

南宁糖业 (000911)
推荐
行业：其他农产品加工

受益糖价回升 业绩弹性显著

公司是南宁国资委旗下的国资控股上市公司。剥离造纸业务后，未来 90%以上收入来自制糖，随着 2014/15 榨季糖价见底回升，公司为受益弹性最大标的。

投资要点：

- 我国糖价的波动区间取决于国际糖价水平。配额内按 15%关税进口的国际糖价构成国内糖价理论下限，目前为 4200 元/吨；配额外按 50%关税进口的国际糖价构成国内糖价上限，目前为 5300 元/吨。当前国内现货价 4700 元/吨，距上限有 600 元空间。
- 未来一个榨糖年度，国际糖价大概率见底回升，将带动国内糖价波动区间整体上移；同时我国糖价自身也有向区间上沿移动的动力。
- 巴西干旱及厄尔尼诺，推动明年国际糖价上行。1) 最大出口国巴西今年初干旱影响甘蔗生长，其减产情况将在 6 月之后逐步验证，支撑国际糖价。2) 今年厄尔尼诺发生概率高，有可能负面影响下一年度食糖产量。3) 国际糖业组织 ISO 预计，全球食糖供过于求状况将在 2014/15 榨糖年度得到扭转，而 2015/16 年度将出现供给短缺。
- 国内甘蔗种植面积下降约 10%，糖价有望迎三年上涨周期。甘蔗收购价连续两年下调，部分蔗农改种其他作物；盈利不佳导致糖厂拖欠农民甘蔗款普遍，打击甘蔗种植意愿。广西个别地区种植面积下降达 15%，预计全国种植面积约减少 10%。由于甘蔗宿根可生长三年，未来三年有望成为产量下降、糖价上涨的周期。
- 糖现货涨价起点预计在今年 3 季末。减产预期下，国内期货价已有所上涨，但现货受到高库存压制，价格尚未明显上涨。预计到今年 9、10 月份，库存已有效降低，新糖尚未开榨，同时临近冬春消费旺季，现货糖价中期上涨趋势有望启动。
- 公司聚焦制糖主业，业绩与糖价相关性高。公司年榨糖能力 60 万吨，2013 年剥离大部分造纸业务，未来制糖将贡献 90%以上收入。测算 2014 年食糖平均售价在 4700 元/吨（目前现状）、4850 元/吨、5000 元/吨情景下，EPS 分别为-0.19 元、0.05 元、0.26 元，弹性明显。未来公司或将参与自身老厂区旧城改造相关房地产开发，能否在招拍挂中取得土地尚不确定，预计对今、明两年业绩影响较小。
- 糖价进入三年上涨周期，带来 A 股两个投资机会：一是糖价周期向上拐点确认时，股价将因估值回升而上涨；二是糖价上涨带动公司 EPS 逐年提高，推动股价上涨。
- 投资建议：预计 2014、2015、2016 年 EPS 分别为 0.06 元、0.34 元、0.61 元。给予“推荐”评级，目标价 10.5 元。
- 风险提示：糖价回升进度有可能低于预期。

主要财务指标

| 主要财务指标 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|-----------|-------|--------|-------|-------|
| 营业收入 | 4399 | 3568 | 3984 | 4367 |
| 收入同比(%) | 33% | -19% | 12% | 10% |
| 归属母公司净利润 | 49 | 16 | 98 | 175 |
| 净利润同比(%) | -84% | -68% | 520% | 78% |
| 毛利率(%) | 13.1% | 14.4% | 18.1% | 19.6% |
| ROE(%) | 3.7% | 1.2% | 6.7% | 10.7% |
| 每股收益(元) | 0.17 | 0.06 | 0.34 | 0.61 |
| P/E | 49.81 | 155.61 | 25.08 | 14.08 |
| P/B | 1.83 | 1.81 | 1.68 | 1.50 |
| EV/EBITDA | 21 | 23 | 11 | 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：林帆

S0960513010001

0755-82026821

linfan@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 10.5 元

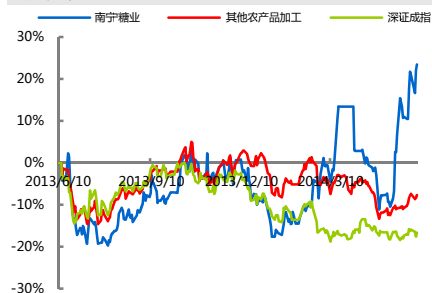
当前股价： 8.58

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) | 25 |
| 流通市值(亿元) | 25 |
| 成交量(百万股) | 3.86 |
| 成交额(百万元) | 33.47 |

股价表现



相关报告

《南宁糖业-轻装上阵，专注食糖主业》

2014-03-14

《南宁糖业-糖价回升受益最大，改革推动锦上添花》2013-11-25

目 录

| | |
|--------------------------------------|-----------|
| 一、国际糖价影响国内糖价的规律 | 3 |
| 二、国内、外糖价均有望进入上行趋势 | 5 |
| 1. 巴西干旱影响甘蔗收成，有望推高国际糖价 | 5 |
| 2. 厄尔尼诺现象会负面影响全球食糖产量，但其发生概率目前尚存不确定性。 | 6 |
| 3. 2014/15 榨季，国内甘蔗种植面积下降约 10%。 | 7 |
| 4. 国内糖价有望进入三年上涨周期 | 8 |
| 5. 目前库存偏高，糖价上涨趋势启动时点预计在今年 3 季末 | 9 |
| 三、公司业务分析与业绩测算 | 10 |
| 6. 造纸业务基本剥离，业绩与糖价相关性进一步提高 | 10 |
| 7. 公司 EPS 相对糖价的敏感性分析 | 11 |
| 四、投资要点回顾及投资建议 | 12 |

南宁糖业是南宁国资委旗下的国资控股上市公司。2013 年，公司剥离了连年亏损的造纸业务，未来 90%以上收入将来自制糖；同时，公司去年还出售了大部分高成本库存；随着 2014/15 榨季国内、外糖价见底回升，公司将为受益弹性最大标的。

与南宁糖业公司业绩直接相关的是我国国内白糖现货价，而国内糖价又受到国际糖价的影响。

一、国际糖价影响国内糖价的规律

国内、国际两个糖价的基本关系如下：

国际糖价结合我国进口关税配额制度，决定国内糖价波动区间的上下限；国内自产糖供给的消长，影响国内糖价在上述区间内的波动。

国际市场普遍采用的基准糖价为纽约 ICE 交易所 11 号原糖合约价格。全球出口量最大的巴西糖即采用此价格定价。

图 1 纽约 ICE 11 号原糖合约价格(美分/磅)



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

我国食糖进口采用关税配额制度。根据中国加入 WTO 的谈判结果，中国政府每年发放 194.7 万吨食糖进口配额，配额内进口征收 15% 的关税；配额外进口征收 50% 的关税，配额外进口量由企业按照市场化原则自行决定。

我国进口巴西原糖至国内加工成白糖的完全成本如表 1 所示。

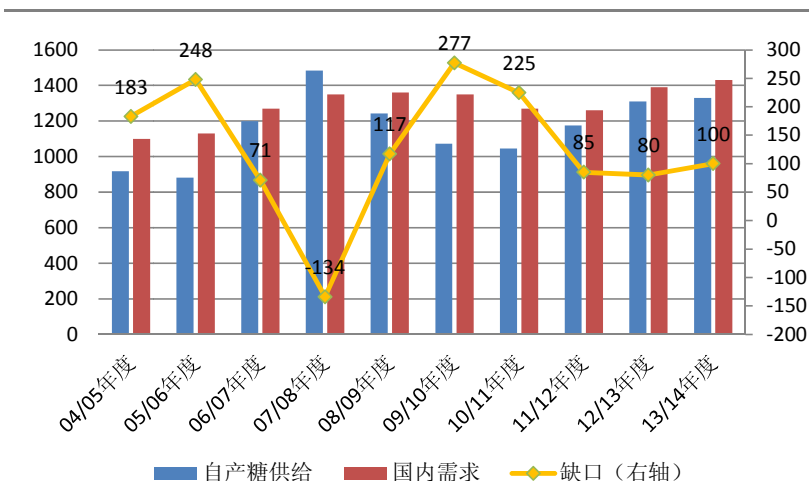
表 1 巴西原糖进口至国内加工的成本测算

| 成本构成 | | | |
|------------|------|-------------|-------|
| 原糖价格（美分/磅） | 17.5 | 损耗率（%） | 3.5 |
| 海外运费（元/吨） | 48 | 海运保险费率 | 0.46% |
| 汇率（RMB/\$） | 6.16 | 外贸代理费率 | 1% |
| 加工费（元/吨） | 400 | 银行手续费率 | 0.13% |
| 国内运费（元/吨） | 150 | 利息及劳务费（元/吨） | 25 |
| 升贴水（美分/磅） | -0.5 | 增值税率（%） | 17 |
| 税后完全成本 | | | |
| 配额内——关税（%） | 15 | 配额内糖价（元/吨） | 4200 |
| 配额外——关税（%） | 50 | 配额外糖价（元/吨） | 5300 |

资料来源：中国中投证券研究总部

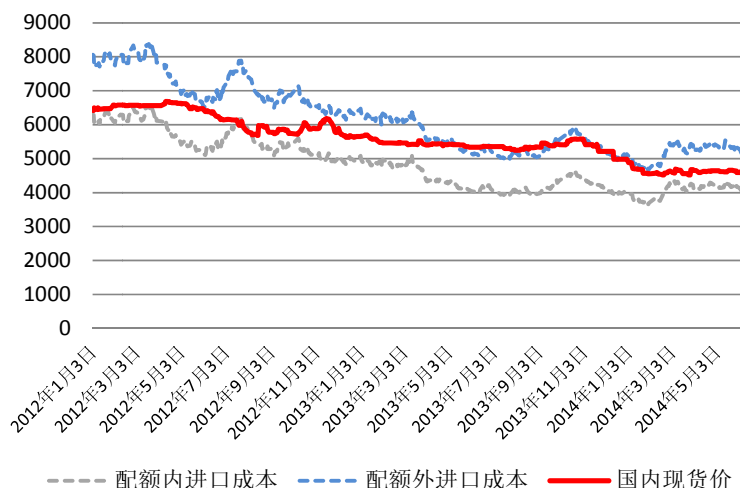
配额外进口食糖的税后完全成本，是国内糖价波动的理论“上限”。一旦国内糖价高于这一上限，将引起进口量激增，抑制国内糖价的进一步上涨。**目前该“上限”为 5300 元/吨左右。**

配额内进口食糖的税后完全成本，是国内糖价波动的理论“下限”。我国自产食糖能力略低于国内食糖需求，因此正常年份都需要通过配额内的食糖进口来填补国内供需缺口。若国内糖价低于配额内进口糖的完全成本，则进口即亏损，导致进口不足，进而国内食糖供不应求，从而向上推升国内糖价直到等于配额内进口糖完全成本的水平。**目前该“下限”是 4200 元/吨左右。**当然，由于库存的蓄水池作用，当库存大量释放时，这一价格“下限”有可能被暂时突破。

图 2 我国自产食糖与国内需求有 100 万吨左右的缺口


资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 3 目前国内糖价位于“波动区间”中间偏下水平



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

二、国内、外糖价均有望进入上行趋势

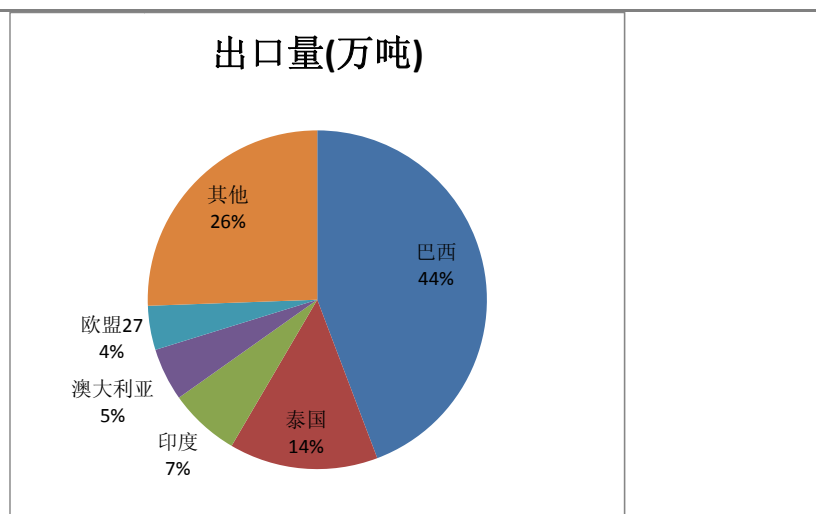
未来一个榨糖年度，国际糖价有望进入上涨通道，将推动国内糖价波动区间上移；同时，我国糖价自身也有向区间上沿移动的动力。

1. 巴西干旱影响甘蔗收成，有望推高国际糖价

巴西是全球最大食糖出口国，去年糖产量占全球 28%，出口占全球 57%。2013 年 12 月至 2014 年 2 月，巴西中南部主产区遭遇 70 年来最严重夏季干旱，圣保罗州降水量只有正常值的 25%。

巴西本榨季甘蔗已经开榨，干旱对收成的影响将在后续几个月陆续得到验证。如减产明显，将对国际糖价产生较强向上支撑。

图 4 巴西产量对国际糖价影响重大



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

国际糖业组织 ISO 预计，2013/14 年度全球糖产量为 1.811 亿吨，消费量 1.767 亿吨，全球供给过剩 440 万吨，低于上年度的过剩 1120 万吨。**ISO 预计 2014/15 年度糖市将不再过剩，到 2015/16 年度将出现供应短缺。**

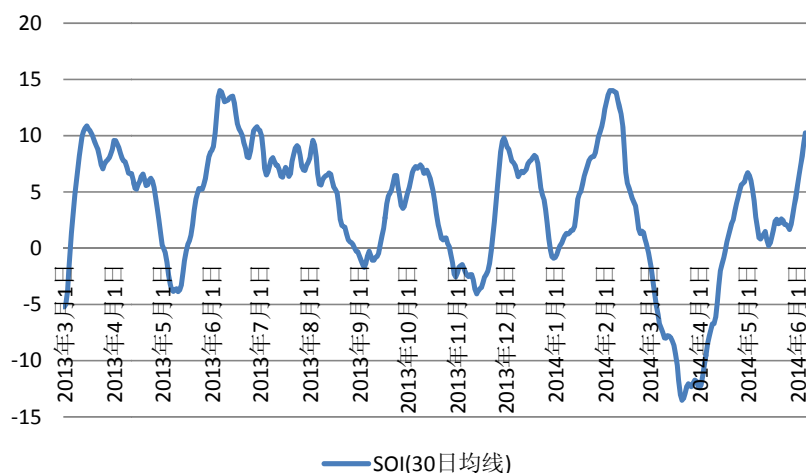
2. 厄尔尼诺现象会负面影响全球食糖产量，但其发生概率目前尚存不确定性。

厄尔尼诺现象指东太平洋气压偏低、西太平洋气压偏高，进而干扰热带地区大气环流和洋流的异常气候现象。厄尔尼诺一旦发生，通常造成东南亚干旱、南美洲多雨。在全球主要的甘蔗产区中，泰国和印度位于东南亚、巴西位于南美洲，均会受到不利影响。

厄尔尼诺现象的预测手段是监测东、西太平洋的气压差。应用较广的一个监测指标是 SOI 指数 (Southern Oscillation Index)。该指数选取塔希提监测站代表东南太平洋，选取达尔文监测站代表印度洋与西太平洋，以塔希提站的气压统计值减去达尔文站的气压统计值得出 SOI 指数值。当 SOI 持续性低于-8，该年厄尔尼诺现象概率增加；相反，如 SOI 持续高于正 8，该年有可能发生反厄尔尼诺现象，也即拉尼娜现象。

今年 3 月，SOI 指数一度明显低于-8 的警戒线，预示厄尔尼诺发生概率大增。然而 5 月以来该指数逐渐回到正值区域，厄尔尼诺现象今年是否发生，目前还有较大不确定性。

图 5 近期 SOI 指数有所回升



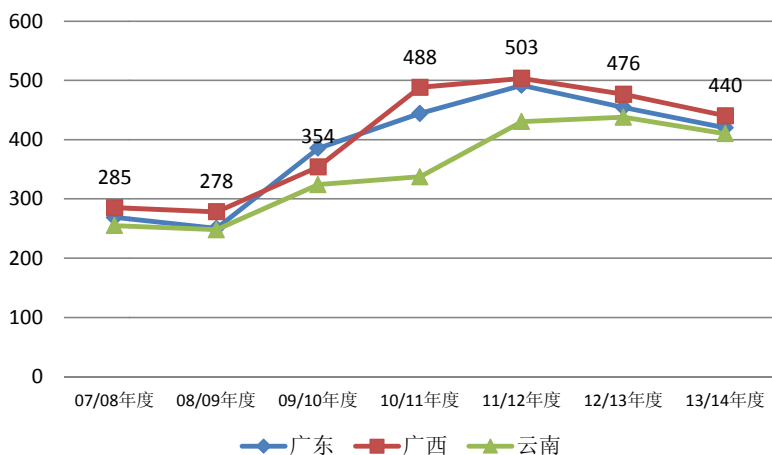
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

厄尔尼诺现象如果发生，将主要影响下一榨糖年度的产量。目前北半球的主产区泰国、印度、中国均已收榨，南半球的巴西和澳大利亚也已开榨一两个月。今年后半年如果发生厄尔尼诺，影响的将是 2014/15 榨季的甘蔗收成，对糖价的影响也将主要集中在 2015 年。

3. 2014/15 榨季，国内甘蔗种植面积下降约 10%。

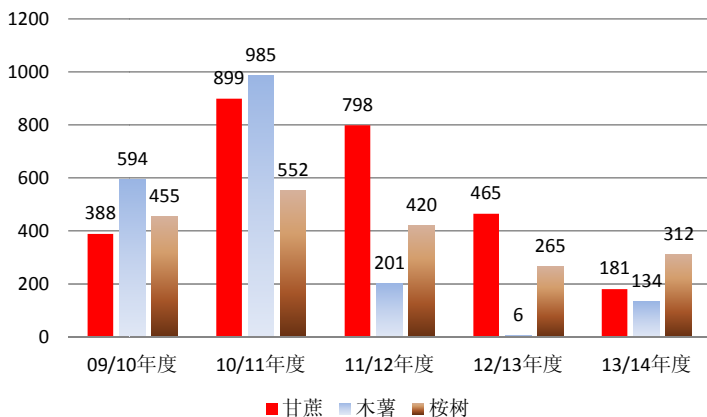
国内甘蔗收购价连续三年下调，部分蔗农改种其他农作物。2011 年以来，国内外糖价下滑带动甘蔗收购价下调，以产量占全国 60%的广西为例，其甘蔗收购价已从 2011/12 榨季的 503 元/吨下调至 2013/14 榨季的 440 元/吨。目前甘蔗种植的收益率已低于桉树。

图 6 国内主产区甘蔗收购价连续三年下调



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

图 7 广西主要竞争农作物种植利润比较 (元/亩)



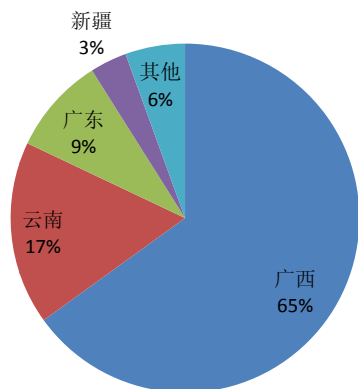
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

糖厂拖欠甘蔗款现象普遍，进一步打击甘蔗种植意愿。近两年白糖售价连续低迷，糖产盈利压力较大，中国糖协估计，“2013/14 榨季全行业亏损约 100 亿元”。历史上，糖厂资金链较紧张的年份，也可先从银行贷款向农民支付，随后通过白糖陆续销售回款。但去年以来国内信贷从紧，糖厂贷款难度加大。据调研了解，今年广西区很多民营糖厂仅支付了蔗农 70%左右的蔗款，最低的甚至仅支付 25%，严重打击了后续种蔗意愿。

预计 2014/15 榨季，国内甘蔗种植面积同比下降约 10%。据调研，广西今年个别主产地的甘蔗种植面积下降高达 15%。我们保守预计广西全区 2014/15 榨季种植面

积同比下降 10%。另外前期媒体曾报道，云南今年计划种植面积 531 万亩，低于去年的 540 万亩；且天气条件差，部分地区干旱导致无法下种，进度放缓，可能影响后期生长。广东种植面积预计也将减少 10%以上。

图 8 国内主产省区食糖产量占比(2013/14 榨季)



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

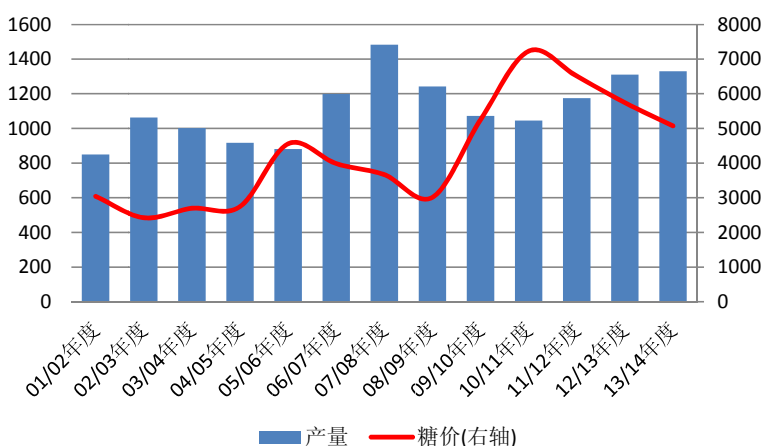
4. 国内糖价有望进入三年上涨周期

国内甘蔗产量与糖价历史上表现出较明显的“三年周期”规律。

原因一：国内种植的甘蔗品种多为三年生。第一年用种茎种植后长成的甘蔗称为新植蔗；第二年利用砍收后甘蔗留在地下的蔗蔸的蔗芽，通过人工栽培和管理后长成的甘蔗称为宿根蔗；第三年继续利用宿根发芽，仍能取得不错的收成；如第四年继续用宿根发芽，收成会下降到不经济的水平。

原因二：蔗价高时蔗农增加新蔗种植，随后三年内产量增加，糖价承受向下压力；第三年蔗价最低迷时，宿根恰已用满三年，部分蔗农此年转种其他收益更高的作物；新蔗种植量下降导致随后三年产量下降，糖价进入三年上涨周期。

图 9 国内糖产量与糖价呈现“三年周期”性



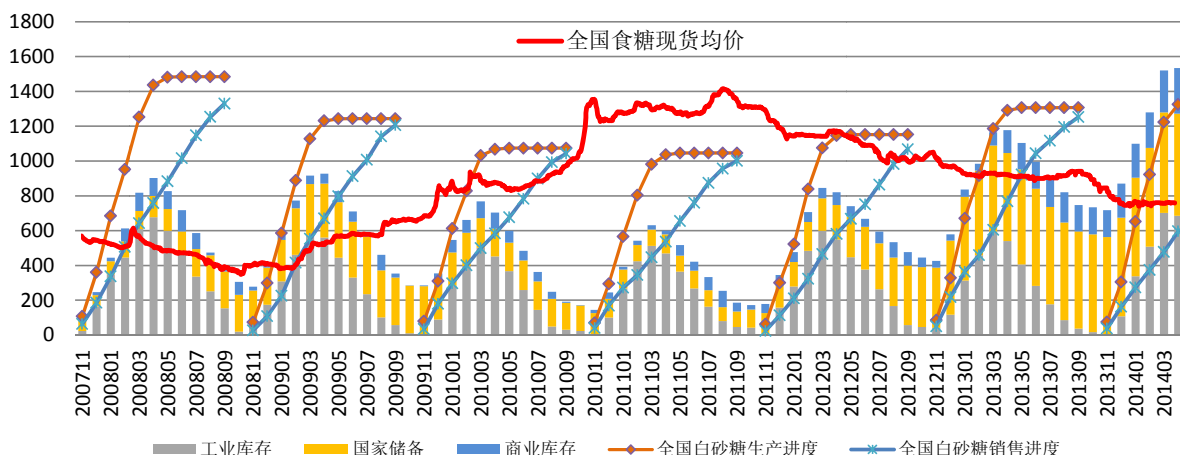
资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

今年有望成为新一轮糖价三年上涨周期的起点。截至目前，国内糖价已连续下跌三年，种植面积下降的条件也已具备。按照上文测算，当前国际糖价 17.5 美分/磅的水平，决定我国糖价波动的区间为 4200 元/吨——5300 元/吨，而当前实际现货糖价约在 4700 元/吨的水平。如果国际糖价保持稳定，国内糖价尚有 600 元/吨的上涨空间，若国际糖价未来因异常天气而上涨，则国内糖价上涨的空间将更大。

5. 目前库存偏高，糖价上涨趋势启动时点预计在今年 3 季末

截至今年 4 月末，国内食糖库存合计达 1530 万吨，创历史新高。

图 10 目前国内库存水平既是本年高点，又是历史高点



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

近三年库存逐年增加的原因有二：

一是国家为支撑糖价、维护蔗农收益、保护制糖产业，进行了多次收储，国储糖库存从 2011 年 100 万吨左右的水平提高到了 2014 年 5 月末约 590 万吨的水平；

二是 2009 至 2011 年期间的高糖价促使我国沿海地区新建了数百万吨精炼糖产能，其生产原料为海外进口原糖，为了开工生产，这些新建产能也陆续建立起自己的库存，导致全国总库存（包括原糖和成品白砂糖）明显增多。

目前库存虽高，但其中相当部分短期内不会释放。

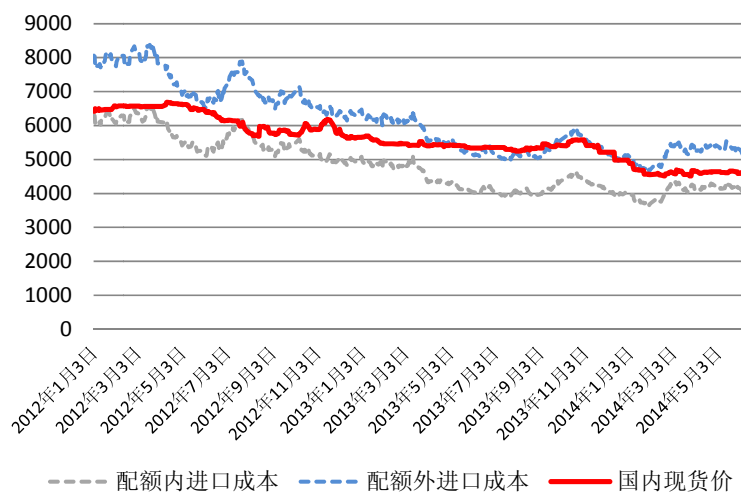
首先，目前国储糖库存有 580 万吨。在当前 4700 元/吨的糖价水平上，制糖全行业亏损；按今年 440 元/吨的甘蔗收购价，蔗农仍有正收益，但糖厂亏损导致无力支付农民甘蔗款，所以农民实际也受到损失。因此我们预计，在糖价上涨到 5500 元/吨之前，国储基本不会抛售。

其次，近两年我国沿海地区新建成 700 万吨以上的炼糖产能，这些产能在国内没有自己的蔗区，必须从海外进口原糖作为原料。由于我国每年进口配额有限，这些沿海新建产能的原料大部分是按照 50%征收关税的配额外进口糖。如图 11，在 2013 年，国际糖价下跌速度快于国内糖价，配额外进口糖税后完全成本一度低于国内现货糖价，进口原糖加工有利可图。但目前国内糖价较 2013 年又有明显回落，目前去年进口的原

请务必阅读正文之后的免责条款部分

糖生产即亏损，而且新进口配额外原糖也无利可图。因此我们预计这部分进口糖库存的释放压力也不如直观上看来那么大。

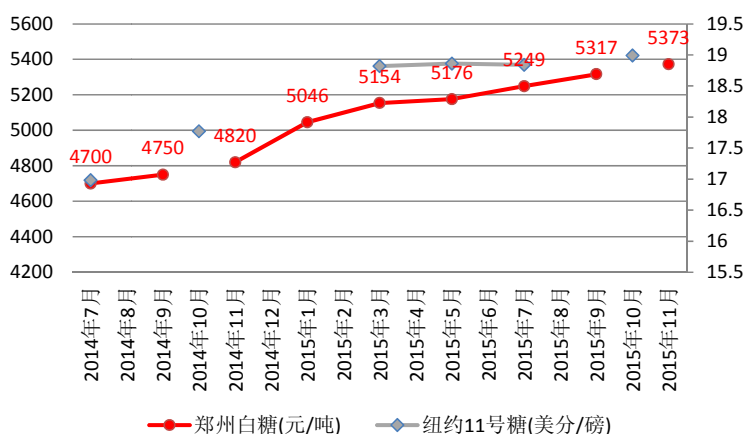
图 11 2013 年 2、3、4 季度配额外进口糖有正利润



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

国内现货糖价上涨趋势的起点预计在今年 3 季末。预计到今年 9、10 月份，随着暑期冷饮旺季的消耗，国内库存已有效降低；届时新糖尚未开榨，同时又临近冬春消费旺季，现货糖价中期上涨趋势有望启动。

图 12 白糖期货远月合约的价格分布也预示现货价启动时点在今年 9、10 月份



资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

三、公司业务分析与业绩测算

6. 造纸业务基本剥离，业绩与糖价相关性进一步提高

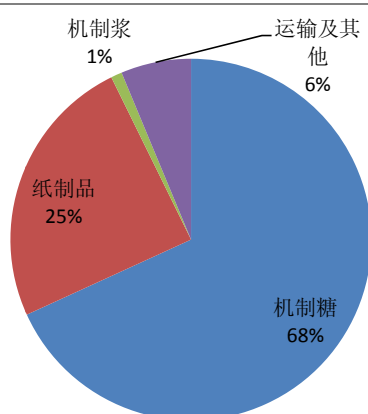
制糖主业：公司下属明阳、香山、东江、伶俐 4 家糖厂，其中明阳糖厂日榨甘蔗量超 10000 吨，东江、香山、伶俐 3 家糖厂日榨甘蔗量均为 7000-8000 吨。**公司 2013**

年产糖 65.27 万吨 (2012 年 50.57 万吨) 为广西区内第 6 大糖厂, 全国市占率 4.72%。

2013 年, 公司销糖 71.4 万吨, 其中有 6 万吨是历史库存的销售, 结转至 2014 年库存仅余 2 万多吨。由于近三年内甘蔗收购价格从 500 元/吨下调至 440 元/吨, 因此大部分历史库存的释放将使得公司 2014 年销糖的平均成本有效降低。

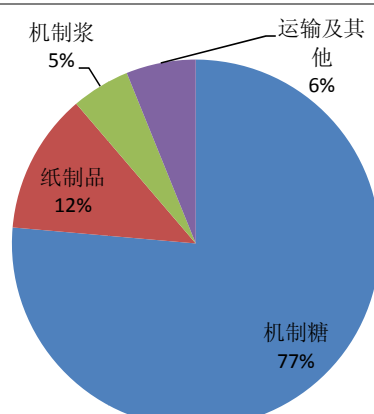
造纸业务剥离: 2013 年, 公司出售了旗下蒲庙造纸厂, 对南蒲纸业进行破产清算, 停产了制糖造纸厂、美时纸业, 对外出租了天然纸业。预计未来公司纸制品业务将只剩下美恒安兴、乔旺纸模两家子公司继续经营。2013 年, 公司纸制品收入 5.4 亿元, 同比下降 33%, 占公司营业收入比重; 2014 年造纸业务收入将继续同比减少, 占公司主营收入比重将不足 10%。

图 13 公司 2012 年主营收入构成



资料来源: WIND、中国中投证券研究总部

图 14 公司 2013 年主营收入构成



资料来源: WIND、中国中投证券研究总部

涉足房地产开发业务: 因旧城改造需要, 南宁市政府征收了公司位于亭洪路 48 号的厂区及周边土地 (其中公司原有约 228.9 亩)。2013 年 11 月, 公司与政府签署《南宁糖业亭洪片区旧城改造-房屋征收补偿投资项目投资协议》, 为该旧城改造项目提供土地熟化房屋征收补偿投资资金, 投资总金额约 26 亿元, 在 24 个月内分期分批投入。

预计该旧改项目将分期滚动开发, 公司完成首期土地熟化后, 将参与土地的招拍挂, 作为土地的一级开发商, 公司在竞拍中享有一定优先权。公司 2013 年以自有资金 1.3 亿成立全资子公司南糖房地产有限责任公司。如在招拍挂中拍得地块, 将开展房地产开发业务。

由于首期土地至今尚未实施招拍挂, 因此即便公司拍得地块, 房地产开发业务对今明两年业绩影响也将较小。

7. 公司 EPS 相对糖价的敏感性分析

产量: 我们预计广西全区甘蔗种植面积 2014 年将下滑 10% 左右, 下滑的重要原因是当地部分糖厂拖欠农民甘蔗款导致农民种植意愿下降。南宁糖业是国资背景上市公司, 在甘蔗款支付方面信用较佳, 因此公司蔗区种植面积下降比例有望小于广西全区。保守起见, 我们在盈利预测时假设公司 2014 年食糖产量较 2013 年同比下降 10%, 为 58

万吨。

食糖售价：2014 年上半年，我国食糖现货价在 4700 元/吨左右水平。随着国内外甘蔗减产预期的逐步兑现，预计 2014 年末现货糖价有望回升到 5000 元/吨以上。我们认为公司全年平均销售价格大致在 4850 元/吨左右。

甘蔗成本价：2013/14 榨季，广西甘蔗收购价为 440 元/吨，此价格保证农民种蔗收益为正，但制糖全行业却亏损 100 亿元左右。2014/15 榨季，我们预计政府大概率会维持 440 元/吨的收购价暂不上调，以帮助制糖行业减亏、扭亏。

图 15 公司 2014 年 EPS 敏感性分析

| EPS (元) | | 食糖平均销售价 (元/吨) | | | | | | | |
|----------------|-----|---------------|-------|-------|-------|-------|------|------|------|
| | | 4700 | 4800 | 4850 | 4900 | 5000 | 5100 | 5200 | 5300 |
| 甘蔗收购价 (元/吨) | 430 | -0.04 | 0.11 | 0.19 | 0.26 | 0.41 | 0.56 | 0.70 | 0.85 |
| | 440 | -0.19 | -0.04 | 0.05 | 0.11 | 0.26 | 0.41 | 0.55 | 0.70 |
| | 450 | -0.31 | -0.16 | -0.09 | -0.01 | 0.14 | 0.29 | 0.44 | 0.58 |
| | 460 | -0.45 | -0.30 | -0.22 | -0.15 | 0.00 | 0.15 | 0.30 | 0.45 |
| | 470 | -0.58 | -0.43 | -0.36 | -0.28 | -0.13 | 0.02 | 0.17 | 0.32 |

资料来源：WIND、中国中投证券研究总部

四、投资要点回顾及投资建议

要点 1：南宁糖业拥有 60 万吨左右制糖产能，制糖业务占公司主营业务收入 90% 以上，**受益糖价上升业绩弹性大。**

要点 2：2014 年广西等主产区甘蔗种植量下降，**国内食糖预计将进入三年减产周期**，国内糖价有望进入中长周期的反弹。

要点 3：由于厄尔尼诺等潜在不良气候可能影响巴西、澳洲、东南亚等甘蔗主产区产量，**国际糖业组织预计 2014/15 榨季国际食糖供给将告别过剩，而 2015/16 榨季则有可能出现短缺。**国际供给面改善，将推动国际糖价结束 2011 年以来的下跌，开启中周期回升趋势。国际糖价走强将进一步支持我国糖价的回升。

要点 4：一旦糖价进入三年上涨周期，带来 **A 股两个投资机会**。**第一阶段是糖价周期向上拐点确认时，股价将因估值回升而上涨；第二阶段是糖价上涨带动公司 EPS 逐年提高，推动股价上涨。**

要点 5：另外，公司地处广西，且为南宁市国资委旗下的上市公司，有望因**国企改革推进和东盟自贸区升级**而获得**主题投资机会**。

在暂不考虑公司房地产业务业绩贡献的基础上，预测公司 2014 年、2015 年、2016 年归属母公司所有者的净利润分别为 1580 万元、9807 万元、1.75 亿元，对应 EPS 分别为 0.06 元、0.34 元、0.61 元。

给予“推荐”评级，目标价 10.5 元。

附：财务预测表
资产负债表

| 会计年度 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 4171 | 2885 | 3172 | 3098 |
| 现金 | 1419 | 1400 | 1400 | 1437 |
| 应收账款 | 552 | 237 | 265 | 270 |
| 其他应收款 | 364 | 34 | 37 | 41 |
| 预付账款 | 169 | 199 | 212 | 228 |
| 存货 | 258 | 219 | 259 | 278 |
| 其他流动资产 | 1410 | 796 | 999 | 844 |
| 非流动资产 | 1609 | 2813 | 3042 | 2951 |
| 长期投资 | 14 | 23 | 23 | 23 |
| 固定资产 | 1381 | 1313 | 1251 | 1769 |
| 无形资产 | 107 | 104 | 101 | 98 |
| 其他非流动资产 | 107 | 1373 | 1667 | 1061 |
| 资产总计 | 5780 | 5697 | 6214 | 6049 |
| 流动负债 | 3290 | 2870 | 2852 | 2768 |
| 短期借款 | 2036 | 2104 | 2117 | 2000 |
| 应付账款 | 717 | 458 | 424 | 456 |
| 其他流动负债 | 537 | 309 | 311 | 312 |
| 非流动负债 | 1012 | 1332 | 1762 | 1492 |
| 长期借款 | 0 | 400 | 700 | 700 |
| 其他非流动负债 | 1012 | 932 | 1062 | 792 |
| 负债合计 | 4302 | 4202 | 4614 | 4260 |
| 少数股东权益 | 132 | 133 | 140 | 154 |
| 股本 | 287 | 287 | 287 | 287 |
| 资本公积 | 1021 | 1021 | 1021 | 1021 |
| 留存收益 | 39 | 55 | 153 | 327 |
| 归属母公司股东权益 | 1346 | 1362 | 1460 | 1635 |
| 负债和股东权益 | 5780 | 5697 | 6214 | 6049 |
| 会计年度 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
| 流动资产 | 4171 | 2885 | 3172 | 3098 |
| 现金 | 1419 | 1400 | 1400 | 1437 |
| 应收账款 | 552 | 237 | 265 | 270 |
| 其他应收款 | 364 | 34 | 37 | 41 |
| 预付账款 | 169 | 199 | 212 | 228 |
| 存货 | 258 | 219 | 259 | 278 |
| 其他流动资产 | 1410 | 796 | 999 | 844 |
| 非流动资产 | 1609 | 2813 | 3042 | 2951 |
| 长期投资 | 14 | 23 | 23 | 23 |
| 固定资产 | 1381 | 1313 | 1251 | 1769 |
| 无形资产 | 107 | 104 | 101 | 98 |
| 其他非流动资产 | 107 | 1373 | 1667 | 1061 |
| 资产总计 | 5780 | 5697 | 6214 | 6049 |
| 流动负债 | 3290 | 2870 | 2852 | 2768 |
| 短期借款 | 2036 | 2104 | 2117 | 2000 |
| 应付账款 | 717 | 458 | 424 | 456 |
| 其他流动负债 | 537 | 309 | 311 | 312 |
| 非流动负债 | 1012 | 1332 | 1762 | 1492 |
| 长期借款 | 0 | 400 | 700 | 700 |
| 其他非流动负债 | 1012 | 932 | 1062 | 792 |

利润表

| 会计年度 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|----------|------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 4399 | 3568 | 3984 | 4367 |
| 营业成本 | 3824 | 3054 | 3264 | 3509 |
| 营业税金及附加 | 30 | 27 | 30 | 33 |
| 营业费用 | 85 | 54 | 56 | 61 |
| 管理费用 | 447 | 321 | 351 | 367 |
| 财务费用 | 224 | 173 | 197 | 201 |
| 资产减值损失 | 41 | 20 | 18 | 15 |
| 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | -4 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | -256 | -80 | 69 | 181 |
| 营业外收入 | 372 | 105 | 60 | 45 |
| 营业外支出 | 5 | 5 | 5 | 5 |
| 利润总额 | 110 | 20 | 124 | 221 |
| 所得税 | 42 | 3 | 19 | 33 |
| 净利润 | 68 | 17 | 106 | 188 |
| 少数股东损益 | 19 | 1 | 7 | 13 |
| 归属母公司净利润 | 49 | 16 | 98 | 175 |
| EBITDA | 181 | 161 | 335 | 463 |
| EPS (元) | 0.17 | 0.06 | 0.34 | 0.61 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|-----------------|--------|--------|--------|-------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 32.8% | -18.9% | 11.7% | 9.6% |
| 营业利润 | -167.1 | -131.2 | -13.6% | 162.0 |
| 归属于母公司净利润 | -84.1% | -68.0% | 520.5 | 78.1% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率(%) | 13.1% | 14.4% | 18.1% | 19.6% |
| 净利率(%) | 1.1% | 0.4% | 2.5% | 4.0% |
| ROE(%) | 3.7% | 1.2% | 6.7% | 10.7% |
| ROIC(%) | -0.8% | 4.2% | 10.4% | 12.4% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率(%) | 74.4% | 73.8% | 74.2% | 70.4% |
| 净负债比率(%) | 48.61 | 60.89 | 62.25 | 64.66 |
| 流动比率 | 1.27 | 1.01 | 1.11 | 1.12 |
| 速动比率 | 1.19 | 0.93 | 1.02 | 1.02 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.76 | 0.62 | 0.67 | 0.71 |
| 应收账款周转率 | 11 | 9 | 15 | 16 |
| 应付账款周转率 | 6.94 | 5.20 | 7.40 | 7.97 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.17 | 0.06 | 0.34 | 0.61 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 2.76 | 3.33 | -0.05 | 1.94 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 4.70 | 4.75 | 5.09 | 5.70 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 49.81 | 155.61 | 25.08 | 14.08 |
| P/B | 1.83 | 1.81 | 1.68 | 1.50 |
| EV/EBITDA | 21 | 23 | 11 | 8 |

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

相关报告

| 报告日期 | 报告标题 |
|------------|--------------------------|
| 2014-03-14 | 《南宁糖业-轻装上阵，专注食糖主业》 |
| 2013-11-25 | 《南宁糖业-糖价回升受益最大，改革推动锦上添花》 |

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

林帆,中投证券研究总部农林牧渔行业分析师。

免责条款

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 | 上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼 邮编：200082 传真：(021) 62171434 |