

# 信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字 [2018]415 号

---

南宁糖业股份有限公司：

根据相关跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司对贵公司及发行的“12 南糖债”信用状况进行了不定期跟踪评级。经东方金诚国际信用评估有限公司信用评级委员会审定，维持贵公司主体信用等级为 AA，评级展望为稳定，并维持“12 南糖债”的债项信用等级 AA，同时将公司主体和“12 南糖债”列入信用评级观察名单。

东方金诚国际信用评估有限公司

二零一八年十月二十五日



# 信用等级公告

东方金诚债跟踪评字 [2018]415 号

根据跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司对南宁糖业股份有限公司及其发行的“12 南糖债”信用状况进行了不定期跟踪评级。经东方金诚国际信用评估有限公司信用评级委员会审定，维持公司主体信用等级为 AA，评级展望为稳定，并维持“12 南糖债”的债项信用等级 AA，同时将公司主体和“12 南糖债”列入信用评级观察名单。

特此公告。

东方金诚国际信用评估有限公司  
二零一八年十月二十五日





# 南宁糖业股份有限公司主体及 “12南糖债” 2018年度不定期跟踪评级报告

报告编号：东方金诚债跟踪评字【2018】415号

## 跟踪评级结果

主体信用等级：AA

评级展望：稳定

“12南糖债”信用等级：AA

列入信用评级观察名单

评级时间：2018年10月25日

## 上次评级结果

主体信用等级：AA

评级展望：稳定

“12南糖债”信用等级：AA

列入信用评级观察名单

评级时间：2018年5月17日

## 债项概况

债项简称：“12南糖债”

发行额度：5.40亿元

发行日期：2012年9月17日

存续期限：7年，附第5年末发

行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权

偿还方式：单利按年付息，到期一次还本

## 评级小组负责人

刘涛



## 评级小组成员

龙文



邮箱：dfjc-gs@coamc.com.cn

电话：010-62299800

传真：010-65660988

地址：北京市西城区德胜门外大街83

号德胜国际中心B座7层

100088

## 评级观点

东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）认为，南宁糖业股份有限公司（以下简称“南宁糖业”或“公司”）是国内制糖行业规模最大的国有控股上市公司，糖产量位居全国制糖行业前列，产品质量较好，市场竞争力较强；2018年上半年公司机制糖销量大幅增长，机制糖业务收入有所增长；2017/2018榨季，公司日榨蔗能力与上一榨季持平，产能利用率较上一榨季明显提升。

同时，东方金诚也关注到，2018年上半年，受机制糖市场价格下降影响，公司利润出现较大亏损，预计2018年下半年主营业务获利能力仍将面临较大下行压力；受亏损、经营性应收项目增加等因素影响，公司经营性现金流呈现净流出状态；公司对存货中库存商品计提大额跌价损失；所有者权益亦因亏损而大幅下降，受此及负债规模增加影响，公司资产负债率进一步上升并处于很高水平，有息债务规模有所增长，债务结构仍以短期有息债务为主，债务负担有所加重，短期偿债压力加大；公司短期偿债指标下降明显，长期偿债能力因公司盈利能力大幅下降、资产负债率和有息债务持续提升而降低。

综合考虑，东方金诚维持南宁糖业AA的主体信用等级，评级展望为稳定，并维持“12南糖债”的债项信用等级AA，同时将公司主体和“12南糖债”列入信用评级观察名单。

**跟踪评级结果**

主体信用等级：AA

评级展望：稳定

“12 南糖债”信用等级：AA

列入信用评级观察名单

评级时间：2018 年 10 月 25 日

**上次评级结果**

主体信用等级：AA

评级展望：稳定

“12 南糖债”信用等级：AA

列入信用评级观察名单

评级时间：2018 年 5 月 17 日

**债项概况**

债项简称：“12 南糖债”

发行额度：5.40 亿元

发行日期：2012 年 9 月 17 日

存续期限：7 年，附第 5 年末发

行人上调票面利率选择权和投资

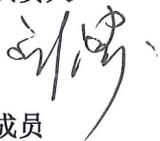
者回售选择权

偿还方式：单利按年付息，到期

一次还本

**评级小组负责人**

刘涛



**评级小组成员**

龙文



邮箱：dfjc-gs@coamc.com.cn

电话：010-62299800

传真：010-65660988

地址：北京市西城区德胜门外大街 83  
号德胜国际中心 B 座 7 层  
100088

**主要数据和指标**

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 6 月 (未审计)
资产总额(亿元)	56.85	67.13	73.89	76.65
所有者权益(亿元)	16.55	16.15	14.16	9.09
全部债务(亿元)	30.84	35.03	46.76	54.97
营业总收入(亿元)	31.38	35.89	29.06	16.64
利润总额(亿元)	0.48	0.32	-2.35	-4.47
EBITDA(亿元)	3.54	4.83	2.02	-
营业利润率(%)	14.10	14.07	9.96	2.10
净资产收益率(%)	3.20	1.19	-14.01	-
资产负债率(%)	70.89	75.95	80.84	88.14
全部债务资本化比率(%)	65.08	68.45	76.76	85.81
流动比率(%)	92.15	92.70	102.79	87.70
全部债务/EBITDA(倍)	8.72	7.26	23.15	-
EBITDA 利息倍数(倍)	2.36	2.63	0.98	-

注：表中数据来源于 2015 年~2017 年经审计的公司合并财务报告及 2018 年 1~6 月未经审计的合并财务报表。

## 不定期跟踪评级原因

2018年5月17日，东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）对南宁糖业股份有限公司主体及“12南糖债”进行了2018年度定期跟踪评级，维持公司主体信用等级AA，评级展望稳定，维持上述债项信用等级AA，并将公司主体及上述债项列入信用评级观察名单。

2018年7月26日，南宁糖业发布2018年半年度报告。2018年上半年，公司净利润亏损5.07亿元，亏损幅度较上年同期扩大573.38%。

东方金诚根据信用评级相关制度，启动本次不定期跟踪评级。

## 项目背景

南宁糖业股份有限公司（以下简称“南宁糖业”或“公司”）主要从事机制糖的生产与销售。截至2018年6月末，公司股本为32408.09万股，控股股东南宁振宁资产经营有限责任公司（以下简称“振宁公司”）对其持股42.20%，实际控制人为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”）。

公司是国内制糖行业生产规模最大的国有控股上市公司，主要产品包括白砂糖、赤砂糖等产品。2017/2018年榨季公司机制糖产量56.67万吨，公司“云鸥牌”、“明阳牌”、“古府牌”、“大明山牌”白砂糖产品在国内具有较高知名度。公司在广西壮族自治区政府推动“双高”基地建设及糖业产业整合方面获得较大支持，截至2018年6月末，公司共获得“双高”基地政府补助达4.45亿元，“双高”基地建设将对公司甘蔗采购数量及质量提供一定保障。

截至2018年6月末，南宁糖业（合并）资产总额76.65亿元，负债总额67.56亿元，所有者权益9.09亿元，资产负债率88.14%，纳入合并报表范围的子公司共12家。2018年1~6月，公司实现营业收入16.64亿元，利润总额-4.47亿元。

## 债券本息兑付及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会“证监许可[2012]1080号”文件核准，公司于2012年9月17日发行7年期5.40亿元南宁糖业股份有限公司2012年公司债券（以下简称“12南糖债”），票面利率7.25%，起息日为2012年9月17日，按年付息，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。“12南糖债”附第5年末公司上调票面利率和投资者回售选择权。2017年9月18日，公司按时偿付利息，同时“12南糖债”存续满5年，按照《南宁糖业股份有限公司2012年公开发行公司债券募集说明书》的规定，“12南糖债”回售数量为3281762张，回售金额为人民币351952981元（含利息）。

截至本报告出具日，上述募集资金均已按募集说明书披露的用途使用。

## 发债主体信用状况

2018年上半年，公司营业收入同比大幅增长，但毛利润和综合毛利率大幅下降

南宁糖业主要从事机制糖的生产与销售业务。2017年，公司实现营业收入29.06亿元，较2016年下降19.01%。2018年上半年，公司实现营业收入16.64亿元，较上年同期增长39.49%，主要由于机制糖销量和子公司南宁云鸥物流有限责任公司（以下简称“云鸥物流”）贸易业务增加所致。2018年上半年机制糖业务收入占比69.31%，公司营业收入主要来自机制糖业务。

表 1：2015 年~2017 年及 2018 年 1~6 月公司营业收入情况

单位：亿元、%

产品	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 1~6 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
机制糖	24.46	77.95	30.08	83.81	22.82	78.53	11.54	69.31
机制纸	2.64	8.41	2.53	7.05	3.28	11.29	1.50	9.04
运输及其他	4.28	13.64	3.28	9.14	2.96	10.19	3.60	21.65
合计	31.38	100.00	35.89	100.00	29.06	100.00	16.64	100.00

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2017年及2018年1~6月，公司毛利润分别为3.08亿元和0.45亿元，综合毛利率分别为10.61%和2.72%。2018年1~6月，机制糖业务毛利润为-0.27亿元，较上年同期下降1.88亿元；机制糖业务毛利率为-2.36%，同比下降19.17个百分点，主要由于2018年上半年机制糖价格大幅下降所致。

表 2：2015 年~2017 年及 2018 年 1~6 月公司毛利润和毛利率情况

单位：亿元、%

产品	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 1~6 月	
	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
机制糖	3.30	13.49	4.61	15.33	2.39	10.47	-0.27	-2.36
机制纸	0.51	19.32	0.51	20.16	0.55	16.80	0.23	15.29
运输及其他	0.82	19.12	0.28	8.54	0.14	5.70	0.49	13.72
合计	4.63	14.75	5.40	15.05	3.08	10.61	0.45	2.72

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司是国内制糖行业规模最大的国有控股上市公司，糖产量位居全国制糖行业前列，产品质量较好

南宁糖业地处全国最大的食糖生产地区广西壮族自治区，是国内制糖行业规模最大的国有控股上市公司，2014/2015榨季机制糖产量排名第八。公司机制糖产品包括白砂糖、药用辅料蔗糖、赤砂糖等，以白砂糖为主。公司“云鸥牌”、“明阳牌”、“古府牌”、“大明山牌”白砂糖为国家免检产品和广西名牌产品，产品质量较好。公司是广西第一家整体通过了全球食品安全倡议组织认可的FSSC22000食品安全体系认证，整体通过“绿色食品”认证的制糖企业，是第一家满足可口可

乐食品安全要求的糖业集团。截至 2017 年，公司的亚法白砂糖连续 15 年在全国糖业质量评比中获得第一名，在国内具有较高知名度。

### 2017/2018 榨季，公司日榨蔗能力与上一榨季持平，产能利用率较上一榨季明显提升

公司共有明阳糖厂、伶俐糖厂、东江糖厂、香山糖厂以及宾阳大桥、环江远丰<sup>1</sup>6 大生产基地。2017/2018 榨季，公司日榨能力<sup>2</sup>为 4.84 万吨/天，产能利用率为 89.67%，较上一个榨季均有所提高。在甘蔗种植面积和原料蔗质量方面，2017/2018 榨季南宁糖业拥有甘蔗种植面积 99.41 万亩，进厂甘蔗数量 486 万吨，吨糖耗蔗 8.58 吨。2017/2018 榨季公司机制糖产量 56.67 万吨。

2017 年，公司机制糖产量为 48.43 吨，同比有所下降，主要由于 2017/2018 榨季开榨时间较 2016/2017 榨季开榨时间推迟半个月所致。2018 年 1~6 月，公司机制糖产量为 46.15 万吨，较上年同期产量增长 57.38%，主要原因是：首先，2017/2018 榨季公司所属蔗区甘蔗产量增长 18.50%，本榨季甘蔗榨糖产量增长 17.70%；其次，2017/2018 榨季开榨时间较 2016/2017 榨季开榨时间推迟半个月，导致部分产量推迟至 2018 年上半年实现；再次，2017 年下半年公司外购 8.80 万吨储备糖主要集中在 2018 年上半年回溶提炼成新糖，导致产量同比增加。

表 3：公司机制糖业务产能利用率情况

单位：万吨/天、%

产 品	2015/2016 榨季			2016/2017 榨季			2017/2018 榨季		
	日榨蔗 能力	平均日 榨蔗量	产能利 用率	日榨蔗 能力	平均日 榨蔗量	产能利 用率	日榨蔗 能力	平均日 榨蔗量	产能利 用率
机 制 糖	3.64	3.12	85.71	4.84	3.17	65.50	4.84	4.34	89.67

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2018 年上半年，受益于机制糖销量增加影响，公司机制糖销售收入明显增长，但受市场价格大幅下降影响，机制糖业务出现亏损；预计 2018 年下半年机制糖市场价格仍将处于低迷状态，2018 年机制糖业务全年亏损的可能性很大

2017 年，公司机制糖销量为 39.87 万吨，较 2016 年下降 27.42%，主要由于 2017 年四季度白砂糖价格较前三季度明显回落，公司放缓了销售进度所致。2018 年 1~6 月，公司机制糖销量为 22.98 万吨，较上年同期<sup>3</sup>增加 55.80%，主要由于机制糖产量较上年同期大幅增加，公司在二季度加快销售进度，相应增加了机制糖销售量。2018 年 1~6 月公司白砂糖销售均价（不含税）为 5061.95 元/吨，较 2017 年销售均价有所下降。2017 年以来，受食糖产量增长的影响，国内国际市场糖价均出现明显下降，给公司带来较大经营压力。2018 年 6 月末，南宁白砂糖现货价

<sup>1</sup> 2015 年，公司竞拍获得广西永凯糖纸集团有限责任公司、广西永凯糖纸集团有限责任公司宾阳大桥分公司、宾阳县永凯大桥制糖有限责任公司名下位于宾阳县大桥镇生产区内现有整体资产及相关无形资产，实际成交金额为 62478.01 万元；公司以自有资金投入 6000 万元收购环江远丰糖业公司 75% 股权。

<sup>2</sup> 受甘蔗生长周期及不宜储存的特点影响，制糖企业每年大约 10 月份开榨，次年 4 月份停榨，其余月份主要是机器检修等，为此衡量制糖企业的产能主要参考日榨蔗能力。

<sup>3</sup> 上年同期为 14.75 万吨。

格为 5375.00 元/吨，同比下降 19.29%。2017/2018 榨季全国食糖产量 1031.01 万吨，较上一榨季增长 11.00%，食糖总体供给相对宽松，预计 2018 年下半年食糖供给仍保持相对宽松状态，食糖价格亦将保持低迷态势，2018 年公司机制糖业务全年亏损的可能性很大。

表 4：2015 年~2017 年及 2018 年 1~6 月公司机制糖产销情况<sup>4</sup>

单位：万吨、%、元/吨

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~6 月
<b>产量</b>	<b>50.30</b>	<b>55.41</b>	<b>48.43</b>	<b>46.14</b>
其中：白砂糖	48.52	52.71	44.95	43.23
赤砂糖	1.78	2.70	3.48	2.91
<b>销量</b>	<b>54.65</b>	<b>57.65</b>	<b>39.87</b>	<b>22.98</b>
其中：白砂糖	52.89	55.36	37.90	21.77
赤砂糖	1.76	2.29	1.97	1.21
<b>产销率</b>	<b>108.65</b>	<b>104.04</b>	<b>82.32</b>	<b>49.80</b>
其中：白砂糖	109.01	105.03	84.32	50.36
赤砂糖	98.88	84.81	56.61	41.58
<b>白砂糖销售均价</b>	<b>4444.74</b>	<b>5440.20</b>	<b>5741.51</b>	<b>5061.95</b>
<b>赤砂糖销售均价</b>	<b>3843.52</b>	<b>4720.91</b>	<b>5392.72</b>	<b>4240.11</b>

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2017 年，公司机制糖销售收入为 22.82 亿元，尽管机制糖销售均价同比有所上升，但由于销售量出现较大幅度下降，导致销售收入同比下降 24.14%。2018 年 1~6 月，公司机制糖业务收入为 11.54 亿元，尽管机制糖销售均价同比大幅下降，但由于销售量出现更大幅度增长，机制糖业务收入同比增加 20.41%。

2017 年，公司机制糖单位成本较上年增长 16.00%。单位原材料成本、单位人工和单位能源动力均较上年增加。单位原材料成本的上升主要由于一方面 2017 年糖料蔗采购价格的上升导致单位材料成本上升；另一方面，公司“双高”基地自营种植部分由于亩产明显低于预期，前期投入费用在 2017 年进行了集中摊销，导致糖料蔗单位成本的上升。单位人工和单位能源动力成本的增加主要是 2017 年销量减少所致。

2018 年 1~6 月，机制糖单位成本较 2017 年小幅增长 0.27%，其中原材料较 2017 年增长 2.40%，人工工资较 2017 年下降 2.52%，制造费用较 2017 年下降 27.22%，能源和动力较 2017 年增长 14.37%。预计下半年原料蔗采购价格仍将保持一定刚性，其他各项成本占比较小，机制糖单位成本将与上半年基本持平。

2017 年，公司机制糖业务毛利润 2.39 亿元，毛利率 10.47%，均同比明显下滑。2018 年 1~6 月，公司机制糖毛利润为 -0.27 亿元，同比下降 116.88%，毛利率 -2.36%，同比下降 19.17 个百分点，主要系 2018 年 1~6 月机制糖市场价格同比大幅下降叠加机制糖每吨成本有所上升所致。预计 2018 年下半年机制糖市场价格将处于低迷状态，机制糖单位成本因原料蔗采购价格刚性将保持上半年水平，2018 年公司全年业务亏损可能性很大。

<sup>4</sup> 表中价格为不含税价格。

### 2018 年上半年，机制纸业务营业收入和毛利率均有所下降，业务获利空间受到压缩

2017 年，公司机制纸业务收入 3.28 亿元，有所上升，主要由于 2017 年将子公司广西舒雅护理用品有限公司（以下简称“舒雅护理”）的营业收入并入所致。2017 年机制纸业务毛利率为 16.80%，较 2016 年有所下滑，主要由于 2016 年机制纸销售订单中包含宝洁等高端客户的高毛利率订单，而 2017 年该类订单较少所致。

南宁糖业机制纸产品主要包括无尘纸、卷筒纸、卫生纸和纸模餐具等。跟踪期内，公司机制纸产能利用率和产销率分别为 92.90% 和 100.00%，处于较高水平。2018 年 1~6 月，公司机制纸业务收入 1.50 亿元，较上年同期下降 12.94%，主要是期公司将子公司舒雅护理业务由机制纸业务调整为其他业务所致。同期，毛利率为 15.29%，较上年同期下降 4.61 个百分点，主要由于舒雅护理产品毛利率较高，本期机制纸业务收入未将舒雅护理公司收入计算在内导致机制纸业务毛利率有所下降。

### 2018 年上半年，公司运输及其他业务收入、毛利润和毛利率均有所增加，业务获利能力有所增强

公司运输及其他业务收入主要来源于道路普通货物运输、仓储业务、贸易业务等，该部分收入占比较小。2017 年，公司运输费及其他业务收入为 2.96 亿元，毛利润为 0.14 亿元。2018 年上半年，公司运输及其他业务收入为 3.60 亿元，同比增长 448.77%，主要是子公司云鸥物流的石油焦贸易业务量增加、仓库建成投产，仓储收入同比有所增加所致。同期，运输及其他业务毛利润为 0.49 亿元，同比增加 0.68 亿元，主要是仓储业务和云鸥物流毛利润大幅增加所致。同期，毛利率为 13.72%，同比增加 43.49 个百分点，主要是仓储业务的毛利率较高、云鸥物流毛利率同比大幅提升所致。

## 企业管理

跟踪期内，公司管理人员未发生变动，治理结构及内部管理无重大变化。

## 财务分析

### 财务质量

南宁糖业提供了 2017 年合并财务报告和 2018 年上半年度合并财务报表。瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2017 年度财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告；2018 年上半年度合并财务报表未经审计。2018 年 6 月末，公司纳入合并范围的子公司为 12 家，见附件三。

### 跟踪期内，受支付甘蔗收购款影响，公司货币资金大幅下降，预付款项大幅增长

2017 年末及 2018 年 6 月末，公司货币资金分别为 14.41 亿元和 8.05 亿元，2018 年 6 月末货币资金较上年末下降 44.13%；2017 年末及 2018 年 6 月末，公司

预付款项分别为 2.63 亿元和 4.70 亿元，2018 年 6 月末预付款项较上年末增长 78.49%。2018 年 6 月末货币资金大幅下降和预付款项大幅增长，主要是 2018 年上半年集中支付甘蔗收购款所致。

### 受经营亏损影响，公司近年来所有者权益大幅下降

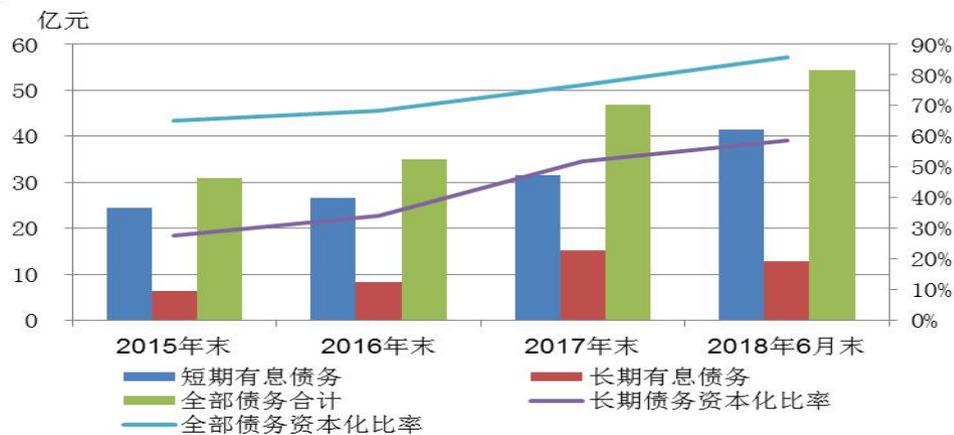
截至 2017 年末，公司所有者权益为 14.16 亿元，较 2016 年末减少了 12.13%。2018 年 6 月末，公司所有者权益为 9.09 亿元，其中资本公积、实收资本和未分配利润占比分别为 158.40%、35.65%和-111.12%。2018 年 6 月末，公司所有者权益为 9.09 亿元，较上年末大幅下降，主要由于上半年度净利润亏损 5.07 亿元所致。

### 受所有者权益下降和负债规模增加的影响，公司资产负债率进一步上升，有息债务规模有所增长，债务负担有所加重，债务结构仍以短期有息债务为主，短期偿债压力加大

截至 2017 年末，公司负债总额为 59.73 亿元，较 2016 年末增加了 17.17%，主要系银行借款和应付债券增加所致。截至 2018 年 6 月末，公司负债总额为 67.56 亿元，较 2017 年末增加了 13.10%，主要系短期借款增加所致。

有息债务方面，截至 2017 年末，公司全部债务<sup>5</sup>为 46.76 亿元，较 2016 年末增加 33.47%，主要是由短期借款和应付债券增加所致。2018 年 6 月末，公司全部债务为 54.97 亿元，较 2017 年末增加 17.56%，主要系公司为收购原料蔗新增短期借款所致。公司债务仍以短期有息债务为主，2018 年 6 月末短期有息债务占全部债务的比重为 75.84%，较上一年末增加 8.40 个百分点。跟踪期内，公司债务规模明显增长，主要系公司需要通过银行借款集中支付甘蔗款所致。

图1： 2015年~2017年末及2018年6月末公司债务情况



资料来源：公司提供，东方金诚整理

2017 年末，公司资产负债率为 80.84%，长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 51.82%和 76.76%。

2018 年 6 月末，公司资产负债率为 88.14%，较上年末提升 7.30 个百分点，仍处于很高水平，主要是债务规模增大、所有者权益大幅下降所致；长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 59.36%和 85.81%，均较上年末均有所提升。

<sup>5</sup> 短期借款中商业承兑汇票贴现非公司付息债务。

截至 2018 年 6 月末，公司拥有银行总授信额度 68.69 亿元，已使用额度 46.19 亿元，尚未使用额度 22.50 亿元。

表 5：截至 2018 年 6 月末公司债务期限结构

单位：亿元

	短期借款到期金额	债券到期金额	长期借款到期金额	融资租赁款到期金额	合计
2018 年	17.73	-	1.30	-	19.03
2019 年	19.67	2.10	2.00	0.49	24.26
2020 年	-	7.93	-	1.26	9.19
2021 年	-	-	-	-	-
2022 年	-	-	-	-	-
2023 年	-	-	2.49	-	2.49
合计	37.40	10.03	5.79	1.75	54.97

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2018 年上半年，受机制糖市场价格下降影响，公司利润出现大幅亏损，预计 2018 年下半年主营业务获利能力仍将面临较大下行压力；公司对存货中库存商品计提大额跌价损失，期间费用占比仍保持较高水平

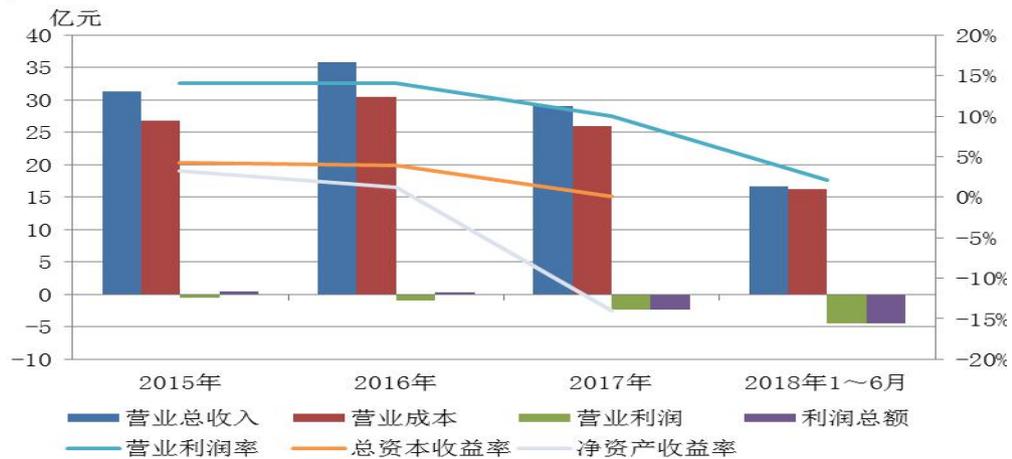
2017 年公司实现营业收入 29.06 亿元，同比下降 18.56%；营业利润率为 9.96%，较 2016 年下降 4.11 个百分点，主营获利能力明显下降。

2018 年 1~6 月，公司营业收入为 16.64 亿元，同比增长 39.49%；营业利润-4.48 亿元，同比下降 288.86%；营业利润率为 2.10%，同比下降 12.00 个百分点，公司主营获利能力明显下降，主要系 2018 年上半年机制糖市场价格持续下滑所致。预计 2018 年下半年机制糖市场价格仍将处于低迷状态，2018 年下半年公司主营业务获利能力仍将面临较大下行压力。

2018 年 1~6 月，公司利润总额-4.47 亿元，同比减少 3.64 亿元；净利润-5.07 亿元，同比减少 4.31 亿元。

2018 年上半年，由于食糖市场价格大幅下降，公司对存货中库存商品计提跌价损失 1.20 亿元，较上年同期增加 1.20 亿元。2018 年上半年，子公司广西环江远丰糖业有限责任公司（以下简称“环江远丰糖业公司”）利润总额-3906.89 万元，经营业绩低于预期，未来盈利具有不确定性。公司对截至 2018 年 6 月 30 日因收购环江远丰形成的商誉进行了减值测试，对因收购环江远丰形成的商誉计提减值准备 5292.49 万元。

图 2：公司 2015 年~2017 年及 2018 年 1~6 月盈利能力情况



资料来源：公司提供，东方金诚整理

2017 年公司期间费用为 6.21 亿元，较 2016 年增加 8.51%，占营业收入的比重为 21.38%，较 2016 年增加了 5.42 个百分点。

2018 年 1~6 月，公司期间费用占营业收入比重为 21.46%，与 2017 年基本持平，占比仍保持较高水平，主要由于一方面公司有息债务规模有所增加，财务费用同比增长 22.38%；另一方面由于销量增加，销售费用同比增长 29.41%，但销售价格同比大幅下降，导致销售费用占营业收入比例有所提升。

表 6：2015 年~2017 年及 2018 年 1~6 月公司期间费用情况<sup>6</sup>

单位：亿元、%

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~6 月
销售费用	0.86	0.80	0.86	0.64
管理费用	2.68	3.07	3.23	1.63
财务费用	1.44	1.86	2.12	1.30
合计	4.98	5.73	6.21	3.57
占营业收入比重	15.85	15.96	21.38	21.46

资料来源：公司提供，东方金诚整理

### 现金流

2018 年上半年，受净利润亏损、经营性应收项目增加等因素影响，公司经营现金流呈现净流出状态；投资活动现金流保持净流出，对外部融资存在较大依赖

2017 年，公司经营活动产生的现金流量净额为-8.61 亿元，投资活动产生的现金流量净额为-1.46 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为 10.37 亿元。

2018 年 1~6 月，公司经营性净现金流为-12.03 亿元，主要系上半年净利润大幅亏损、经营性应收项目增加等因素所致；同期，公司投资活动净现金流为-2.19 亿元，主要用于子公司南宁侨虹新材料有限责任公司（以下简称“侨虹新材”）购买设备和双高基地建设，较上年同期有所增加，主要由于新增子公司侨虹新材购买

<sup>6</sup> 由于四舍五入，合计数与分项加总数不一致

设备支出所致；同期，公司筹资活动净现金流为 8.94 亿元，每年 1 月至 5 月为集中支付甘蔗款时期，公司筹资活动现金流入主要为支付甘蔗款向银行取得流动资金贷款。

图3：2015年~2017年及2018年1~6月公司现金流情况



资料来源：公司提供，东方金诚整理

## 偿债能力

公司短期偿债指标下降明显，长期偿债能力因公司盈利能力大幅下降、资产负债率和有息债务持续提升而降低

截至 2017 年末，受流动资产增加影响，公司流动比率上升至 102.79%；受存货大幅上升影响，速动比率下降至 70.84%。

2018 年 6 月末，公司流动比率 87.70%，速动比率 49.08%，均较上年末明显下降，主要系 2018 年 1~6 月因集中采购原料蔗产生的短期借款大幅增长导致流动负债增幅高于流动资产增幅所致，短期偿债指标下降明显。公司机制糖业务盈利能力大幅下降、经营性净现金流状况不佳、资产负债率和有息债务持续提升，导致公司长期偿债能力下降。

表7：公司偿债能力情况

指标	2015年	2016年	2017年	2018年1~6月
流动比率(%)	92.15	92.70	102.79	87.70
速动比率(%)	82.82	80.69	70.84	49.08
经营现金流流动负债比(%)	5.21	9.45	-20.96	-
EBITDA 利息倍数(倍)	2.36	2.63	0.98	-
全部债务/EBITDA(倍)	8.72	7.26	23.15	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

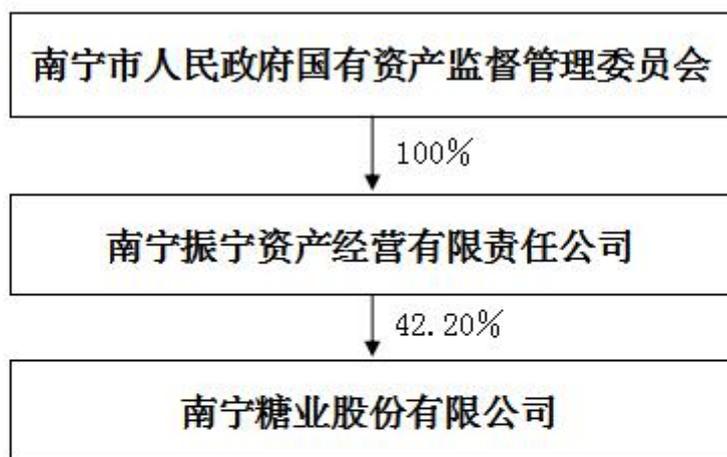
## 抗风险能力及结论

公司是国内制糖行业规模最大的国有控股上市公司，糖产量位居全国制糖行业前列，产品质量较好，市场竞争力较强；2018年上半年公司机制糖销量大幅增长，机制糖业务收入有所增长；2017/2018榨季，公司日榨蔗能力与上一榨季持平，产能利用率较上一榨季明显提升。

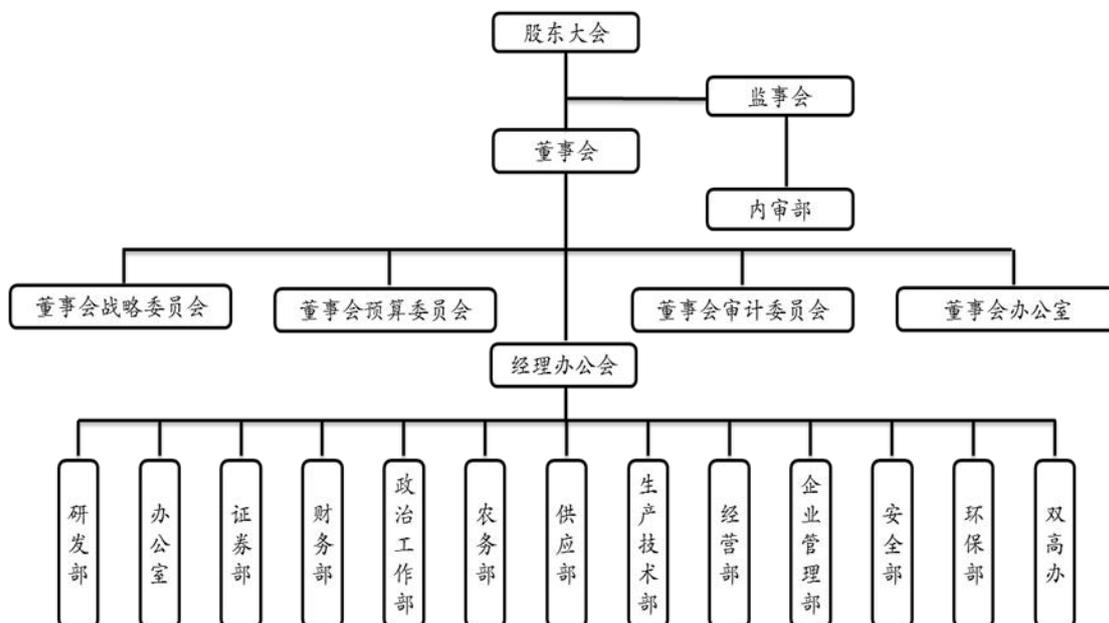
同时，东方金诚也关注到，2018年上半年，受机制糖市场价格下降影响，公司利润出现较大亏损，预计2018年下半年主营业务获利能力仍将面临较大下行压力；受亏损、经营性应收项目增加等因素影响，公司经营性现金流呈现净流出状态；公司对存货中库存商品计提大额跌价损失；所有者权益亦因亏损而大幅下降，受此及负债规模增加影响，公司资产负债率进一步上升并处于很高水平，有息债务规模有所增长，债务结构仍以短期有息债务为主，债务负担有所加重，短期偿债压力加大；公司短期偿债指标下降明显，长期偿债能力因公司盈利能力大幅下降、资产负债率和有息债务持续提升而降低。

综合考虑，东方金诚维持南宁糖业 AA 的主体信用等级，评级展望为稳定，并维持“12 南糖债”的债项信用等级 AA，同时将南宁糖业主体和“12 南糖债”列入信用评级观察名单。

附件一：截至 2018 年 6 月末公司股权结构图



附件二：截至 2018 年 6 月末公司组织结构图



附件三：截至 2018 年 6 月末控股子公司情况

单位：万元、%

公司名称	注册资本	主营业务	持股比例	简称
南宁侨虹新材料股份有限公司	20361.00	开发、生产新型超级吸水材料及其它相关产品	70.47	侨虹新材
广西舒雅护理用品有限公司	6194.70	妇女卫生医疗护垫、卫生巾等	68.89	舒雅护理
广西南蒲纸业有限公 <sup>7</sup>	965.89	书写纸、双胶纸等纸制品	49.84	南蒲纸业
南宁天然纸业有限公司	11403.18	生活用纸及纸制品的加工、生产和销售	90.79	天然纸业
南宁美恒安兴纸业有限公 司	4000.00	文化用纸及纸制品 的加工、生产和销售	51.00	美恒安兴
广西侨旺纸模制品股份 有限公司	3868.93	生产、销售以蔗渣浆为主的一次性可降解环保纸模制品	79.32	侨旺纸模
南宁云鸥物流股份有限 公司	2570.00	道路货物运输等	100.00	云鸥物流
广西南糖房地产有限责 任公司	13000.00	房地产开发经营、房屋租赁、物业管理服务	100.00	南糖房地产
南宁糖业宾阳大桥制糖 有限责任公司	1000.00	机制糖、酒精、甘蔗糖蜜、原糖、蔗渣的生产与销售	100.00	大桥制糖公司
广西环江远丰糖业有限 责任公司	6000.00	食糖生产、销售及研究发展	75.00	环江远丰糖业公司
南宁南糖香山甘蔗种植 有限责任公司	100.00	甘蔗（原料蔗和蔗种）种植与销售	100.00	香山甘蔗公司
南宁南糖东江甘蔗种植 有限责任公司	100.00	甘蔗（原料蔗和蔗种）种植与销售	100.00	东江甘蔗公司

<sup>7</sup> 南蒲纸业因南宁市修建防洪堤被列入拆迁范围，2012 年 7 月经其董事会决议，决定解散并成立清算组依法进行清算。截至 2018 年 3 月末，南蒲纸业清算未结束。

附件四：公司合并资产负债表

单位：万元

项目名称	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 6 月末 (未审计)
流动资产：				
货币资金	119013.49	142226.30	144096.85	80499.75
交易性金融资产	-	19.38	-	-
应收票据	26184.62	38799.00	34865.00	33301.51
应收账款	59752.50	75211.47	62838.54	55917.32
预付款项	39946.81	25724.61	26316.75	46973.01
应收利息	41.73	67.06	-	-
其它应收款	5616.16	8623.43	5204.80	5253.05
存货	30680.41	47747.26	131265.91	201051.10
一年内到期的非流动资产	506.10	506.10	-	-
其他流动资产	21498.64	29595.40	17774.42	33506.33
流动资产合计	303240.46	368520.00	422362.27	456502.07
非流动资产：				
可供出售金融资产	3168.32	5568.32	6161.12	6161.12
长期应收款	-	-	300.00	300.00
固定资产	170614.22	162924.25	164598.93	155527.10
在建工程	1979.77	3276.57	1111.32	3497.95
无形资产	56439.83	56690.76	58085.91	57198.66
商誉	20883.70	20883.70	20883.70	15591.21
长期待摊费用	799.44	15638.13	25112.21	28529.78
递延所得税资产	8972.88	8135.86	12213.31	6352.77
其他非流动资产	2402.10	29701.23	28053.41	36808.79
非流动资产合计	265260.28	302818.83	316519.91	309967.38
资产总计	568500.73	671338.83	738882.18	766469.45

附件四：公司合并资产负债表 (续表)

单位：万元

项目名称	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 6 月末 (未审计)
流动负债：				
短期借款	219900.00	271680.00	311750.00	403966.00
交易性金融负债	-	-	2.20	-
应付票据	-	-	320.00	-
应付账款	54865.02	70505.20	57084.97	33446.18
预收款项	6771.25	9709.55	3669.21	9432.81
应付职工薪酬	5820.07	4092.40	1810.96	7091.64
应交税费	5533.22	15979.26	2951.14	3900.66
应付利息	1434.43	572.63	1051.25	4526.16
其他应付款	9357.98	12719.31	12452.84	15271.72
一年内到期的非流动负债	25400.99	11718.99	19777.39	42885.79
其他流动负债	-	545.46	26.01	-
流动负债合计	329082.96	397522.80	410895.97	520520.96
非流动负债：				
长期借款	-	30400.00	45400.00	19900.00
应付债券	53451.00	53584.32	100091.04	100268.66
长期应付款	6761.37	-	10222.61	8064.88
专项应付款	-	-	-	235.24
递延收益	13082.52	27748.62	30098.27	25963.16
递延所得税负债	633.80	623.03	606.44	599.60
非流动负债合计	73928.69	112355.97	186418.36	155031.54
负债合计	403011.64	509878.77	597314.33	675552.50
所有者权益(或股东权益)：				
实收资本(或股本)	32408.09	32408.09	32408.09	32408.09
资本公积	145654.11	144070.24	144013.74	144013.74
盈余公积	15105.51	15105.51	15105.51	15105.51
未分配利润	-33899.96	-32060.11	-51423.50	-101028.30
归属母公司所有者权益合计	159267.75	159523.75	140103.84	90499.05
少数股东权益	6221.34	1936.32	1464.01	417.90
股东权益合计	165489.09	161460.06	141567.85	90916.95
负债与股东权益合计	568500.73	671338.83	738882.18	766469.45

附件五：公司合并利润表

单位：万元

项目名称	2015年	2016年	2017年	2018年1~6月 (未审计)
一、营业总收入	313842.34	358881.97	290642.09	166429.72
其中：营业收入	313842.34	358881.97	290642.09	166429.72
减：营业成本	267532.91	304832.97	259800.89	161901.07
营业税金及附加	2057.25	3565.67	1889.61	1040.49
销售费用	8559.64	7951.86	8643.82	6413.06
管理费用	26833.00	30687.77	32298.25	16308.35
财务费用	14363.67	18622.25	21186.81	12995.10
资产减值损失	4591.73	2293.66	3274.90	18645.51
加：公允价值变动收益	-	19.38	-21.58	-
投资收益	5425.55	111.06	2348.04	114.26
其他收益	-	-	10916.65	5966.20
二、营业利润	-4670.31	-8941.78	-23209.07	-44793.39
加：营业外收入	9938.67	13344.43	180.30	121.53
减：营业外支出	483.10	1158.79	452.25	16.82
其中：非流动资产处置损失	111.53	684.75	-	-
三、利润总额	4785.25	3243.86	-23481.03	-44688.68
减：所得税	-502.86	1317.72	-3645.32	5962.22
四、净利润	5288.12	1926.15	-19835.70	-50650.90
归属于母公司所有者的净利润	5980.49	1839.86	-19363.40	-49604.79
少数股东损益	-692.37	86.29	-472.30	-1046.11

附件六：公司合并现金流量表

单位：万元

项目名称	2015年	2016年	2017年	2018年1~6月 (未审计)
<b>一、经营活动产生的现金流量</b>				
销售商品、提供劳务收到的现金	357350.74	399756.14	353363.75	204957.22
收到税费返还	2858.65	915.34	1065.51	854.79
收到的其他与经营活动有关的现金	15139.19	27276.57	9259.75	3487.61
<b>经营活动现金流入小计</b>	<b>375348.58</b>	<b>427948.05</b>	<b>363689.00</b>	<b>209299.63</b>
购买商品、接受劳务支付的现金	293061.99	320921.94	371173.01	288420.88
支付给职工以及为职工支付的现金	35489.02	37032.92	38495.86	22742.75
支付的各项税费	16292.95	13773.08	19707.47	5674.55
支付的其他与经营活动有关的现金	13359.40	18644.06	20430.09	12785.65
<b>经营活动现金流出小计</b>	<b>358203.36</b>	<b>390372.00</b>	<b>449806.44</b>	<b>329623.84</b>
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>17145.22</b>	<b>37576.05</b>	<b>-86117.43</b>	<b>-120324.21</b>
<b>二、投资活动产生的现金流量</b>				
取得投资收益所收到的现金	4658.92	84.00	173.79	115.00
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	90.21	175.61	30.05	4.93
收到的其他与投资活动有关的现金	-	-	16430.42	-
<b>投资活动现金流入小计</b>	<b>4749.13</b>	<b>259.61</b>	<b>16634.25</b>	<b>119.93</b>
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	85930.75	31359.52	30370.93	22050.03
投资所支付的现金	1800.00	33110.05	895.03	-
支付的其他与投资有关的现金	4100.00	-	-	-
<b>投资活动现金流出小计</b>	<b>91830.75</b>	<b>64469.57</b>	<b>31265.96</b>	<b>22050.03</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-87081.62</b>	<b>-64209.96</b>	<b>-14631.71</b>	<b>-21930.10</b>
<b>三、筹资活动产生的现金流</b>				
吸收投资所收到的现金	48032.47	-	-	-
取得借款所收到的现金	274000.00	407200.00	528163.60	299086.00
发行债券收到的现金	-	-	10557.71	-
收到的其他与筹资活动有关的现金	542.00	-	10557.71	12556.52
<b>筹资活动现金流入小计</b>	<b>322574.47</b>	<b>407200.00</b>	<b>549279.02</b>	<b>311642.52</b>
偿还债务所支付的现金	230540.44	340020.00	411795.30	212043.93
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	14997.36	18858.79	21426.96	9909.52
支付其他与筹资活动有关的现金	8022.29	745.00	12400.45	326.40
<b>筹资活动现金流出小计</b>	<b>253560.09</b>	<b>359623.79</b>	<b>445622.71</b>	<b>222279.85</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>69014.38</b>	<b>47576.21</b>	<b>103656.31</b>	<b>89362.67</b>
<b>四、汇率变动对现金的影响额</b>	<b>-26.00</b>	<b>21.84</b>	<b>-269.71</b>	<b>8.53</b>
<b>五、现金和现金等价物净增加额</b>	<b>-948.02</b>	<b>20964.14</b>	<b>2637.46</b>	<b>-52883.12</b>

附件七：公司合并现金流量表附表

单位：万元

项目名称	2015年	2016年	2017年	2018年1~6月 (未审计)
1、净利润	5288.12	1926.15	-19835.70	-50650.90
资产减值准备	4591.73	2293.66	3274.90	18645.51
固定资产折旧、油气资产折耗、 生产性生物资产折旧	14866.00	18467.40	18066.79	11320.90
无形资产摊销	587.87	1809.50	1851.14	854.17
长期待摊费用摊销	179.24	6379.50	3181.09	4279.12
处置固定资产、无形资产和 其他长期资产的损失	-13.61	-45.01	9.33	-
固定资产报废损失	123.32	12.25	171.18	-15.26
公允价值变动损失（减：收益）	-	-19.38	21.58	-
财务费用	14972.33	20905.45	24376.01	12999.25
投资损失	-5425.55	-111.06	-2348.04	-114.26
递延所得税资产减少	-929.43	837.02	-4077.45	5852.90
递延所得税负债增加	-1.14	-10.77	-16.59	-6.84
存货的减少	18912.37	-16902.84	-83543.16	-78015.20
经营性应收项目的减少	-25913.28	-26041.09	28433.34	-28005.00
经营性应付项目的增加	-10092.74	28075.26	-55681.85	-17468.59
经营活动产生的现金流量净额	17145.22	37576.05	-86117.43	-120324.21
<b>2、不涉及现金收支的投资和筹资活动</b>				
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	-	-	-	-
<b>合计</b>	-	-	-	-
<b>3、现金与现金等价物净增加情况</b>				
现金的期末余额	119013.49	139977.63	132057.37	79174.26
减：现金的期初余额	119961.50	119013.49	139977.63	132057.37
加：现金等价物的期末余额	-	-	-	-
减：现金等价物的期初余额	-	-	-	-
<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>-948.02</b>	<b>20964.14</b>	<b>-7920.25</b>	<b>-52883.12</b>

附件八：公司主要财务指标

项目	2015年	2016年	2017年	2018年6月 (未经审计)
<b>盈利能力</b>				
营业利润率(%)	14.10	14.07	9.96	2.10
总资本收益率(%)	4.27	3.97	0.12	-
净资产收益率(%)	3.20	1.19	-14.01	-
<b>偿债能力</b>				
资产负债率(%)	70.89	75.95	80.84	88.14
长期债务资本化比率(%)	27.79	34.22	51.82	59.36
全部债务资本化比率(%)	65.08	68.45	76.76	85.81
流动比率(%)	92.15	92.70	102.79	87.70
速动比率(%)	82.82	80.69	70.84	49.08
经营现金流流动负债比(%)	5.21	9.45	-20.96	-
EBITDA 利息倍数(倍)	2.36	2.63	0.98	-
全部债务/EBITDA(倍)	8.72	7.26	23.15	-
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.23	-0.08	-0.22	-
筹资前现金流量净额利息保护倍数(倍)	-4.67	-1.45	-4.90	-
<b>经营效率</b>				
销售债权周转次数(次)	-	3.59	2.75	-
存货周转次数(次)	-	7.77	2.90	-
总资产周转次数(次)	-	0.58	0.41	-
现金收入比(%)	113.86	111.39	121.58	123.15
<b>增长指标</b>				
资产总额年平均增长率(%)	-	18.09	14.00	-
净资产年平均增长率(%)	-	-2.43	-7.51	-
营业收入年平均增长率(%)	-	14.35	-3.77	-
利润总额年平均增长率(%)	-	-32.21	-823.86	-

附件九：主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
<b>盈利指标</b>	
毛利率	$(\text{营业收入}-\text{营业成本})/\text{营业收入}\times 100\%$
营业利润率	$(\text{营业收入}-\text{营业成本}-\text{营业税金及附加})/\text{营业收入}\times 100\%$
总资产收益率	$(\text{净利润}+\text{利息费用})/(\text{所有者权益}+\text{长期有息债务}+\text{短期有息债务})$
净资产收益率	$\text{净利润}/\text{所有者权益}\times 100\%$
利润现金比率	$\text{经营活动产生的现金流量净额}/\text{利润总额}\times 100\%$
<b>偿债能力指标</b>	
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	$\text{全部债务}/(\text{长期有息债务}+\text{短期有息债务}+\text{所有者权益})\times 100\%$
长期债务资本化比率	$\text{长期有息债务}/(\text{长期有息债务}+\text{所有者权益})\times 100\%$
担保比率	$\text{担保余额}/\text{所有者权益}\times 100\%$
EBITDA 利息倍数	$\text{EBITDA}/\text{利息支出}$
全部债务/EBITDA	$\text{全部债务}/\text{EBITDA}$
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	$\text{筹资活动前现金流量净额}/\text{全部债务}$
期内长期债务偿还能力	$\text{期内}(\text{净利润}+\text{固定资产折旧}+\text{摊销})/\text{期内应偿还的长期有息债务本}$
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	$\text{筹资活动前现金流量净额}/\text{利息支出}$
筹资活动前现金流量净额本息保护	$\text{筹资活动前现金流量净额}/(\text{当年利息支出}+\text{当年应偿还的全部债务本})$
<b>经营效率指标</b>	
销售债权周转次数	$\text{营业收入}/(\text{平均应收账款净额}+\text{平均应收票据})$
存货周转次数	$\text{营业成本}/\text{平均存货净额}$
总资产周转次数	$\text{营业收入}/\text{平均资产总额}$
现金收入比率	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金}/\text{营业收入}\times 100\%$
<b>增长指标</b>	
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: $\text{增长率}=[(\text{本期}/\text{前n年})^{1/(n-1)}-1]\times 100\%$
利润总额年平均增长率	

注：长期有息债务=长期借款+应付债券+其他长期有息债务

短期有息债务=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+其他短期有息债务

全部债务=长期有息债务+短期有息债务

EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销

利息支出=利息费用+资本化利息支出

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

## 附件十：企业主体及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。