

南宁糖业 (000911)
推荐
行业：其他农产品加工

甘蔗减产趋势明朗，高库存对糖价压制 有望逐步缓解

事件：南宁糖业公布 2014 年 3 季度报告。前三季度收入同比下降 28.8%，归属母公司的净利润为亏损 1.46 亿元，与去年同期持平。

投资要点：

- ✧ **国内糖价继续筑底。** 2013/14 榨季全国食糖产量同比增幅不足 2%，为期 3 年的增产周期已走到尽头。但受到原糖进口量偏高及国内高库存的影响，现货糖价继续疲弱。截至 10 月 27 日，广西柳州食糖现货 4410 元/吨，较 6 月底下跌 3.7%，较年初下跌 12%。
- ✧ **三季度公司收入同比继续下滑，单季度确认亏损大于前两季度之和。** 2014 年上半年市场对糖价走势争议较大，公司销量同比放缓 20%，收入同比下降 32%。进入 3 季度，糖价走势弱于预期，公司销售收入单季同比下降 29%，单季度确认亏损 9000 万左右。
- ✧ **国内甘蔗减产日益明朗，高库存逐步消化有望支撑糖价。** 由于国内甘蔗种植收益连年下降，广西 2014/15 榨季甘蔗种植面积已较上榨季下降 10%。近期媒体报道，新榨季甘蔗收购价将在去年 440 元/吨的基础上继续下调，预计将进一促使蔗农改种其他作物。同时，鉴于当前行业高库存现状，今年不少糖厂将推迟开榨时间 1 个月左右至 11 月下旬，这将有利于现有食糖库存的消化。
- ✧ **全球食糖进入减产周期，但油价下行压制糖价本轮反弹力度。** 泰国和中国本榨季减产格局已较明晰，而 USDA 近期也再次下调巴西 2014/15 产量预期约 2.7%。但由于全球最大原糖出口国巴西的甘蔗同时被用于榨糖和生产燃料乙醇，近期国际油价下跌或将降低巴西甘蔗用于生产乙醇的比例，从而不利于糖价回升。

主要财务指标

单位：百万元	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	4399	3341	3831	4240
收入同比(%)	33%	-24%	15%	11%
归属母公司净利润	49	-156	76	180
净利润同比(%)	-84%	-415%	-51%	135%
毛利率(%)	13.1%	8.3%	18.0%	20.4%
ROE(%)	3.7%	-13.1%	6.0%	12.4%
每股收益(元)	0.17	-0.54	0.27	0.63
P/E	56.03	-17.76	36.20	15.38
P/B	2.05	2.32	2.18	1.91
EV/EBITDA	22	-80	13	8

资料来源：中国中投证券研究总部

作者

署名人：林帆

S0960513010001

0755-82026821

linfan@china-invs.cn

6 - 12 个月目标价： 10.5

当前股价： 9.37

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)	27
流通市值(亿元)	27
成交量(百万股)	6.34
成交额(百万元)	58.90

股价表现

相关报告

- 《南宁糖业-中报点评：糖价继续筑底 10 月新糖开榨将验证减产预期》
2014-07-31
- 《20140609 公司研究-南宁糖业 000911-受益糖价回升 业绩弹性显著-推荐(中投证券 林帆)》 2014-06-09
- 《南宁糖业-轻装上阵，专注食糖主业》
2014-03-14

- ✧ **公司扭亏大概率将在 2015 年。**我们测算公司 2014 年盈亏平衡对应的糖价水平约 4850 元/吨，而目前广西食糖现货价仍在 4400 元/吨附近，因而年内扭亏难度较大。鉴于国内外进入减产周期对糖价的提振，以及国内新榨季有可能下调甘蔗收购价从而减轻糖厂成本压力，预计公司 2015 年扭亏概率较大。
- ✧ **定增预案已于 10 月 17 日经股东大会审议通过。**公司 8 月 8 日披露定增预案，拟募资 5 亿元用于榨糖厂技改、物流配送项目以及补充流动资金。另外，由于目前广西区内榨糖行业全面深度亏损，而公司既有国企地位，又具有上市公司融资的便利，不排除在未来广西区内糖企的并购整合中吸收其他企业，提高市场份额。
- ✧ **投资建议：**公司为 A 股受益糖价周期反转弹性最大的标的，同时兼具国企改革、广西区内食糖产业整合等预期，值得投资者关注。**预计公司 2014 至 2016 年 EPS 分别为 -0.54 元、0.27 元、0.63 元。维持“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。

附：财务预测表**资产负债表**

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	4171	2857	3136	3031
现金	1419	1400	1400	1400
应收账款	552	222	255	262
其它应收款	364	31	36	40
预付账款	169	199	204	219
存货	258	220	249	268
其他	1410	784	992	842
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	107	1373	1667	1061
资产总计	5780	5669	6178	5982
流动负债	3290	3027	3023	2904
短期借款	2036	2260	2305	2154
应付账款	717	460	408	439
其他	537	307	309	311
非流动负债	1012	1332	1762	1492
长期借款	0	400	700	700
其他	1012	932	1062	792
负债合计	4302	4359	4785	4396
少数股东权益	132	120	126	139
股本	287	287	287	287
资本公积	1021	1021	1021	1021
留存收益	39	-117	-40	139
归属母公司股东权益	1346	1191	1267	1447
负债和股东权益	5780	5669	6178	5982

现金流量表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
经营活动现金流	791	805	-34	566
净利润	68	-168	82	194
折旧摊销	213	68	68	80
财务费用	224	178	210	213
投资损失	4	0	0	0
营运资金变动	495	752	-399	67
其它	-214	-27	5	12
投资活动现金流	135	-1269	-302	-2
资本支出	38	-19	0	600
长期投资	0	1291	300	-600
其他	173	4	-2	-2
筹资活动现金流	-1387	445	335	-565
短期借款	-1151	224	45	-151
长期借款	0	400	300	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	221	0	0	0
其他	-457	-179	-10	-413
现金净增加额	-461	-19	0	0

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
营业收入	4399	3341	3831	4240
营业成本	3824	3064	3142	3377
营业税金及附加	30	25	29	32
营业费用	85	50	54	59
管理费用	447	301	337	356
财务费用	224	178	210	213
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	-297	42	188
营业外收入	372	105	60	45
营业外支出	5	5	5	5
利润总额	110	-197	97	228
所得税	42	-30	15	34
净利润	68	-168	82	194
少数股东损益	19	-12	6	14
归属母公司净利润	49	-156	76	180
EBITDA	181	-50	320	481
EPS (元)	0.17	-0.54	0.27	0.63

主要财务比率

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长能力				
营业收入	32.8%	-24.0%	14.7%	10.7%
营业利润	-167.1	-215.9	-86.0%	349.8%
归属于母公司净利润	-84.1%	-415.5	-50.9%	135.4%
获利能力				
毛利率	13.1%	8.3%	18.0%	20.4%
净利率	1.1%	-4.7%	2.0%	4.2%
ROE	3.7%	-13.1%	6.0%	12.4%
ROIC	-0.8%	-5.5%	9.9%	13.1%
偿债能力				
资产负债率	74.4%	76.9%	77.5%	73.5%
净负债比率	48.61%	62.29%	63.95%	66.17%
流动比率	1.27	0.94	1.04	1.04
速动比率	1.19	0.87	0.95	0.95
营运能力				
总资产周转率	0.76	0.58	0.65	0.70
应收账款周转率	11	8	15	16
应付账款周转率	6.94	5.21	7.24	7.97
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.17	-0.54	0.27	0.63
每股经营现金流(最新摊薄)	2.76	2.81	-0.12	1.98
每股净资产(最新摊薄)	4.70	4.15	4.42	5.05
估值比率				
P/E	56.03	-17.76	36.20	15.38
P/B	2.05	2.32	2.18	1.91
EV/EBITDA	22	-80	13	8

相关报告

报告日期	报告标题
2014-07-31	《南宁糖业-中报点评：糖价继续筑底 10月新糖开榨将验证减产预期》
2014-06-09	《20140609 公司研究-南宁糖业 000911-受益糖价回升 业绩弹性显著-推荐(中投证券 林帆)》
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，旨为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，但我们将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

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

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

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