

信用等级通知书

东方金诚债评 [2012]014 号

南宁糖业股份有限公司：

受贵公司委托，东方金诚国际信用评估有限公司对贵公司的信用状况进行了综合分析，评定贵公司主体信用等级为 AA；同时对贵公司拟发行的“南宁糖业股份有限公司 2012 年公司债券”的信用状况进行了综合分析，评定本期债券的信用等级为 AA。

东方金诚国际信用评估有限公司
二零一二年六月二十七日



信用等级公告

东方金诚债评 [2012]014 号

东方金诚国际信用评估有限公司通过对南宁糖业股份有限公司和其拟发行的“南宁糖业股份有限公司 2012 年公司债券”的信用状况进行综合分析和评估，确定南宁糖业股份有限公司主体信用等级为 AA，债券信用等级为 AA。

特此公告

东方金诚国际信用评估有限公司

二零一二年六月二十七日



信用评级报告声明

- 除因本次评级事项东方金诚国际信用评估有限公司（东方金诚）与南宁糖业股份有限公司（南宁糖业）构成委托关系外，东方金诚、评估人员与南宁糖业不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 东方金诚与评估人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。
- 本信用评级报告的评级结论是东方金诚依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因南宁糖业和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。
- 本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。
- 本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由南宁糖业提供，东方金诚不保证引用资料的真实性及完整性。
- 根据跟踪评级情况，南宁糖业主体信用等级和其拟发行的“南宁糖业股份有限公司 2012 年公司债券”信用等级有可能发生变化。

东方金诚国际信用评估有限公司
2012 年 6 月 27 日



南宁糖业股份有限公司

2012年公司债券信用评级报告

评级结果

主体信用等级：AA
 评级展望：稳定
 本期债券信用等级：AA
 本期债券发行额度：
 不超过 5.4 亿
 本期债券期限：5+2 年

评级时间

2012 年 6 月 26 日

分析师

冯晓川 徐承远 朱林

邮箱：

gongshang@goldencredit.com.cn

电话：010-62299800

传真：010-65660988

地址：北京市海淀区西直门北大
 街 54 号伊泰大厦 5 层
 100082

评级观点

东方金诚国际信用评估有限公司（简称“东方金诚”）通过对南宁糖业股份有限公司（以下简称“南宁糖业”或“公司”）经营环境、竞争力、业务运营、企业管理以及财务状况的综合分析，认为南宁糖业作为目前国内制糖行业规模最大的国有控股上市公司，在经营规模、产品品牌和原料来源等方面具有很强的竞争优势。同时，东方金诚也关注到公司近年来造纸业务亏损、机制糖产量下降等因素对公司经营发展带来的不利影响。

东方金诚评定南宁糖业主体信用等级为 AA，评级展望为稳定。基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的评估，东方金诚评定本期公司债券的信用等级为 AA，该级别反映了本期公司债券具备很强的偿还保障，本期公司债券到期不能偿还的风险很低。

主要数据和指标

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 3 月
资产总额（亿元）	39.12	43.13	47.12	55.09
所有者权益（亿元）	15.24	16.08	15.53	14.94
总债务（亿元）	17.30	19.40	25.91	31.74
营业收入（亿元）	35.32	38.75	42.24	7.32
利润总额（亿元）	1.49	1.89	0.96	-0.58
EBITDA（亿元）	4.76	5.07	4.77	-
营业利润率（%）	18.10	17.28	16.05	14.79
净资产收益率（%）	8.69	10.67	2.93	-
资产负债率（%）	61.04	62.72	67.04	72.88
全部债务资本化比率（%）	53.16	54.68	62.53	67.99
流动比率（%）	60.35	60.41	65.78	73.76
全部债务/EBITDA（倍）	3.64	3.82	5.43	-
EBITDA 利息倍数（倍）	4.22	5.17	2.92	-
EBITDA/本期发债额（倍）	0.88	0.94	0.88	-

注：数据基于南宁糖业 2009 年~2011 年审计报告及 2012 年 1~3 月财务报表；2012 年 1~3 月财务报表未经审计。

评级结果

主体信用等级：AA
评级展望：稳定
本期债券信用等级：AA
本期债券发行额度：
不超过 5.4 亿
本期债券期限：5+2 年

评级时间

2012 年 6 月 26 日

分析师

冯晓川 徐承远 朱林

邮箱：

gongshang@goldencredit.com.cn

电话：010-62299800

传真：010-65660988

地址：北京市海淀区西直门北大
街 54 号伊泰大厦 5 层
100082

优势

- 食糖作为基本食品存在一定的消费需求刚性，我国居民食糖消费增长的空间还很大，未来几年中国食糖供不应求的态势将得以延续；
- 公司是目前国内制糖行业规模最大的国有控股上市公司，产糖量位居全国制糖行业企业前列，具有一定的经营规模和品牌优势；
- 广西是我国最大的甘蔗生产基地，2011 年公司蔗区的甘蔗种植面积为 90 多万亩，为公司制糖和造纸业务提供了较为充足的原料来源；
- 近三年制糖业务收入规模和毛利率基本稳定，为公司保持经营的稳定性提供了较强的支撑。

关注

- 由于造纸行业产能过剩，产品价格低迷，原材料价格上涨，加之 2011 年广西地区电力供应紧张影响连续生产，公司造纸业务近年来亏损较为严重；
- 受制于蔗区面积减少，原料蔗产量下降，公司近年来机制糖产量有所下降。

主体概况

南宁糖业股份有限公司（以下简称“南宁糖业”或“公司”）于 1999 年 5 月 14 日正式成立，是经广西壮族自治区人民政府桂政函[1998]75 号文批准，由南宁统一糖业有限责任公司（以下简称“统一糖业”）作为独家发起人，将与制糖、酒精和文化用纸生产相关的主要经营性资产折股投入，并向社会公开发行人民币普通股（A 股），以募集方式设立的股份有限公司。公司股票于 1999 年 5 月 27 日在深圳证券交易所（以下简称“深交所”）挂牌上市交易，股票代码 000911。

经中国证券监督管理委员会（以下简称“证监会”）2001 年 9 月 13 日证券发行字[2001]77 号文批准，公司于 2001 年 11 月 29 日向社会公众股股东配售 1680 万股；经证监会 2004 年 9 月 17 日证监发行字[2004]153 号文批准，公司向社会公众股股东配售 2184 万股普通股；经证监会 2007 年 9 月 17 日证监发行字[2007]311 号文核准，公司以非公开发行方式向特定投资者非公开发行 2400 万股普通股。截至 2012 年 3 月末，公司总股本 28664 万股，南宁振宁资产经营有限责任公司（以下简称“振宁公司”）持有总股本的 47.71%，是公司控股股东。由于南宁市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“南宁市国资委”）全资控股振宁公司，因此，公司的实际控制人为南宁市国资委。截至 2012 年 3 月末，公司前十大股东情况如表 1 所示。

表 1：截至 2012 年 3 月末南宁糖业前十大股东情况

单位：万股、%

股东名称	持股数量	持股比例	股份类型
南宁振宁资产经营有限责任公司	13676.88	47.71	A 股流通股
中国建设银行-华宝兴业多策略增长证券投资基金	291.37	1.02	A 股流通股
中国建设银行-华夏红利混合型开放式证券投资基金	260.30	0.91	A 股流通股
中国银行-招商先锋证券投资基金	180.00	0.63	A 股流通股
北京兴源鼎盛咨询有限公司	110.00	0.38	A 股流通股
唐文辉	82.13	0.29	A 股流通股
中国农业银行-南方中证 500 指数证券投资基金 (LOF)	50.99	0.18	A 股流通股
刘娜	49.58	0.17	A 股流通股
柴忠泽	48.74	0.17	A 股流通股
广州天朗六菱摄影器材有限公司	45.00	0.16	A 股流通股
合计	14794.98	51.62	-

数据来源：Wind 资讯，东方金诚整理

公司经营范围包括机制糖、酒精、纸及纸制品、蔗渣浆、复合肥、焦糖色、竹浆的生产与销售，制糖设备的制造、安装及技术服务；出口本企业生产的产品，进口本企业生产、科研所需的原辅助材料、机械设备、仪器仪表及零配件；承包境外制糖行业工程及境内国际招标工程；上述境外工程所需的设备、材料出口；对外派遣实施上述境外工程所需的劳务人员；道路普通货物运输；厂房及设备租赁。

经过十多年的发展，目前公司已成为广西规模最大的糖业生产经营企业之一，

机制糖生产能力为日榨原料蔗 3.2 万吨。公司还以蔗渣为原料开展纸制品的生产与销售业务，辅以少量的酒精等附属产品，目前形成年产各类纸制品 19 万吨、酒精 3 万吨、蔗渣浆 11 万吨的生产能力。2011 年公司实际生产机制糖 45.99 万吨，机制纸 15.71 万吨，机制浆 10.86 万吨，酒精 2.13 万吨。

公司拥有 8 家控股子公司、6 家直属厂和 1 家分公司。8 家控股子公司分别为分别为南宁侨虹新材料有限责任公司（以下简称“侨虹新材”）、广西舒雅护理用品有限公司（以下简称“舒雅护理”）、广西南蒲纸业有限公司（以下简称“南蒲纸业”）、南宁美时纸业有限责任公司（以下简称“美时纸业”）、南宁天然纸业有限公司（以下简称“天然纸业”）、南宁美恒安兴纸业有限公司（以下简称“美恒安兴”）、南宁云鸥物流有限责任公司（以下简称“云鸥物流”）和广西侨旺纸模制品有限责任公司（以下简称“侨旺纸模”）；6 家直属厂分别为香山糖厂、伶俐糖厂、东江糖厂、明阳糖厂、蒲庙造纸厂和制糖造纸厂；1 家分公司为第一纸业分公司。

截至 2011 年末，南宁糖业总资产 47.12 亿元，总负债 31.59 亿元，所有者权益 15.53 亿元，资产负债率 67.04%；2011 年公司实现营业收入 42.24 亿元，利润总额 0.96 亿元，经营性净现金流 3.38 亿元。

根据公司提供的未经审计的 2012 年一季度财务报表，截至 2012 年 3 月末，南宁糖业总资产 55.09 亿元，总负债 40.15 亿元，所有者权益 14.94 亿元，资产负债率 72.88%；2012 年一季度公司实现营业收入 7.32 亿元，利润总额-0.58 亿元，经营性净现金流-5.68 亿元。

本期债券概况及募集资金用途

本期债券概况

南宁糖业拟向中国证监会申请发行总额不超过 5.4 亿元的公司债券（以下简称“本期公司债券”）。本期公司债券票面金额 100 元，按面值发行，期限为 7 年，采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计息。公司有权决定是否在本期公司债券存续期限的第 5 年末上调本期债券后 2 年的票面利率，如决定上调，则上调幅度为 1 至 100 个基点（含本数），其中 1 个基点为 0.01%，公司发出关于是否上调本期公司债券票面利率及上调幅度的公告后，本期公司债券持有人有权在第 5 个付息日将其持有的全部或部分本期公司债券按票面金额回售给公司。本期公司债券票面利率由公司的主承销商华西证券有限责任公司（以下简称“华西证券”）按照发行时网下询价结果共同协商确定，在债券存续期限前 5 年保持不变；如公司行使上调票面利率选择权，未被回售部分债券在存续期限后 2 年的票面利率为债券存续期限前 5 年票面利率加上上调基点，在债券存续期限后 2 年固定不变。本期公司债券无担保。

募集资金用途

本期公司债券所募集资金拟用于偿还借款、调整债务结构和补充流动资金。

经营环境

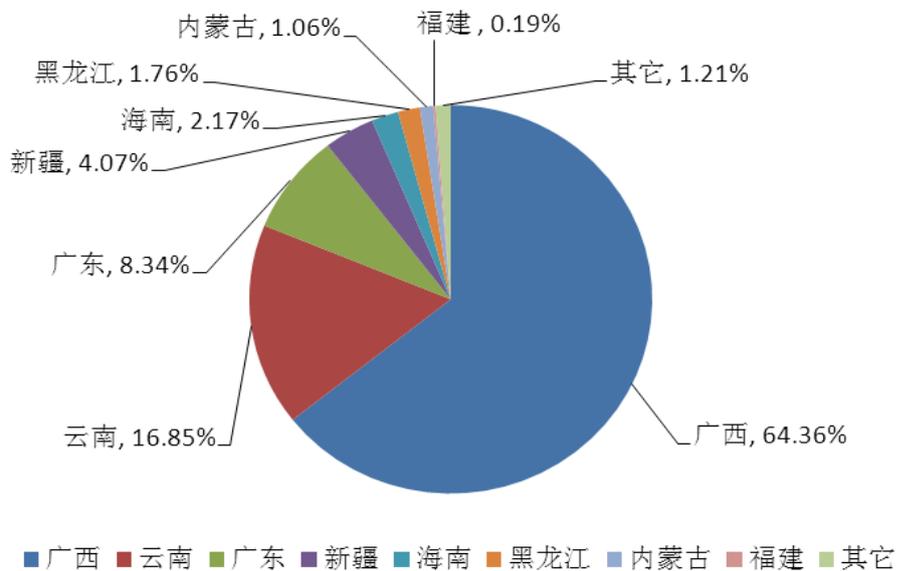
制糖行业

1、行业概况

糖是排在粮、棉、油之后涉及国计民生的大宗农产品，也是我国农产品加工工业特别是食品工业及下游产业的重要基础原料。“十一五”期间，我国制糖行业取得了长足的发展，五个榨季食糖总产量 5858.05 万吨，比“十五”期间增长了 31.55%；食糖累计消费达 6460 万吨，比“十五”期间增长了 32.03%¹。2010/2011 榨季全国共生产食糖 1045.42 万吨；2011 年全国食糖消费量为 1283 万吨。²

目前，中国有 18 个省区产糖，主要糖区集中在中国南部、北部和西北部，沿中国边境省份分布。按照糖料区分，食糖可分为甘蔗糖和甜菜糖，其中甘蔗糖占总产量的 90%以上，主要分布在广西、云南、广东、海南及临近省区；甜菜糖占比较小，主要分布在黑龙江、新疆、内蒙古及临近省区。广西作为我国最重要的食糖生产省份，2010/2011 榨季蔗糖产量约占全国食糖产量的 60%以上。

图 1：2010/2011 榨季全国主要产糖省区食糖产量占比图



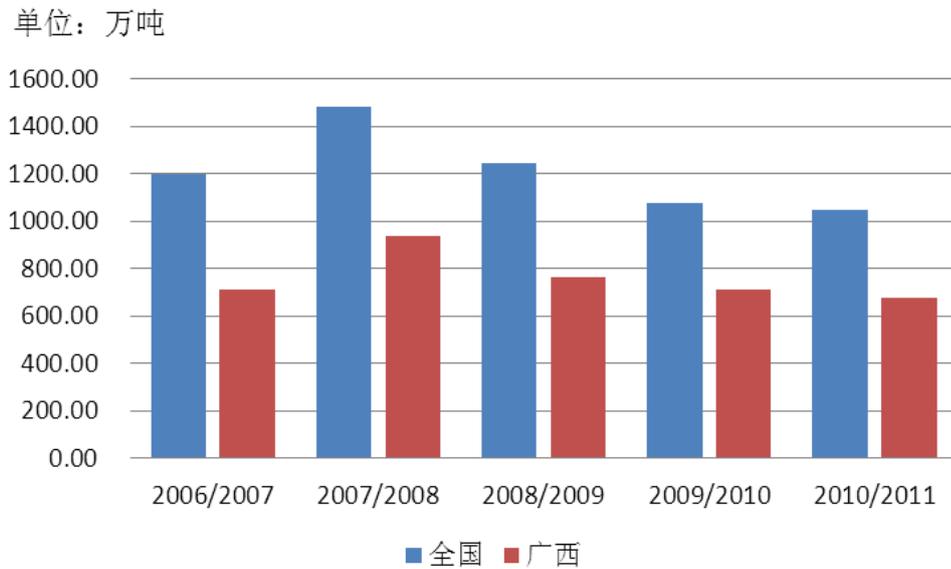
数据来源：《广西糖业年报》（2010/2011 榨季），东方金诚整理

中国食糖产量自 2007/2008 榨季达到顶点之后逐年下降的根本原因是原料蔗的供给不足。中国食糖主产区广西、云南等省耕地资源有限，近年来由于其他经济作物的发展导致甘蔗种植面临激烈的土地竞争，同时由于近年来各种农产品价格普遍上涨的比价效应与城市化进程加快，甘蔗种植面积持续下降。同时，中国目前甘蔗种植仍然采用传统耕作方式，过于分散，户均种植面积小，机械化程度低，劳动强度大，土地以旱坡地为主，高糖高产品种普及较差，自然灾害较多，加之劳动力成本上升，油、电、煤、运价格普遍上涨，种植成本高成为困扰甘蔗种植的主要问题。另外，甘蔗种植、管理、砍运劳动力紧缺也是影响甘蔗种植产业发展的因素。

¹ 数据来源于《制糖行业“十二五”发展规划》。

² 数据来源于 Wind 资讯。

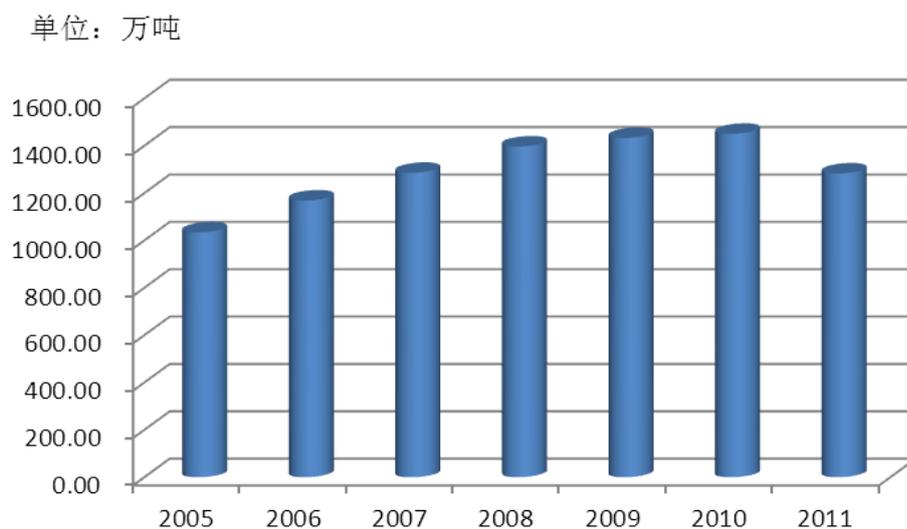
图 2：2006/2007～2010/2011 榨季全国及广西地区食糖产量变化情况



数据来源：Wind 资讯，东方金诚整理

食糖消费主要受到食品工业发展、城乡居民收入生活水平、人口增加及结构变化、食糖作为基本食品本身的刚性消费需求、糖精等其他甜味剂替代品生产等多重因素的影响，其中，食品工业的发展是关系食糖消费增减的主要因素。2005 年以来，中国食糖消费量呈增长的趋势，但 2011 年受糖价不断上涨的影响，全国食糖消费量有所下降。

图 3：2005 年～2011 年全国食糖消费变化情况

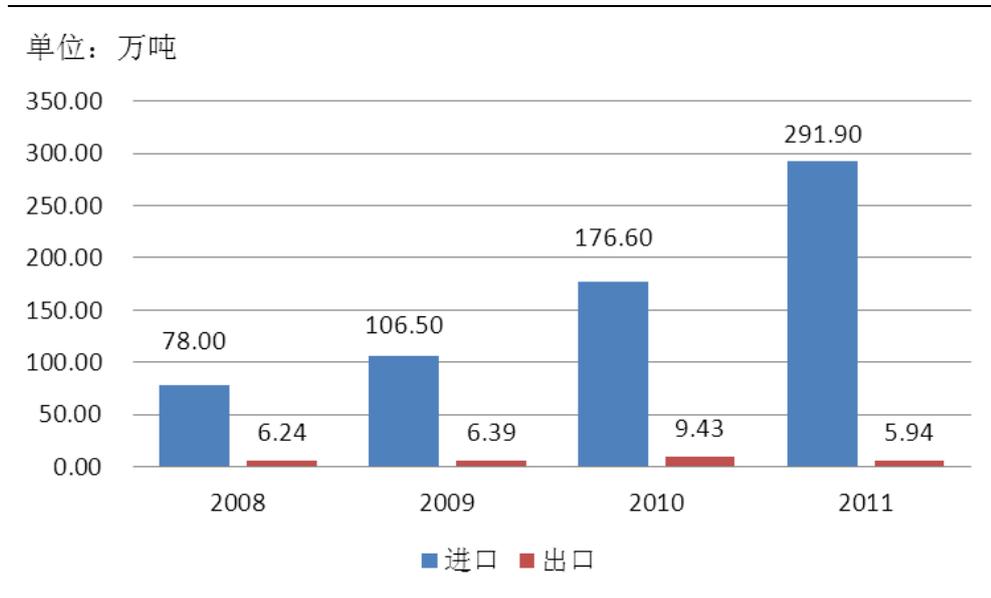


数据来源：Wind 资讯，东方金诚整理

食糖进出口方面，近年来由于国内食糖产量呈下降趋势，国内市场供不应求，为了满足国内市场需求，中国政府不断加大进口糖的配额，进口糖数量呈现快速

增长的趋势。出口糖方面，由于国内食糖在质量和价格方面相比国外食糖没有优势，所以出口量较小。

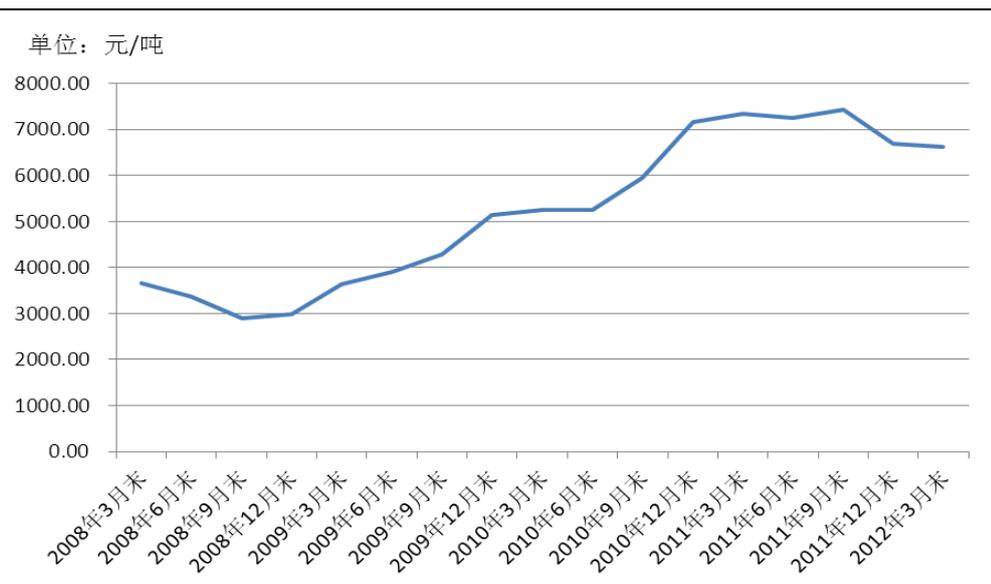
图 4：2008 年～2011 年我国食糖进出口情况



数据来源：云南糖网，东方金诚整理

食糖价格方面，国内食糖价格在 2008 年 10 月达到近 5 年的最低值，之后受经济复苏、通胀预期、产量减少、游资炒作、成本推动等因素影响，国内食糖价格触底回升。2010 年食糖价始终在 5000 元/吨以上高位运行，每吨比 2009 年食糖市场价格增加了 1000 多元。2011 年，国内食糖供求失衡，糖价最高时达到 7800 元/吨，至 2011 年底下行至 6500 元/吨左右。

图 5：近年来 CSI 国内食糖现货价格指数图



数据来源：云南糖网，东方金诚整理

综合分析，主要受制于原料蔗供给不足的影响，中国食糖产量自 2007/2008 榨季达到顶点之后逐年下降；食糖消费总量随国民经济和食品工业的发展稳步增长，但 2011 年受糖价不断上涨的影响，全国食糖消费量有所下降；近年来食糖进口不断增加；食糖现货价格在 2008 年 10 月达到最低值后呈逐年上涨趋势。预计未来几年中国食糖国内生产供不应求的态势将得以延续，糖价短期内波动幅度较大，但总体上将高位运行。

2、产业政策

鉴于食糖属于国家重要战略物资，我国早在 1991 年就建立了国家食糖储备体制。目前国家储备糖调度使用权属国务院；国家发展和改革委员会负责食糖市场宏观调控，包括制定国家食糖储备计划和向国务院提出动用储备糖的建议；国家商务部负责国储糖的管理和调运；国家财政部负责国储糖的财务管理；华商储备商品管理中心具体负责国储糖管理和国家宏观调控操作。国家食糖储备体制对国内食糖供给和需求发挥了吞吐调节的作用，即在食糖生产旺季和国际市场糖价较低时，扩大收购和进口；在食糖生产淡季时，通过抛储平抑市价，稳定市场。

进口糖管理方面，中国目前对食糖进口实行配额管理，关税配额内进口的食糖适用关税配额税率，配额外进口的食糖按照《中华人民共和国进出口关税条例》的有关规定执行。食糖进口关税配额分为国营贸易配额和非国营贸易配额。国营贸易配额须通过国营贸易企业进口，非国营贸易配额通过有贸易权的企业进口，有贸易权的最终用户也可以自行进口。进口关税配额和适用税率由商务部分配，商务部授权机构负责受理本地区内食糖进口关税配额的申请。食糖进口关税配额根据申请者的申请数量和以往进口实绩、生产能力、其他相关商业标准或根据先来先领的方式进行分配；分配的最小数量以食糖商业上可行的装运量确定。进口关税配额证自每年 1 月 1 日起至当年 12 月 31 日有效。持有食糖进口关税配额的最终用户当年无法将已申领到的全部配额量签订进口合同或已签订合同无法完成，须在 9 月 15 日前将无法完成的配额量交还原发证机构。食糖进口关税配额再分配量的申请期为每年 9 月 1 日至 15 日，每年 9 月 30 日前，商务部将食糖进口关税配额再分配量分配到最终用户（凭合同先来先领分配方式除外）；关税配额再分配量根据公布的申请条件，按照先来先领方式进行分配。获得再分配配额量的最终用户可以通过有贸易权的企业进口，有贸易权的企业也可以自行进口。实行食糖进口配额管理可以降低国外食糖对本国制糖行业的冲击。

糖料管理方面，2002 年 6 月原中华人民共和国国家发展计划委员会、原中华人民共和国国家经济贸易委员会、中华人民共和国农业部、中华人民共和国国家工商行政管理总局联合颁布了《糖料管理暂行办法》，根据该办法，广西相关政府部门联合颁布了《广西壮族自治区糖料蔗管理实施细则》（桂计经贸[2002]560 号），对糖料蔗的种植和糖料收购价格等方面进行了明确规定，主要包括以下两个方面：

(1) 糖料产区实行以制糖企业为核心按经济区域实行划区管理。地(市)级人民政府或其授权的县级人民政府根据制糖企业提出的糖料区划申请，负责辖区内各制糖企业糖料区的划定。制糖企业不得跨区收购糖料；除制糖企业外，任何企业和个人不得收购糖料；任何企业和个人不得建立糖料交易市场。

(2) 实行糖料收购价格与食糖价格挂钩联动、糖料款二次结算机制。自治区

内的糖料蔗收购价格与食糖销售价格挂钩的联动价、糖料蔗款二次结算收购价格应依据食糖市场供求关系、价格走势及兼顾糖料蔗生产者和制糖企业的共同利益的原则制定：

①在每年1月1日前，由自治区价格行政主管部门会同有关部门发布下一榨季糖料蔗价格走势参考性信息，供糖料蔗生产者和制糖企业在安排生产计划时参考；每年新榨季开榨前，由自治区价格行政主管部门制定和公布全区糖料蔗收购底价、蔗糖挂钩联动价格、二次结算价格系数值及质量差价水平。糖料蔗收购底价应能够使糖料蔗生产者补偿糖料蔗生产成本。食糖挂钩价应在糖料蔗收购底价的基础上，按照能够使制糖企业补偿食糖生产成本的原则确定。

②糖料蔗价款二次结算的具体结算办法由自治区价格行政主管部门制定。在每年榨季结束后，由自治区价格行政主管部门会同有关部门核定、公布本辖区本榨季制糖企业食糖平均销售价格和糖料蔗收购二次结算价格。

③当榨季食糖平均销售价格高于自治区价格行政主管部门公布的蔗糖挂钩联动价格时，糖料蔗二次结算价格与收购底价的价差，由制糖企业支付给糖料蔗交售者。县级价格行政主管部门负责监督制糖企业实施糖料蔗价款的二次结算。二次结算须在新榨季开榨前完成。当地、市价格行政主管部门公布的食糖平均销售价格低于自治区价格行政主管部门公布的蔗糖挂钩联动价格时，糖料蔗收购底价即为糖料蔗的最终结算价格。

④制糖企业食糖生产成本、食糖平均销售价格的监测和计算办法，由自治区价格行政主管部门制定。地、市价格行政主管部门或委托县级价格行政主管部门会同有关部门对制糖企业的生产成本进行定期审核，并公布有关财务情况，督促制糖企业降低生产成本。

糖料划区管理对于稳定制糖企业的原料供应起到了积极的作用，有效降低了制糖企业之间的恶性竞争，同时也有助于稳定糖料的价格。价格联动及二次结算机制在为制糖企业的盈利空间提供一定保障的同时，相对固化了制糖企业的糖料成本，并且也起到保护农民利益、增加蔗农种植甘蔗积极性的作用。

此外，《广西壮族自治区糖业条例（征求意见稿）》已于2010年12月公开征求了社会公众意见，随着该条例的出台，广西在糖料蔗种植和收购、食糖生产与储备、扶持与引导等方面将得到进一步规范。

3、竞争格局

由于食糖是一种基本标准化的产品，行业内的竞争更多地体现在对糖料的争夺上，区域竞争的特点比较明显。公司地处全国最大的食糖生产地区广西，全国年产食糖超过40万吨的10家企业有8家位于该区，公司主要竞争对手都在广西区内。根据广西糖业协会统计，广西全区有31家制糖企业，产糖10万吨以上的企业集团14家，2010/2011榨季合计生产食糖616.48万吨，占全区91.31%。

表 2：2010/2011 榨季广西区主要食糖企业产糖量

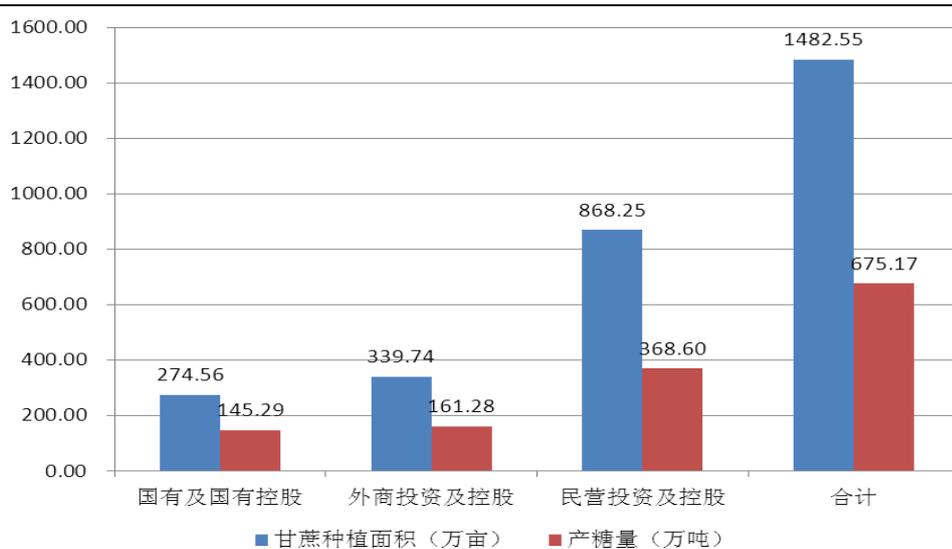
单位：万吨

序号	企业名称	产糖量
1	广西南宁 东亚糖业 集团	102.86
2	洋浦南华糖业集团	102.00
3	广西来宾东糖集团有限公司	62.32
4	广西农垦糖业集团股份有限公司	61.77
5	广西凤糖生化股份有限公司	58.99
6	南宁糖业股份有限公司	46.64
7	英博糖业 集团有限公司	41.56
8	广西永鑫华糖集团有限公司	40.81
9	广西湘桂糖业集团有限公司	20.56
10	广西百色甘化股份有限公司	19.76
11	广西 上上糖业 有限公司	18.13
12	广西 永凯糖业 有限责任公司	16.86
13	广西 欧亚糖业 有限公司	12.57
14	广西 华盛 集团有限责任公司	11.65
合计		616.48
全区		675.17

数据来源：《广西糖业年报》（2010/2011 榨季），东方金诚整理

最近几年，民营制糖企业利用经营机制、资金实力等方面的优势，迅速发展壮大，许多大型民营制糖企业通过不断收购小型糖厂来扩大蔗区范围，广西制糖行业市场竞争日趋激烈。

图 6：2010/2011 榨季广西区内各种所有制企业甘蔗种植面积及产糖量



数据来源：Wind 资讯，东方金诚整理

南宁糖业作为目前国内制糖行业规模最大的国有控股上市公司，2010/2011 榨季生产机制糖 46.64 万吨，在广西区内排名第 6，具有一定的竞争优势。

东方金诚认为，制糖行业竞争更多地体现在对糖料的争夺，制糖企业之间的并购重组将使行业集中度进一步提高，行业龙头企业的竞争优势将越来越显著。

4、行业关注

原料蔗的短缺已成为制约我国食糖产量增长的最大瓶颈

对于甘蔗制糖生产而言，成本大部分是原材料甘蔗，蔗区就是企业的第一车间。如前文所述，原料蔗的短缺已成为制约我国食糖产量增长的最大瓶颈，甘蔗产量不能够满足制糖行业的需求，进而造成国内食糖产需矛盾。如何保证稳定的原料蔗供应，形成规模化生产，提高效率，降低生产成本，是制糖行业面临的重要问题。

蔗价与糖价挂钩联动在为制糖企业的盈利空间提供一定保障的同时，相对固化了制糖企业的糖料成本

公司所在广西地区根据国家有关规定，每个榨季由广西区物价局确定甘蔗收购底价以及对应的制糖企业一级白砂糖基准销售价格，并实行挂钩联动。榨季初收购底价（又称“联动收购首付价格”）确定后，整个榨季都按此价格进行糖料蔗的收购。如果糖价上涨较大，政府为保障农民利益，会再次调高联动收购首付价格；如果糖价下跌，政府不再对本榨季联动收购首付价格进行调整，而仅会在下一榨季初根据糖价重新确定下一榨季的联动收购首付价格。每个榨季末，政府根据全区制糖企业在整个榨季一级白砂糖的平均销售价格确定二次结算价格，由制糖企业与农民进行二次结算。当一级白砂糖平均销售价格超过基准销售价格时，糖料蔗收购价格相应提高，制糖企业根据政府确定的二次结算价格，向农民补足差价；当一级白砂糖销售价格低于基准销售价格时，蔗价不再进行二次结算。

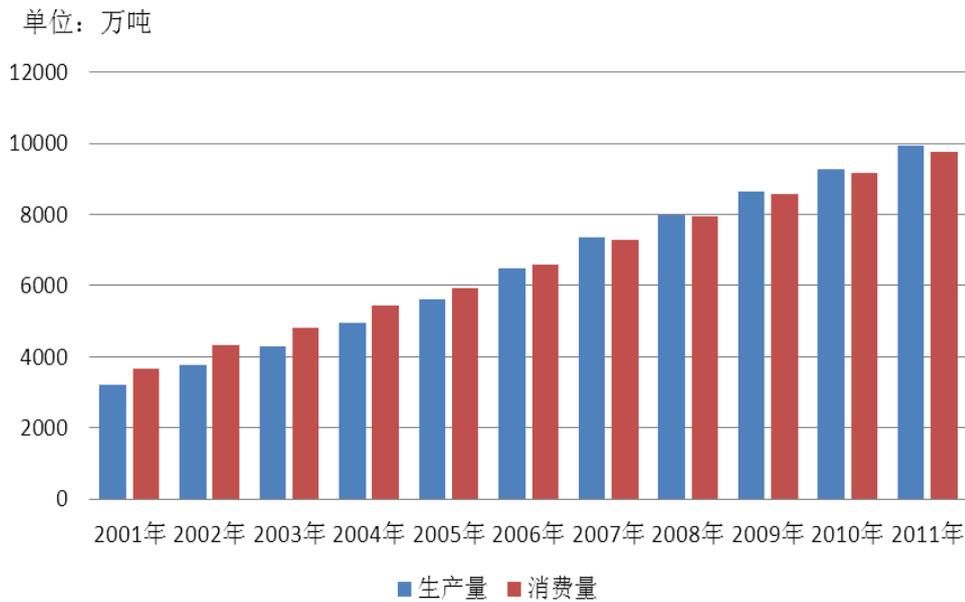
蔗价与糖价挂钩联动既保证了制糖企业的利润又维护了蔗农的利益，在为制糖企业的盈利空间提供一定保障的同时，相对固化了制糖企业的糖料成本，对制糖企业的生产经营产生了较大影响。

造纸行业

1、行业概况

造纸行业是与国民经济和社会事业发展关系密切的重要基础原材料产业，纸及纸板的消费水平是衡量一个国家现代化水平和文明程度的标志。造纸行业具有资金技术密集、规模效益显著的特点。根据中国造纸协会统计，2001 年~2011 年，纸及纸板生产量增长 210.31%，年均增长 11.99%；消费量增长 164.78%，年均增长 10.23%。2011 年全国纸及纸板生产量 9930 万吨，较上年 9270 万吨增长 7.12%；消费量 9752 万吨，较上年 9173 万吨增长 6.31%，人均年消费量为 73 千克，比上年增长 5 千克。纸品的生产量和消费量的增长速度与国民生产总值增长速度基本同步，但由于生产量增长速度略快于消费量增长，从 2007 年开始，我国纸及纸板总体上呈现供给略大于需求的局面。

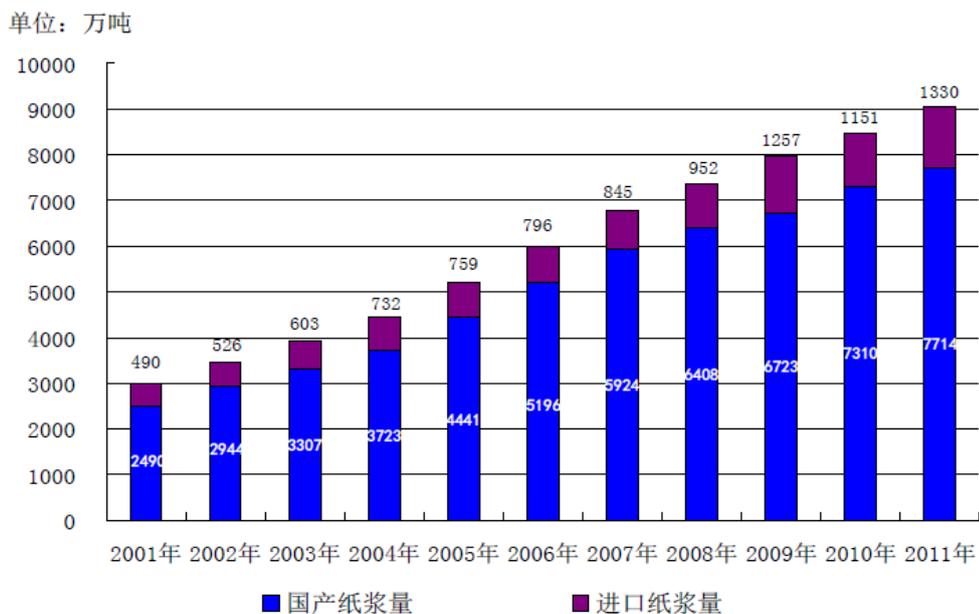
图 7：2001 年~2011 年国内纸及纸板生产和消费情况



数据来源：Wind 资讯，东方金诚整理

纸浆消费方面，根据中国造纸协会统计，2001~2011 年全国纸浆消费总量随着纸及纸板产量逐年增长，年均复合增长率为 11.72%。2011 年全国纸浆消费总量 9044 万吨，较上年 8461 万吨增长 6.89%，其中国产纸浆消费量为 7714 万吨，较上年 7310 万吨增长 5.53%；进口纸浆消费量为 1330 万吨，较上年 1151 万吨增长 15.55%。

图 8：2001 年~2011 年全国纸浆总消费情况



数据来源：中国造纸工业 2011 年度报告，东方金诚整理

中国造纸行业在快速发展的同时，也面临着资源约束、环境压力等问题。造纸

工业以木材、竹、芦苇等原生植物纤维和废纸等再生纤维为原料，属于资源约束型工业，对纤维来源的依赖性极高。相比较于世界上主要制浆造纸国家森林覆盖率高、原料资源丰富的现状，中国国内纤维原料供需矛盾突出，需大量进口木浆和废纸浆，特别是优质原料缺口大，对外依存度高。同时，我国造纸行业不合理的原料结构、规模结构以及较低的技术装备水平，决定了造纸企业资源消耗较高，污染防治任务艰巨。随着资源约束、环境压力的日益加大，企业规模化、技术集成化、生产清洁化、资源节约化、林纸一体化已成为造纸企业的必然选择。

2、产业政策

为了优化造纸产业布局，构建林业和造纸业结合、行业装备先进、生产清洁、增长持续、循环节约、竞争有序的现代造纸产业，国家发展和改革委员会于 2007 年颁布了《造纸产业发展政策》，在产能规划、环保、产业布局、纤维原料、行业准入方面做出了具体的规定，明确提出适度控制纸及纸板项目的建设，淘汰现有落后产能，要求造纸行业转变增长方式，支持国内企业通过兼并、联合、重组和扩建等形式，提高集中度。在纤维原料方面，该政策明确提出要合理利用非木浆，鼓励适度发展竹浆和非木浆发展。

2011 年，国家发展改革委、工业和信息化部、国家林业局联合出台了《造纸工业发展“十二五”规划》，提出了我国“十二五”期间造纸行业的发展目标：到 2015 年，全国纸及纸板总产能为 13000 万吨左右，总产量达到 11600 万吨，年均增长 4.6%。同时，加快形成符合我国国情的以废纸纤维、木纤维为主，合理利用非木纤维的造纸原料结构。2011 年 5 月 10 日，工信部下达 2011 年淘汰落后产能目标任务，其中造纸行业淘汰落后产能目标任务为 744.5 万吨。

在环保方面，我国先后出台了《关于防治造纸行业水污染的规定》、《中华人民共和国循环经济促进法》、《中华人民共和国水污染防治法》、《制浆造纸工业水污染物排放标准 GB3544-2008》等相关环境保护法规，国家高度重视造纸行业对环境的污染，对造纸企业的环保标准提出了较高的要求。

3、竞争格局

中国造纸行业已进入成熟阶段，产业集中趋势日益明显。从上世纪 90 年代的一万多家造纸企业，到 2007 年锐减到 3000 多家，随着企业之间的并购越来越频繁，近年来企业数量进一步减少。随着“十二五”规划的实施，以及国家节能减排和淘汰落后产能力度的加大，中国造纸行业集中度会进一步提高。

2011 年国家统计局调整规模以上工业企业划分标准，由年主营业务收入 500 万元及以上提高到 2000 万元及以上。根据中国造纸协会统计，2011 年我国规模以上造纸生产企业数量 2620 家，其中国有及国有控股企业占 8.71%， “三资”企业占 21.60%，集体及其他企业占 69.69%。按照我国大、中、小型企业划分标准，2011 年在 2620 家规模以上造纸生产企业中，大中型造纸企业 435 家占 16.60%，小型企业 2185 家占 83.40%；在纸及纸板产品主营业务收入中，大中型企业占 64.25%，小型企业占 35.75%；在利税总额中，大中型企业占 62.66%，小型企业占 37.34%；在利润总额中，大中型企业占 63.62%，小型企业占 36.38%。

南宁糖业作为国有控股企业，造纸业务涉及的产品较多，多为中低端产品，并

且生产规模有限，与大型造纸企业相比差距较大，面临较大的竞争压力。

4、行业关注

环保压力日益加大

我国造纸工业在快速发展的同时，也面临着资源约束、环境压力等问题：规模不合理，规模效应水平低；优质原料缺口大，对外依存度高；资源消耗较高，污染防治任务艰巨。受到资源、环境等方面的约束，造纸企业在节能降耗、保护环境、提高产品质量、提高经济效益方面加大工作力度，朝着高效率、高质量、高效益、低消耗、低排放的现代化大工业方向持续发展，呈现出企业规模化、技术集成化、产品多样化、生产清洁化、资源节约化、林纸一体化和产业全球化发展的趋势。

近年来供给持续大于需求，市场竞争加剧

近年来尽管纸品市场需求继续保持快速增长势头，但各造纸企业大幅扩大产能，纸品供给持续大于需求，导致市场竞争加剧，加之造纸所用木浆及纤维原料价格持续上涨，大幅压缩了造纸行业的利润空间。

企业竞争力

企业规模

南宁糖业是目前国内制糖行业规模最大的国有控股上市公司，机制糖生产能力为日榨原料蔗 3.2 万吨，2010/2011 榨季生产机制糖 46.64 万吨，进厂甘蔗 370 万吨，在区域经济发展和制糖行业均具有一定的影响力。根据中国糖业协会主办的杂志《中国糖业》（总第 13 期）的统计，2010/2011 榨季公司食糖产量全国排名第 8。

品牌优势

截至 2012 年 3 月末，公司共拥有 2 个中国名牌产品、6 个广西名牌产品。2011 年 7 月 25 日，在国家糖业质量监督检验中心组织的全国糖产品质量评比中³，公司明阳糖厂“明阳”牌和伶俐糖厂“云鸥”牌一级白砂糖分别荣获亚硫酸法制糖、碳酸法制糖第一名，公司伶俐糖厂“云鸥”牌优级白砂糖获碳酸法第三名，公司香山糖厂“大明山”牌、东江糖厂“古府”牌一级白砂糖获亚硫酸法第三名。

原料来源

广西地处我国南疆，属中、亚热带季风气候区，具有夏天长而湿热、冬天短而干暖、热能丰富、光照充足、雨量充沛、无霜期长的气候特点，有利于甘蔗生长，是我国最大的甘蔗生产基地，甘蔗种植已成为广西经济和中国食糖业的支柱。2011 年公司蔗区的种植面积为 90 多万亩，为公司制糖和造纸业务提供了充足的原料来源。

政策支持

³ 制糖行业每年都由国家糖业质量监督检验中心组织召开一次“全国甘蔗糖业质量工作会议”进行质量评比，全国二百多家糖厂全部参加。

根据《财政部、国家税务总局、海关总署关于西部大开发税收优惠政策问题的通知》(财税[2001]202号), 南宁糖业 2001 年度~2010 年度享受 15%的企业所得税优惠税率。另根据《广西壮族自治区人民政府关于促进广西北部湾经济区开放开发的若干政策规定的通知》(桂政发[2008]61号), 公司 2008 年度~2010 年度享受免征属于地方部分 40%的企业所得税的优惠政策, 公司 2008 年度~2010 年度企业所得税实际税负为 9%。

公司享受的企业所得税优惠政策已到期, 目前正在重新申请相关税收优惠。考虑到公司的国有控股性质及其在区域经济发展和行业中的地位, 公司继续获得相关政策支持的可能性较大。

业务运营

业务概况

受甘蔗种植面积下降和自然灾害影响, 近年来公司食糖产量有所下降, 但受益于近年来食糖平均销售价格大幅上涨, 公司近年来销售收入不断增加, 2009 年~2011 年营业收入分别为 35.32 亿元、38.75 亿元和 42.24 亿元, 年均复合增长率为 9.36%。

从收入结构来看, 2009 年~2011 年公司机制糖业务收入占比分别为 59.02%、61.39%和 66.50%, 是公司收入的主要来源, 且收入占比呈逐年上升趋势。公司以蔗渣为原料开展纸制品的生产与销售, 2009 年~2011 年纸制品业务收入占比分别为 30.91%、30.08%和 23.64%, 2011 年降幅较大, 主要是因为公司为降低纸制品业务亏损, 陆续安排一部分制浆、造纸生产线停机检修, 产销量下降。公司机制浆以自用为主, 仅有少量对外出售, 收入规模和占比均较小。公司其他业务主要是酒精、复合肥、卫生护理用品及运输, 收入占比较小, 且逐年下降。

表 3: 2009 年~2011 年及 2012 年 1~3 月公司收入构成情况

单位: 亿元、%

产品	2009 年		2010 年		2011 年		2012 年 1~3 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
机制糖	20.70	59.02	23.61	61.39	27.91	66.50	5.26	72.15
纸制品	10.84	30.91	11.57	30.08	9.92	23.64	1.39	19.07
机制浆	0.05	0.14	-	-	1.18	2.81	0.10	1.37
其他	3.47	9.89	3.28	8.53	2.97	7.08	0.54	7.41
合计	35.07	100.00	38.46	100.00	41.97	100.00	7.29	100.00

数据来源: 公司提供, 东方金诚整理

毛利率方面, 2009 年~2011 年, 公司总体毛利率分别为 18.69%、17.94%和 16.71%, 其中制糖业务的毛利率分别为 22.72%、24.86%和 23.78%; 纸制品业务的毛利率分别为 12.60%、4.05%和-3.58%。公司近三年制糖业务毛利率总体上比较稳定, 纸制品毛利率大幅下降是总体毛利率逐年下降的主要原因。

表 4：2009 年~2011 年及 2012 年 1~3 月公司毛利率情况

单位：%

产品	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 1~3 月
机制糖	22.72	24.86	23.78	17.31
纸制品	12.60	4.05	-3.58	3.59
机制浆	-41.93	-	8.65	12.85
其他	14.57	17.09	21.25	27.00
综合	18.69	17.94	16.71	15.36

数据来源：公司提供，东方金诚整理

制糖业务

1、生产

公司制糖业务主要由下属的明阳糖厂、伶俐糖厂、香山糖厂和东江糖厂四个糖厂承担，近三年机制糖生产能力为日榨原料蔗 3.2 万吨，但受进厂甘蔗量减少的影响，产量总体呈下降趋势。

表 5：2009 年~2011 年及 2012 年 1~3 月公司机制糖生产情况

单位：万吨

项目	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 1~3 月
产能	日榨蔗 3.2	日榨蔗 3.2	日榨蔗 3.2	日榨蔗 3.2
产量	56.49	44.68	45.99	30.05

数据来源：公司提供，东方金诚整理

2、成本构成及原料采购

在公司机制糖业务成本构成中，原材料成本占比在 70%以上。2009 年~2011 年，原材料成本占比逐年增加，其它成本占比逐年减少。在原材料成本构成中，90%以上是甘蔗成本。

表 6：2009 年~2011 年及 2012 年 1~3 月公司机制糖业务成本构成情况

单位：亿元、%

项目	2009 年		2010 年		2011 年		2012 年 1~3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
原材料	9.67	73.11	16.59	79.45	18.62	81.31	10.48	79.26
燃料动力	1.76	13.33	2.01	9.62	2.17	9.49	1.29	9.74
人工	0.74	5.60	0.98	4.70	0.98	4.27	0.84	6.35
制造费用	1.05	7.95	1.30	6.23	1.13	4.93	0.62	4.65
合计	13.23	100.00	20.88	100.00	22.90	100.00	13.23	100.00

数据来源：公司提供，东方金诚整理

表 7：2009 年～2011 年及 2012 年 1～3 月公司机制糖业务原材料成本构成情况

单位：亿元、%

项目	2009 年		2010 年		2011 年		2012 年 1～3 月	
	金额	占原材料的比	金额	占原材料的比	金额	占原材料的比	金额	占原材料的比
甘蔗	9.36	96.72	16.19	97.57	18.09	97.16	10.17	97.02
硫磺	0.05	0.52	0.07	0.42	0.12	0.63	0.07	0.64
磷酸	0.08	0.84	0.11	0.63	0.12	0.63	0.07	0.68
石灰	0.05	0.54	0.06	0.39	0.10	0.51	0.05	0.52
其他	0.13	1.39	0.16	0.98	0.20	1.07	0.12	1.13
合计	9.67	100.00	16.59	100.00	18.62	100.00	10.48	100.00

数据来源：公司提供，东方金诚整理

按有关规定，糖料产区实行以制糖企业为核心按经济区域划区管理，地(市)级人民政府或其授权的县级人民政府根据制糖企业提出的糖料区划申请，负责辖区内各制糖企业糖料区的划定。公司在南宁市政府划定的蔗区内采购，并且严格遵守有关规定，不跨区收购糖料。随着城市化进程的加快，甘蔗种植劳动力日益紧缺，加之其他经济作物种植业对土地的竞争和自然灾害的影响，近年来公司蔗区面积有所减少，原料蔗产量呈下降趋势，从 2007/2008 年榨季的 625 万吨降到了 2010/2011 年榨季的 370 万吨。公司 2008/2009、2009/2010 和 2010/2011 三个榨季进厂甘蔗量分别为 425 万吨、353 万吨和 370 万吨。

采购价格方面，公司作为国有控股的制糖企业，严格按照国家制定的价格进行甘蔗的采购。蔗价与糖价联动及二次结算机制虽然限制了公司获得更高利润的空间，但是也相对固化了公司的糖料成本，为公司盈利提供了一定的保障。

表 8：近三个榨季南宁市蔗价与糖价挂钩联动情况

单位：元/吨

项目	2011/2012 榨季	2010/2011 榨季	2009/2010 榨季
一级白砂糖基准销售价格	7000	7000	4400
普通糖料蔗联动收购首付价格	500	482	314
普通糖料蔗二次结算价格	-	9.81	34.77

数据来源：公司提供，东方金诚整理

3、销售

公司机制糖价格随行就市，主要参考郑州、南宁、柳州等主要食糖交易市场的现货价格以及广西主要产糖企业的销售价格综合确定。2009 年～2011 年，公司受机制糖产量下降的影响，销量也逐年下降，但受益于糖价市场价格大幅上涨，公司销售额逐年增长。

表 9：2009 年~2011 年及 2012 年 1~3 月公司机制糖业务销售情况

单位：万吨、亿元、%

项目	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 1~3 月
销量	63.75	48.47	46.17	9.27
销售额	20.70	23.61	27.91	5.26
产销率	112.85	108.48	100.39	-

数据来源：公司提供，东方金诚整理

公司机制糖销售主要采取直销的方式，大部分是款到发货，小部分是赊销。每个榨季前公司董事会审议榨季工作安排时，会确定本榨季赊销对象及金额，给予资信好、长期稳定合作的部分客户一定赊销额度。

公司机制糖业务主要客户包括食糖经销商和大型食品饮料企业，2011 年公司机制糖业务销售前五大客户占比 40.10%，集中度较高。

表 10：2011 年公司机制糖业务销售前五大客户

单位：亿元、%

客户名称	主要销售产品	销售额	占比
广西鼎华商业股份有限公司	白砂糖	5.96	14.12
南宁同欢商贸有限公司	白砂糖	5.46	12.92
广西糖好商贸有限公司	白砂糖	1.95	4.61
天津娃哈哈宏振食品饮料商贸有限公司	白砂糖	1.90	4.49
广西安亿达商贸有限公司	白砂糖	1.67	3.96
合计		16.94	40.10

数据来源：公司提供，东方金诚整理

总体来看，尽管近两年来公司机制糖产量有所降低，但受益于近年来食糖平均销售价格大幅上涨，公司机制糖销售收入不断增长，毛利率总体稳定，为公司经营稳定性提供了较强保障。

造纸业务

为充分利用机制糖生产中产生的蔗渣，延长产业链，公司较早地开展了以蔗渣浆造纸为主的纸制品业务，形成了甘蔗—制糖—蔗渣—制浆—造纸的工业生态链，初步构建了资源—产品—再生资源的循环经济生产模式。

公司造纸业务主要由南蒲纸业、美时纸业和天然纸业等下属 6 家控股子公司承担，具有年产各类纸制品 19 万吨的生产能力，2011 年产量 17.34 万吨。

表 11：2011 年南宁糖业控股的纸制品业务子公司情况

单位：万元、%、万吨

公司名称	注册资本	公司持股比例	主营业务	营业收入	净利润	产量
侨虹新材	美元 2460.00	50.14	开发、生产新型级吸水材料及其它相关产品	15531.39	88.89	0.95
南蒲纸业	人民币 965.89	49.84	书写纸、双胶纸等纸制品	11289.21	-1419.93	2.41
美时纸业	人民币 18750.00	51.00	白卡纸、食品包装用纸	16866.25	-4628.52	3.22
天然纸业	人民币 11403.18	90.79	生活用纸及纸制品的加工、生产和销售	18067.36	-4621.45	2.99
美恒安兴	人民币 4000.00	51.00	静电复印纸等文化用纸的加工、生产和销售	6881.07	-878.31	1.46
侨旺纸模	人民币 1700.00	52.94	生产、销售以蔗渣浆为主的一次性可降解环保纸模制品	4635.27	136.40	0.19

数据来源：南宁糖业 2011 年年报，东方金诚整理

公司的纸制产品包括书写纸、无尘纸、平板纸、白卡原纸、大原纸、擦手纸、卷筒纸、卫生纸和纸模餐具等，2011 年各类纸制品销售收入及占比、成本、毛利润情况见表 12。除了无尘纸和纸模餐具外，2011 年公司纸制产品毛利润均为负值。

表 12：2011 年公司纸制品经营情况

单位：亿元、%

项目	营业收入	收入占比	营业成本	毛利润
书写纸	1.31	13.21	1.36	-0.05
无尘纸	1.49	15.02	1.27	0.22
平板纸	0.69	6.96	0.71	-0.02
白卡原纸	4.08	41.13	4.49	-0.41
大原纸、擦手纸	1.54	15.52	1.70	-0.16
卷筒纸、卫生纸	0.34	3.43	0.35	-0.01
纸模餐具	0.47	4.74	0.39	0.08
合计	9.92	100.00	10.27	-0.35

数据来源：南宁糖业 2011 年年报，东方金诚整理

无尘纸和纸模餐具分别由公司下属控股子公司侨虹新材和侨旺纸模生产。这两家企业虽然产量较小，但由于生产技术较为先进，产品技术含量较高，使得其在其它纸制品业务出现亏损的情况下仍然能够保持盈利。

1、生产

2009 年~2011 年，公司纸制品业务产量逐年减少，主要是因为公司蔗渣浆产量下降，其中，2011 年较 2010 年下降较多，主要是受造纸行业产能过剩，原材料价格、动力成本升高等因素的影响，加之南宁地区因电力供应紧张而拉闸限电，不

能连续开工，被迫减少生产。2011 年公司纸制品业务总体上陷入“产量、质量下滑，亏损额度加大”的困境，第四季度公司 6 家控股子公司中南蒲纸业、美时纸业、天然纸业和美恒安兴均停机检修，仅有侨虹新材和侨旺纸模正常生产。

表 13：2009 年~2011 年及 2012 年 1~3 月公司纸制品业务生产情况⁴

单位：万吨

项目	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 1~3 月
产能	19	19	19	4.75
产量 ⁵	22.93	21.51	17.34	2.78

数据来源：公司提供，东方金诚整理

2、原材料采购及成本构成

公司纸制品业务成本构成中，原材料成本占比超过 70%。原材料主要是蔗渣浆、木浆、淀粉等，其中蔗渣浆成本占比较高。2009 年~2011 年公司蔗渣浆的内部平均采购价格（含税）分别为 3048 元/吨、4031 元/吨和 4356 元/吨，逐年增长。

虽然公司蔗渣浆几乎全部为自产，但由于生产蔗渣浆的原料蔗渣产量有限，并不能满足纸制品业务的需求，所以有一部分需要外购。2009/2010 榨季公司外购蔗渣 11 万吨，占总采购量的 33%，平均到厂含税价 453 元/吨；2010/2011 榨季公司外购蔗渣 25 万吨，占总采购量的 50%，平均到厂含税价 750 元/吨；2011/2012 榨季公司外购蔗渣 10 万吨，占总采购量的 25%，平均到厂含税价 441 元/吨。公司外购蔗渣价格波动较大，对成本控制造成一定影响。

环保投入方面，从 2011 年 7 月 1 日起，国家实行新的环保排放标准，为了实现环保达标排放，公司加大了环保投入，环保运行费用大幅上涨。公司作为国有控股的企业，在环保方面投入较大，排放标准达到国家要求。

3、销售

2009 年~2011 年，公司纸制品业务受产量下降的影响，销量逐年下降，受产品价格逐年提高的影响，销售额较为稳定。

表 14：2009 年~2011 年及 2012 年 1~3 月公司纸制品业务销售情况

单位：万吨、亿元、%

项目	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 1~3 月
销量	23.13	21.49	17.56	2.26
销售额	10.84	11.57	9.92	1.39
产销率	100.87	99.91	101.27	-

数据来源：公司提供，东方金诚整理

公司纸制品主要通过经销商渠道销售，采取款到发货、对大经销商抵押赊销的方式。公司纸制产品客户较为分散，集中度较低。

⁴ 公司纸制品业务产量大于产能，主要是因为报批的产能较为保守，如果满负荷生产，产量可以超过产能。

⁵ 公司纸制品业务的产量与年报中披露的不一致，主要是统计口径的问题，年报中为机制纸，只占纸制品的一部分。

面对目前造纸业务发展的不利局面，公司拟积极调整发展策略：一方面逐步减少目前缺乏核心竞争力、市场竞争激烈的纸制品产量，另一方面积极扩大具有竞争优势、市场需求旺盛的纸制品规模。东方金诚认为，随着公司未来纸制产品结构的调整，公司纸制品毛利率下降的趋势有望得到缓解。

经营效率

表 15：2009 年～2011 年公司经营效率指标

单位：次

指标	2009 年	2010 年	2011 年
销售债权周转次数	18.16	8.75	6.76
存货周转次数	6.34	10.04	12.70
总资产周转次数	0.88	0.94	0.94

数据来源：公司提供，东方金诚整理

2009 年～2011 年，公司销售债权周转效率分别为 18.16 次、8.75 次和 6.76 次，逐年下降，主要是因为公司应收账款增加所致；存货周转效率分别为 6.34 次、10.04 次和 12.70 次，逐年升高，主要是因为甘蔗收购价格上涨，公司营业成本增加所致；总资产周转效率分别为 0.88 次、0.94 次和 0.94 次，稳步提高，主要原因是公司根据市场变化及时调整经营策略，淘汰了一批落后低效的生产设备，同时销售收入持续增长。

企业管理

公司治理

公司股东大会、董事会、监事会均按照《公司法》和《公司章程》设立，控股股东为南宁振宁资产经营有限责任公司，实际控制人为南宁市国资委。

公司董事会根据《公司章程》规定，经股东大会选举产生，由 11 名董事组成，其中 4 名独立董事，董事长 1 名，副董事长 1 名。公司严格按照《公司章程》规定的选聘程序和任职资格选举董事及独立董事，董事会的人数和人员构成符合法律、法规的要求。公司董事会制订了《董事会议事规则》。董事会下设审计委员会，并制订了《董事会审计委员会议事规则》、《董事会审计委员会年报工作规程》。

公司监事会由 5 名监事组成，监事会主席 1 名。公司监事会的人数和人员构成符合法律、法规的要求，制订了《监事会议事规则》，确保监事会有效行使监督和检查职责；公司监事通过列席董事会会议、定期检查公司财务等方式，对公司财务及公司董事、总经理和其他高级管理人员履行职责的合法合规性进行监督，维护公司及股东的利益。

公司设总经理 1 名，副总经理若干名，由董事会聘任或解聘。公司总经理、副总经理每届任期 3 年，可连聘连任。总经理对董事会负责，主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议，并向董事会报告工作。

总体来看，公司治理结构完善，股东大会、董事会和监事会运转正常且运作良好。

内部管理

公司本部设总工程师办公室、办公室、证券部、财务部、政治工作部、原料农务部、供应部、生产部、经营部、企业管理部、内审部和安全环保部等职能部门，公司组织结构图见附件一。

为了进一步规范公司的管理和运作，保障公司的合法权益，根据国家有关法律、法规，公司制定了包括《控股子公司管理办法》、《内部审计管理制度》、《公司内部会计管理制度》、《环保工作报告制度》、《物资采购管理办法》、《行政办公规范管理制度》等在内的一整套严谨有效的规章制度，从制度上加强和细化了公司在财务、生产经营、子公司等方面的管理工作。

在子公司管理方面，公司建立了《控股子公司管理办法》及一系列对子公司的内部管理规定，对子公司的生产经营起到了有效的监督、控制和指导的作用，并通过向子公司委派董事、监事及高级管理人员、定期获取子公司财务报表及经营情况汇报等方式对子公司进行管理。子公司所有与生产经营相关的重大活动，如对外贷款、对外担保、对外投资、处置资产、签署重大合同等必须经各方股东审议通过。

在财务管理方面，公司财务核算体系具有规范、独立的财务会计制度和子公司的财务管理制度，制定了《南宁糖业股份有限公司内部会计管理制度》、《现金及银行存款管理规定》、《汇票结算货款制度》、《关于预付款和费用报销有关规定》、《南宁糖业股份有限公司募集资金使用管理制度》等管理制度。公司推行全面预算管理，实行资金集中统一管理，公司统一审批对外投融资以及担保事宜。公司建立了包括资金管理、费用核算、资产管理、成本控制、财务汇报、采购支付、销售结算、投融资及担保审批、项目预算等在内的完善的财务管理制度。

总体来看，公司内部管理体制合理，内部制度健全，运作较为规范，管理风险较低。

人员素质

截至 2011 年末，公司有在职员工 4710 人，其中生产人员 3400 人，销售人员 174 人，专业技术人员 671 人，财务人员 80 人，行政管理人员 385 人；大专及以上学历者占 22%，中专、中技及高中学历者占 56%；需公司承担费用的离退休职工人数 1951 人。

公司董事长肖凌，1968 年出生，研究生，高级工程师，中共党员。2002 年至 2003 年 1 月任公司总经理助理，2003 年 2 月至 2008 年 11 月担任公司副总经理，2008 年 11 月起任公司常务副总经理，2010 年 1 月起兼任公司总工程师。2012 年 4 月 13 日经公司 2012 年第一次临时股东大会选为公司董事，同日经公司第五届董事会第二次会议选举为公司董事长。

公司在任董事、监事和高级管理人员共 19 人。公司高管人员均具备行业多年从业经历，经营管理经验丰富，有助于公司实施既定的发展战略，稳定提升经营效率和管理水平。

发展战略

基于公司未来发展规划及业务发展目标，公司在“十二五”期间将重点进行产

业结构的优化升级，把“稳糖调纸”作为公司的战略目标，在稳定发展制糖业务的基础上，大力调整纸制品结构，减少无竞争优势的纸制品产量，提高循环经济的效率。

具体战略措施如下：

(1) 通过对蔗农的扶持解决企业发展瓶颈。继续加大对甘蔗发展的扶持投入，加大对蔗农种植甘蔗的奖励措施，加大服务蔗农的力度，在机械化购买、农资投入、尾茎留种补贴、新品种引进和新农药试用等方面给予蔗农支持，提高蔗农种蔗的积极性。

(2) 按照资产和资源优化的原则，与其它制糖企业实行强强联合、优势互补，或通过收购兼并，获得技术、人才、管理、品牌和周边地区的资源。

(3) 深化产品结构调整，积极推进造纸系统的减亏扭亏工作。加大纸产品结构调整力度，努力适应和开拓市场；适当控制造纸系统的产量，减少外购蔗渣和纸浆的规模，控制造纸环节的生产成本。

(4) 做好资本市场融资工作。公司将根据业务发展及项目实施的需要制订融资计划，适时选择增发、非公开发行、公司债券、银行贷款等方式融资，以扩大产业规模，提升公司综合实力。

财务分析

财务概况

公司提供了 2009 年~2011 年审计报告和 2012 年一季度财务报表。公司 2009 年~2011 年财务报表由上海东华会计师事务所有限公司审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。2012 年一季度财务报表未经审计。公司编制的财务报表以持续经营假设为基础，根据实际发生的交易和事项，按照财政部 2006 年 2 月 15 日颁布的企业会计准则进行编制。

2009 年~2011 年，公司财务报表合并范围没有变化，三年财务报表具有可比性。公司财务报表合并范围包括侨虹新材、舒雅护理、南蒲纸业、美时纸业、天然纸业、美恒安兴、云鸥物流和侨旺纸模等 8 家控股子公司。

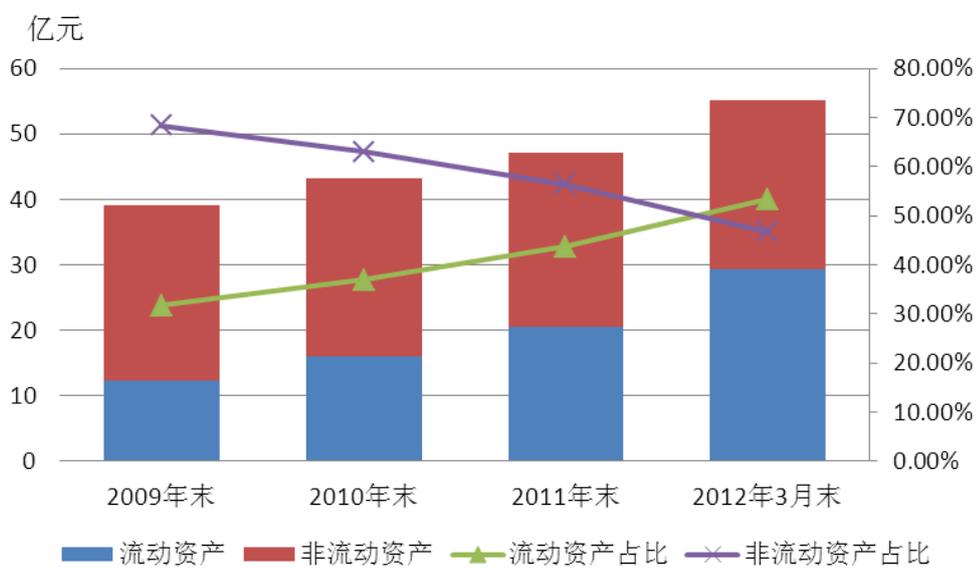
资产结构和资产质量

2009 年~2011 年末，随着经营规模的扩大，公司总资产逐年增长，分别为 39.12 亿元、43.13 亿元和 47.12 亿元，年均复合增长率为 9.75%。2009 年~2011 年末，公司非流动资产分别为 26.73 亿元、27.19 亿元和 26.54 亿元，占总资产的比重逐年下降，分别为 68.33%、63.04%和 56.32%；公司流动资产分别为 12.39 亿元、15.94 亿元和 20.58 亿元，占总资产的比重逐年上升，分别为 31.67%、36.96%和 43.68%。近年来，公司资产以非流动资产为主，随着公司流动资产的逐年增加，主要是货币资金和应收账款的增加，非流动资产占比逐年下降。

截至 2012 年 3 月末，公司总资产为 55.09 亿元，其中非流动资产为 25.70 亿元，流动资产为 29.38 亿元，占总资产的比重分别为 46.66%和 53.34%。公司资产构成较 2011 年末发生较大变化，主要是由于制糖企业季产年销的季节性特点导致

存货大量增加。

图 9：2009 年～2011 年末及 2012 年 3 月末公司资产构成情况

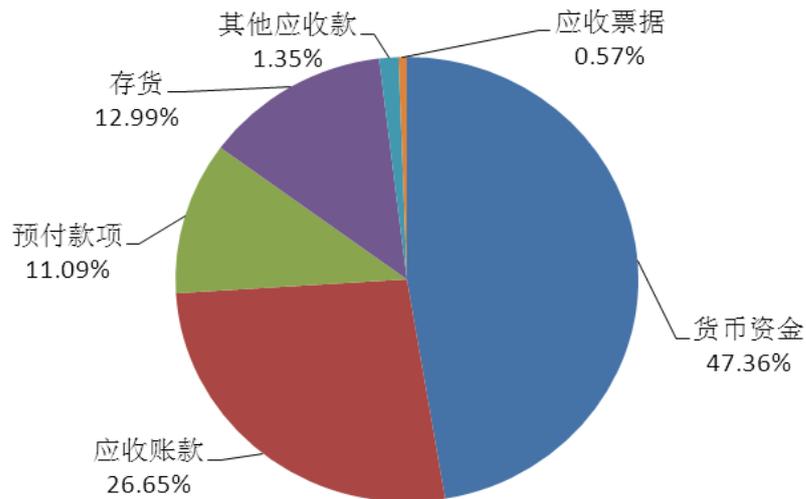


数据来源：公司提供，东方金诚整理

1、流动资产

2009 年～2011 年末，公司流动资产逐年增加，主要是由于应收账款和货币资金大幅增加所致。截至 2011 年末，公司流动资产中占比较大的项目依次为货币资金、应收账款、存货和预付款项，合计占流动资产总额的比重达 98.08%。

图 10：2011 年末公司流动资产构成情况



数据来源：公司提供，东方金诚整理

2009 年～2011 年末，公司货币资金波动中大幅增加，年均复合增长率为

50.13%，其中 2011 年末货币资金比 2010 年末增加了 169.34%，主要是因为原材料甘蔗的价格上涨，公司需准备更多的流动资金支付给蔗农。2011 年末公司货币资金为 9.75 亿元，其中银行存款 9.70 亿元，占货币资金的 99.49%。

2009 年~2011 年末，公司应收账款大幅增加，年均复合增长率为 67.37%，其中 2010 年末比 2009 年末增加了 247.45%，2011 年末比 2010 年末略有下降，主要是因为 2010 年 11 月份糖价大幅上涨，触及 7400 元/吨的高位，公司加大销售力度，尽量选择在价高点销糖，在销售策略上适当增加了赊销量，放宽了赊销期，导致 2010 年应收账款金额增大，2011 年收回赊销款金额有所增加，导致年末应收账款较上年末略有下降。截至 2011 年末，公司应收账款账面余额为 5.64 亿元，其中账龄在 1 年以内的占比 98.39%。公司按账龄分析法计提坏账准备，截至 2011 年末共计提坏账准备 0.15 亿元，占期末应收账款账面余额的 2.66%，坏账准备计提较为充分。公司前五名客户应收账款合计占应收账款的 80.63%，集中度较高，但这些客户与公司均有多年的合作，发生坏账损失的可能性较小。

2009 年~2011 年末，公司存货逐年减少，主要是随着糖价的上涨，公司加大了销售力度。截至 2011 年末，公司存货为 2.67 亿元，主要是原材料和库存商品，分别为 1.82 亿元和 0.56 亿元，原材料占比达到 68.16%。公司针对浆板等原材料以及大原纸、擦手纸、白卡原纸、书写纸、生活用纸等库存商品计提 0.02 亿元存货跌价准备。公司近年来存货质量整体较好。

2009 年~2011 年末，公司预付款项有所波动，但幅度不大。截至 2011 年末，公司预付款项为 2.28 亿元，主要是预付蔗农蔗种和化肥款。公司为鼓励所属蔗区内的农民提高甘蔗种植面积和甘蔗产量，一般会在播种季节对蔗农给予资金支持，缓解蔗农资金压力。公司预先支付给蔗农的蔗种和化肥款会在甘蔗收购款中予以扣除。公司预付款项中账龄在 1 年以内的为 2.18 亿元，占比 95.48%。公司超过一年账龄的预付款项主要为预付邕宁区财政局征地款，风险较小。

截至 2012 年 3 月末，公司流动资产为 29.38 亿元，其中货币资金、应收账款、存货和预付款项分别为 9.45 亿元、3.28 亿元、13.00 亿元和 2.42 亿元，与 2011 年末相比，存货大幅增加，主要是因为食糖生产具有季产年销的特点，每年 11 月至次年 4 月初为食糖的榨期，3 月末会形成大量库存商品，全年销售的商品绝大部分来自榨期形成的库存商品，随着产品销售的增加，存货会逐步减少。

2、非流动资产

2009 年~2011 年末，公司非流动资产有所波动，但幅度不大。截至 2011 年末，公司非流动资产为 26.54 亿元，以固定资产为主，占比为 92.84%，主要原因是公司为生产型企业，专用设备、动力设备、生产厂房初始投入较大。

2009 年~2011 年末，公司固定资产逐年下降，但幅度不大，除公司蒲庙造纸厂环保工程转为固定资产外，公司新增固定资产数量较少。截至 2011 年末，公司固定资产为 24.64 亿元，2011 年累计折旧计提额 2.14 亿元，由在建工程转入固定资产原价为 1.35 亿元。

截至 2012 年 3 月末，公司非流动资产为 25.70 亿元，较 2011 年末略有减少，其中固定资产为 23.78 亿元，占比为 92.53%，比 2011 年末下降 0.92%。公司固定资产减少是导致非流动资产减少的主要原因。

总体来看，近三年公司流动资产逐年增加，导致资产总额逐年增加；以非流动资产为主，非流动资产占比逐年下降，流动资产占比逐年提高，资产流动性不断增强；流动资产以货币资金、应收账款、存货和预付款项为主，非流动资产以固定资产为主；整体资产质量较好。

资本结构

1、所有者权益

2009年~2011年末，公司所有者权益有所波动，但幅度不大。截至2011年末，公司所有者权益为15.53亿元，其中实收资本为2.87亿元，占比18.48%；资本公积8.00亿元，占比51.51%；盈余公积1.51亿元，占比9.72%；未分配利润1.77亿元，占比11.40%；少数股东权益1.38亿元，占比8.89%。

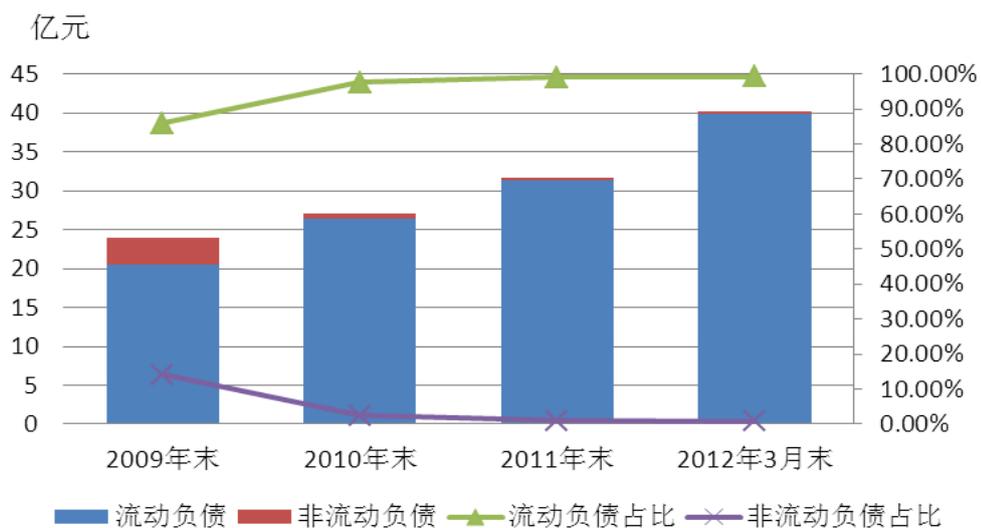
截至2012年3月末，公司所有者权益为14.94亿元，较2011年末有所下降，主要是因为未分配利润减少0.51亿元。

2、负债结构及负债水平

2009年~2011年末，公司负债逐年增加，分别为23.88亿元、27.05亿元和31.59亿元，年均复合增长率为15.02%。2009年~2011年末，公司流动负债分别为20.53亿元、26.38亿元和31.28亿元，年均复合增长率为23.44%，占总负债的比逐年上升，分别为85.97%、97.52%和99.02%。2009年~2011年末，公司非流动负债分别为3.35亿元、0.67亿元和0.31亿元，占比较小且逐年下降。

截至2012年3月末，公司总负债为40.15亿元，其中流动负债39.84亿元，占比为99.23%，非流动负债0.31亿元，占比为0.77%，总负债较2011年末增加了8.56亿元，主要是因为流动负债增加所致。

图 11：2009 年~2011 年末及 2012 年 3 月末公司负债构成情况

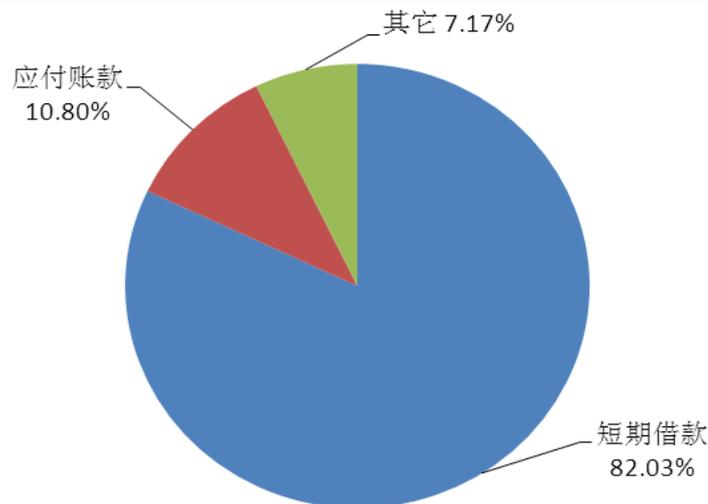


数据来源：公司提供，东方金诚整理

2009年~2011年末，公司流动负债逐年增加，主要是因为短期借款增加较多。

截至 2011 年末，公司流动负债主要由短期借款和应付账款构成，合计占流动负债总额的比重达 92.83%。公司的短期借款比重较大，主要是由于食糖生产具有季产年销的特点，每年 11 月至第二年 4 月为集中生产期，收购甘蔗以及采购其它辅助材料短期内需支付大量现金，而食糖的销售则是全年进行。当公司处于集中收购甘蔗与生产食糖期间，须向银行借入大量短期借款以弥补公司营运资金缺口。随着生产期结束，公司库存食糖逐步实现销售，将偿还部分短期借款。

图 12：2011 年末公司流动负债构成情况



数据来源：公司提供，东方金诚整理

2009 年~2011 年末，公司短期借款逐年增加，分别为 13.80 亿元、16.30 亿元和 25.66 亿元，年均复合增长率为 36.36%。

公司应付账款主要为应付蔗农甘蔗收购款，2009 年~2011 年末，应付账款有所波动，分别为 3.51 亿元、4.37 亿元和 3.38 亿元，2011 年末较 2010 年末减少主要是因为公司加快了甘蔗款的付款进度，付款时间从 2010 年末的 15 天变更为 7 天。

截至 2012 年 3 月末，公司流动负债为 39.84 亿元，较 2011 年末增加了 8.56 亿元，主要是因为短期借款和应付账款增加较多，每年一季度为甘蔗集中收购时期，短期现金需求增加导致银行短期借款增加；2011/2012 榨季甘蔗收购价格高于以往任何榨季的甘蔗价格，未支付蔗农甘蔗款增加导致应付账款增加。

2009 年~2011 年末，公司非流动负债逐年减少，主要是因为长期借款大幅减少。2009 和 2010 年末，公司长期借款分别为 3.15 亿元和 0.40 亿元；2011 年末，公司无长期借款，非流动负债由长期应付款和其他非流动负债构成，总额较小。

截至 2012 年 3 月末，公司非流动负债为 0.31 亿元，与 2011 年末相比变化不大。

相对于公司近几年的资产构成及其变化情况，近几年公司的债务结构不合理，存在短期资金长期化使用问题。

表 16: 公司债务结构情况

单位: 亿元、%

项目	2009 年末	2010 年末	2011 年末	2012 年 3 月末
短期债务	14.15	19.00	25.91	31.74
长期债务	3.15	0.40	0.00	0.00
总债务	17.30	19.40	25.91	31.74
短期债务占总债务的比重	81.79	97.94	100.00	100.00
长期债务占总债务的比重	18.21	2.06	0.00	0.00

数据来源: 公司提供, 东方金诚整理

2009 年~2011 年末, 公司资产负债率和全部债务资本化比率均逐年上升, 到 2011 年末, 公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 67.04%和 62.53%。公司近两年末资产负债率和全部债务资本化比率不断上升主要是因为资本相对不足、经营成本增加导致的运营资金需求增加。由于食糖生产具有季产年销的特点, 年末处于榨季集中生产期, 集中收购甘蔗以及采购其它辅助材料导致短期借款大幅增加, 随着榨季集中生产期的结束, 资产负债率会逐步降低, 并于每年 9 月底左右降到最低点(如表 17 所示)。剔除这一因素的影响, 公司负债仍处于较高水平。

表 17: 公司债务指标情况

单位: %

指标	2009 年 9 月末	2009 年末	2010 年 9 月末	2010 年末	2011 年 9 月末	2011 年末
资产负债率	57.43	61.04	59.14	62.72	60.46	67.04
全部债务资本化比率	51.62	53.16	54.14	54.68	55.98	62.53
长期债务资本化比率	-	17.13	-	2.43	-	0.00

数据来源: 公司提供, 东方金诚整理

总体来看, 公司近三年所有者权益基本稳定; 负债以流动负债为主, 债务结构不合理, 存在短期资金长期化使用问题; 公司资产负债率和全部债务资本化比率均逐年上升, 目前负债处于较高水平, 债务压力较大。

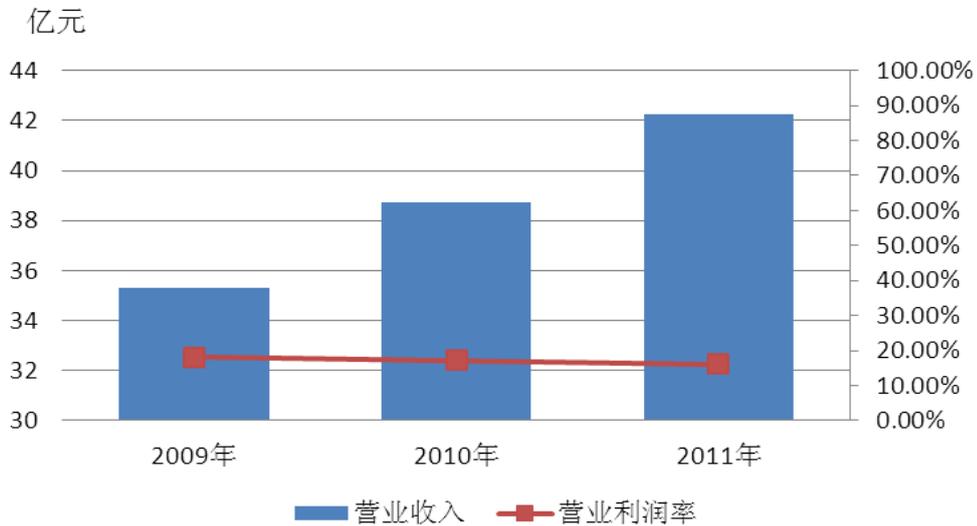
盈利能力

2009 年~2011 年, 公司的营业收入分别为 35.32 亿元、38.75 亿元和 42.24 亿元, 年均复合增长率为 9.36%。

2009 年~2011 年, 公司营业利润率逐年下降, 但幅度不大, 分别为 18.10%、17.28%和 16.05%。公司近三年制糖业务营业利润率有所波动, 但幅度不大, 总体比较稳定, 主要是因为近三年机制糖平均价格大幅上涨, 同时甘蔗收购实行蔗价与糖价挂钩联动和二次结算的政策, 相对固化了生产成本, 保证了公司制糖业务的毛利水平。同期公司纸制品业务营业利润率大幅下降, 主要是因为公司自有蔗渣不能

满足纸制品业务的需求，需对外进行采购，而市场上蔗渣供不应求，蔗渣价格持续上涨，使得纸制品业务成本上升，营业利润率持续下降，进而导致公司整体营业利润率下降。

图 13：2009 年~2011 年公司盈利能力情况



数据来源：公司提供，东方金诚整理

2009 年~2011 年，公司期间费用逐年增长，占营业收入的比重有所波动。销售费用方面，2010 年较 2009 年下降较多，主要是因为糖价上涨，公司加快产品销售，库存减少，导致占销售费用比重较大的仓储和运输费用降低，2011 年较 2010 年有所增加，主要是因为仓储、运杂费用增加；管理费用方面，逐年增长，主要是因为工资、停工检修费用增加所致；财务费用方面，2011 年较 2010 年增加较多，主要是由于银行借款增加，借款利率上浮。

表 18：2009 年~2011 年公司期间费用情况

单位：亿元、%

项目	2009 年	2010 年	2011 年
销售费用	0.70	0.51	0.56
管理费用	3.04	3.79	3.95
财务费用	1.13	0.99	1.63
期间费用	4.88	5.21	6.15
期间费用占营业收入的比	13.81	13.43	14.55

数据来源：公司提供，东方金诚整理

2009 年~2011 年，公司利润总额波动较大，分别为 1.49 亿元、1.89 亿元和 0.96 亿元，其中 2011 年下降幅度较大，主要是由于财务费用增加以及造纸业务亏损。

2009 年~2011 年，公司总资本收益率分别为 7.53%、7.60%和 5.03%，净资产收益率分别为 8.69%、10.67%和 2.93%，2011 年降幅较大，主要是因为利润总额下

降、所得税优惠政策到期所致，2011 年公司盈利水平较低。

表 19：2009 年~2011 年公司盈利能力情况

单位：亿元、%

项目	2009 年	2010 年	2011 年
利润总额	1.49	1.89	0.96
总资本收益率	7.53	7.60	5.03
净资产收益率	8.69	10.67	2.93

数据来源：公司提供，东方金诚整理

2012 年 1~3 月，公司营业收入为 7.32 亿元，较 2011 年同期减少 18.64%，主要是因为糖价下跌所致；利润总额为-0.58 亿元，较 2011 年同期减少 160.42%，主要是因为公司纸制品业务继续亏损、糖价下跌所致。

总体来看，受益于近年来糖价的大幅上涨，公司销售收入不断增长，在甘蔗采购价与糖价联动机制下，机制糖业务盈利能力基本稳定；受近年来公司纸制品业务营业利润率逐年下降等因素的影响，公司整体营业利润率逐年下降。预计未来 1~2 年公司制糖业务盈利能力将继续保持稳定，随着纸制品结构的调整，公司总体盈利情况将有所好转。

现金流

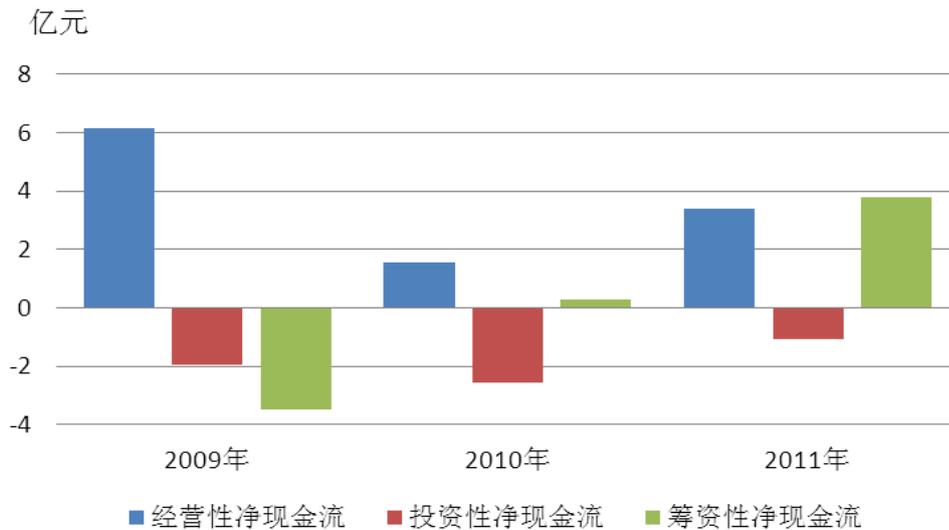
2009 年~2011 年，公司经营性净现金流波动较大，分别为 6.14 亿元、1.55 亿元和 3.38 亿元，主要是因为 2010 年末，随着食糖价格大幅上涨，甘蔗收购首付价格由 2009/2010 榨季的 314 元/吨提高至 2010/2011 榨季的 482 元/吨，导致货币资金流出增加，为缓解资金压力，虽然 2010 年末公司加快了食糖销售进度，但未能于年底前实现资金回笼，导致现金净流量降低，2011 年有所好转，主要是因为机制糖价格上涨，上年赊销的货款在本年收回。

2009 年~2011 年，公司投资性净现金流波动较大，分别为-1.94 亿元、-2.55 亿元和-1.05 亿元，投资活动支出主要为技改项目投资支出和环保建设项目投资支出。

2009 年~2011 年，公司筹资性净现金流逐年增长，分别为-3.46 亿元、0.29 亿元和 3.80 亿元。近年来糖价呈上升趋势，公司甘蔗收购价格上涨，导致流动资金需求增加，公司主要通过短期银行借款满足资金需求。

总体来看，近几年公司经营现金流状况较好，投资活动现金支出较少，主要通过增加短期银行借款满足不断增加的流动资金需求。

图 14：2009 年~2011 年公司现金流情况



数据来源：公司提供，东方金诚整理

偿债能力

从短期偿债能力指标看，2009 年~2011 年，公司流动比率分别为 60.35%、60.41%和 65.78%，速动比率分别为 43.46%、49.58%和 57.24%，虽均逐年上升，但仍处于低水平。考虑到公司季节性生产因素，2009 年~2011 年当年最高的流动比率分别为 0.71 倍、0.73 倍和 0.74 倍，最高的速动比率分别为 0.43 倍、0.50 倍和 0.57 倍，仍然处于较低水平。负债水平高，债务结构不合理，是造成公司近三年短期偿债能力指标低的主要原因。随着公司债务期限结构的调整，公司短期偿债能力有望逐步提高。

从长期偿债能力指标看，2009 年~2011 年，公司 EBITDA 有所波动，分别为 4.76 亿元、5.07 亿元和 4.77 亿元；EBITDA 利息倍数波动较大，分别为 4.22 倍、5.17 倍和 2.92 倍；全部债务/EBITDA 倍数逐年上升，分别为 3.64 倍、3.82 倍和 5.43 倍。上述两指标均显示近年来公司长期偿债能力明显下降，即使考虑到季节性生产因素，公司的长期偿债能力指标仍然偏弱，但近几年公司经营现金流状况较好，机制糖业务盈利能力基本稳定，同时考虑到公司在地区经济发展以及行业中的重要地位，公司不能按时偿还到期债务的风险很低，实际长期偿债能力很强。

表 20：2009 年~2011 年及 2012 年 1~3 月公司偿债能力指标情况

指标	单位：%、倍			
	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 3 月
流动比率	60.35	60.41	65.78	73.76
速动比率	43.46	49.58	57.24	41.13
经营现金流动负债比	29.92	5.89	10.80	-14.26
EBITDA 利息倍数 (倍)	4.22	5.17	2.92	-
全部债务/EBITDA (倍)	3.64	3.82	5.43	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至 2012 年 3 月末，公司无对外担保。

总体来看，公司近三年负债水平不断增加，剔除季节性生产因素，指标显示的长短期偿债能力仍然偏弱；预计随着公司债务期限结构的调整，指标显示的长短期偿债能力将有所改善。考虑到近几年公司经营现金流状况较好，机制糖业务盈利能力基本稳定，以及公司在地区经济发展以及行业中的重要地位，公司实际偿债能力很强。

本期债券偿债能力

本期公司债券拟发行额度为不超过 5.4 亿元，是公司 2011 年末全部债务和负债总额的 0.21 倍和 0.17 倍，对公司现有资本结构影响不大。截至 2011 年末，公司无长期债务，本期公司债券的发行，将有助于优化公司的债务期限结构。

截至 2011 年末，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 67.04% 和 62.53%。以公司 2011 年末的财务数据为基础，如不考虑其他因素，本期公司债券发行后，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别上升至 70.43%、66.85% 和 25.80%，公司债务负担有所加重。根据本期债券募集资金用途，所募集资金将部分用于偿还银行借款，预计本期债券发行后，公司的实际债务负担将低于上述指标值。

以公司 2011 年的财务数据为基础，公司 EBITDA、经营活动现金流入量、经营性净现金流和筹资活动前现金流量净额对本期债券的保护倍数分别为 0.88 倍、9.28 倍、0.63 倍和 0.43 倍，综合保障程度尚可。

综合评价

受制于原料蔗供给不足的影响，中国食糖产量自 2007/2008 榨季达到顶点之后逐年下降；食糖消费总量随国民经济和食品工业的发展稳步增长，但 2011 年受糖价不断上涨的影响，全国食糖消费量有所下降；近年来食糖进口不断增加；食糖现货价格在 2008 年 10 月达到最低值后呈逐年上涨趋势。预计未来几年中国食糖国内生产供不应求的态势将得以延续，短期内糖价波动幅度较大，但总体上将高位运行。

公司是目前国内制糖行业规模最大的国有控股上市公司，2010/2011 榨季合计产糖量全国排名第 8，具备一定的规模和品牌优势。公司治理结构完善，管理制度健全，内部控制措施得当，综合管理水平较高。

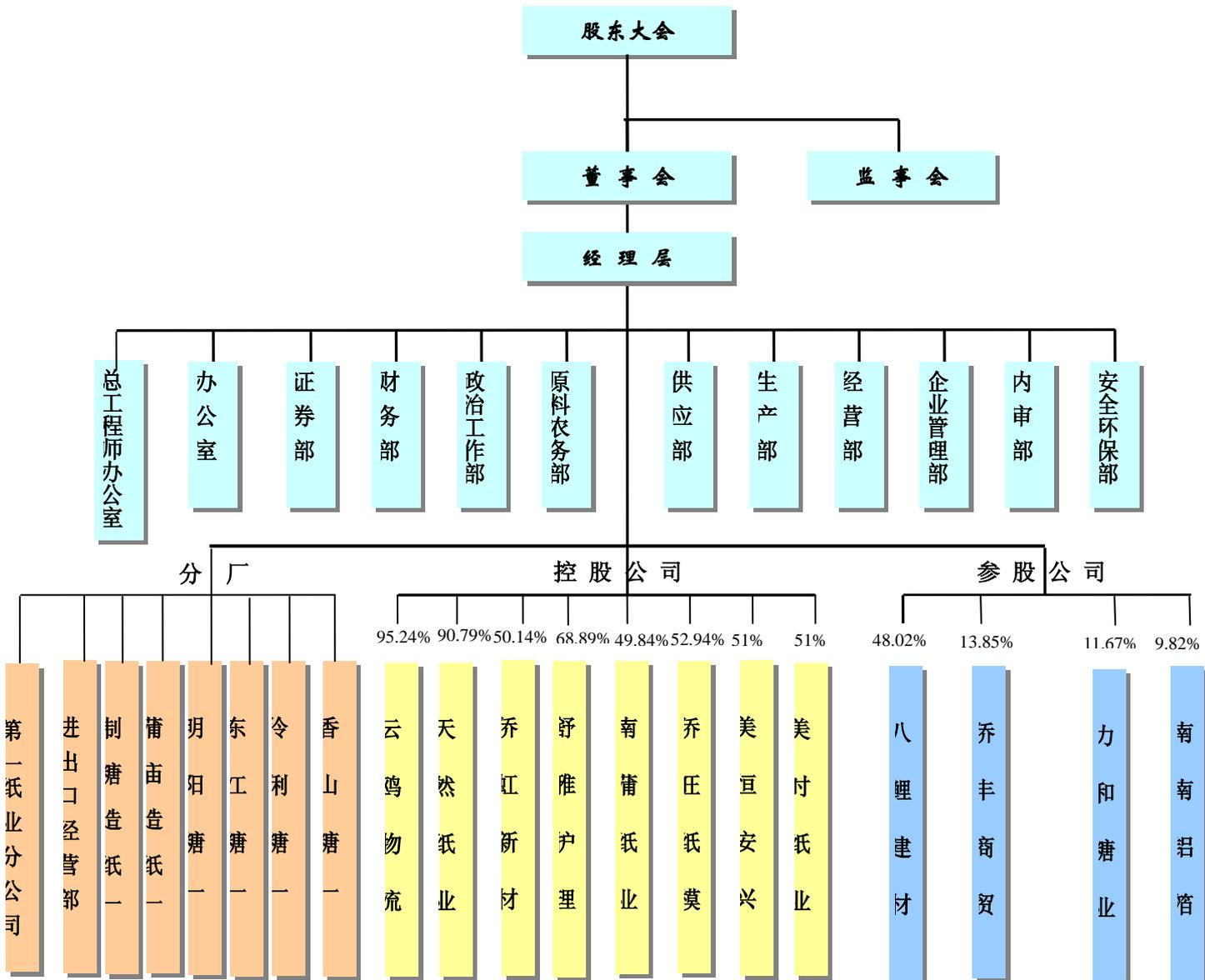
公司近三年流动资产逐年增加，导致资产总额逐年增加，整体资产质量较好；所有者权益基本稳定；负债以流动负债为主，债务结构不合理，存在短期资金长期化使用问题；销售收入不断增长，机制糖业务盈利能力基本稳定；受近年来公司纸制品业务营业利润率逐年下降等因素的影响，公司整体营业利润率逐年下降，预计未来 1~2 年公司制糖业务盈利能力将继续保持稳定，随着纸制品结构的调整，公司总体盈利情况将有所好转；公司近三年负债水平不断增加，资产负债率和全部债务资本化比率均逐年上升，目前负债水平较高，预计随着公司债务期限结构的调整，指标显示的长短期偿债能力将有所改善。同时，考虑到公司在地区经济发展以及行业中的重要地位，公司实际偿债能力很强。

本期公司债券的发行对公司现有资本结构影响不大。考虑到制糖行业性质、公

司债务结构和融资特点，本期公司债券发行后，公司债务负担在合理范围之内，经营活动现金流入量、EBITDA、经营性净现金流和筹资活动前现金流量净额对本期债券的综合保障程度尚可。

综上所述，东方金诚认为本期公司债券的偿还能力很强，到期不能偿还的风险很低。

附件一：南宁糖业组织结构图



附件二：南宁糖业 2009 年至 2012 年 3 月合并资产负债表（单位：万元）

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 3 月
流动资产：				
货币资金	43240.82	36191.91	97464.04	94472.37
交易性金融资产	-	-	-	-
应收票据	152.00	824.45	1164.54	1471.38
应收账款	19573.91	68071.72	54832.45	32825.88
预付款项	22356.33	22022.01	22814.93	24208.58
应收利息	-	-	-	-
应收股利	-	-	-	-
其它应收款	3508.42	3684.11	2786.91	10858.98
存货	34667.54	28580.32	26722.19	130010.06
一年内到期的非流动资产	-	-	-	-
其他流动资产	367.67	9.01	-	-
流动资产合计	123866.70	159383.54	205785.06	293847.25
非流动资产：				
可供出售金融资产	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-
长期应收款	-	-	-	-
长期股权投资	3628.30	3500.60	3009.25	2992.38
投资性房地产	57.29	367.06	377.26	373.32
固定资产	258825.35	248709.35	246362.06	237783.11
工程物资	571.72	449.37	346.07	358.87
在建工程	502.75	6293.81	1827.12	2121.17
固定资产清理	-	17.85	2.05	2.05
生产性生物资产	-	-	-	-
油气资产	-	-	-	-
无形资产	2547.20	9770.53	10555.77	10488.78
开发支出	-	-	-	-
商誉	-	-	-	-
长期待摊费用	353.12	409.48	499.24	529.60
递延所得税资产	840.38	2374.99	2389.59	2389.59
其他非流动资产	-	-	-	-
非流动资产合计	267326.11	271893.04	265368.42	257038.88
资产总计	391192.81	431276.58	471153.48	550886.12

附件二：南宁糖业 2009 年至 2012 年 3 月合并资产负债表（续表）

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 3 月
流动负债：				
短期借款	138000.00	163000.00	256600.00	316900.00
交易性金融负债	-	-	-	-
应付票据	500.00	-	-	-
应付账款	35138.23	43738.62	33776.70	59815.58
预收款项	9381.82	1227.38	1154.75	1386.51
应付职工薪酬	4644.62	7257.15	5754.21	12395.29
应交税费	3159.54	10627.82	4865.99	-6862.94
应付利息	73.11	66.67	450.63	27.04
应付股利	-	-	-	-
其他应付款	11361.00	10664.94	7355.88	13965.24
一年内到期的非流动负债	3000.00	27000.00	2500.00	500.00
其他流动负债	-	241.93	360.96	246.83
流动负债合计	205258.32	263824.51	312819.13	398373.54
非流动负债：				
长期借款	31500.00	4000.00	-	-
应付债券	-	-	-	-
长期应付款	300.00	300.00	362.24	362.24
专项应付款	12.00	-	-	-
预计负债	-	-	-	-
递延所得税负债	-	-	-	-
其他非流动负债	1719.62	2364.71	2694.25	2726.73
非流动负债合计	33531.62	6664.71	3056.49	3088.97
负债合计	238789.94	270489.22	315875.62	401462.51
所有者权益（或股东权益）：				
实收资本（或股本）	28664.00	28664.00	28664.00	28664.00
资本公积	80108.09	80015.82	80004.55	80004.55
盈余公积	11835.76	14115.70	15105.51	15105.51
未分配利润	12655.45	20160.76	17746.70	12586.95
外币报表折算差额	-	-	-	-
未确认投资损失	-	-	-	-
归属母公司所有者权益合计	133263.29	142956.28	141520.75	136361.01
少数股东权益	19139.59	17831.07	13757.10	13062.61
股东权益合计	152402.88	160787.35	155277.86	149423.62
负债与股东权益合计	391192.81	431276.58	471153.48	550886.12

附件三：南宁糖业 2009 年至 2012 年 3 月合并利润表（单位：万元）

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 1~3 月
一、营业收入	353190.83	387501.90	422364.95	73204.13
减：营业成本	286688.61	317465.92	351174.98	62023.87
减：营业税金及附加	2562.78	3071.63	3385.24	350.57
销售费用	7043.77	5133.36	5632.49	2639.04
管理费用	30403.35	37019.97	39506.59	9766.01
财务费用	11326.82	9896.80	16334.61	4296.69
资产减值损失	281.74	1000.27	-144.59	-16.08
加：公允价值变动收益	-	-	-	-
投资收益	-721.33	-127.70	-479.67	-16.87
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-721.33	-127.70	-491.34	-16.87
二、营业利润	14162.43	13786.25	5995.96	-5872.84
加：营业外收入	1001.77	5500.20	4125.25	118.18
减：营业外支出	262.43	410.95	516.87	22.26
其中：非流动资产处置损失	118.32	197.59	385.33	-
三、利润总额	14901.77	18875.50	9604.34	-5776.92
减：所得税	1662.45	1725.80	5060.61	77.32
加：未确认的投资损失	-	-	-	-
四、净利润	13239.32	17149.70	4543.73	-5854.24
其中：归属于母公司所有者的净利润	12187.72	18385.74	8608.15	-5159.74
少数股东损益	1051.60	-1236.03	-4064.41	-694.50

附件四：南宁糖业 2009 年至 2012 年 3 月合并现金流量表（单位：万元）

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 1~3 月
一、经营活动产生的现金流量				
销售商品、提供劳务收到的现金	406172.31	391245.65	490550.59	104934.57
收到税费返还	2441.65	624.73	4067.81	204.80
收到的其他与经营活动有关的现金	3957.85	10083.36	6618.25	101.02
现金流入小计	412571.81	401953.74	501236.65	105240.39
购买商品、接受劳务支付的现金	273806.45	301505.73	354341.70	136507.97
支付给职工以及为职工支付的现金	33628.33	38113.51	42444.85	12035.97
支付的各项税费	26158.35	26361.22	39796.79	7279.62
支付的其他与经营活动有关的现金	17555.72	20425.44	30866.44	6237.76
现金流出小计	351148.85	386405.89	467449.77	162061.32
经营活动产生的现金流净额	61422.96	15547.85	33786.88	-56820.93
二、投资活动产生的现金流量				
收回投资所收到的现金	-	-	-	-
取得投资收益所收到的现金	-	41.73	125.95	-
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而所收到的现金净额	67.79	139.05	46.17	-
处置子公司及其他营业单位所收到的现金净额	-	-	-	-
收到的其他与投资活动有关的现金	-	-	-	-
现金流入小计	67.79	180.78	172.12	0.00
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	19449.76	25674.88	10646.15	2192.98
投资所支付的现金	-	-	-	-
取得子公司及其他营业单位所支付的现金净额	-	-	-	-
支付的其他与投资有关的现金	-	-	-	-
现金流出小计	19449.76	25674.88	10646.15	2192.98
投资活动产生的现金流量净额	-19381.98	-25494.10	-10474.04	-2192.98
三、筹资活动产生的现金流				
吸收投资所收到的现金	-	-	-	-
取得借款所收到的现金	215100.00	252870.00	351800.00	166440.00
发行债券收到的现金	-	-	-	-
收到的其他与筹资活动有关的现金	2161.40	978.99	1039.37	2180.00
现金流入小计	217261.40	253848.99	352839.37	168620.00
偿还债务所支付的现金	235444.95	231491.10	287037.80	108140.00
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	14000.78	18263.65	25367.19	4431.62

支付其他与筹资活动有关的现金	2417.76	1194.44	2473.38	25.65
现金流出小计	251863.49	250949.20	314878.36	112597.27
筹资活动产生的现金流量净额	-34602.08	2899.79	37961.01	56022.73
四、汇率变动对现金的影响额	-10.00	-2.44	-1.72	-0.49
五、现金和现金等价物净增加额	7428.90	-7048.91	61272.13	-2991.67

附件五：南宁糖业 2009 年至 2011 年合并现金流量表附表（单位：万元）

将净利润调节为经营活动现金流量	2009 年	2010 年	2011 年
1、净利润	13239.32	17149.70	4543.73
资产减值准备	281.74	1000.27	-144.59
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	20516.56	21390.60	21240.12
无形资产摊销	166.41	188.01	330.34
长期待摊费用摊销	731.87	473.94	187.20
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	145.08	74.32	194.71
固定资产报废损失	35.93	160.00	57.93
公允价值变动损失（减：收益）	-	-	-
财务费用	11299.21	9871.52	16118.00
投资损失	721.33	127.70	479.67
递延所得税资产减少	-300.28	-1534.61	-14.60
递延所得税负债增加	-	-	-
存货的减少	20874.83	5947.68	1829.60
经营性应收项目的减少	6188.57	-55796.40	-2678.41
经营性应付项目的增加	-12454.12	16509.23	-8292.79
其他	-23.50	-14.13	-64.04
经营活动产生的现金流量净额	61422.96	15547.85	33786.88
2、不涉及现金收支的投资和筹资活动			
债务转入资本	-	-	-
一年内到期的可转换公司债券	-	-	-
融资租入固定资产	-	-	-
合计	-	-	-
3、现金与现金等价物净增加情况			
现金的期末余额	43240.82	36191.91	97464.04
减：现金的期初余额	35811.91	43240.82	36191.91
加：现金等价物的期末余额	-	-	-
减：现金等价物的期初余额	-	-	-
现金及现金等价物净增加额	7428.90	-7048.91	61272.13
4、现金和现金等价物明细			
现金	-	-	-
其中：库存现金	-	-	-
可随时用于支付的银行存款	-	-	-
可随时用于支付的其他货币资金	-	-	-
现金等价物	-	-	-

其中：三个月内到期的债券投资	-	-	-
----------------	---	---	---

附件六：南宁糖业主要财务指标

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 3 月
盈利能力				
营业利润率(%)	18.10	17.28	16.05	14.79
总资本收益率(%)	7.53	7.60	5.03	-
净资产收益率(%)	8.69	10.67	2.93	-
偿债能力				
资产负债率(%)	61.04	62.72	67.04	72.88
长期债务资本化比率(%)	17.13	2.43	-	-
全部债务资本化比率(%)	53.16	54.68	62.53	67.99
流动比率(倍)	0.60	0.60	0.66	0.74
速动比率(倍)	0.43	0.50	0.57	0.41
经营现金流动负债比(%)	29.92	5.89	10.80	-
EBITDA 利息倍数(倍)	4.22	5.17	2.92	-
全部债务/EBITDA(倍)	3.64	3.82	5.43	-
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.24	-0.05	0.09	-
筹资前现金流量净额利息保护倍数(倍)	3.73	-1.01	1.43	-
经营效率				
销售债权周转次数(次)	18.16	8.75	6.76	-
存货周转次数(次)	6.34	10.04	12.70	-
总资产周转次数(次)	0.88	0.94	0.94	-
现金收入比(%)	115.00	100.97	116.14	-
增长指标				
资产总额年平均增长率(%)	-	-	9.75	-
营业收入年平均增长率(%)	-	-	9.36	-
利润总额年平均增长率(%)	-	-	-19.72	-
本期债券偿债能力				
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.88	0.94	0.88	-
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	7.64	7.44	9.28	-
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	1.14	0.29	0.63	-
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	0.78	-0.18	0.43	-

附件七：主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
盈利指标	
营业利润率	$(\text{营业收入}-\text{营业成本}-\text{营业税金及附加})/\text{营业收入}\times 100\%$
总资本收益率	$(\text{净利润}+\text{利息支出})/(\text{所有者权益}+\text{长期债务}+\text{短期债务})\times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润}/\text{所有者权益}\times 100\%$
利润现金比率	$\text{经营活动产生的现金流量净额}/\text{利润总额}\times 100\%$
偿债能力指标	
资产负债率	$\text{负债总额}/\text{资产总计}\times 100\%$
全部债务资本化比率	$\text{全部债务}/(\text{长期债务}+\text{短期债务}+\text{所有者权益})\times 100\%$
长期债务资本化比率	$\text{长期债务}/(\text{长期债务}+\text{所有者权益})\times 100\%$
担保比率	$\text{担保余额}/\text{所有者权益}\times 100\%$
EBITDA 利息倍数	$\text{EBITDA}/\text{利息支出}$
债务保护倍数	$(\text{净利润}+\text{固定资产折旧}+\text{摊销})/\text{全部债务}$
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	$\text{筹资活动前现金流量净额}/\text{全部债务}$
期内长期债务偿还能力	$\text{期内}(\text{净利润}+\text{固定资产折旧}+\text{摊销})/\text{期内应偿还的长期债务本金}$
流动比率	$\text{流动资产合计}/\text{流动负债合计}\times 100\%$
速动比率	$(\text{流动资产合计}-\text{存货})/\text{流动负债合计}\times 100\%$
经营现金流动负债比率	$\text{经营活动现金流量净额}/\text{流动负债合计}\times 100\%$
筹资活动前现金流量净额利息保护倍数	$\text{筹资活动前现金流量净额}/\text{利息支出}$
筹资活动前现金流量净额本息保护倍数	$\text{筹资活动前现金流量净额}/(\text{当年利息支出}+\text{当年应偿还的债务本金})$
经营效率指标	
销售债权周转次数	$\text{营业收入净额}/(\text{平均应收账款}+\text{平均应收票据})$
存货周转次数	$\text{营业成本}/\text{平均存货}$
总资产周转次数	$\text{营业收入净额}/\text{平均资产总额}$
现金收入比率	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金}/\text{营业收入}\times 100\%$
增长指标	
资产总额年平均增长率	
净资产年平均增长率	(1) 2年数据: $\text{增长率}=(\text{本期}-\text{上期})/\text{上期}\times 100\%$
营业收入年平均增长率	(2) n年数据: $\text{增长率}=\left[\frac{\text{本期}}{\text{前n年}}\right]^{1/(n-1)}-1\times 100\%$
利润总额年平均增长率	
本期债券偿债能力	
EBITDA/本期发债额度	$\text{EBITDA}/\text{本期发债额度}$
经营活动现金流入量偿债倍数	$\text{经营活动产生的现金流入量}/\text{本期债券到期偿还额}$
经营活动现金流量净额偿债倍数	$\text{经营活动现金流量净额}/\text{本期债券到期偿还额}$
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	$\text{筹资活动前现金流量净额}/\text{本期债券到期偿还额}$

注：长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销

筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

附件八：长期债券信用等级符号及定义

符号	定 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

关于南宁糖业股份有限公司 2012 年公司债券的跟踪评级安排

根据主管部门有关规定和东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）的评级业务管理制度，东方金诚将在本期债券发行后第 12 个月及以后每年度公司年报发布后一个月内进行定期跟踪评级，并在债券存续期内进行不定期跟踪评级。

南宁糖业股份有限公司（以下简称“南宁糖业”）应按东方金诚跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。南宁糖业如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知东方金诚并提供有关资料。

东方金诚将密切关注南宁糖业的经营管理状况及债券的相关信息，如发现南宁糖业出现重大变化，或发现其存在或出现可能对债券信用等级产生较大影响的重大事件时，东方金诚将落实有关情况并及时评估其对债券信用等级产生的影响，确认调整或不调整本期债券的信用等级。

如南宁糖业不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，东方金诚将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级撤销，直至南宁糖业提供相关资料。

如本期债券跟踪评级信用等级发生变化，东方金诚将于等级调整后的 3 个工作日内在本公司及深圳证券交易所指定信息披露网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送南宁糖业、主管部门、交易机构等；如本期债券跟踪评级信用等级没有发生变化，东方金诚将于等级确定后的 7 个工作日内在本公司及深圳证券交易所指定信息披露网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送南宁糖业、主管部门、交易机构等。

东方金诚国际信用评估有限公司

2012 年 7 月 9 日

