

中航证券金融研究所

分析师: 石玉华

证券执业证书号: S0640515050001

研究助理: 孟维肖

证券执业证书号: S0640116010022

电话: 010-64818320

## 南宁糖业 (000911) 事件点评: 产业整合加速, 内外糖高位共振改善公司业绩

行业分类: 农林牧渔

2016年12月20日

公司投资评级	买入
6-12 个月目标价	—
当前股价 (16.12.20)	17.84

基础数据	
深证成指	10245.33
总股本 (亿)	3.24
流通 A 股 (亿)	3.24
流通 B 股 (亿)	0
流通 A 股市值 (亿)	50.14
每股净资产 (元)	3.93
ROE 摊薄 (2015)	3.76%
资产负债率 (2015)	70.97%
动态市盈率	-24.27
市净率	4.33



资料来源: wind

### 2016 年事件点评:

- 为了提高产业集中度, 广西壮族自治区正在推进该地区的制糖企业进行战略重组。11月29日, 广西壮族自治区人民政府副秘书长、自治区糖业发展办公室主任黄胜杰在自治区2016/2017年榨季工作会议上表示, 广西将继续实施制糖企业重组, 广西政府明确了以广西农垦糖业、广西崇左东亚糖业、中粮、南华、凤糖、南宁糖业等6家制糖企业为核心进行战略重组, 并且已取得初步进展, 预计2016/2017年榨季这几家集团的食糖产量占全区产糖量的76%以上, 到2020年广西形成5-6家年产糖100万吨以上的大型企业集团, 产糖占全区总产量的90%以上, 产业集中度有望得到提高。
- 行业基本面持续改善, 产品价格创出新高。我们可以看到糖业本身有很强的自周期, 其周期围绕在“增产-降价-减产-涨价-增产”一个循环中。考虑到我国糖业在2012年-14年经历了连续三年的亏损, 行业兼并组合的步伐在持续加快, 其主要原因主要是我国甘蔗原料不足, 甘蔗的收购价格较低, 农民种植甘蔗积极性较低, 人力成本高等因素导致了制糖企业的产能利用率较低。国内一直存在白糖的供应缺口, 2016年11月初召开的全国食糖产销工作会发布的消息称, 2015/2016年榨季, 全国食糖产量870万吨, 而我国的糖类消费量为1500万吨。2016年食糖进口关税配额总量为194.5万吨, 其中70%为国营贸易配额。而配额外进口糖较为猖獗, 其弥补了我国主要的糖类供给缺口。近期原油的冻产协议一定程度上稳定提高了原油价格, 燃料乙醇用对甘蔗的需求有所提振, 对国际糖价形成了一定的支撑; 就国内而言, 郑糖目前正在考验7000元每吨支撑位, 国内糖价维持高位震荡概率较大, 业绩有望持续向好全球进入连续两个榨季的减产周期。进口价差缩小规模萎缩, 供求紧张局面并无根本改观, 由此将带来糖制品的毛利率大幅提升, 显著改善公司的盈利能力。
- 公司业绩。2016年前三季度营业收入16.2亿元, 同减26.4%, 归属净利润-2.58亿元同减751%, 摊薄EPS-0.67元; 其中单三季营业收入7.05亿元, 同减10.7%, 环比增长74.1%, 归属净利润-5779万元, 同减464%, 环比减亏2851万元, 摊薄EPS-0.15元。我们预计随着糖价的上升公司年报有望亏损收窄或扭亏为盈。随着产业整合的公司规模有望快速增长。
- 风险因素: 糖价不及预期; 国企改革不及预期

**股市有风险 入市须谨慎**

公司目前制糖成本维持在5600-5800元每吨，随着糖价的持续上涨维持高位震荡公司亏损将逐步收窄，扭亏为盈。并且广西国资产业整合的提速，公司未来公司原料成本有望降低，外延并购产能有望入表。而我国糖业的消费量基本面因素不变淀粉糖对蔗糖的替代效应有限，公司将进入一个产能和利润释放的阶段。

公司最大的亮点在于糖业作为一个长期存在与国际糖价倒挂严重的产业，其本质是行业内企业的低效，急需国企层面上的供给侧改革，在今年中央军委主席习近平主持召开中央政治局常委会会议，专门研究“三农”工作并发表重要讲话。把推进农业供给侧结构性改革作为农业农村工作的主线，培育农业农村发展新动能，提高农业综合效益和竞争力。农业供给侧改革上升到政治局层面对市场是一件超预期事件，当然农业的供给侧改革周期要慢于工业，农产品有其自身的周期性，土地资源，种植习惯、农业基础设施的投入、政策的力度，单产量、甘蔗收购价格及对糖业的扶持政策等等一系列的生产力因素无法通过一纸行政命令而迅速改善，但我们认为农业的供给侧改革得到了中央空前的重视而中国的糖业“沉疴已久”很可能成为供给行业供给侧改革的先锋。



**图表1 盈利预测表**

财务和估值数据摘要						
单位:百万元	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	4399.00	2692.89	3138.42	3828.88	4594.65	5421.69
增长率(%)	32.83%	-38.78%	16.55%	22.00%	20.00%	18.00%
归属母公司股东净利润	49.37	-286.67	59.85	198.14	52.98	84.06
增长率(%)	115.91%	-680.64%	120.88%	231.05%	-73.26%	58.67%
每股收益(EPS) (元)	0.152	-0.885	0.185	0.611	0.163	0.259
每股股利(DPS) (元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
每股经营现金流	2.445	-2.835	0.528	2.395	-0.036	1.920
销售毛利率	13.07%	8.54%	14.76%	20.00%	15.00%	15.00%
销售净利率	1.55%	-10.19%	1.69%	4.58%	1.02%	1.37%
净资产收益率(ROE)	3.67%	-26.87%	3.76%	11.06%	2.87%	4.36%
投入资本回报率(ROIC)	-1.46%	-3.94%	3.70%	6.64%	3.34%	3.64%
市盈率(P/E)	117.10	-20.17	96.60	29.18	109.14	68.78
市净率(P/B)	4.29	5.42	3.63	3.23	3.14	3.00
股息率(分红/股价)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
报表预测						
利润表	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	4399.00	2692.89	3138.42	3828.88	4594.65	5421.69
减: 营业成本	3824.09	2462.87	2675.33	3063.10	3905.45	4608.44
营业税金及附加	29.84	10.48	20.57	25.10	30.12	35.54
营业费用	85.26	84.44	85.60	104.43	125.31	147.87
管理费用	447.27	287.90	268.25	327.27	392.72	463.41
财务费用	223.75	181.30	143.64	102.77	85.91	78.95
资产减值损失	41.03	5.48	45.92	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	-4.15	0.00	54.26	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>-256.38</b>	<b>-339.58</b>	<b>-46.63</b>	<b>206.21</b>	<b>55.13</b>	<b>87.48</b>
加: 其他非经营损益	366.66	32.77	94.56	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	<b>110.27</b>	<b>-306.81</b>	<b>47.93</b>	<b>206.21</b>	<b>55.13</b>	<b>87.48</b>
减: 所得税	42.28	-32.43	-5.02	30.93	8.27	13.12
<b>净利润</b>	<b>67.99</b>	<b>-274.37</b>	<b>52.95</b>	<b>175.28</b>	<b>46.86</b>	<b>74.36</b>
减: 少数股东损益	18.62	12.29	-6.91	-22.87	-6.11	-9.70
<b>归属母公司股东净利润</b>	<b>49.37</b>	<b>-286.67</b>	<b>59.85</b>	<b>198.14</b>	<b>52.98</b>	<b>84.06</b>
资产负债表	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	1125.22	1110.10	1021.58	765.78	918.93	1084.34
应收和预付款项	1581.96	1017.70	1315.00	1023.49	1815.70	1534.54
存货	258.26	497.81	306.80	550.57	542.58	747.34
其他流动资产	911.99	158.24	220.05	220.05	220.05	220.05
长期股权投资	13.68	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	8.92	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	1409.74	1415.14	1725.94	1416.97	1107.99	799.02
无形资产和开发支出	106.99	103.94	757.97	703.05	648.14	593.22
其他非流动资产	27.56	34.57	63.70	59.70	55.70	55.70
<b>资产总计</b>	<b>5444.33</b>	<b>4337.51</b>	<b>5411.04</b>	<b>4739.61</b>	<b>5309.10</b>	<b>5034.22</b>
短期借款	2036.00	1235.40	2199.00	1269.66	1520.38	1142.46
应付和预收款项	855.44	794.34	709.94	792.58	1064.48	1093.17
长期借款	532.15	723.27	534.51	534.51	534.51	534.51
其他负债	542.78	388.52	321.62	321.62	321.62	321.62
<b>负债合计</b>	<b>3966.37</b>	<b>3141.52</b>	<b>3765.08</b>	<b>2918.37</b>	<b>3441.00</b>	<b>3091.76</b>
股本	286.64	286.64	324.08	324.08	324.08	324.08
资本公积	1020.70	1027.80	1456.54	1456.54	1456.54	1456.54
留存收益	38.92	-247.75	-187.90	10.25	63.22	147.28
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>1346.26</b>	<b>1066.69</b>	<b>1592.73</b>	<b>1790.87</b>	<b>1843.85</b>	<b>1927.91</b>
少数股东权益	131.71	129.29	53.23	30.37	24.25	14.55
<b>股东权益合计</b>	<b>1477.96</b>	<b>1195.98</b>	<b>1645.96</b>	<b>1821.24</b>	<b>1868.10</b>	<b>1942.46</b>
负债和股东权益合计	5444.33	4337.51	5411.04	4739.61	5309.10	5034.22
现金流量表	2013A	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营性现金净流量	792.48	-918.93	170.98	776.31	-11.66	622.28
投资性现金净流量	135.19	1048.96	-870.82	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	-1386.90	-348.02	690.14	-1032.12	164.82	-456.87
<b>现金流量净额</b>	<b>-459.27</b>	<b>-217.99</b>	<b>-9.95</b>	<b>-255.80</b>	<b>153.16</b>	<b>165.41</b>

资料来源: wind、中航证券金融研究所

## 投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入 : 预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平, 股价绝对值将会上涨。  
持有 : 预计未来六个月总回报与综合指数增长相若, 股价绝对值通常会上涨。  
卖出 : 预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平, 股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持 : 预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。  
中性 : 预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。  
减持 : 预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数, 是指该股票所在交易市场的综合指数, 如果是在深圳挂牌上市的, 则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准, 如果是在上海挂牌上市的, 则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

## 分析师简介

石玉华 SAC 执业证书号: S0640515050001, 理学硕士, 2013 年 3 月加入中航证券金融研究所

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与, 未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

### 免责声明:

本报告并非针对或意图送达或为任何就送达、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户的。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性, 而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。