

评级: 买入 (维持)

市场价格: 9.61 元

分析师: 范劲松

执业证书编号: S0740517030001

电话: 021-20315138

Email: fanjs@r.qlzq.com.cn

联系人: 王佳博

电话: 021-20315125

Email: wangjb@r.qlzq.com.cn

联系人: 严瑾

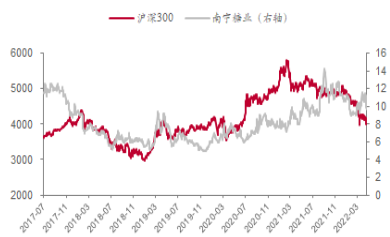
电话: 021-20315125

Email: yanjin@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	400.00
流通股本(百万股)	400.00
市价(元)	9.61
市值(百万元)	3847.07
流通市值(百万元)	3847.07

股价与行业-市场走势对比



相关报告

- 1 南宁糖业: 改革风劲涅槃重生, 糖价助力亟待飞扬
- 2 种植一季度观点集锦

公司盈利预测及估值

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	3663	3547	3033	3594	4717
增长率 yoy%	1.8%	-3.2%	-14.5%	18.5%	31.3%
净利润	32	44	-2	173	438
增长率 yoy%	-102.3%	37.5%	-105.2%	7453.6%	153.1%
每股收益 (元)	0.08	0.11	-0.01	0.53	1.35
每股现金流量	1.38	2.38	2.01	-0.84	4.26
净资产收益率	44.9%	36.2%	-1.9%	26.7%	40.3%
P/E	120.63	87.73	-1,359.38	18.00	7.11
PEG	0.87	0.82	0.98	0.03	0.01
P/B	54.19	31.73	26.18	4.81	2.87

备注: 股价选取 2022 年 4 月 22 日收盘价

投资要点

- **事件:** 公司发布《关于筹划重大资产置换暨关联交易的公告》, 拟与农投集团及绿华公司进行资产置换。公司拟将全资子公司——香山制糖公司 100% 股权, 与农投集团及其关联方绿华公司合计持有的博宣公司 100% 的股权进行置换, 置换价值差额部分的补足方式由各方另行协商, 但不涉及公司发行股份。
- **两家置换主体基本情况: (1) 南宁香山制糖有限公司**, 分改子之前 (2022 年 3 月 31 日公告), 又名香山糖厂, 是南宁糖业全资子公司, 注册资本 900 万。根据公司 2021 年 9 月 17 日公告披露, 香山糖厂实际最高日榨量为 6512 吨/天 (设计产能 9000 吨/天), 产能利用率为 72%, 是公司下属五家糖厂产能利用率最低的一家 (其他四家分别为 96%、95%、89%、83%); 百吨糖耗标煤率为 36.76%, 高于其他糖厂 (其他四家分别为 30.46%、31.42%、34.81%、34.88%)。另外, 该糖厂赤砂糖单位成本为 5789.97 元/吨, 显著高于公司整体期末库存单位成本 3885.62 元/吨。**(2) 广西博宣食品有限公司**, 注册资本为 9000 万元。19/20 榨季产糖 15.4 万吨, 实际榨蔗能力为 10000 吨/日 (设计榨蔗能力为 10000 吨/日)。披露数据显示, 截止 2021 年 Q3, 公司总资产为 6.3 亿元 (yoy+20%), 资产负债率为 32%; 2021 年前三季度, 公司实现净利润 9873 万元, 同比提升 16%。
- **积极兑现解决同业竞争的承诺, 并通过资产置换的方式将最优资产率先注入上市公司体内。** 2019 年 4 月 23 日, 农投集团通过国有股权划转成为南宁糖业控股股东, 自股权划转之日起农投集团控制的 4 家公司 (广西博宣食品有限公司、广西博爱农业科技发展有限公司、广西博华食品有限公司、广西博庆食品有限公司, 以下简称, 博宣、博爱、博华、博庆) 与南宁糖业构成了同业竞争。农投集团承诺在 2019 年 4 月 23 日至 2024 年 4 月 22 日将构成同业竞争的相关资产注入上市公司, 解决同业竞争问题。**香山制糖公司设计日榨蔗能力为 9000 吨, 博宣为 10000 吨 (广西糖业年报), 两者置换并不会降低上市公司总产能, 反而会提高公司的开工率——根据香山糖厂的最高日压榨量推算年产量 10 万吨, 而博宣近两年糖产量为 15-17 万吨。**
- 从上文可以看出, 待换出的香山制糖公司的多项指标——开工率、耗煤率、制糖成本皆为集团内资质较差个体, 对公司业绩拖累; 而待换入的博宣, 是广西优秀糖厂之一, 近年在糖价低迷期间仍取得良好收益, 预计随着糖价重心上移, 利润仍有较大提升空间。两者置换有利于优化上市公司资产负债表, 提升上市公司质量, 是公司当前货币现金暂不充裕下的最优选择。
- **投资建议: 维持“买入”评级。** 基于置换行为, 我们调整公司盈利预测, 我们预计公司 2022-2024 年营业收入分别为 35.9/47.2/56.5 亿元 (前次 22、23 年分别为 42.2 亿

元和 51.6 亿元)，净利润分别为 1.73/4.38/6.40 亿元（前次 22、23 年分别为 2.67 亿元和 2.75 亿元），当前股价对应 PE 分别为 18.0/7.11/4.88 倍。维持买入评级。

■ **风险提示：**产业政策变化风险、原材料价格波动风险、自然灾害风险等。

盈利预测表

利润表 (人民币百万元)

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业总收入	3,663	3,547	3,033	3,594	4,717
增长率	1.8%	-3.2%	-14.5%	18.5%	31.3%
营业成本	-3,447	-3,018	-2,613	-2,862	-3,391
% 销售收入	94.1%	85.1%	86.2%	79.6%	71.9%
毛利	216	529	419	732	1,326
% 销售收入	5.9%	14.9%	13.8%	20.4%	28.1%
营业税金及附加	-16	-22	-19	-22	-29
% 销售收入	0.4%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	-98	-45	-61	-72	-94
% 销售收入	2.7%	1.3%	2.0%	2.0%	2.0%
管理费用	-285	-221	-212	-252	-330
% 销售收入	7.8%	6.23%	7.00%	7.0%	7.0%
息税前利润 (EBIT)	-182	242	128	387	873
% 销售收入	-5.0%	6.8%	4.2%	10.8%	18.5%
财务费用	-135	-164	-192	-192	-192
% 销售收入	3.7%	4.6%	6.3%	5.3%	4.1%
资产减值损失	-75	29	14	7	5
公允价值变动收益	-70	4	0	0	0
投资收益	241	18	87	116	74
% 税前利润	-106.0%	15.5%	349.5%	37.9%	9.9%
营业利润	-222	129	37	317	760
营业利润率	-6.0%	3.6%	1.2%	8.8%	16.1%
营业外收支	-6	-10	-12	-12	-13
税前利润	-228	119	25	305	747
利润率	-6.2%	3.4%	0.8%	8.5%	15.8%
所得税	-28	-12	1	-44	-110
所得税率	-12.3%	10.3%	-2.3%	14.3%	14.8%
净利润	18	70	-3	247	626
少数股东损益	-14	27	-1	74	188
归属于母公司的净利润	32	44	-2	173	438
净利率	0.9%	1.2%	-0.1%	4.8%	9.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
净利润	18	70	-3	247	626
加: 折旧和摊销	288	276	181	182	182
资产减值准备	75	102	0	0	0
公允价值变动损失	70	-4	0	0	0
财务费用	254	225	192	192	192
投资收益	-241	-18	-87	-116	-74
少数股东损益	-14	27	-1	74	188
营运资金的变动	212	877	520	-843	780
经营活动现金净流	551	954	803	-337	1,706
固定资本投资	-108	-49	-10	-10	-10
投资活动现金净流	168	-139	94	123	81
股利分配	0	0	0	0	0
其他	-749	-832	-1,027	356	-1,503
筹资活动现金净流	-749	-832	-1,027	356	-1,503
现金净流量	-29	-17	-130	142	284

资产负债表 (人民币百万元)

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
货币资金	680	897	766	908	1,192
应收款项	752	834	513	1,083	1,013
存货	688	691	528	743	803
其他流动资产	348	385	190	455	312
流动资产	2,469	2,806	1,998	3,190	3,320
% 总资产	46.2%	48.2%	42.2%	56.5%	60.4%
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	1,735	1,784	1,624	1,465	1,305
% 总资产	32.5%	30.6%	34.3%	25.9%	23.7%
无形资产	490	472	438	404	369
非流动资产	2,873	3,019	2,738	2,458	2,177
% 总资产	53.8%	51.8%	57.8%	43.5%	39.6%
资产总计	5,342	5,825	4,736	5,647	5,498
短期借款	2,310	3,037	2,634	2,826	1,514
应付款项	1,314	1,029	1,104	1,110	1,514
其他流动负债	983	726	331	400	486
流动负债	4,606	4,792	4,069	4,335	3,514
长期贷款	217	432	0	0	0
其他长期负债	372	347	417	458	504
负债	5,195	5,571	4,486	4,794	4,018
普通股股东权益	71	121	119	648	1,086
少数股东权益	76	132	131	206	393
负债股东权益合计	5,342	5,825	4,736	5,647	5,498

比率分析

	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
每股指标					
每股收益 (元)	0.08	0.11	-0.01	0.53	1.35
每股净资产 (元)	0.18	0.30	0.37	2.00	3.35
每股经营现金净流 (元)	1.38	2.38	2.01	-0.84	4.26
每股股利 (元)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
回报率					
净资产收益率	44.92%	36.16%	-1.93%	26.70%	40.33%
总资产收益率	0.34%	1.21%	-0.07%	4.38%	11.38%
投入资本收益率	2.68%	9.70%	7.98%	27.73%	35.35%
增长率					
营业总收入增长率	1.80%	-3.15%	-14.51%	18.51%	31.26%
EBIT增长率	-105.78%	268.13%	14.94%	147.17%	90.10%
净利润增长率	-102.34%	37.50%	-105.22%	7453.63%	153.15%
总资产增长率	-8.15%	9.04%	-18.69%	19.23%	-2.65%
资产管理能力					
应收账款周转天数	47.6	48.3	47.8	47.8	47.8
存货周转天数	69.3	70.0	72.4	63.7	59.0
应付账款周转天数	70.6	77.3	77.8	78.0	78.0
固定资产周转天数	163.8	178.5	202.3	154.7	105.7
偿债能力					
净负债/股东权益	1733.68%	1092.97%	717.03%	199.57%	-125.00%
EBIT利息保障倍数	0.5	1.4	1.0	2.6	4.9
资产负债率	97.26%	95.64%	94.71%	84.88%	73.09%

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。