

食品饮料行业



爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

长期看糖价处于大周期顶部，短期看糖价将继续反弹

2010 年 12 月 29 日

投资要点：

●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。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 2010 年 11 月初 7500 元/吨左右，涨幅 168%，目前处于大周期顶部。

●11 月中下旬，我国白糖价格在美元反弹、国内提高银行存款准备金和银行存贷款利率以及国务院采取有力措施稳定消费价格总水平等综合作用下有所回调，12 月继续上涨。

●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 1 至 11 月我国累计进口白糖 164 万吨，2010 年我国食糖进口关税配额量为 194.5 万吨。白糖大量进口到国内将抑制国内白糖价格上涨。

●为了增加白糖供给量，抑制白糖快速上涨，2010 年 8 月以来国家发展改革委员会多次密集投放国家储备糖，到 12 月 22 日累计投放国家储备糖 100 万吨。

●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。国际和国内扩张性货币政策和国内白糖供不应求使 2010 年到 2011 年间国内白糖价格的重要支撑。短期看白糖价格将继续反弹。

●2010 年前三季度，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 41.99 亿元、1.13 亿元和 1.43 亿元，同比分别增长 0.6%、-38.6%和-13.3%。营业利润和净利润下降的主要原因是纸张价格波动对龙头公司南宁糖业利用甘蔗渣造纸业务营业利润影响比较大。

●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。

白糖行业评级 强于大市 (维持)

动态市盈率: 47.47
市净率: 3.28

行业表现



评价周期	1 个月	6 个月	12 个月
行业涨跌(%)	1.3%	31.7%	5.8%
大盘涨跌(%)	-4.8%	7.8%	-14.3%

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	0.82
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 10 月 18 日研究报告《白糖价格大涨后面临回调风险，但仍将维持强势》

请务必阅读正文之后的重要声明

一、2009 年初以来我国白糖价格大幅上涨了 168%，目前处于大周期顶部

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。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 2010 年 11 月初 7500 元/吨左右，涨幅 168%。11 月中下旬，我国白糖价格在美元反弹、国内提高银行存款准备金和银行存贷款利率以及国务院采取有力措施稳定消费价格总水平等综合作用下有所回调，12 月继续上涨。

图 1：2006 年初到 2010 年 12 月中旬中国食糖现货价格指数（元/吨）



资料来源：云南糖网

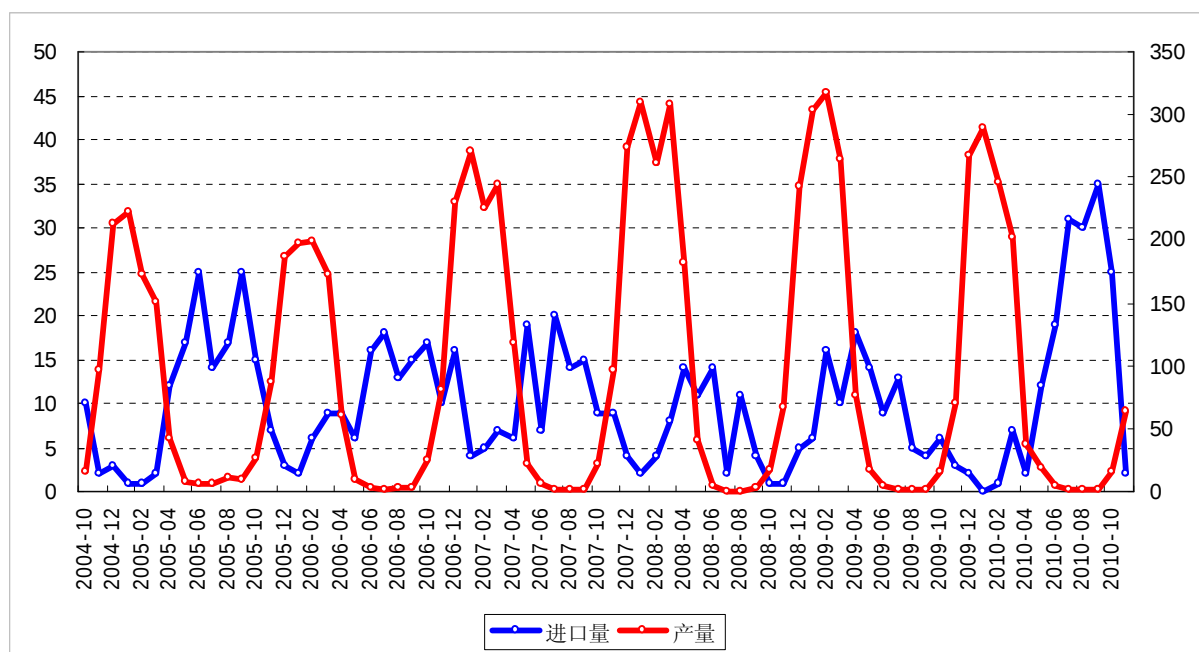
中国食糖现货价格指数(简称 CSI)选取国标 GB317-2006 一级白砂糖(含甘蔗糖、甜菜糖)为样本，采集国内 28 个省(直辖市)的 33 个食糖主要产销区每天的现货价格(该 33 个地区占全国食糖产、销量的 90%以上)，加权平均后每天生成全国食糖价格动态点阵指数图。每个地区的权重系数根据该地区的产、销量和其他因素科学、合理分配。

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，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。2009/2010 榨季，国内食糖供应缺口将达到 200 万吨以上。2010/2011 榨季全国糖料播种面积同比增加 3%左右，但是播种面积增加并不代表产量也会相应增加，因为今年春季北方天气异常，南方春季干旱，夏季出现洪涝灾害，食糖产量受自然灾害影响比较大。

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。2010 年到目前为止，美国、欧洲、日本等主要资本主义国家经济复苏疲弱。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 11 月末增长到了 71.03 万亿元，增幅为 49.54%，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。

图 2：2004 年 10 月-2010 年 11 月我国白糖产量和进口量（万吨）

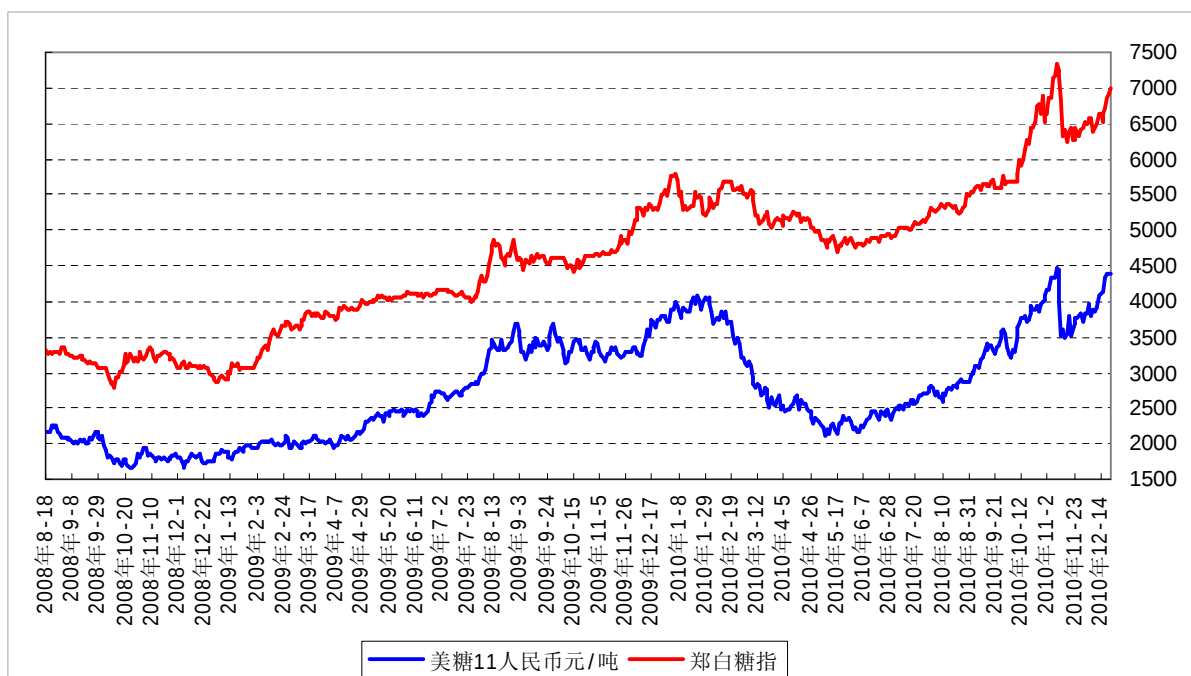


资料来源：国家统计局、中国海关

三、短期看白糖价格将继续反弹

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。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价格优势。

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

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。2010 年 1 至 11 月我国

累计进口白糖 164 万吨，2010 年我国食糖进口关税配额量为 194.5 万吨。白糖大量进口到国内将抑制国内白糖价格上涨。

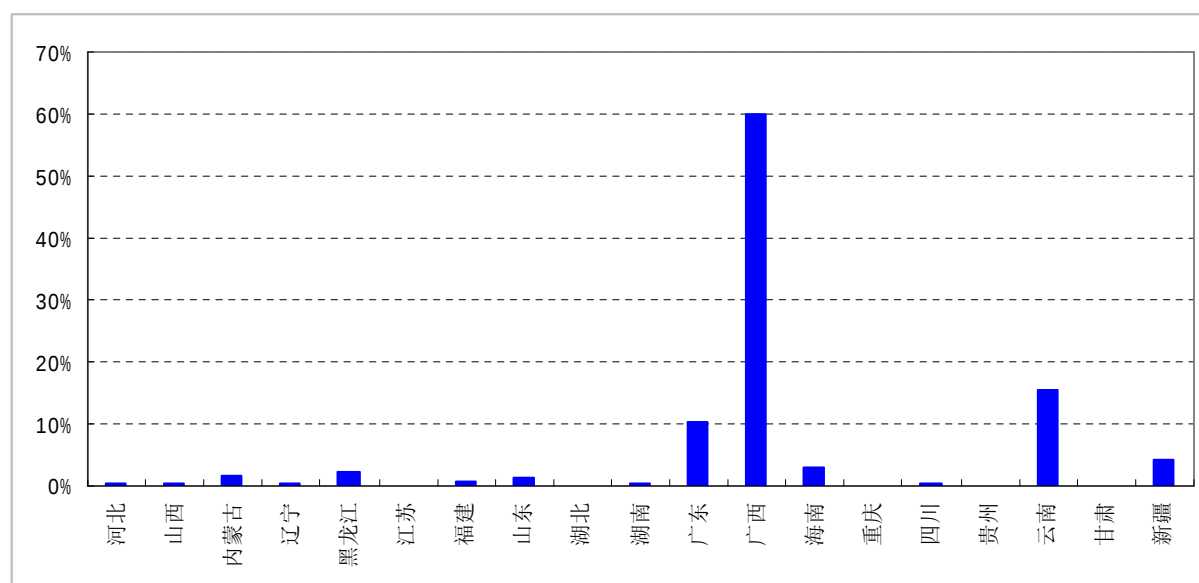
为了增加白糖供给量，抑制白糖快速上涨，2010 年 8 月以来国家发展改革委员会多次密集投放国家储备糖，于 8 月 12 日投放第七批国家储备糖，数量 15 万吨，竞卖底价为 4000 元/吨（仓库提货价）；于 9 月 9 日投放第八批国家储备糖，数量 24 万吨，竞卖底价为 4000 元/吨（仓库提货价）。于 10 月 22 日投放新榨季第一批国家储备糖，数量 21 万吨，竞卖底价为 4000 元/吨（仓库提货价）；于 11 月 22 日投放新榨季第二批国家储备糖，数量 20 万吨，竞卖底价为 4000 元/吨（仓库提货价）；于 12 月 22 日投放第三批国家储备糖，数量 20 万吨，竞卖底价为 4000 元 / 吨（仓库提货价）。

但是，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。白糖价格在被国际和国内投机资金大幅拉高以后，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。国际和国内扩张性货币政策和国内白糖供不应求将是 2010 年到 2011 年间国内白糖价格的重要支撑。

四、我国制糖行业上市公司经营规模和盈利水平比较

我国白糖产量 60% 左右来自广西自治区。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与白糖销售价格联动。甘蔗收购指导价格与白糖销售价格联动以后，制糖公司自有甘蔗基地面积和甘蔗压榨规模对公司盈利水平有重要影响，对行业龙头公司有利。

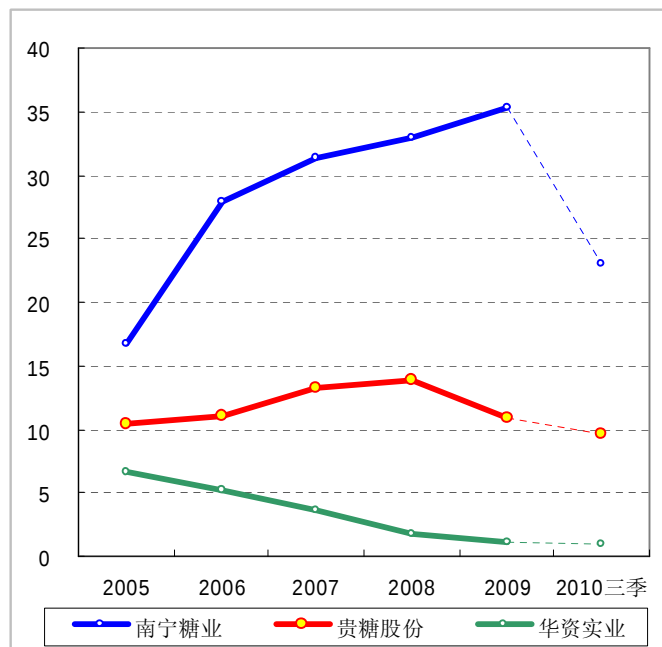
图 4：2004 年 10 月-2010 年 10 月各地白糖累计产量占同期全国累计产量比例



资料来源：国家统计局

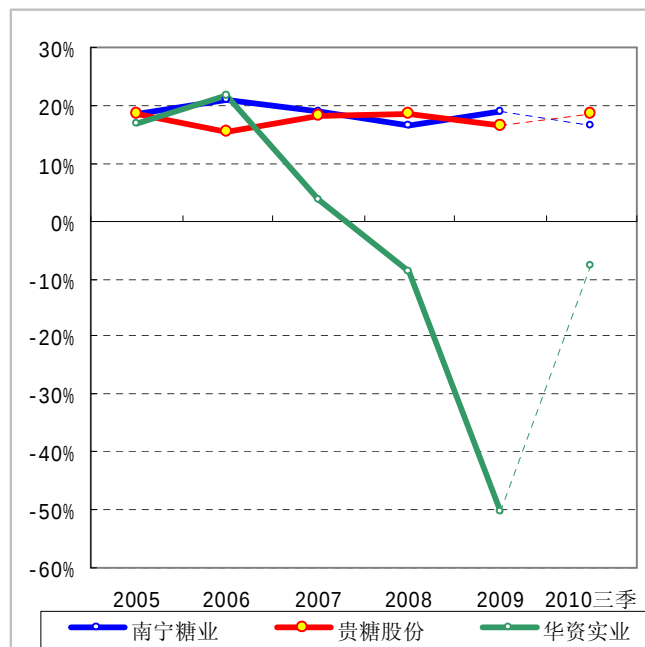
目前，我国制糖业上市公司有南宁糖业、贵糖股份、华资实业、中粮屯河、保龄宝、ST 甘化等 6 家公司。南宁糖业是我国甘蔗制糖行业龙头公司，公司白糖年产量 50 万吨左右，占我国白糖年产量将近 5%。中粮屯河甜菜糖年产量 30 万吨左右，占我国甜菜糖年产量的 40% 左右。贵糖股份、华资实业和 ST 甘化经营规模和盈利水平相对较小。保龄宝主要利用麦芽生产低聚糖，与机制白糖生产不同。

图 5：三家制糖公司营业收入比较（亿元）



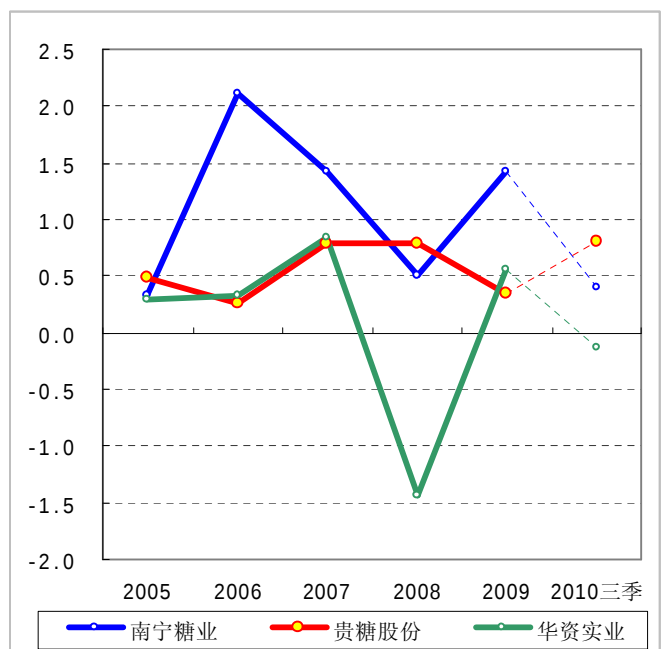
资料来源：公司公告

图 6：三家制糖公司毛利率比较（%）



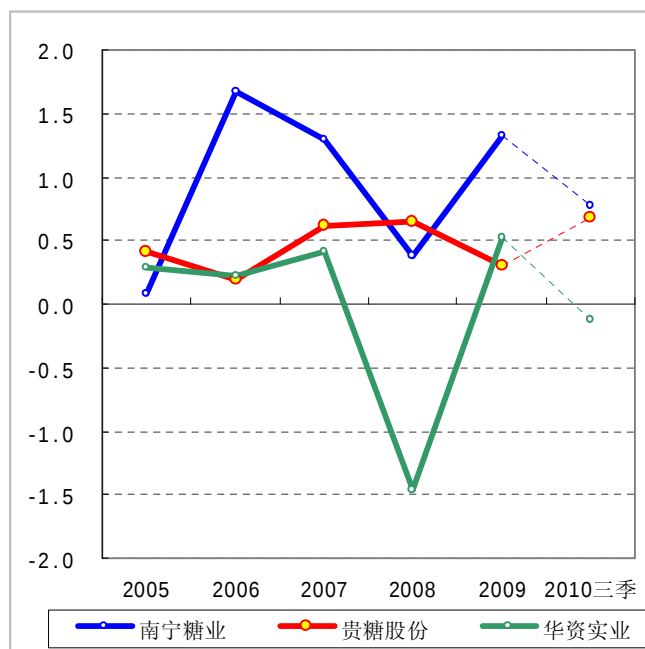
资料来源：公司公告

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

我国甘蔗制糖行业龙头公司南宁糖业与农民签订甘蔗种植协议 100 万亩左右，营业收入持续多年稳定增长，毛利率多年稳定在 20% 左右，基本上反映了我国甘蔗制糖行业的总体发展状况，但是公司利用蔗糖压榨副产品甘蔗渣造纸，纸张价格波动对南宁糖业营业利润和净利润比较大。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，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 年前三季度，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 41.99 亿元、1.13 亿元和 1.43 亿元，同比分别增长 0.6%、-38.6%和-13.3%，营业收入略有上升，但是营业利润和净利润下降较多。营业利润和净利润下降的主要原因是龙头公司南宁糖业利用蔗糖压榨副产品甘蔗渣造纸，纸张价格波动对南宁糖业营业利润和净利润比较大。

2011 年，我国 5 家制糖行业上市公司（除中粮屯河外）营业收入、营业利润和净利润预计同比分别增长 15%左右。

五、行业投资建议和评级

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，目前处于大周期顶部。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。国际和国内扩张性货币政策和国内白糖供不应求 2010 年到 2011 年间国内白糖价格的重要支撑。短期看白糖价格将继续反弹。南宁糖业是我国甘蔗制糖行业龙头公司，毛利率多年稳定在 20%左右，基本上反映了我国甘蔗制糖行业的总体发展状况，但是公司利用蔗糖压榨副产品甘蔗渣造纸，纸张价格波动对南宁糖业营业利润和净利润比较大。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	12 月 28 日 股价	EPS(元)			PE			最新评级
				2008	2009	2010E	2008	2009	2010E	
000911	南宁糖业	制糖	22.22	0.09	0.43	0.82	246.9	51.7	27.1	推荐
000833	贵糖股份	制糖	11.77	0.22	0.10	0.37	53.5	117.7	31.8	推荐
600191	华资实业	制糖	6.73	-0.30	0.11	0.01	-	61.2	673.0	中性
000576	ST 甘化	制糖	7.08	-0.15	0.04	-0.01	-	177.0	-	中性
002286	保龄宝	制糖	25.71	0.75	0.59	0.69	34.3	43.6	37.3	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。