

**南宁糖业 (000911)**
**推荐**
**行业：其他农产品加工**

## 轻装上阵，专注食糖主业

**事件：**公司公布 2013 年年报。全年实现营收 44.0 亿元 (+32.8%)，归属母公司净利润为 4937 元 (同比扭亏)，对应 EPS 0.17 元，其中扣非净利润-2.60 亿元；10-12 月实现营收 14.9 亿元 (+54.1%)，归属于母公司净利润 1.95 亿元 (同比扭亏)，对应 EPS 0.58 元。因此，公司的利润主要来自造纸资产剥离带来的营业外收入，基本符合预期。

### 投资要点：

✧ **受累糖价下跌，制糖业务亏损严重。**12-13、13-14 两个榨季国内外甘蔗连续丰产，加之进口糖成本较低，与国内糖价价差一度在 1000 元/吨以上，因此 13 年以来国内的糖价从年初的 6100 元/吨持续下滑至年末的 4900 元/吨。13 年公司销售食糖 71.4 万吨，预计亏损 200 元左右，大幅拖累主营业绩；

✧ **机制纸业务逐步剥离，有利于公司轻装上阵。**今年以来公司积极剥离持续亏损的造纸业务，当前只剩下规模较小的美恒纸业及其它纸制品企业，同时公司对部分资产计提了 4102 万元的减值准备，进一步减轻未来发展的负担，公司正逐步回归成为纯糖业股；

✧ **下一步：做大食糖产业、伺机进入商业地产开发。**根据公司的发展战略，下一步公司大力推进蔗区土地整合，创建高产高糖糖料蔗生产基地，从原料端和制造成本端降费用；此外，利用机会和相关政策积极参与南宁市的旧城改造项目建设，借机跨行业进入第三产业开发，以此作为公司新的经济增长点；

✧ **糖价逐步回升，公司盈利弹性最大。**对应当前广西南宁 4675 元/吨的现货价，目前配额外的进口糖已无盈利空间。因此，若巴西的原糖出口价格不进一步下调，则国内食糖价格可逐步回升至盈亏平衡线 5100 元/吨附近。其中，本轮糖价的低点可能出现在 3 月份。我们预期，3 月国内的甘蔗将基本收榨完毕，并且国际市场对 14-15 榨季巴西的食糖产量的一致预期将出现，届时糖价的利空因素将一一兑现，从而有望迎来大周期的向上拐点。公司拥有 60 万吨左右的食糖产量，业绩弹性为行业最大；

✧ **“推荐”评级，有望迎来中期级别的投资机会。**

(1) 暂不考虑旧城改造项目，假设 14/15 年的食糖销量分别为 62/65 万吨，则预计实现归属公司的净利润分别为 17/212 百万元，对应 EPS 为 0.06/0.74 元，折合当前股价 PE 为 120/9 倍，业绩弹性明显；

(2) 随着糖价触底回升，有望迎来中期级别的投资机会，公司作为最为受益程度最大的上市公司，并且也可能受益于东盟自贸区升级及南宁市国资委推进的国企改革进程，维持“推荐”评级，目标价 7.40~10.80 元 (对应 2015 年 EPS 为 10~15 倍 PE)；

✧ **风险提示：**糖价回升不及预期；财务费用及管理费用过高。

### 主要财务指标

单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	4399	3153	3493	3709
收入同比(%)	33%	-28%	11%	6%
归属母公司净利润	49	17	212	171
净利润同比(%)	-84%	-66%	1178%	-19%
毛利率(%)	13.1%	16.8%	23.1%	21.1%
ROE(%)	3.7%	1.2%	13.5%	9.8%
每股收益(元)	0.17	0.06	0.74	0.60
P/E	40.41	120.24	9.41	11.66
P/B	1.48	1.46	1.27	1.14
EV/EBITDA	18	13	7	8

资料来源：中国中投证券研究总部

请务必阅读正文之后的免责条款部分

### 作者

署名：观富钦

S0960513070003

0755-82026831

guanfuqin@china-invs.cn

**6 - 12 个月目标价：** 10.20

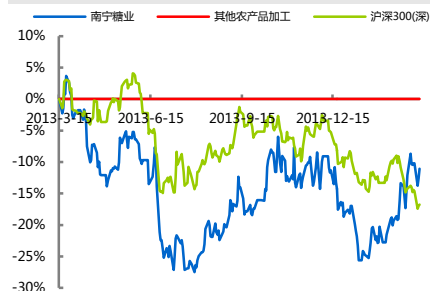
当前股价： 6.96

评级调整： 维持

### 基本资料

总股本(百万股)	287
流通股本(百万股)	287
总市值(亿元)	20
流通市值(亿元)	20
成交量(百万股)	2.57
成交额(百万元)	17.86

### 股价表现



### 相关报告

《食糖行业：糖价筑底，关注大周期拐点降临》2014-2-22

《南宁糖业-糖价回升受益最大，改革推动锦上添花》2013-11-25

**糖价已在底部，反弹力度需看原油价格、巴西天气、汇率、国内收储政策，预期糖价缓慢回升。**在当前经济环境不变的假设下，由于高库存的压制，我们预计糖价将缓慢回升，期间需密切关注天气、原油、汇率、国内政策变化等因素对糖价的干扰。

（1）天气：2 月以来外糖持续反弹主要受巴西持续干旱的影响。若未能得到有效缓解，则将进一步利好国内外的糖价反弹；

（2）原油：巴西国内的乙醇销售量主要受原油价格的影响，若原油价格走高则利好糖价。一般来说，若乙醇价格/原油价格低于 67%，则乙醇的生产积极性将提升，同时亦将提振糖价。1 月巴西糖协的数据显示，该比例为 67.3%，为正常水平；

（3）汇率：国际糖价以美元结算，若巴西货币雷亚尔持续贬值，将打击糖价进一步走低；

（4）国内扶持政策：由于国内糖企已持续亏损，当前对于行业政策修订的呼声很高，包括直补政策、修订配额关税等；

**图 1 2004 年以来，南宁食糖的现货价格走势（3 月 13 日报价 4675 元/吨）**



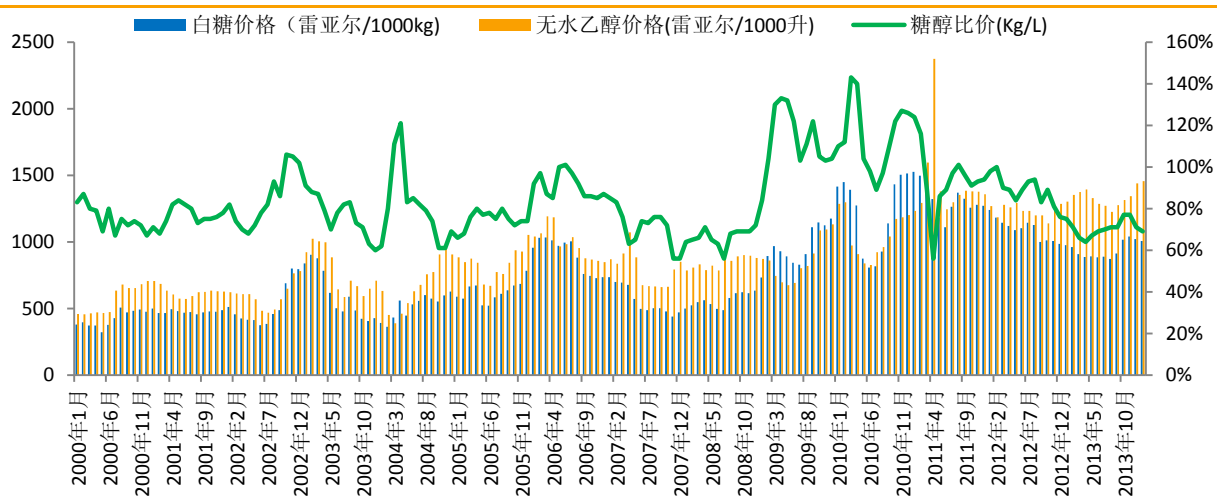
资料来源：Wind、中投证券研究所

图 2 2004 年以来，11 号糖主力合约的收盘价走势（2 月以来持续反弹，3 月 13 日收盘价 17.73 美分/磅）



资料来源：Wind、中投证券研究所

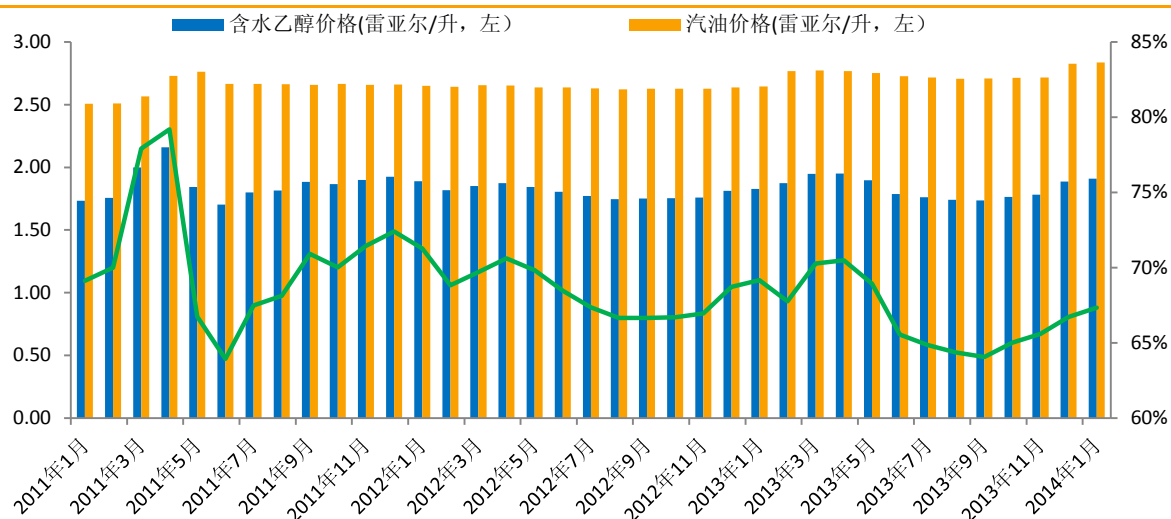
图 3 巴西国内的糖醇比<sup>1</sup>持续回落至 0.69，显示糖厂生产乙醇的意愿较高（2000 年以来的均值为 0.84）



资料来源：UNICA、中投证券研究所

<sup>1</sup> 糖醇比近 10 年的均值为 0.84，低于均值显示食糖生产意愿不强。

**图 4 巴西国内的含水乙醇价格/汽油价格为 0.67，属正常水平**



资料来源：UNICA、中投证券研究所

**图 5 12 年以来，巴西货币雷亚尔对美元持续贬值**



资料来源：Wind、中投证券研究所

**附：财务预测表**
**资产负债表**

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>流动资产</b>	4171	2536	2899	3242
现金	1419	1586	1926	2239
应收账款	552	194	217	232
其它应收款	364	48	48	48
预付账款	169	150	150	150
存货	258	261	187	204
其他	1410	297	371	370
<b>非流动资产</b>	1609	1524	1415	1305
长期投资	14	27	26	26
固定资产	1381	1311	1201	1088
无形资产	107	110	113	116
其他	107	76	75	75
<b>资产总计</b>	5780	4060	4314	4547
<b>流动负债</b>	3290	1811	1840	1892
短期借款	2036	1000	1000	1000
应付账款	717	393	403	439
其他	537	418	438	453
<b>非流动负债</b>	1012	754	754	754
长期借款	0	200	200	200
其他	1012	554	554	554
<b>负债合计</b>	4302	2565	2594	2646
少数股东权益	132	133	145	155
股本	287	287	287	287
资本公积	1021	1021	1021	1021
留存收益	39	56	268	439
归属母公司股东权益	1346	1363	1575	1746
<b>负债和股东权益</b>	5780	4060	4314	4547

**现金流量表**

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>经营活动现金流</b>	791	1051	460	423
净利润	68	18	225	181
折旧摊销	213	136	138	141
财务费用	224	111	82	76
投资损失	4	-110	0	0
营运资金变动	495	1026	13	26
其它	-214	-130	2	-1
<b>投资活动现金流</b>	135	104	-30	-30
资本支出	38	6	25	25
长期投资	0	-0	0	-0
其他	173	110	-5	-5
<b>筹资活动现金流</b>	-1387	-987	-89	-80
短期借款	-1151	-1036	0	0
长期借款	0	200	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	221	0	0	0
其他	-457	-151	-89	-80
<b>现金净增加额</b>	-461	167	340	312

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

**利润表**

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	4399	3153	3493	3709
营业成本	3824	2623	2685	2928
营业税金及附加	30	27	27	30
营业费用	85	76	70	70
管理费用	447	410	384	408
财务费用	224	111	82	76
资产减值损失	41	2	1	1
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-4	110	0	0
<b>营业利润</b>	-256	15	245	196
营业外收入	372	10	10	10
营业外支出	5	5	5	5
<b>利润总额</b>	110	20	250	201
所得税	42	2	25	20
<b>净利润</b>	68	18	225	181
少数股东损益	19	1	12	10
<b>归属母公司净利润</b>	49	17	212	171
EBITDA	181	262	465	413
EPS (元)	0.17	0.06	0.74	0.60

**主要财务比率**

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
<b>成长能力</b>				
营业收入	32.8%	-28.3%	10.8%	6.2%
营业利润	-167.1	-94.3%	1584.1	-19.7%
归属于母公司净利润	-84.1%	-66.4%	1178.4	-19.3%
<b>获利能力</b>				
毛利率	13.1%	16.8%	23.1%	21.1%
净利率	1.1%	0.5%	6.1%	4.6%
ROE	3.7%	1.2%	13.5%	9.8%
ROIC	-0.8%	7.1%	20.0%	18.3%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	74.4%	63.2%	60.1%	58.2%
净负债比率	48.61	46.79	46.26	45.35
流动比率	1.27	1.40	1.58	1.71
速动比率	1.19	1.26	1.47	1.61
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.76	0.64	0.83	0.84
应收账款周转率	11	8	15	15
应付账款周转率	6.94	4.73	6.74	6.96
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.17	0.06	0.74	0.60
每股经营现金流(最新摊薄)	2.76	3.67	1.60	1.47
每股净资产(最新摊薄)	4.70	4.75	5.49	6.09
<b>估值比率</b>				
P/E	40.41	120.24	9.41	11.66
P/B	1.48	1.46	1.27	1.14
EV/EBITDA	18	13	7	8

## 相关报告

报告日期	报告标题
2014-2-22	《食糖行业：糖价筑底，关注大周期拐点降临》
2013-11-25	《南宁糖业-糖价回升受益最大，改革推动锦上添花》
2013-11-13	《食糖行业调研报告：已过低点，于艰难中前行》
2013-10-14	《食糖行业：拐点已近，布局当时》

## 投资评级定义

### 公司评级

强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上  
推 荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间  
中 性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于+10%之间  
回 避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

### 行业评级

看 好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上  
中 性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平  
看 淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

## 研究团队简介

观富钦,农林牧渔行业分析师，中山大学信息与计算科学理学学士、财务与投资系管理学硕士。

## 免责声明

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中国中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

## 中国中投证券有限责任公司研究总部

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：( 0755 ) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：( 010 ) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编：200041 传真：( 021 ) 62171434