

2014年03月17日

证券研究报告·公司研究·农林牧渔

无评级(-)

当前价: 7.85元



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

南宁糖业(000911) 2013年年报点评

营业外收入助公司扭亏为盈

投资要点

- 2013年公司实现营业收入439,900万元,较上年同期增加了32.83%,归属于上市公司股东的净利润4,937万元,较上年同期增加了115.91%,扣除非经常性损益的净利润为-26,004万元,较上年同期增加了17.13%,实现基本每股收益0.17元,不分配不转增。
- 优化产业结构,加大机制糖生产同时减少纸制品。2013年,公司关停了制糖造纸厂造纸生产线、美时纸业、整体出租天然纸业,处置了蒲庙造纸厂资产,实施了美恒安兴纸业公司转产口杯原纸,使长期亏损的纸制品的产量下降,盈利有所改善;在减少纸制品生产的同时,公司加大制糖业生产规模:2013年实际生产机制糖65.27万吨,同比增长29.07%;机制纸(母公司)0.9万吨,同比下降81.92%;机制浆13.34万吨,同比增长42.98%;酒精0.94万吨,同比增长23.68%。2013年制糖业库存9.29万吨,公司全年实现糖业销售71.36万吨,同比增长71.25%,年终库存2.72万吨,同比大幅减少70.69%。
- 公司改变销售政策,加快去库存:公司2013年改变销售政策,采取顺价销售政策,增加赊销比例,加快机制糖的销售,全年销售机制糖71.36万吨,同比增长71.25%;机制糖库存由2012年末9.29万吨降至2013年末2.72万吨;由于公司加大机制糖的赊销比例,导致应收账款同比增加160.71%至5.81亿元,公司销售政策改变充分表明公司对2014年上半年糖价走势不乐观,我们认为:糖价短期无法反转,2014年低位震荡筑底概率较大。
- 营业外收入大幅增加助公司扭亏:2013年企业扭亏为盈,实现净利润4,937.12万元,但是企业扣除非经常性损益后的净利润为-26,004.48万元,企业非经常性损益对2013年净利润贡献了30,941.60万元,非流动资产处置(包括已计提资产减值准备的冲销部分)实现营业外收入26,643.84万元,政府补助5,585.81万元。
- 三项费用率不断增加,企业成本压力增大:自2006年企业期间费用率不断提升,2006年企业的期间费用率为12.68%,而2012年则上升至20.05%,虽然2013年企业期间费用率略有降低,但仍处于较高水平17.19%。
- 盈利预测及评级:预计公司2013-2014年EPS分别为0.04元、0.16元。
- 风险提示:糖价大幅波动、严重自然灾害。

指标年度	2012	2013	2014E	2015E
营业收入(百万元)	3311.71	4399.00	4051.03	4630.40
增长率	-21.59%	32.83%	-7.91%	14.30%
归属母公司净利润(百万元)	-310.31	49.37	11.39	44.95
增长率	-460.49%	115.91%	-76.94%	294.76%
每股收益EPS(元)	-1.08	0.17	0.04	0.16
净资产收益率ROE	6.08%	3.67%	0.84%	3.20%
PE	-7.25	45.58	197.62	50.06
PB	2.09	1.67	1.66	1.60

数据来源:西南证券

西南证券研究发展中心

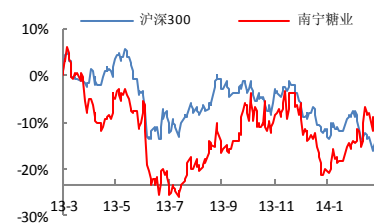
分析师:梁从勇

执业证号:S1250511110003

电话:010-57631180

邮箱:lcyong@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源:西南证券

基础数据

总股本(亿股)	2.87
流通A股(亿股)	2.87
52周内股价区间(元)	5.63-8.2
总市值(亿元)	22.50
总资产(亿元)	57.80
每股净资产(元)	4.70

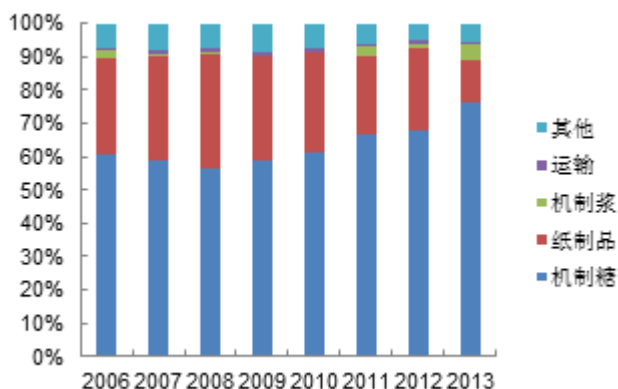
相关研究

➤ “稳糖调纸”，推进产业结构优化升级

基于公司未来发展规划及发展目标，公司在“十二五”规划期间重点进行产业结构的优化升级，以“稳糖调纸”为战略目标，不断加大优势产业——制糖业的发展，逐渐缩小相对劣势产业——制纸业的生产规模。2013 年，公司关停了制糖造纸厂造纸生产线、美时纸业，整体出租天然纸业，处置了蒲庙造纸厂资产，实施了美恒安兴纸业公司转产口杯原纸、糖纸加工分公司增加小包装糖业务等结构调整，使纸制品业务盈利上升。

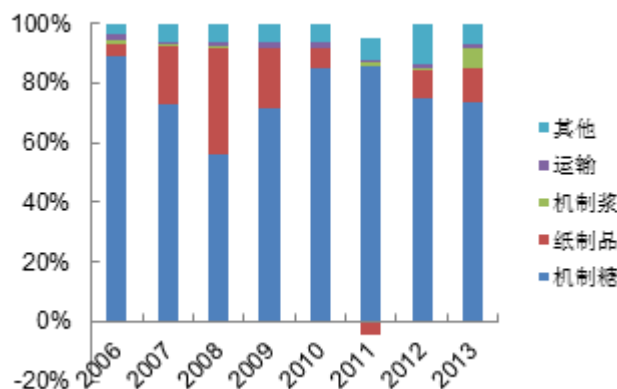
2013 年公司实现营业收入 4,399,004,527.27 元，同比增长 32.83%，这主要是因为虽然 2013 年公司主要产品白砂糖售价与 2012 年相比下降，但销量的大幅增加导致营业收入增加，机制糖销量增幅达 71.25%。公司以机制糖和纸制品为主营业务，这两者之和占主营业务收入的 90%左右。其中，2013 年主营业务收入中，机制糖占 76.39%，纸制品占 12.35%，2013 年毛利中机制糖占 71.35%，纸制品占 10.76%。

图 1：营业收入构成变化趋势



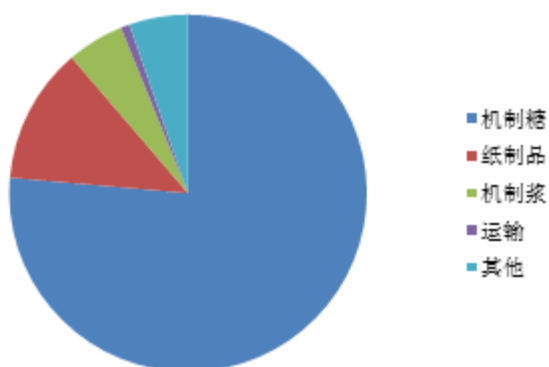
数据来源：WIND、西南证券

图 2：毛利构成变化趋势



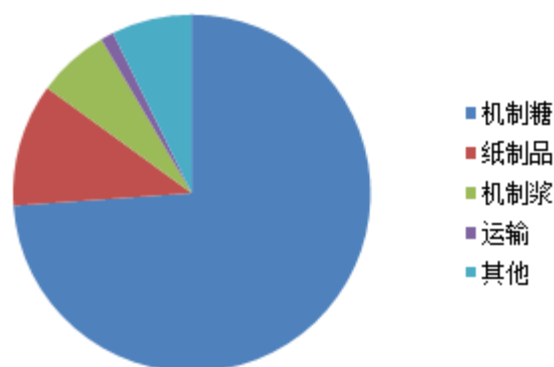
数据来源：WIND、西南证券

图 3：2013 年营业收入构成



数据来源：WIND、西南证券

图 4：2013 年毛利构成

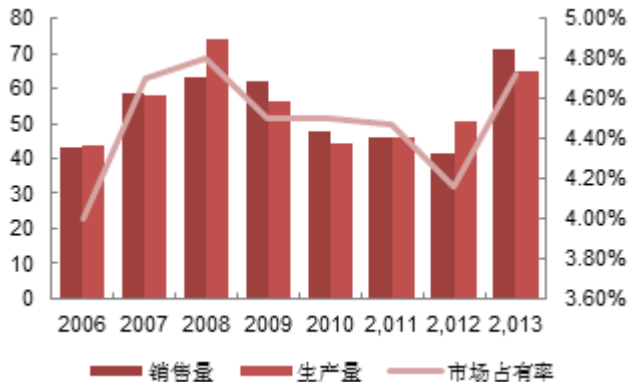


数据来源：WIND、西南证券

➤ 在减少纸制品生产的同时，公司加大制糖业生产规模

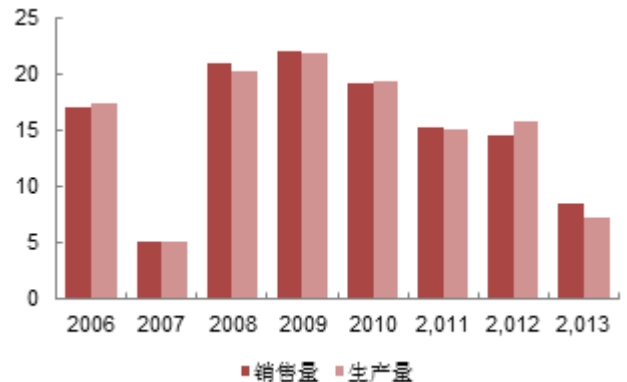
2013 年实际生产机制糖 65.27 万吨，同比增长 29.07%；机制纸（母公司）0.9 万吨，同比下降 81.92%；机制浆 13.34 万吨，同比增长 42.98%；酒精 0.94 万吨，同比增长 23.68%。2013 年制糖业库存 9.29 万吨，公司全年实现糖业销售 71.36 万吨，同比增长 71.25%，年终库存 2.72 万吨，同比大幅减少 70.69%。

图 5：机制糖产销量及市场占有率（万吨/%）



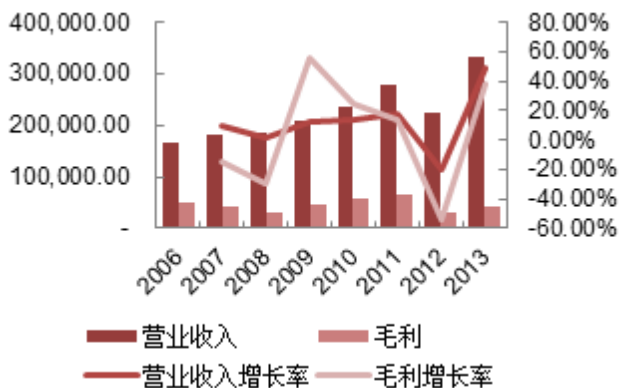
数据来源：公司年报、西南证券

图 6：纸制品产销量（万吨）



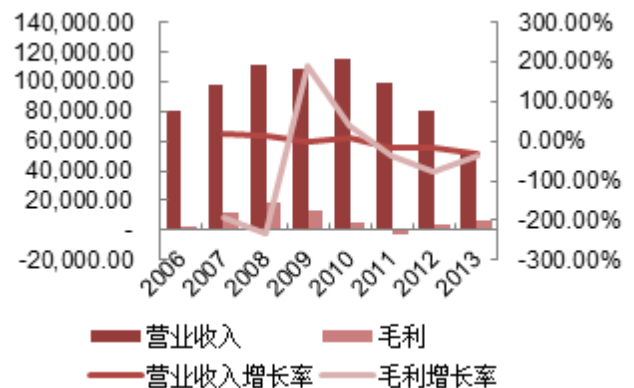
数据来源：公司年报、西南证券

图 7：机制糖业务变动趋势



数据来源：WIND、西南证券

图 8：纸制品业务变动趋势



数据来源：WIND、西南证券

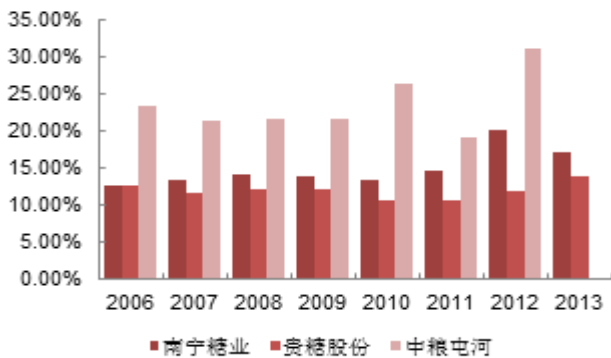
➤ 期间费用率不断增加，企业成本压力大

自 2006 年企业期间费用率不断提升，2006 年企业的期间费用率为 12.68%，而 2012 年则上升至 20.05%，虽然 2013 年企业期间费用率略有降低，但仍处于较高水平 17.19%，且远高于贵糖股份（000833）2013 年的期间费用率 13.78%，这说明企业的成本压力较大，这也是造成企业虽毛利水平较高但扣除非经常性损益后亏损的主要原因。

公司 2013 年三项费用达 75,628.10 万元。具体来看，2006 年至 2013 年，销售费用经历了两个周期：2006 年—2009 年，2010 年—2013 年，自 2010 年以来，销售费用增长率也在缓慢增长，显示出企业销售费用规模在不断扩大，2013 年企业销售费用达 8525.99 万元；企业管理费用自 2006 年以来不断增长，由 2006 年的 25059.42 万元增加至 2013 年的 44,727.06 万元，年复合增长率 8.63%，管理费用增长率自 2010 年下降至 2012 年，随后于

2013 年上升至 12.08%，这主要是因为 2013 年蒲庙造纸厂计提职工安置费用所致；财务费用自 2010 年以来不断增长，这主要是因为企业不断扩大借款规模造成的，2013 年企业财务费用达 22375.05 万元，财务费用增长率自 2010 年以来呈现出震动上升的趋势，2013 年达 11.00%。

图 9：南宁糖业及可比公司期间费用率变化趋势



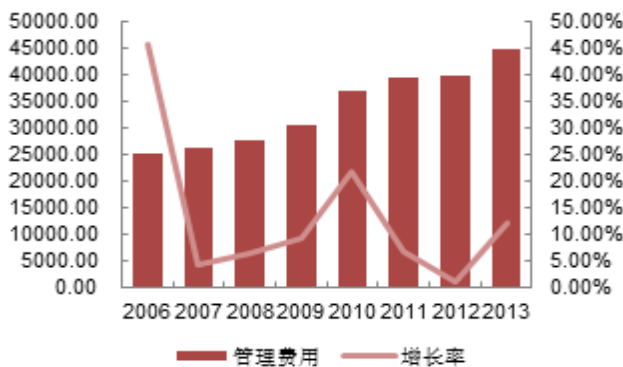
数据来源：WIND、西南证券

图 10：销售费用变化趋势（万元/%）



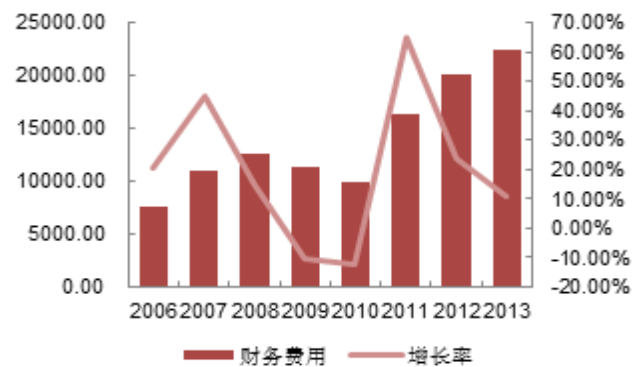
数据来源：WIND、西南证券

图 11：管理费用变化趋势



数据来源：WIND、西南证券

图 12：财务费用变化趋势



数据来源：WIND、西南证券

➤ 挂牌出售蒲庙造纸厂，将对盈利产生 8000 万元影响

为减少经营亏损，实现公司资产的保值和增值，公司于 2013 年 10 月审议通过挂牌出售蒲庙造纸厂的决议。蒲庙造纸厂主营漂白蔗渣浆、食用酒精，现拥有年产 9.8 万吨漂白蔗渣浆生产线一条及年产 2.5 万吨酒精生产线一条。以 2013 年 8 月 31 日为评估基准日，蒲庙造纸厂的固定资产、在建工程、工程物资和土地使用权在评估基准日的账面价值为 48,179.39 万元，评估价值为 60,133.93 万元，评估值比账面值增值 11,954.54 万元，增值率 24.81%。2013 年 12 月 8 日，南宁统一资产管理有限责任公司（公司关联方）以 69,148 万元的价格竞拍获得蒲庙造纸厂资产的受让权，此次出售资产使南宁糖业合并报表归属于母公司所有者的净利润增加约 8,000 万元。此次出售之后，南宁糖业将彻底退出蔗渣制浆产业，以制糖产业（年产糖约 60 万吨）为主业，仅保留部分纯造纸产能：公司控股子公司南宁美恒安兴纸业有限公司年产口杯纸（文化纸）1.5 万吨；公司控股子公司广西侨旺纸模制品有限责任公司纸模餐具年产能 5000 吨左右。

附录：财务预测表（单位：百万元）

资产负债表					主要财务比率				
单位：百万元	2012	2013	2014E	2015E	单位：百万元	2012	2013	2014E	2015E
货币资金	1818.85	1125.22	810.21	926.08	营业收入	3311.71	4399.00	4051.03	4630.40
应收和预付款项	676.44	1581.96	1357.77	1332.13	增长率(%)	-21.59	32.83	-7.91	14.30
存货	666.44	258.26	573.92	373.99	归属母公司股东净利润	-310.31	49.37	11.39	44.95
其他流动资产	47.20	911.99	911.99	911.99	增长率(%)	-460.49	115.91	-76.94	294.76
长期股权投资	18.37	13.68	13.68	13.68	每股收益(EPS)	-1.08	0.17	0.04	0.16
投资性房地产	3.62	8.92	7.94	6.96	每股经营现金流	-0.74	3.51	-0.28	2.17
固定资产和在建工程	2284.31	1409.74	1275.82	1141.50	销售毛利率	0.17	0.13	0.15	0.15
无形资产和开发支出	211.86	106.99	164.04	219.58	销售净利率	0.01	0.02	0.00	0.01
其他非流动资产	25.36	27.56	25.18	22.80	净资产收益率(ROE)	6.08%	3.67%	0.84%	3.20%
资产总计	5752.45	5444.33	5140.55	4948.72	投入资本回报率(ROIC)	4.33%	-1.46%	2.25%	2.35%
短期借款	3186.60	2036.00	1997.07	1628.86	市盈率(P/E)	-7.25	45.58	197.62	50.06
应付和预收款项	501.48	855.44	637.57	776.07	市净率(P/B)	2.09	1.67	1.66	1.60
长期借款	531.10	532.15	532.15	532.15	利润表				
其他负债	340.59	542.78	486.20	486.20	单位：百万元	2012	2013	2014E	2015E
负债合计	4559.77	3966.37	3652.99	3423.29	营业收入	3311.71	4399.00	4051.03	4630.40
股本	286.64	286.64	286.64	286.64	减：营业成本	2895.47	3824.09	3441.46	3920.06
资本公积	800.05	1020.70	1020.70	1020.70	营业税金及附加	34.57	29.84	27.48	31.41
留存收益	-10.45	38.92	50.30	95.25	营业费用	63.32	85.26	70.00	80.01
归属母公司股东权益	1076.23	1346.26	1357.64	1402.59	管理费用	399.06	447.27	384.85	444.52
少数股东权益	116.44	131.71	129.91	122.84	财务费用	201.58	223.75	132.62	123.10
股东权益合计	1192.68	1477.96	1487.56	1525.44	资产减值损失	98.99	41.03	41.03	41.03
负债和股东权益合计	5752.45	5444.33	5140.55	4948.72	加：投资收益	-0.61	-4.15	0.00	0.00
					公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
					其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
					营业利润	-381.89	-256.38	-46.41	-9.72
					加：其他非经营损益	3.99	366.66	56.00	56.00
现金流量表					利润总额	-377.90	110.27	9.59	46.28
单位：百万元	2012	2013	2014E	2015E	减：所得税	-47.59	42.28	0.00	8.40
经营性现金净流量	-210.75	1005.04	-79.53	622.85	净利润	-330.31	67.99	9.59	37.88
投资性现金净流量	-193.63	1055.64	-64.57	-16.40	减：少数股东损益	-20.00	18.62	-1.79	-7.07
筹资性现金净流量	4946.19	-3827.27	-170.91	-490.58	归属母公司股东净利润	-310.31	49.37	11.39	44.95
现金流量净额	4541.81	-1766.59	-315.01	115.87					

数据来源：西南证券

独立性与免责声明

本报告主要作者具有证券分析师资格，报告所采用的数据均来自合法、合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，研究过程及结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，仅限内部使用，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

西南证券研究发展中心

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼
邮编：400023
电话：（023）63725713
网站：www.swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：（010）57631234
邮箱：research@swsc.com.cn