨左右，其中果葡糖浆为白糖的最佳替代品，其甜度成本仅为蔗糖的 59%。在白糖价格高位震荡的条件下，果葡糖浆需求旺盛，2011 年果葡糖浆产量增长率为 15%左右，产量可达 170 多万吨，为白糖供需缺口提供重要补充。
- **南宁糖业——审慎推荐** 作为上市企业中最大的制糖企业，每年的白糖产量约有 50~60 万吨，直接受益于高糖价；然而公司为国有控股公司，机制不灵活，管理层激励不足，做好业绩的动力不足；公司对甘蔗的收购价格缺乏弹性，白糖产量增速可能低于行业增速；造纸业务表现低迷导致综合毛利率下降，预计 2010、2011 年每股收益为 0.74 元、0.91 元。
- **保龄宝——强烈推荐** 作为一家功能性食品配料上市公司，其主要产品为淀粉糖和功能性低聚糖。在糖价高位震荡下，公司目前的 7 万吨淀粉糖和 10 万吨果葡糖浆产能正满负荷生产并将进一步扩大产能，特别是果葡糖浆的量价齐升；人口老龄化、糖尿病、亚健康问题越来越突出，人们对健康饮食的需求增加，导致对健康食品配料需求旺盛，公司低聚糖产能集中释放将拉动公司业绩快速增长；正在筹划自有品牌的终端保健食品，谋求在保健食品行业的长远发展，谨慎预计 2010-2012 年 EPS 为 0.48 元、0.94 元和 1.30 元。

相关报告

《保龄宝：糖价高涨和产能释放双动力驱动业绩爆发》 2010.11.02

目 录

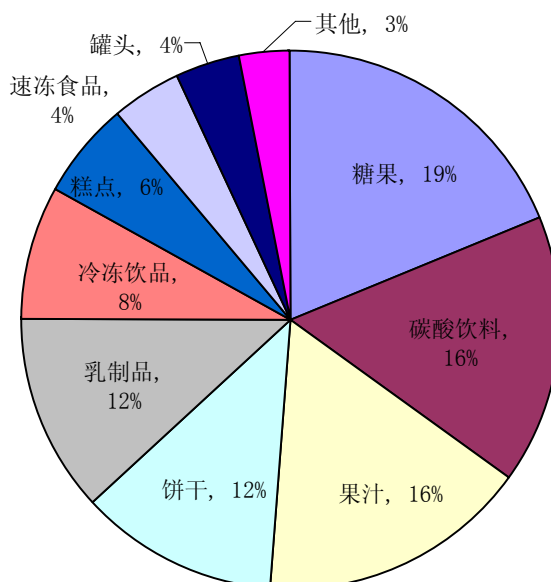
1、高糖价下白糖需求依旧旺盛	3
2、白糖供给不容乐观	4
2.1、白糖产量可能低于 1200 万吨.....	4
2.2、明年白糖进口量和国家储备皆存在较大压力	5
3、果葡糖浆是白糖供需缺口的重要补充.....	7
3.1、国内淀粉糖稳定增长	7
3.2、果葡糖浆为白糖的最佳替代品	9
4、行业内的上市公司	12
4.1、南宁糖业——审慎推荐.....	12
4.2、保龄宝——强烈推荐	12

1、高糖价下白糖需求依旧旺盛

事件：2010年11月27日在深圳举办的2010年国际糖业投资报告会上，广东省糖业协会理事长刘汉德博士表示，中国已进入高糖价时代，5000元/吨以下的糖价一去不复还；中国食糖进入以甘蔗糖为主、甜菜糖为辅、淀粉糖为补充的消费格局；2010/2011制糖期我国食糖缺口可能达到200万吨。

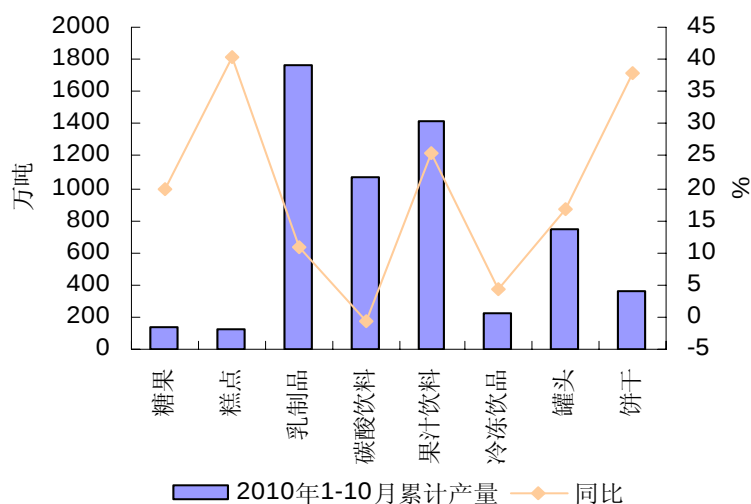
白糖为高纯度的蔗糖，是食品加工过程最基本的原料其中工业用糖量占到食糖消费量的60%左右。其中糖果、软饮料用糖量占食糖消费量比例较高。

图 1：白糖主要应用于糖果、饮料



数据来源：第一创业证券研究所

图 2：截止 10 月，我国含糖食品产量增速稳定



数据来源：wind 第一创业证券研究所



截止 2010 年 10 月底各含糖食品累计产量除碳酸饮料下降了 0.6%外出现正增长, 饼干、糕点、果汁饮料分别增长了 37.76%、40.28%、25.55%。

根据各含糖食品用糖量占食糖消费量的比例, 可粗略计算出截止 10 月工业用糖量增长率为 10.36%, 食糖消费量的增长率为 6.22%。在 2009/2010 制糖期的高糖价的环境下, 食糖消费量仍有增长, 表明我国已进入高糖价时代, 低于 5000 元/吨的糖价已经一去不复还。

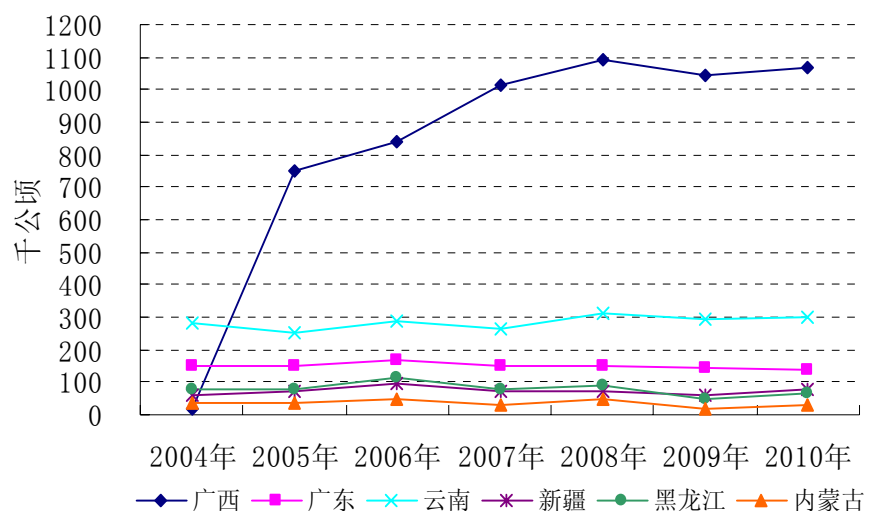
据刘理事长介绍, 2009/2010 制糖期食糖消费量为 1379 万吨, 按食糖消费量 6.22% 的增长, 2010/2011 年食糖消费量将达 1462 万吨左右。

2、白糖供给不容乐观

2.1、白糖产量可能低于 1200 万吨

我国白糖糖料作物主要为甘蔗和甜菜, 甘蔗主要分布于我国南方的广西、云南、广东湛江等地, 广西为我国糖料种植面积最大的省份占全国的 60%以上; 甜菜主要分布于我国北方的新疆、黑龙江、内蒙古等地。

图 3: 糖料的种植面积略有增加



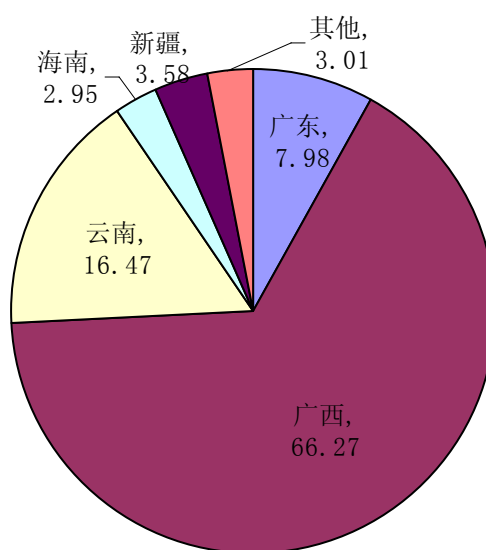
数据来源: 国家统计局 广西糖网 第一创业证券研究所

从全国的糖料种植面积看, 自 2004 年以来广西糖料种植面积飞速增长, 而其他各省的种植面积基本没有变化。截止到 6 月, 初步统计 2010 年糖料种植面积约为 2600 万亩, 比 2009 年增加了 7.30%。

2009/2010 榨季全国食糖产量为 1074 万吨, 其中甘蔗糖为 1011 万吨, 占 94.13%, 甜菜糖为 61 万吨, 占 5.6%。广西甘蔗糖产量最大, 为 712 万吨占全国产量的 66.29%, 比上榨季减少 53 万吨; 新疆为甜菜糖产量最大的省份, 为 38.44 万吨。



图 4: 白糖产量主要分布在广西



数据来源: 广西糖网 第一创业证券研究所

10月初,中糖协根据糖料种植面积和长势情况,预测2010/2011制糖期白糖增产约11.69%,约为1200万吨(其中甘蔗糖1100万吨,甜菜糖99万吨)。

表 1: 中糖协预估 2010/2011 制糖期白糖增产 11.69% 单位:万吨

	2009/2010 制糖期	2010/2011 制糖期	增长率 (%)
广西	712	760	6.74
广东	85.77	105	22.42
云南	177	200	12.99
海南	31.73	24	-24.36
其他	8.7	11	26.44
甘蔗糖合计	1011	1100	8.80
甜菜糖	60	99	65.00
合计	1074	1200	11.69

数据来源: 广西糖网 第一创业证券研究所

从开榨糖企了解到,由于受2010年春季大旱影响,甘蔗多为高位芽,直径较细,导致亩产量和出糖率较低,预测2010/2011制糖期的糖产量低于1200万吨。

2.2、明年白糖进口量和国家储备皆存在较大压力

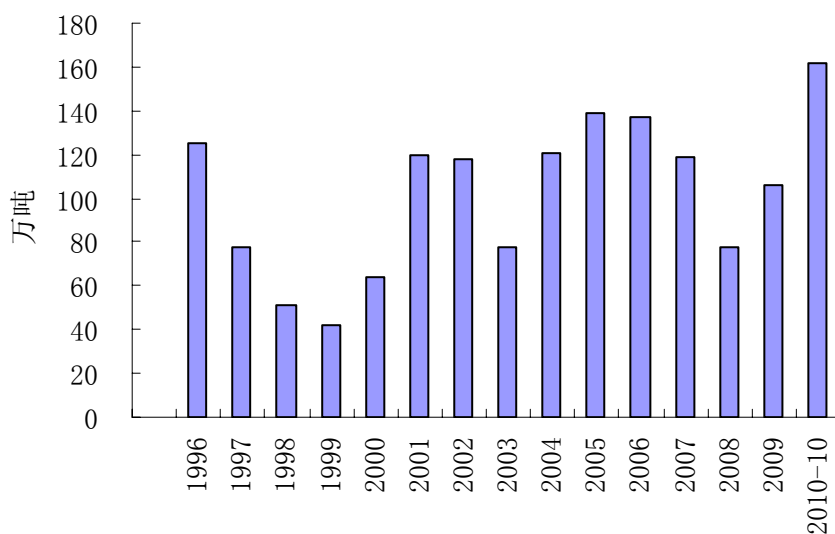
我国制糖期是从11月到次年10月,而糖厂榨季是从11月至次年的4月,其中12月、次年1月、2月、3月为糖厂满负荷生产的月份,每月产糖量都在200万吨以上;5月至10月为非榨糖期,也是进口食糖的主要月份。

我国已进入食糖净进口国行列,每年进口都在100万吨左右(其中古



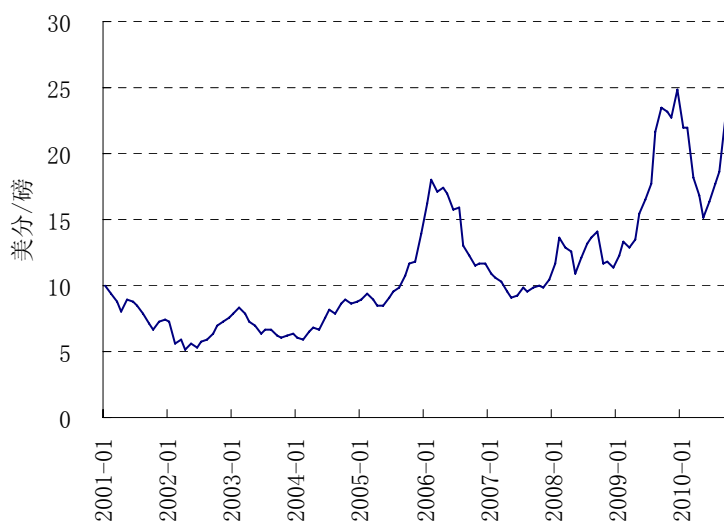
巴约有 40 万吨)。2009/2010 制糖期国产糖减产, 截止到 2010 年 10 月进口糖数量已达到 160 万吨, 创历史新高。

图 5: 食糖国内产量和进口数量的累计值



数据来源: 海关总署 第一创业证券研究所

图 6: 全球自由市场糖价创历史新高



数据来源: 海关总署 第一创业证券研究所

据广西糖网信息, 国际主要产糖国巴西、古巴、印度、泰国、俄罗斯等国由于本国减产或需求增加, 皆计划缩小出口量, 及美国白糖库存消费比处于历史低位, 导致国际市场白糖价格创历史新高。目前, 我国由巴西进口的白糖成本已经达到 7900 元/吨, 已高于国内白糖价格, 2010/2011 制糖期能否保持较稳定的白糖进口量存在较大的不确定性。

目前, 国家白糖储备约有 100 万吨。国家在 2009/2010 榨季连续八次共抛储 170 万吨, 并在 2010/2011 新榨季已经两次抛储共 41 万吨。资料显示整个国家储备糖, 包含古巴进口原糖, 国家收储以及广西地方收储部, 总库存约 310 万吨, 到目前为止国家储备糖约有 100 万吨。



表 2: 2009/10 榨季国家频繁抛储白糖

	平均价 (元/吨)	成交总量 (万吨)	成交金额 (亿元)
2009.12.10	4915	20.75	10.2
2009.12.21	4672.23	28.82	13.5
2010.01.21	4797.61	35.62	17.1
2010.03.05	5437.51	25.8	14.3
2010.04.28	4944	10.05	4.96
2010.07.08	5247	10	5.25
2010.08.12	5417.73	15	8.13
2010.09.09	5662.46	24	13.59
2010.10.22	6680.95	21	14.03
2010.11.22	6288.43	20	12.58
合计	5384.76	211.04	113.64

数据来源: 广西糖网 第一创业证券研究所

国库安全库存应能保持国内一个季度的白糖用量, 约为 400 多万吨, 而目前仅有 100 万吨, 对国库来说收储压力巨大。

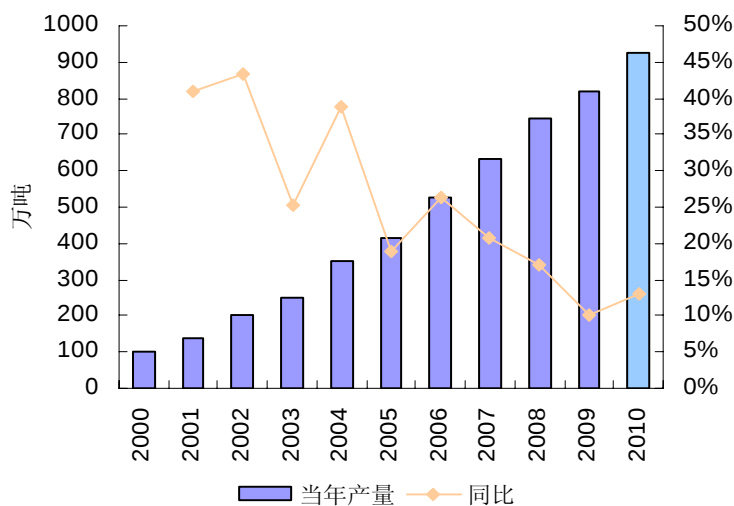
考虑到 2010/2011 榨季白糖产量可能在 1100 万吨左右, 进口白糖数量萎缩的可能性较大, 国库需要有一定的安全库存, 白糖总供给量与消费量 1461 万吨之间约有 200 万吨的差额。

3、果葡糖浆是白糖供需缺口的重要补充

3.1、国内淀粉糖稳定增长

食糖包括甘蔗糖、甜菜糖和淀粉糖三类。我国食糖消费已进入以甘蔗糖为主、甜菜糖为辅、淀粉糖为补充的消费格局。淀粉糖是利用淀粉含量高的玉米为原料, 经过酸法、酸酶法或酶法制取的糖, 包括麦芽糖浆、麦芽糊精、葡萄糖、果葡糖浆以及部分低聚糖。

图 7: 2010 年淀粉糖增长率约为 13%



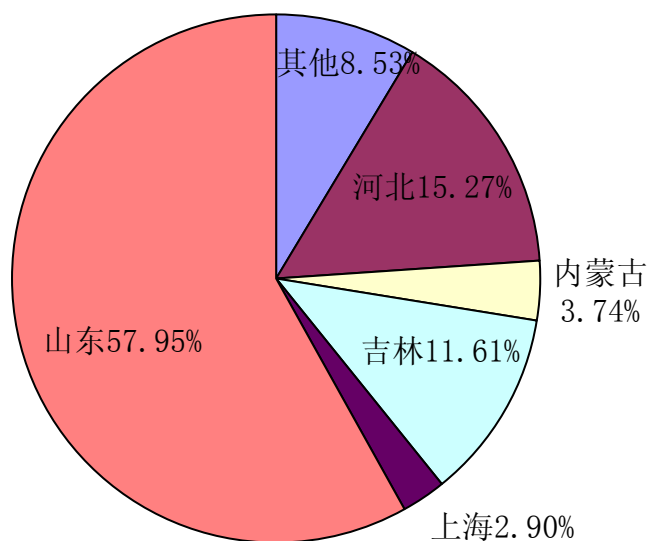
数据来源: wind 第一创业证券研究所



淀粉糖是短期应对白糖供需缺口的重要补充。甘蔗糖受土地资源、水利、劳动力等资源制约，增长幅度有限；甜菜糖是未来实现食糖自给的希望所在，其采收最易实现机械化，但目前受品种、机械、特别是大豆除草剂等因素影响短期增长较难实现；2009 年全国淀粉糖产量为 818 万吨，2010 年淀粉糖增长率约为 13%，产量将超过 920 万吨。

淀粉糖 2010 年产量约为 900 多万吨，每年增长约 10%，主要原料玉米 2010 年产量为 1.587 亿吨，同比增长 2260 万吨，并明年计划进口 200~300 万吨，供应较为充足，价格稳中有升预计增长 10%。

图 8：我国淀粉糖的主要分布在山东、河北、吉林



数据来源：广西糖网 第一创业证券研究所

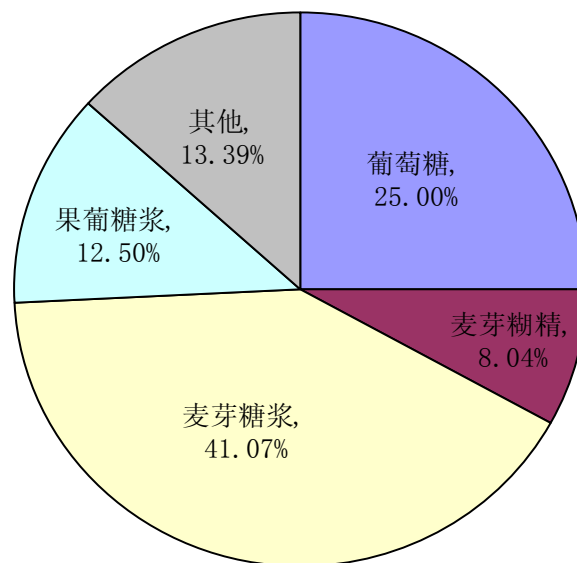
淀粉糖主要分布在北方玉米主产区的山东、河北、吉林等地，2009 年山东所占份额为 58%左右，山东西王集团以葡萄糖、果糖为主，保龄宝以果葡糖浆、低聚糖为主，山东龙力以低聚木糖、木糖醇为主，鲁洲生物科技以麦芽糊精、麦芽糖浆、低聚糖为主。

国家适度放松对玉米深加工制糖行业的审批条件。国家发改委 2007 年发布《关于促进玉米深加工健康发展的指导意见》对玉米深加工行业的产能扩张进行严格审查，意在严格控制玉米深加工过快增长，实现饲料加工业和玉米深加工的协调发展，保障国家食物安全。2010 年糖价飞涨，为补充白糖供需缺口，适当放松作为食糖补充的淀粉糖及用作食品配料的多元醇（糖醇）的产能扩张审批条件。

2008 年，我国淀粉糖多以技术含量较低的麦芽糖浆为主。随着技术进步和新产能扩张，高纯度的葡萄糖、果糖、果葡糖浆以及各种低聚糖的占比有所提升。



图 9：2008 年我国淀粉糖以麦芽糖浆、葡萄糖为主



数据来源：广西糖网 第一创业证券研究所

3.2、果葡糖浆为白糖的最佳替代品

淀粉糖中果葡糖浆为蔗糖的最佳替代品。以蔗糖的甜度值记为 100，各产品与蔗糖相比较，果糖的甜度最高，其次是果葡糖浆、结晶葡萄糖，麦芽糊精的甜度最低。计算各产品的甜度成本，即为单位价格 / (干物质含量 × 完全替代蔗糖的甜度系数)，如 75%果葡糖浆 F42 的甜度成本为 $2900 / (0.75 \times 0.95) = 4070$ ，其为蔗糖甜度成本的 59%，可见在蔗糖价格高涨时，果葡糖浆有绝对的价格优势。

表 3：果葡糖浆为白糖的最佳替代品

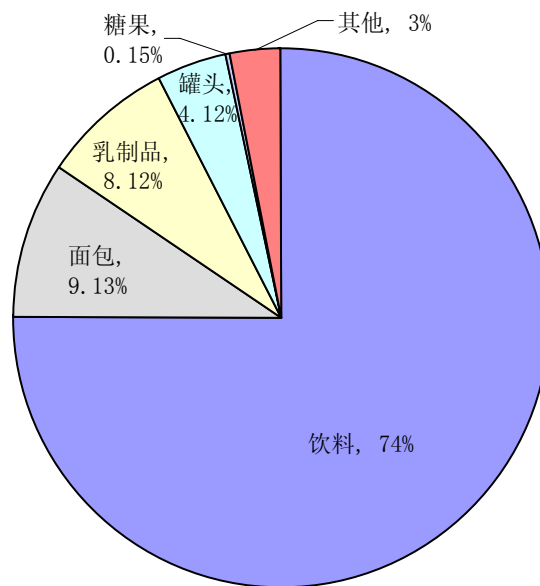
	甜度系数	价格（元/吨）	甜度成本
蔗糖	100	6900	6900
果糖	150	23000	15333
75%果葡糖浆 F42	95	2900	4070
结晶葡萄糖	75	3600	4800
50%麦芽糖浆	70	2980	8514
麦芽糊精	35	4000	11429

数据来源：食品商务网 第一创业证券研究所

果葡糖浆与蔗糖用途略有差别。相对于蔗糖，果葡糖浆其产量和应用范围略小，但果葡糖浆的风味有点类似天然果汁，具有清香、爽口的感觉，另外其在 40℃ 以下时具有冷甜特性，甜度随温度的降低而升高，并有较好的吸水性，故其在饮料、面包、乳制品等食品中有较显著的优势。



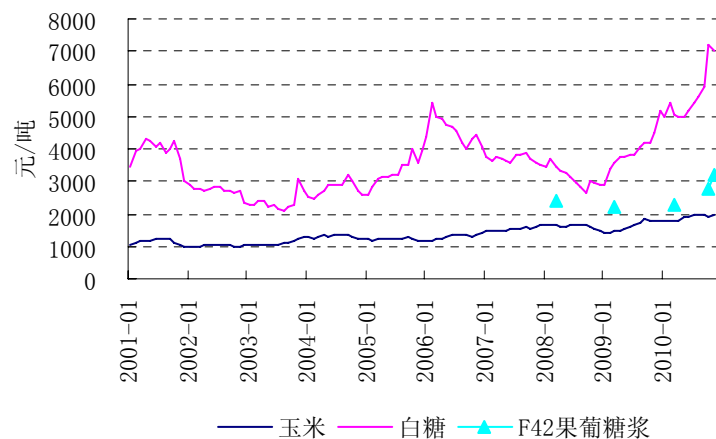
图 10: 果葡糖浆主要用于饮料



数据来源：第一创业证券研究所

果葡糖浆的价格原料玉米价格关联度较高，也与替代品白糖价格有较大关系。由于果葡糖浆的数据比较少且比较乱，为保持数据一致性，现只取河北辛集市康欣糖业有限公司在食品商务网上公布的 F42 型果葡糖浆的价格数据，与郑州粮食批发市场的现货玉米价、柳州白糖现货价进行比较，可见白糖价格波动性较大，玉米价格波动较为平稳，F42 型果葡糖浆价格与玉米价格相关性较大。

图 11: F42 果葡糖浆价格与玉米价格关联性较大



数据来源：wind 食品商务网 第一创业证券研究所

为了更准确的说明果葡糖浆与白糖之间的价格关系，现引用云南糖网上一篇《我国淀粉糖发展现状以及对食糖市场的影响》上关于果葡糖浆与蔗糖的甜度成本的图表，供参考。



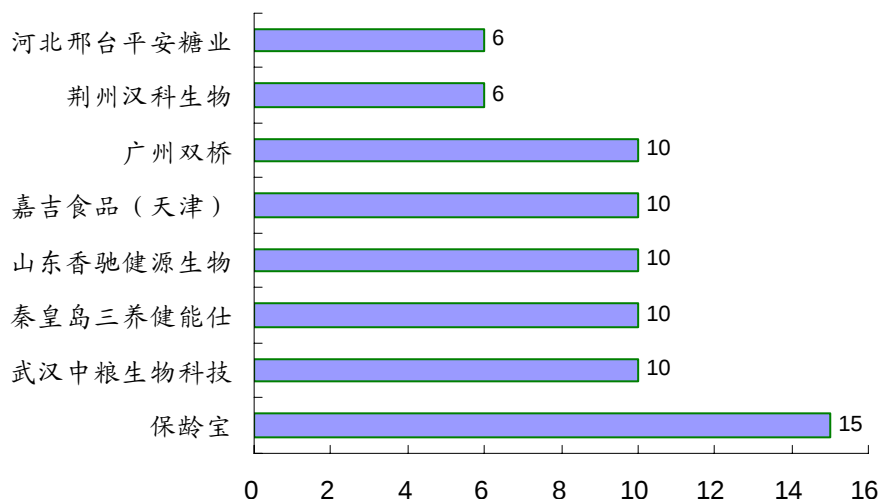
图 12: F42 型果葡糖浆与蔗糖甜度成本



数据来源: 云南糖网 《我国淀粉糖发展现状以及对食糖市场的影响》

目前, 我国果葡糖浆产能分布较为分散, 主要受运输半径 (500km) 限制, 但随着价格越来越高, 并不排除运输半径的扩大。2010 年国内果葡糖浆企业都在满负荷生产, 产量约为 150 万吨, 仅山东周边就有 40 多万吨的产量。为解决白糖的供需缺口并抑制白糖价格飙涨, 国家放松了玉米淀粉糖产能扩张的限制, 今年开建的果葡糖浆企业有武汉中粮生物科技一期的 10 万吨 2011 年投产, 二期的 10 万吨 2013 年投产。

图 13: 果葡糖浆全国产能较为分散



数据来源: 第一创业证券研究所

预计 2011 年白糖价格波动范围在 5500~6500 元/吨, 果葡糖浆的价格优势较为显著。在玉米价格微涨、果葡糖浆需求旺盛的条件下, 2011 年淀粉糖按 10% 的增长率计算, 产量可达 1000 万吨左右, 而果葡糖浆增长率约 15% 左右, 产量可达 170 多万吨。果葡糖浆可能将提价 10% 以上, 为白糖供需缺口提供重要补充。



4、行业内的上市公司

4.1、南宁糖业——审慎推荐

公司三季度主营亏损。2010年1-9月，公司实现销售收入23.2亿元，同比减少7.1%，归属母公司净利润8700万元，同比增加16.5%，对应EPS为0.30元。其中7-9月实现收入7.8亿元，归属母公司净利1100万元，对应EPS为0.05元。

公司作为上市企业中最大的制糖企业，位于白糖主产地广西，每年的白糖产量约有50~60万吨，直接受益于高糖价。广西地区2010/2011榨季甘蔗种植面积和长势整体好于上榨季。我们判断本榨季公司食糖产量将有小幅上升。2011年白糖价格预计在5500~6500元/吨之间。

然而公司为国有控股公司，机制不灵活，管理层激励不足，做好业绩的动力不足。

公司对甘蔗的收购价格缺乏弹性，公司白糖产量增速可能低于行业增速。在白糖价格较高时，民营企业为抢更多的甘蔗原料会高于保底收购价收购甘蔗，而公司的甘蔗收购价灵活性较低，导致收购数量下降，预计2010/2011榨季产糖量增速可能低于行业增速。

造纸业务表现低迷导致综合毛利率下降。甘蔗收购价格上涨导致蔗渣、浆价上升，造纸毛利率持续下降，造纸业务亏损是主营业务亏损的主要原因。公司2010年上半年纸品业务毛利率已经下降至9.0%，我们判断，3季度纸品业务毛利率出现了进一步下降。

预计2010、2011年每股收益为0.74、0.91元，目前股价对应的市盈率为27、22倍。糖价的上升带来公司业绩的提升，以及公司稳定的股息率，给予“审慎推荐”评级。

4.2、保龄宝——强烈推荐

公司三季度业绩增速加快。2010年1-9月，公司实现营业收入5.24亿元，同比增长36.7%；归属于母公司所有者净利润3465万元，同比增长12.2%，实现基本每股收益0.33元。7-9月实现营业收入1.97亿元，同比增长45.4%，归属于母公司净利润1242万元，同比增长34.9%，环比增长11.5%，每股收益0.12元。

公司上市募集项目于2010年陆续投产，推动公司产品升级，公司目前有淀粉糖、果葡糖浆、低聚异麦芽糖、赤藓糖醇、水溶性膳食纤维、低聚果糖等六个主要产品，可以分为普通淀粉糖和功能性低聚糖两大类。

淀粉糖受益于白糖供需缺口以及白糖价格高位震荡，是公司短期业绩爆发的主要贡献力量。2011年白糖价格预计在5500~6500元/吨高位震荡，淀粉糖的成本优势较为显著，果葡糖浆为白糖的最佳替代品，未来两年量价齐升应该为大概率事件。公司的7万吨淀粉糖和10万吨果葡糖浆产能正满负荷生产，预计将会进一步扩大产能。预计2010~2012年淀粉糖贡献的营业收入分别为4.3亿元、6.1亿元和7.2亿元。



公司的其他产品赤藓糖醇、水溶性膳食纤维、低聚异麦芽糖、低聚果糖为功能性保健食品的基础配料。人口老龄化、糖尿病、亚健康问题越来越突出，人们对健康饮食关注度增强，随着含益生元乳制品、无糖食品等保健食品的推广，对健康食品配料需求旺盛，将拉动公司业绩快速增长。预计 2010~2012 年功能性食品配料贡献的营业收入分别为 2.6 亿元、5.22 亿元和 7.5 亿元。

公司又获得了 19 万^m²土地使用权，并正在筹划自有品牌的终端保健食品，谋求在保健食品行业的长远发展。

我们谨慎预计 2010-2012 年 EPS 为 0.48 元、0.94 元和 1.30 元，对应 PE 为 59 倍、30 倍、22 倍，维持“强烈推荐”评级。

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

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本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计6个月内, 股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL: 0755-25832583 FAX: 0755-25831718

P.R.China: 518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China: 100140

上海市张杨路生命人寿大厦11、32楼

TEL: 021-58365919 FAX: 021-58362238

P.R.China: 200120