

中粮糖业 (600737)

外盘糖价现历史底部，公司全产业链布局助力业绩持续高增长！

1、中粮糖业：中粮集团旗下糖业上市平台，打造世界一流大糖商

公司于2005年成为中粮集团旗下糖业上市平台。通过不断拓展并购，向世界级大糖商迈进。公司股权结构稳定，第一大股东中粮集团是我国第一大粮油食品企业，由国资委全资控股。公司糖类业务种类丰富，为公司业绩主要来源，且多年业绩呈上行趋势，公司账面资金充裕，抗风险能力强。

2、国际糖价现历史大底部，反转正在进行时！

当前全球糖价历史底部于2020年4月底已出现，目前价格已进入反转期。未来国内外因疫情后消费需求复苏，全球供需或将呈现紧平衡，内盘有望联动呈现上行趋势。目前：一、预计未来两年全球白糖产需缺口将持续扩大。根据Kingsman预测，全球产需缺口继19/20年度缺口91万吨后20/21年度继续扩大至430万吨，连续两年持续扩大。从需求角度，全球消费需求未来至少恢复至疫情前消费量并重回增长趋势；而从供给角度，三大主要产糖国中：印度受降水丰沛预期丰产，但由于疫情影响持续加重，白糖出口困难；泰国受严重干旱影响，20/21年糖产量和出口量或将下降；巴西2020/21年甘蔗种植面积降至四年来最低，且由于当前原油价格已从历史低位快速上行，因此糖实际产量最终要看新榨季糖醇生产结构；二、中国产需缺口将持续存在，国内糖价已经连续两年低于成本线。我国白糖高度依赖进口，且2020年库存水平已降至2012年来新低。预计20/21年出现的结构性缺口将继续有超400万吨需要补充。同时我国制糖成本常年高于现货价，国内糖价有望顺应外糖价格呈现上行趋势，利好我国制糖企业；三、国内制糖成本长期高企，叠加进口配额外申请政策由许可制改为备案制，配额外进口关税大幅降低，此举或利好国营大型糖进口商。

3、糖寡头布局糖业全产业链，助力业绩穿越周期稳健增长

公司拥有自产糖、进口糖、原糖加工三类业务，在我国糖业处于寡头地位。产能方面，公司在国内糖加工厂遍布主产区和主要进口食糖港口，其中自产糖70万吨、加工糖150万吨；公司在海外的澳洲Tully糖业拥有产能30余万吨，同时与中粮国际在巴西的150万吨产能形成协同优势；进口方面，我国自然条件不能满足国内食糖需求，需要进口食糖作为补充。我们每年白糖产需缺口约500万吨，公司年进口量占全国50%以上，是我国最大食糖进口贸易商。年经营量300万吨，占全国总消费量20%，是促进国内食糖流通的主力军。公司作为我国食糖主要进口商，有望受益配额外政策切换，进一步提升市场份额；业绩方面，公司通过对三类糖业务进行调整组合可有效应对内外糖价走势变换风险，穿越糖价周期，助力公司稳健成长。

盈利预测及投资建议：我们预计公司2020-2022年实现营收203.61/234.84/280.33亿元，实现净利润9.68/14.75/20.88亿元，对应EPS 0.45/0.69/0.98元/股。我们看好中粮糖业持续布局国内外糖产业，国内寡头地位稳固，公司全产业链布局有助业绩穿越糖价周期稳健增长，给予2021年25倍市盈率，对应目标价17.25元，首次覆盖给予“买入”评级。**风险提示：**自然灾害风险，政策风险，糖价走势不达预期。

财务数据和估值	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	17,514.90	18,424.83	20,361.41	23,483.63	28,032.65
增长率(%)	(8.57)	5.20	10.51	15.33	19.37
EBITDA(百万元)	1,435.36	1,405.05	1,784.73	2,374.51	3,143.90
净利润(百万元)	503.80	579.58	967.61	1,474.89	2,087.83
增长率(%)	(31.93)	15.04	66.95	52.43	41.56
EPS(元/股)	0.24	0.27	0.45	0.69	0.98
市盈率(P/E)	42.79	37.20	22.28	14.62	10.33
市净率(P/B)	2.94	2.67	2.39	2.13	1.88
市销率(P/S)	1.23	1.17	1.06	0.92	0.77
EV/EBITDA	11.43	13.67	13.11	7.97	7.14

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业 农林牧渔/农产品加工

6个月评级 买入（首次评级）

当前价格 10.08元

目标价格 17.25元

基本数据

A股总股本(百万股) 2,138.85

流通A股股本(百万股) 2,111.10

A股总市值(百万元) 21,559.59

流通A股市值(百万元) 21,279.88

每股净资产(元) 3.94

资产负债率(%) 64.10

一年内最高/最低(元) 10.36/7.20

作者

吴立 分析师
SAC执业证书编号：S1110517010002
wuli1@tfzq.com

戴飞 分析师
SAC执业证书编号：S1110520060004
daifei@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

内容目录

1. 中粮糖业：中粮集团旗下糖业上市平台，打造世界一流大糖商.....	4
1.1. 15 年耕耘糖产业，向世界级大糖商迈进.....	4
1.2. 背靠中粮集团为我国第一大粮油食品企业.....	4
1.3. 糖类业务种类丰富，多年业绩呈上行趋势.....	5
2. 当前：糖外盘历史大底部出现，价格已进入反转期.....	6
3. 未来：全球供需现紧平衡，内盘有望联动外盘呈上行趋势.....	7
3.1. 印度丰产难运出+泰国干旱再减产，20/21 全球糖供需缺口扩大.....	8
3.2. 疫情后国内外消费需求复苏预期强，20/21 国内结构性缺口待补.....	11
3.3. 国内制糖成本长期高企，叠加进口政策切换，利好国营大糖商.....	13
4. 糖寡头全产业链布局，助力业绩穿越周期稳健成长.....	14
4.1. 产能：（内外自产 100 + 炼糖 150）万吨，协同中粮国际巴西 150 万吨.....	14
4.2. 贸销：进口量占全国 50%，年经营量 300 万吨，占全国总消费量 20%.....	16
4.3. 政策切换或再提市场份额，多样业务组合助力业绩灵活增长.....	16
5. 盈利预测及投资建议.....	17
6. 风险提示.....	19

图表目录

图 1：中粮糖业历史沿革.....	4
图 2：公司股权结构图（截至 2020 年 8 月）.....	4
图 3：中粮集团 2019 年数据.....	5
图 4：中粮集团旗下专业化公司（平台）.....	5
图 5：中粮糖业营收及同比增速（亿元，%）.....	5
图 6：中粮糖业归母净利润及同比增速（亿元，%）.....	5
图 7：公司糖业&番茄业务毛利率（%）.....	6
图 8：公司糖业&番茄业务营收（亿元）.....	6
图 9：公司资产负债比&货币资金占总资产比例（%）.....	6
图 10：全球供需盈余/缺口（百万吨）与 ICE 原糖榨季均价（美分/磅）.....	7
图 11：ICE11 号糖期货价格（美分/磅）.....	7
图 12：19/20E 各国出口量全球占比（%）.....	8
图 13：19/20E 各国糖出口量（万吨）.....	8
图 14：19/20E 前五大产糖国产量全球占比（%）.....	8
图 15：19/20E 全球原糖生产国产量分布（万吨）.....	8
图 16：2020/21 年度印度糖产量预期上调 13%.....	9
图 17：截至 2020 年 8 月 30 日，印度新增确诊病例仍居海外国家第一名（单位：例）.....	9
图 18：泰国食糖生产进度.....	10
图 19：OPEC 一揽子原油价格（美元/桶）.....	10

图 20: 我国白糖进去库存周期 (万吨)	11
图 21: 国内糖供需及产需缺口 (万吨)	12
图 22: 国内白糖现货价长期低于国内制糖成本 (元/吨)	12
图 23: 白糖生产成本与白糖市场价倒挂	13
图 24: 中粮糖业企业架构	14
图 25: 中粮糖业糖产能&结构&可协同的中粮国际糖产能.....	14
图 26: 中粮糖业糖产业分布图	15
图 27: 国内白糖期货价 (元/吨)	16
图 28: 中粮糖业三类糖业务的盈利情况 (亿元)	17
表 1: 全球糖供需平衡表	7
表 2: 国内糖供需平衡表	12
表 3: 中粮糖业业绩拆分	18
表 4: 粮食购销及粮食果蔬加工业务公司估值对比 (截至 2020 年 8 月 25 日)	18

1. 中粮糖业：中粮集团旗下糖业上市平台，打造世界一流大糖商

1.1. 15 年耕耘糖产业，向世界级大糖商迈进

公司于 2005 年成为中粮集团旗下糖业上市平台。公司曾用名新疆屯河，成立于 1993 年，于 1996 年在 A 股主板上市，1998 年开始进入农产品加工业，并逐渐退出原水泥业务。2005 年中粮集团重组新疆屯河，进入番茄酱、甜菜糖加工产业。2009 年，公司更名为中粮屯河股份有限公司。2010 年公司收购北海华劲糖业有限公司，正式进入甘蔗制糖产业。2017 年，公司更名为中粮屯河糖业股份有限公司，简称中粮糖业。

通过不断拓展并购，向世界级大糖商迈进。2010 年后，公司通过自建、收购等方式持续扩大糖产能并在产业链各环节布局。2012 年新建中粮屯河崇左糖业；2013 年收购中粮集团糖业进出口业务，以及澳洲 Tully 糖业股权；2014 年新建中粮（唐山）糖业，并新增港口炼糖能力 50 万吨/年；2015 年与中粮糖业酒类集团公司整合，开启建设“世界一流大糖商”之路；2016 年收购营口太古食品 51% 股权，成立中粮糖业辽宁有限公司，收购原永凯左江制糖；2017 年收购云南德宏梁河力量生物制品有限公司梁河糖厂、芒东糖厂，正式进入云南；2018 年进一步深入广西甘蔗制糖产业布局。2019 年，公司剥离水泥业务。目前，公司已形成了国内外完善的产业布局，拥有从国内外制糖、进口及港口炼糖、国内贸易、仓储物流的全产业运营模式。同时，公司母公司中粮集团旗下中粮国际在巴西拥有四家糖厂，合计 150 万吨，与公司糖业务可形成协同优势。

图 1：中粮糖业历史沿革

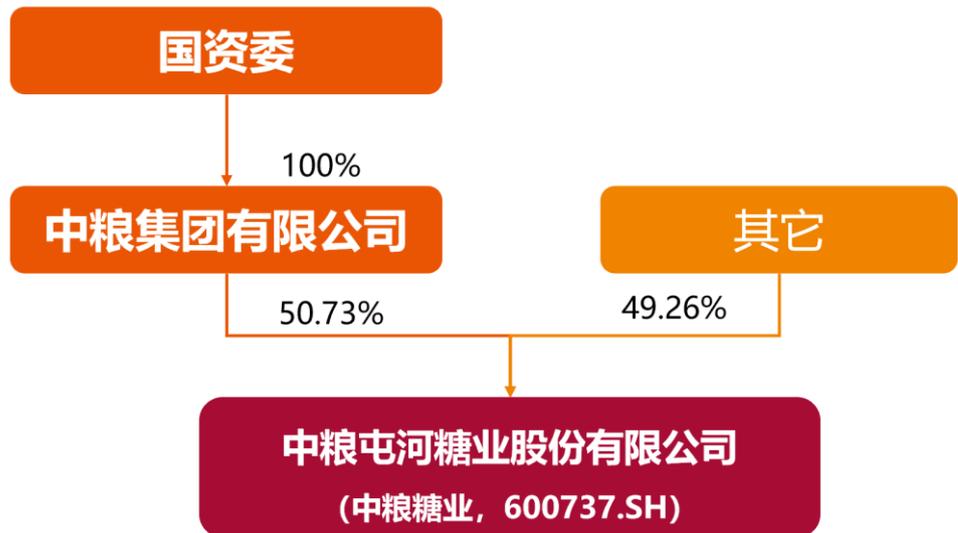


资料来源：中粮糖业官网，天风证券研究所

1.2. 背靠中粮集团为我国第一大粮油食品企业

公司股权结构稳定，第一大股东为中粮集团。2019 年 4 月，公司定增完成，中粮集团持有公司 50.73% 股份，为公司第一大股东。中粮集团由国务院国有资产监督管理委员会全资控股。

图 2：公司股权结构图（截至 2020 年 8 月）



资料来源: Wind, 天风证券研究所

公司母公司中粮集团是我国第一大粮油食品企业。中粮集团成立于 1949 年, 从粮油食品贸易、加工起步, 经过 70 年的发展, 产业链条不断延伸至种植养殖、物流储运、食品原料加工、生物质能源、品牌食品生产销售以及地产酒店、金融服务等领域, 业务遍及全球 140 多个国家和地区, 成为中国领先的农产品、食品领域多元化产品和服务供应商。2019 年, 中粮集团资产总额 5980 亿元, 年营收 4984 亿元, 年经营总量近 1.6 亿吨, 全球仓储能力 3100 万吨, 年加工能力 9000 万吨, 年港口中转能力 6500 万吨。

图 3: 中粮集团 2019 年数据



资料来源: 《中粮集团 2019 年社会责任报告》, 天风证券研究所

图 4: 中粮集团旗下专业化公司 (平台)

中粮国际 COFCO International	中粮贸易 COFCO Trading
中粮油脂 COFCO Oils & Oilseeds	中粮粮谷 COFCO Grains & Cereals
中粮生物科技 COFCO Biotechnology	中粮糖业 COFCO Sugar
中国纺织 Chinates	中粮工科 COFCO Engineering & Technology
中粮酒业 COFCO Wines & Spirits	中粮可口可乐 COFCO Coca-Cola
中粮肉食 COFCO Meat	中国茶叶 China Tea
蒙牛乳业 Mengniu Dairy	我买网 Womai.com
中粮包装 CPAC Holdings	中粮资本 COFCO Capital
大悦城控股 GRANDVIEW	中粮营养健康研究院 COFCO NHEI

资料来源: 中粮集团官网, 天风证券研究所

1.3. 糖类业务种类丰富, 多年业绩呈上行趋势

2019 年业绩已呈企稳上行态势。2019 年, 公司实现营收 184.25 亿元, 同比增 5.20%, 归母净利润 5.80 亿元, 同比增 15.04%, 公司对糖业资源的不断整合和多维度管理已显成效。2020 年第一季度, 公司实现营收 28.05 亿元, 同比降 0.41%, 归母净利润 1.33 亿元, 同比降 33.88%, 与上年同期相比, 结合今年新冠疫情背景, 降幅已有明显收窄趋势。从毛利率来看, 由于公司食糖业务包括食糖生产、炼糖与食糖贸易, 因此毛利率主要受糖价影响。从收入结构来看, 公司在近年来聚焦食糖业务, 番茄业务占比持续保持低位。受资产计提与糖价影响, 公司 2018 年年度归母净利润减少, 由 17 年 7.40 亿元减少到 5.04 亿元, 同比减少 32%。

图 5: 中粮糖业营收及同比增速 (亿元, %)

图 6: 中粮糖业归母净利润及同比增速 (亿元, %)

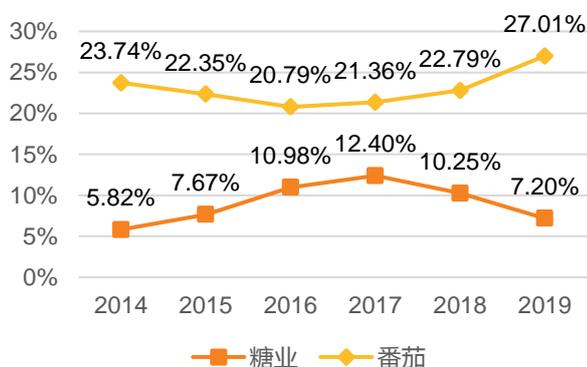


资料来源: Wind, 天风证券研究所



资料来源: Wind, 天风证券研究所

图 7: 公司糖业&番茄业务毛利率 (%)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

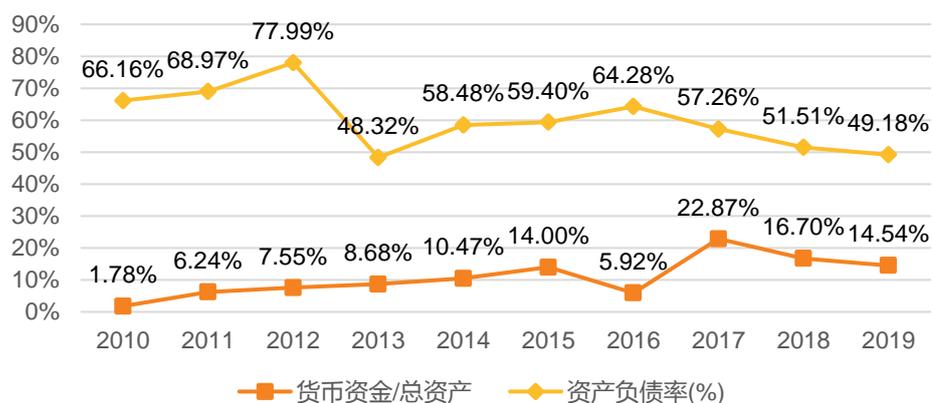
图 8: 公司糖业&番茄业务营收 (亿元)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

资本结构稳定, 资金充裕为资金链提供较高安全边际。从资产负债率来看, 公司近 5 年来在 49%到 65%之间, 波动幅度较先前已大幅收窄, 公司资本结构逐渐趋于稳定。同时, 公司账面现金占比整体呈上行趋势, 资金充裕为公司贸易业务资金链提供了较高的安全边际。

图 9: 公司资产负债比&货币资金占总资产比例 (%)



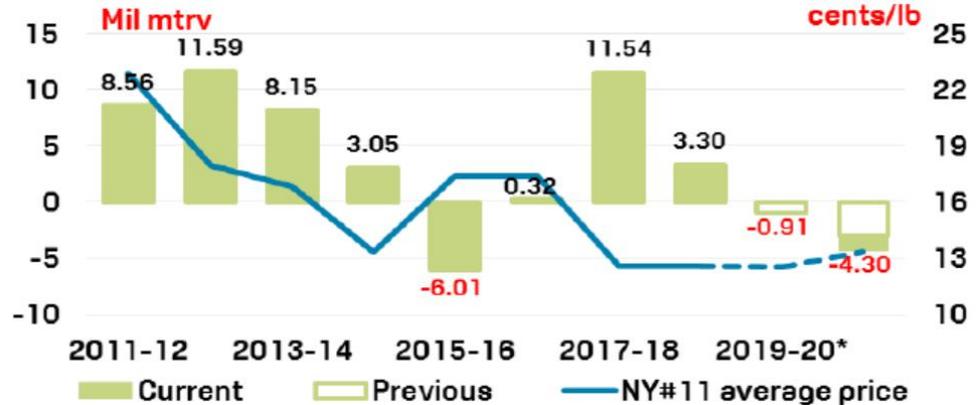
资料来源: Wind, 天风证券研究所

2. 当前: 糖外盘历史大底部出现, 价格已进入反转期

全球糖价历史底部于 2020 年 4 月底已出现。根据 Platts 数据, 整体来看, 外盘糖价自 2011/12 榨季后一路下行, 国际市场库存随之调整, 至 2015/16 榨季时已产生约 600 万吨

的供需缺口，此时糖价出现短暂企稳回升，带动供应量上升，至 2018/19 榨季，全球白糖供应量已达 1154 万吨。由于供给量严重过剩，此后国际白糖市场进入去库存阶段，外盘糖价随之再次下行。2020 年初，疫情全球爆发导致糖整体需求量下降，使短暂的价格抬升至约 15 美分/磅后再次跌至底部。ICE11 号原糖主力合约收盘价最低跌至 9.37 美分/磅，跌破 2014/15 榨季 10.13 美分/磅的历史低位。

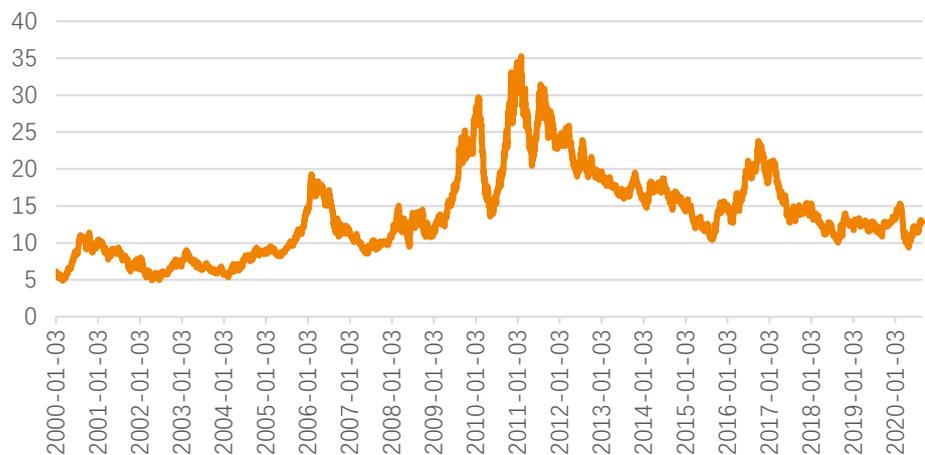
图 10: 全球供需盈余/缺口 (百万吨) 与 ICE 原糖榨季均价 (美分/磅)



资料来源: Platts Analytics, 天风证券研究所

底部价格出现后，目前价格已进入反转期，呈现一路上行趋势。截至 2020 年 8 月 24 日，ICE11 号原糖期货价格收于 12.79 美分/磅，仍处于历史低位。

图 11: ICE11 号糖期货价格 (美分/磅)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

3. 未来：全球供需现紧平衡，内盘有望联动外盘呈上行趋势

未来国内外因疫情后消费需求复苏，全球供需或将呈现紧平衡，内盘有望联动呈现上行趋势。根据 Kingsman 预估的全球糖供需平衡表，20/21 年度，全球产销差继 19/20 年缺口 91 万吨后继续扩大至 430 万吨，连续两年持续扩大，为外盘糖价继续上行提供了支撑，同时国内糖价有望顺应外盘走势重回上行趋势。

表 1: 全球糖供需平衡表

单位: 千吨		13/14	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19	19/20	20/21
产量	全球合计	181,775	179,839	173,297	179,515	192,043	185,383	180,576	180,098
	巴西中南部	35,442	33,212	32,189	38,247	29,984	26,828	37,134	32,756

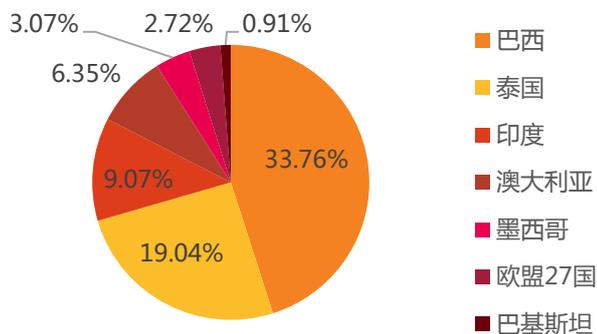
	印度	26,413	30,709	27,295	21,838	35,000	35,717	29,565	33,391
	泰国	11,861	11,740	10,275	10,579	15,303	15,370	8,590	7,914
	中国	14,477	11,413	9,468	10,098	11,207	11,696	11,312	11,413
	欧盟	16,654	18,144	15,246	17,099	21,327	18,013	16,382	16,202
消费	全球合计	173,753	176,789	179,309	179,198	180,502	182,081	181,482	184,401
	巴西中南部	10,595	10,489	10,538	10,236	10,252	10,278	10,082	10,160
	印度	26,413	27,188	27,706	26,630	27,174	27,717	27,652	28,261
	泰国	3,166	2,728	3,375	3,377	3,478	3,530	3,348	3,384
	中国	15,470	16,250	16,196	16,412	16,413	16,413	15,628	16,360
	欧盟	18,886	18,614	18,645	18,642	18,410	18,232	15,469	15,560
产消差	全球合计	8,022	3,050	-6,012	317	11,541	3,303	-906	-4,304

资料来源: Kingsman, 天风证券研究所

3.1. 印度丰产难运出+泰国干旱再减产, 20/21 全球糖供需缺口扩大

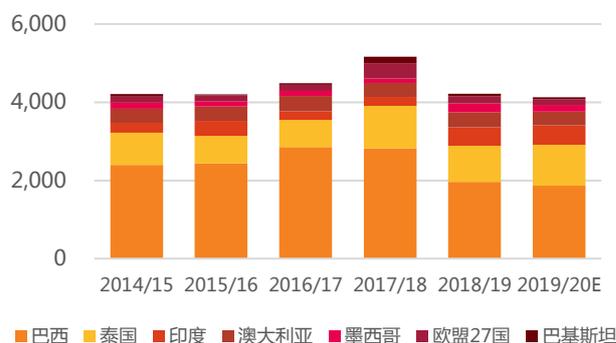
全球前三大糖出口国为巴西、泰国和印度, 三国产量及出口量对全球糖供给量具关键影响力。2019/2020 年预估全球糖出口量约为 5514.8 万吨, 三者占比分别为 33.76%、19.04%、9.07%; 全球前四大产糖国家/地区为印度、巴西、欧盟 27 国、泰国。2019/2020 年预估全球糖产量约为 1.74 亿吨, 四者占比分别为 19.07%、16.4%、9.86%和 8.11%。从出口量占产量比看: 泰国、巴西出口量占产量比分别高达 77.55%、63.44%。

图 12: 19/20E 各国出口量全球占比 (%)



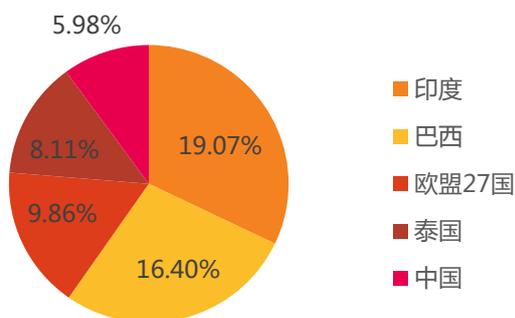
资料来源: Wind, 美国农业部, 天风证券研究所

图 13: 19/20E 各国糖出口量 (万吨)



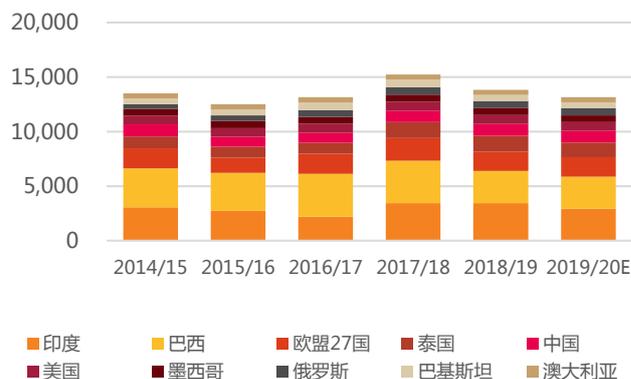
资料来源: Wind, 美国农业部, 天风证券研究所

图 14: 19/20E 前五大产糖国产量全球占比 (%)



资料来源: Wind, 美国农业部, 天风证券研究所

图 15: 19/20E 全球原糖生产国产量分布 (万吨)



资料来源: Wind, 美国农业部, 天风证券研究所

未来两年，三大产糖国中，印度和泰国糖供应量下降可能性高，巴西糖产量能否兑现仍要看新榨季糖醇生产结构：

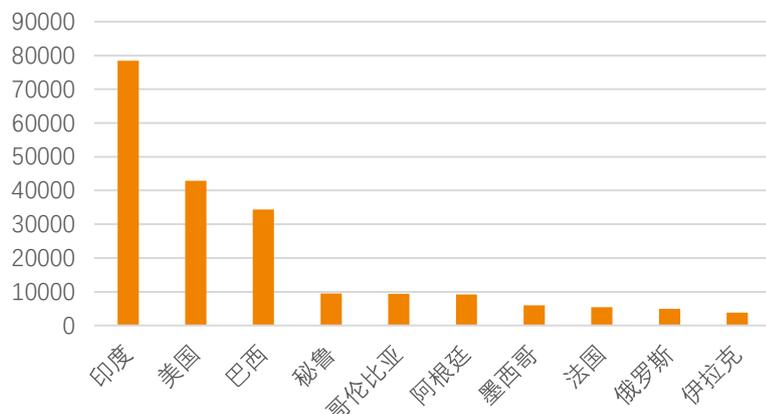
- **印度疫情影响持续加重，白糖出口困难。**生产方面，印度今年降水量充沛，且沙漠蝗灾发生期及范围与印度甘蔗种植期和地区基本错开，甘蔗产量受影响较小。同时，根据《每日粮油》，印度宣布将向国内制糖厂给予 200 亿卢比补贴，鼓励白糖出口，同时今年继续调高甘蔗收购价格，以促进蔗农更大生产热情，印度内阁批准将下一年度(10月1日起)糖厂的最低甘蔗采购价上调至每 100 公斤 285 卢比，高于之前一年的 275 卢比。根据 Platts，2020/21 市场年度印度产糖预估量约为 3070 万吨，同比增加 13%；出口方面，19/20 榨季，印度政府通过补贴出口清理过剩糖库存，新榨季拟出口糖 600 万吨。尽管印度受到充沛降雨的提振+甘蔗收购价格调高+补贴制糖厂，2020/21 产量有望同比增长，但新冠疫情导致其出口贸易供应链陷入瘫痪。2020 年 4 月以来，印度实施的封锁措施，严重影响其白糖出口，目前已近乎停滞状态。目前印度大多数的私人港口已宣布遭受不可抗力，虽然政府港口正在运转，但面临劳动力不足。印度食糖贸易协会称，在去年 10 月 1 日本榨季年度开始以来达成的 375 万吨食糖出口协议中，印度糖厂已发运出 286 万吨，剩余的出口数量都被卡住了。截至 8 月 30 日，据 Worldometers 实时统计数据显示，印度新冠病毒确诊病例达 353 万例，新增 77.17 万例至 353.84 万例；死亡病例新增 935 例至 6.36 万例，其新增确诊病例人数居海外国家第一名，且由于其过早放松封锁复工复产，当前该国疫情面临全面失控。我们认为，若印度疫情持续得不到有效控制，该国糖产量增长但难以运出的局面将使持续扩大全球糖供需缺口。

图 16：2020/21 年度印度糖产量预期上调 13%



资料来源：Platts, Energyworld, 天风证券研究所

图 17：截至 2020 年 8 月 30 日，印度新增确诊病例仍居海外国家第一名（单位：例）



资料来源：微医全球抗疫平台, 天风证券研究所

- **泰国受严重干旱影响，20/21 年糖产量和出口量或将继续下降。**根据泰国糖业公司 (TSMC) 7 月数据，受疫情和严重旱情的影响，甘蔗产量锐减，由此影响糖产量下降。2019/20 榨季，共有 57 家糖厂开榨，累计生产时间 116 天，累计入榨蔗 7489 万吨，同比下降 42.8%，累计产糖 827 万吨，同比下降 43.3%。今年 1-7 月份，泰国原糖出口量为 270 万吨，同比下降近 20%。目前，泰国新冠肺炎疫情形势已得到缓解，而干旱仍在继续。本次旱情自 2019 年延续至今，降雨持续低于平均水平。根据泰国中华日报截止 2020 年 8 月数据，预计甘蔗年产量将从去年的 1.32 亿吨降至 7490 万吨，降幅 43.3%。若旱情延续，则 20/21 年生产季甘蔗产量或与今年持平或创历史新低，导致糖产量进一步减产。国际机构对 20/21 榨季泰国糖产量预估在 700-900 万吨，出口量预计为 500-600 万吨左右，仍将处于低位。

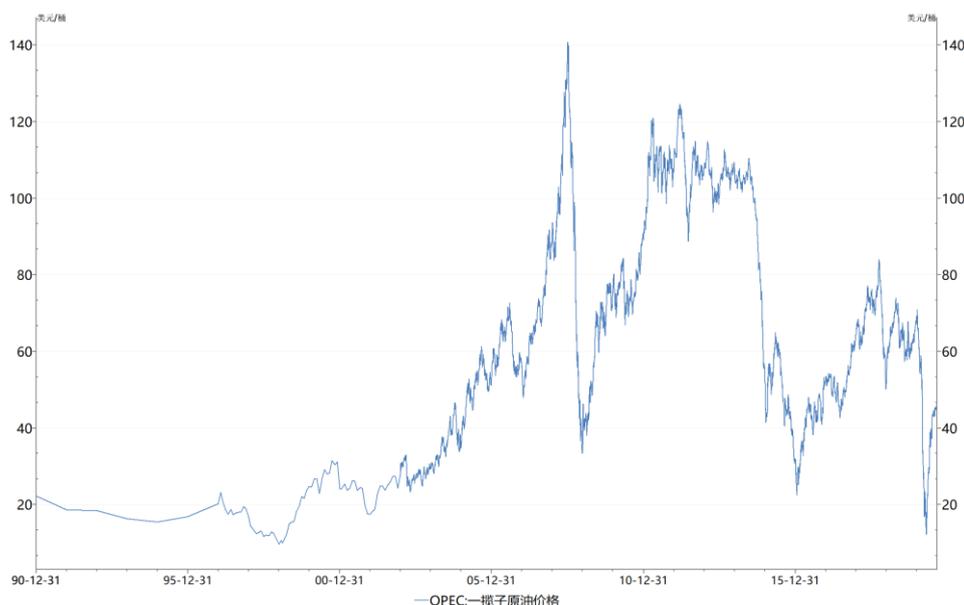
图 18: 泰国食糖生产进度



资料来源：布瑞克农业数据库，天风证券研究所

- **巴西 2020/21 年甘蔗种植面积降至四年来最低，糖实际产量最终要看新榨季糖醇生产结构。**根据巴西国家商品供应公司 (Conab) 8 月数据，巴西 2020/21 年度甘蔗种植面积预期为 975 万公顷，较 2019/20 年度减少 2.9%，再度下降至 2016 年以来最少，因为许多农田被改种成大豆和玉米等作物；2020/21 榨季产糖量预估增 32% 达 3933 万吨，公司认为增产主因为制糖厂将更多的甘蔗用于生产食糖，同时减少了用于压榨乙醇的甘蔗用量。此外，今年前四个月的巴西糖出口增加 70%，主要受到糖价反弹、巴西汇率以及其他一些产糖国减产。关于 20/21 年巴西糖产量，我们认为，由于新榨季最终糖产量与未来汽油价格与乙醇价格走势关联度高，而当前原油价格已从历史低位重回上行趋势，待 20/21 年糖榨季时乙醇价格重新具有竞争力可能性，届时糖醇比降低，糖产量存降低风险。

图 19: OPEC 一揽子原油价格 (美元/桶)



资料来源：Wind，天风证券研究所

综上所述，受新冠疫情引起的对出口贸易及经济形势的影响，叠加恶劣天气对甘蔗种植的影响，全球供需结构在未来两年偏紧可能性高。

3.2. 疫情后国内外消费需求复苏预期强，20/21 国内结构性缺口待补

在往年，内外糖需求较稳定，2020 年全球需求在本年度受疫情冲击小幅下滑后，未来存回在到或超过疫情前水平的可能性。糖消费与盛会和节假日发生频次呈正相关，随下半年亚洲节日频繁到来，我们认为，下年度的需求复苏主要发生在亚洲，其次是中东非洲地区，欧洲美洲需求复苏则不明显。

我国白糖高度依赖进口，2020 年库存水平或降至 2012 年以来新低。从 2011-2019 年数据来看，我国白糖进口量占国内消费量的比重在 24%-34%，平均占比为 28%，进口依赖度较高。2017 年以来，我国白糖价格下跌，近年来持续处于较低水平，产量和进口量均处于较低水平，从而导致国内白糖库存从 2017 年持续走低，预计 2020 年白糖库存降至 502 万吨，处于 2012 年以来最低水平。

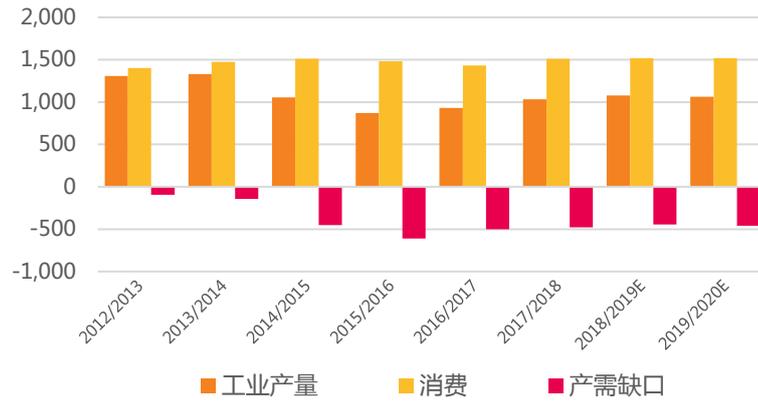
图 20：我国白糖进入去库存周期（万吨）



资料来源：Wind，天风证券研究所

截至 2020 年 8 月，国内疫情已基本稳定，需求或将集中上升，结合前述进口预期及往年情况，20/21 年出现的结构性缺口将继续有超 400 万吨需要补充。

图 21: 国内糖供需及产需缺口 (万吨)



资料来源: Wind, 美国农业部, 中糖协, 天风证券研究所

表 2: 国内糖供需平衡表

单位:万吨	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19	19/20E	20/21E
工业产量	1,332	1,056	870	929	1,031	1,076	1,041	1,040
总进口	402	482	369	230	243	324	380	440
储备进口	40	41	40	40	40	40	40	40
原糖加工	280	290	300	240	270	200	320	380
走私/糖浆	30	100	220	190	180	110	110	48
工业销售	1,140	963	810	860	984	1,041	962	999
消费	1,475	1,530	1,500	1,480	1,510	1,510	1,460	1,500
抛储	0	0	0	115	20	40	53	40
收储	0	0	0	0	0	0	0	0
工业库存	191	93	60	69	48	35	79	41
非储备	262	239	193	212	228	170	260	294
白糖库存								

资料来源: Wind, 中糖协, 布瑞克咨询, 智研咨询, 广西糖网, 云南糖网, 天风证券研究所

我国制糖成本常年高于现货价。我国食糖行业发展面临的主要困境在于成本过高，其中，生产成本过高导致糖料生产可替代性高，糖料生产竞争力有限；加工技术落后导致加工成本较高，加工产品单一，制糖加工竞争力不足；食糖成本过高导致国内糖价居高不下，国内糖价与国际糖价价差较大，国内食糖消费竞争力不强。根据央视财经 2019 年数据，以广西糖业为例，其生产总成本在 5800 到 6000 元/吨之间，但当时白糖市场价格仅为 5200 元/吨左右。根据 2020 年 8 月 24 日数据，白糖现货价为 5310 元/吨，可见价格倒挂问题长期存在并非常严重。

图 22: 国内白糖现货价长期低于国内制糖成本 (元/吨)

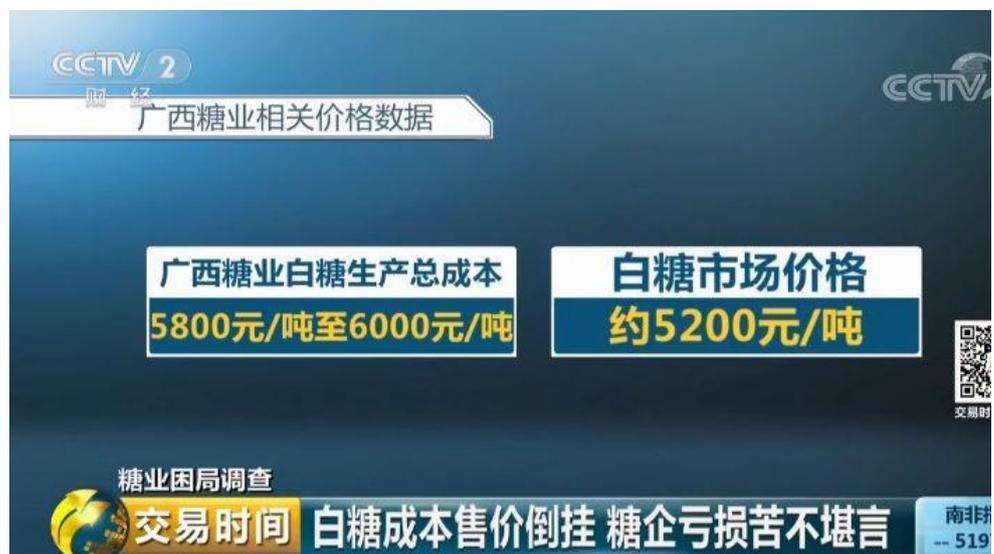


资料来源: Wind, 天风证券研究所

3.3. 国内制糖成本长期高企，叠加进口政策切换，利好国营大糖商

国内制糖成本长期高企，我国制糖企业长期亏损。根据中国糖业协会数据，截至 2019 年 6 月，我国共有 4000 万糖农，制糖企业(集团)46 家。糖厂 216 家，2018 年销售收入 677 亿元，制糖企业亏损 19 亿元。

图 23: 白糖生产成本与白糖市场价倒挂



资料来源: 央视财经, 天风证券研究所

在这一背景下，为防止国内食糖市场受外部食糖的过量冲击，我国长期对食糖进口实行配额管理制度。自 2015 年起，我国开始实行配额外进口白糖许可证制度，配额外进口食糖需缴纳 85% 的高关税，有效抬高了进口糖成本、缩小了内外糖价差，此后进口糖数量持续降低，缓冲了低价进口糖对国内市场的冲击。

- **当前配额内政策:** 获得进口配额的企业以国营贸易企业为主。根据 2019 年 10 月 13 日发布的《2020 年食糖进口关税配额申请和分配细则》，进口配额为 194.5 万吨，其中 70% 为国营贸易配额，配额内关税税率 15%；配额外施行行业自律的进口许可制度，额度在 135-200 万吨，配额外关税税率 50%。
- **当前配额外政策:** 2020 年配额外新政变更申请制度，由许可制改为备案制。根据 2020

年 6 月 30 日发布的调整《实行进口报告管理的大宗农产品目录》，将关税配额外食糖纳入《目录》，自 2020 年 7 月 1 日起实行进口报告管理。从此配额外份额申请制度由进口许可变为基本情况备案。根据该政策，可进口关税配额外食糖的企业有三类，分别为食糖进口国营贸易企业、原糖加工生产型企业、其它企业，申请材料的办理由中国糖业协会负责办理原糖加工生产型企业基本情况备案，中国食品土畜进出口商会负责办理食糖进口国营贸易企业和其他企业基本情况备案；

- **2020 年 5 月后，配额外食糖进口关税大幅降低。**根据 2017 年商务部发布的《贸易保障措施政策法规》，自 2017 年 5 月 22 日起，对进口食糖产品（含白糖）实施保障措施，采取对关税配额外进口食糖征收保障措施关税的方式，实施期限为 3 年，自 2017 年 5 月 22 日至 2020 年 5 月 21 日，实施期间措施逐步放宽，保障措施关税税率逐年为 45%、40%、35%。由此在配额外关税税率 50%的基础上，合计进口关税为 95%、90%、85%。由于食糖贸易保障措施于 2020 年 5 月到期，配额外食糖进口合计关税由 85%降为 50%。

我们认为，此举或将利好国营大型糖贸易商。根据随新政发布的《关税配额外食糖进口报告企业备案登记表》，其中要求原糖加工生产型企业、食糖进口国营贸易企业和其他企业分别填报近 3 年食糖进口实绩。我们认为，此举对近 3 年有食糖进口实绩的企业或完成备案制更为顺利，比如中粮糖业等以贸易糖为主的大型国营糖贸易企业。同时叠加配额外食糖进口关税大幅降低，亦将为其贸易糖相关业绩带来大幅提振。

4. 糖寡头全产业链布局，助力业绩穿越周期稳健成长

公司主营食糖的产贸销业务。2019 年，糖贸易营收达 157.83 亿元，占总营收的 85.66%；自产糖和加工糖分别实现营收 66.94 亿元和 22.70 亿元，内部抵消 83.84 亿元。其余营收来自番茄制品及其它业务。

图 24：中粮糖业企业架构

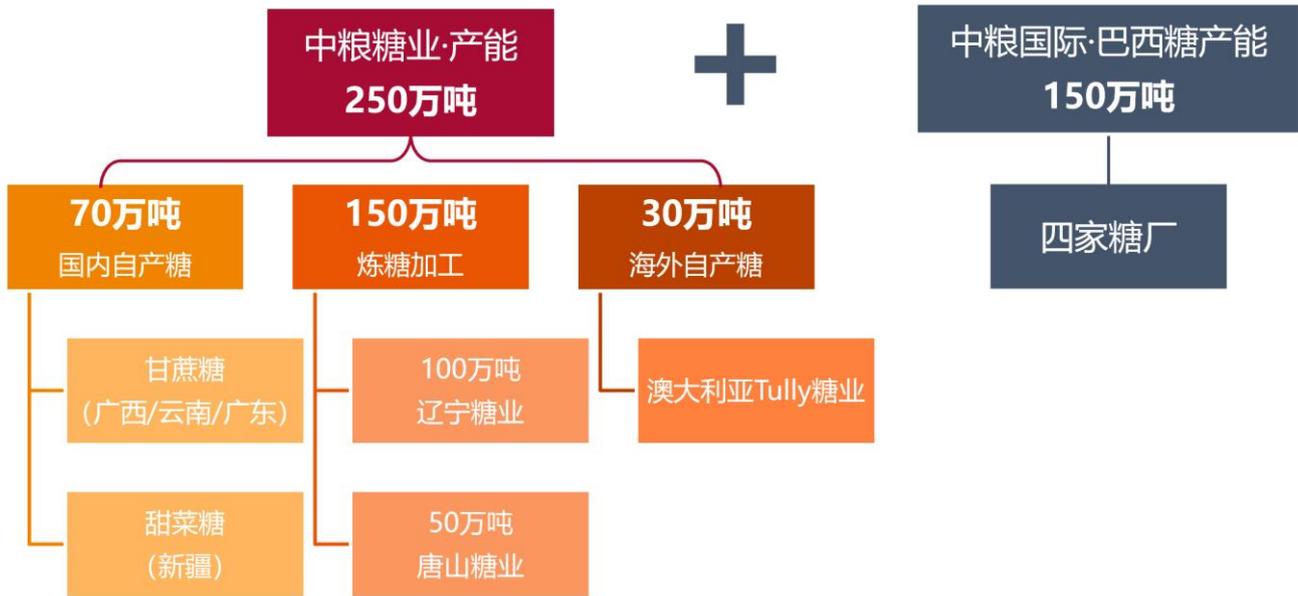


资料来源：中粮糖业官网，天风证券研究所

4.1. 产能：（内外自产 100 + 炼糖 150）万吨，协同中粮国际巴西 150 万吨

公司在国内外拥有合计 250 万吨的食糖产能，并可与中粮国际的 150 万吨产能形成协同效应；

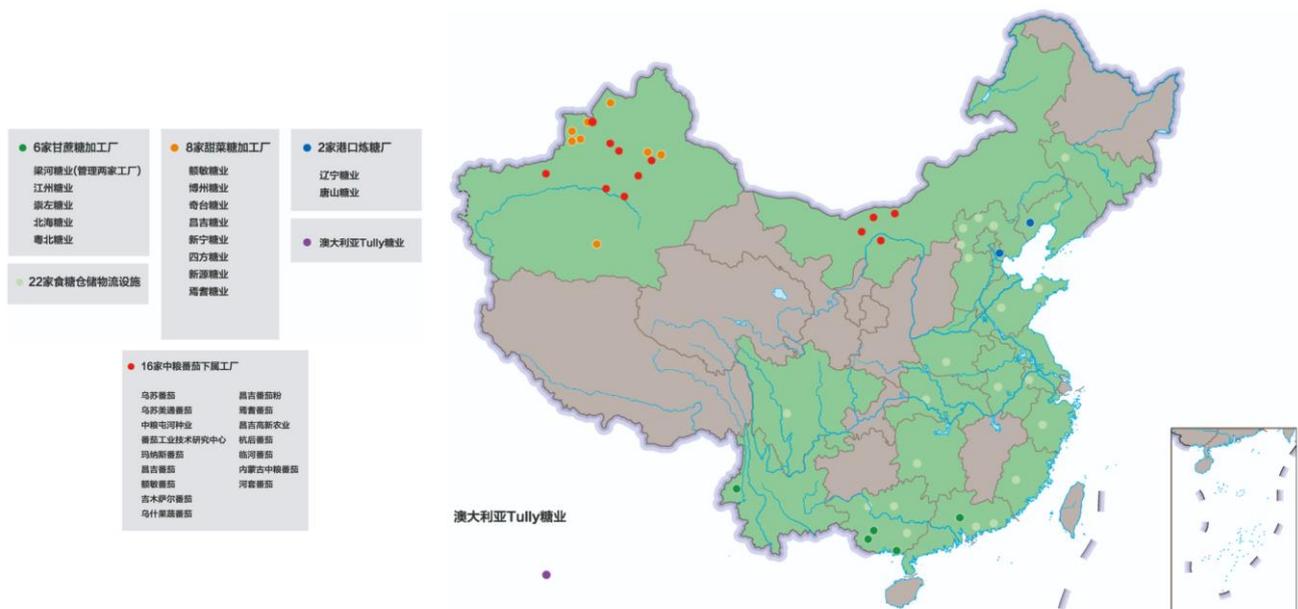
图 25：中粮糖业糖产能&结构&可协同的中粮国际糖产能



资料来源：中粮糖业 2019 年年报，中粮糖业官网，泛糖科技，天风证券研究所

- **国内:**公司糖加工厂遍布国内主产区 and 主要进口食糖港口, 合计产能 220 万吨。目前, 公司在国内拥有 13 家制糖企业。中国糖料分布呈“南甘北甜”的布局, 甘蔗制糖业主要分布在广东、广西、云南等地; 甜菜制糖业集中在内蒙古、新疆、黑龙江等地。公司在甘蔗制糖领域有 6 家制糖企业, 甜菜制糖领域有 8 家制糖企业。处理进口食糖方面, 公司在唐山曹妃甸及营口鲅鱼圈紧临码头区, 设立了 2 家精炼糖企业, 分别为唐山糖业和辽宁糖业, 分别有炼糖加工产能 50 万吨和 100 万吨。
- **海外:**公司与兄弟公司中粮国际在国际主产区形成协同优势, 相关产能合计 180 万吨。公司拥有澳洲 Tully 制糖企业 30 吨产能, 与中粮国际在巴西 4 家制糖企业的 150 万吨产能可在海外为国内食糖进口打下保障基础。其中, 公司旗下的澳洲 Tully 糖业是利用国际优势资源保障国内食糖供给的海外桥头堡。Tully 成立于 1925 年, 距今已有 92 年的原糖生产历史, 糖厂于 2011 年受到雅思飓风毁灭性打击。公司于 2011 年 7 月以 1.36 亿澳元将其全资收购, 此后 Tully 产能在公司支持下逐渐恢复。目前, Tully 原糖质量在澳大利亚原糖质量排行榜上名列前茅, 所产原糖在食糖出口贸易市场上备受欢迎。

图 26: 中粮糖业糖产业分布图



资料来源：中粮糖业官网，天风证券研究所

4.2. 贸销：进口量占全国 50%，年经营量 300 万吨，占全国总消费量 20%

我国自然条件不能满足国内食糖需求，需要进口食糖作为补充。从食糖生产结构来看，目前中国甘蔗糖占据主要的份额，但国内甘蔗生产的自然条件相对较差，产糖量偏低，不能满足国内食糖的需求，进口食糖成为国内食糖市场的有益补充。

目前，食糖贸易和销售业务是公司营收的主要来源：

- **国际：公司是我国最大食糖进口贸易商之一，年进口量占全国总进口量的半壁江山。**公司拥有用于专业从事食糖进出口贸易的业务部门，负责海外优质原糖、白糖资源的自营进口。根据公司官网，目前该部门的年进口量占全国总进口量 50% 以上。根据 2019 年年报，公司贸销业务年经营量 300 万吨，占全国消费总量的 20%。根据公司在平台互动回复，2020 年，尽管目前受疫情及非洲印度的蝗灾导致海外白糖供应收紧，但贸易糖业务受影响较小，其进口供应链维稳实力可见一斑。
- **国内：公司也是促进国内食糖流通的主力军之一。**公司通过托管运营分布在国内重要交通枢纽和主要食糖消费市场的 22 个食糖仓储库，仓储能力逾 220 万吨，配送覆盖全国 20 多个省、直辖市，形成了一个完善、高效、快捷的专业物流服务网络，为国家、为中粮糖业全国各个单位以及社会各界客户提供了优质的服务，保障了我国国内食糖供应。

具体到公司贸销业务的相关营运，公司在自有的贸易部基础上，与旗下子公司开展协同合作：1) **中国食品贸易有限公司**。该公司是中粮糖业的海外平台，主要负责海外食糖购销、贸易融资和国际化人才培养，一直承担同中粮糖业食糖贸易业务的直接对接工作；2) **中粮（唐山）糖业有限公司**。该公司作为中粮糖业自主建设并投产运营的精炼糖加工企业，加工能力 50 万吨/年，地处环渤海经济圈的重要地带，区位优势明显，产品可以辐射京津冀和东部沿海等国内食糖主要销区，战略意义重大；3) **云南中糖物流有限公司**。该公司是中粮糖业贸易部在西南地区食糖贸易业务的重要延伸，同时承担国家中央食糖储备库项目的建设任务。

4.3. 政策切换或再提市场份额，多样业务组合助力业绩灵活增长

公司作为我国食糖主要进口商，或受益配额外政策切换，再提市场份额。根据配额外新政要求，公司多年来在食糖进口方面成绩斐然，同时掌控着完整的供应链体系，并多年运行顺畅，有利于公司在备案制审查中获得更多优势，以获得更多配额外份额，提高整体市场份额。

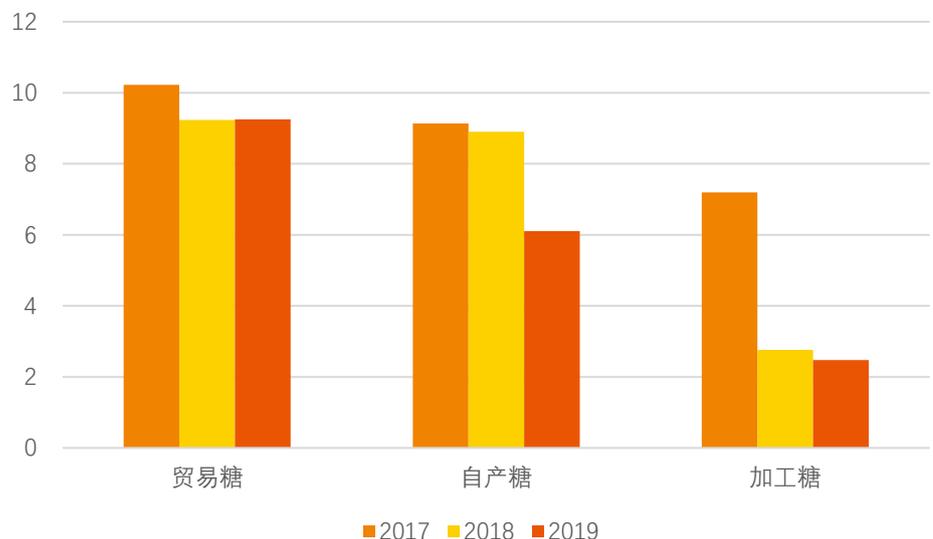
图 27：国内白糖期货价（元/吨）



资料来源: Wind, 天风证券研究所

公司目前拥有贸易糖、自产糖、加工糖三类业务，通过对三类糖业务进行调整组合可有效应对内外糖价走势变换风险，穿越糖价周期，提升公司业绩。目前来看，国内糖价呈现下行趋势，若内外价相差较大或价差进一步扩大，将提升公司贸易糖和加工糖业务盈利水平。2017-2019年，公司糖贸易业务盈利相对稳定，毛利在9-10亿元左右，2017年国内糖价较高时，公司贸易糖毛利达到10.2亿元，相对后两年较高；而若国内糖价受外盘糖价上行趋势影响，未来反转当前走势，则也会使公司在贸易糖业务的基础上，提升自产糖和加工糖业务盈利能力。公司自产糖在2017-2019年毛利分别为9.1亿、8.9亿和6.1亿；加工糖在2017-2019年毛利分别为7.2亿、2.8亿和2.5亿。2019年公司国内外原糖产能合计100万吨，假设成本不变，国内糖价上涨1000元/吨，则原糖业务毛利增加10亿元。

图 28: 中粮糖业三类糖业务的盈利情况 (亿元)



资料来源: Wind, 天风证券研究所

5. 盈利预测及投资建议

盈利预测的基本假设:

1、食糖业务:

近期: 外糖价格现历史底部后已进入反转期，公司贸易糖受益内外糖价差大叠加国内

结构性缺口待填充，营收与盈利能力迎来较大增长；

远期：公司三类糖业务运作成熟，随配额外进口新政落地，及公司产能利用充分利用，将使公司业务对国内外糖价变换走势更具适应能力，有效提升盈利能力。

2、番茄业务：发展顺畅，业务新模式持续落实，维持 2019 年的增长态势。

表 3：中粮糖业业绩拆分

百万元		2018	2019	2020E	2021E	2022E
贸易糖	数量 (万吨)	215	265	270	280	290
	单价 (元/吨)	6028.88	5955.77	6000.00	6300.00	6700.00
	营收 (百万元)	12962.10	15782.80	16200.00	17640.00	19430.00
	毛利率 (%)	7.13%	5.86%	6.49%	7.07%	7.50%
自产糖	数量 (万吨)	99	122	125	132	142
	单价 (元/吨)	5358.55	5471.76	5900.00	6200.00	6600.00
	营收 (百万元)	5328.01	6694.15	7362.42	8200.99	9341.19
	毛利率 (%)	16.71%	9.13%	12.92%	16.31%	19.60%
加工糖	数量 (万吨)	108	133	135	140	145
	单价 (元/吨)	1959.35	1713.07	1920.00	2268.00	2814.00
	营收 (百万元)	2106.30	2269.82	2592.00	3175.20	4080.30
	毛利率 (%)	13.12%	10.89%	12.00%	16.45%	19.50%
食糖制品	总营收 (百万元)	20396.41	24746.77	26154.42	29016.19	32851.49
	同比增速 (%)	-4.74%	21.33%	5.69%	10.94%	13.22%
	毛利率 (%)	10.25%	7.20%	8.85%	10.71%	12.43%
内部抵消	(百万元)	-4837.00	-8384.21	-7952.75	-7786.77	-7189.10
番茄制品	营收 (百万元)	1489.83	1600.43	1720.47	1840.90	1960.56
	同比增速 (%)	12.69%	7.42%	7.50%	7.00%	6.50%
	毛利率 (%)	22.79%	27.01%	29.00%	31.00%	33.00%
其他(农业、农资、电力等)	营收 (百万元)	275.15	242.76	218.48	203.19	193.03
	同比增速 (%)	21.63%	-11.77%	-10.00%	-7.00%	-5.00%
	毛利率 (%)	23.78%	22.27%	23.03%	22.65%	22.84%
其他业务	营收 (百万元)	190.51	219.08	220.80	210.13	216.67
	同比增速 (%)	-24.64%	15.00%	0.78%	-4.83%	3.11%
	毛利率 (%)	20.74%	21.17%	22.58%	24.00%	25.00%
合计	总营收	17514.90	18424.83	20361.41	23483.63	28032.65
	同比增速 (%)	-8.57%	5.20%	10.51%	15.33%	19.37%
	毛利率 (%)	14.57%	12.41%	14.31%	16.18%	17.30%

资料来源：Wind，天风证券研究所

估值分析：由于糖业公司中除中粮糖业以糖贸易为主外，其它公司主要以制糖为主业且尚未有盈利，我们选择其它以粮食贸易辅以粮食加工为主营的上市公司与中粮糖业进行对比，这些公司包括北大荒、中粮科技、东方集团。根据 Wind2021 年一致预测，PE 区间在 20-30 倍之间。

表 4：粮食购销及粮食果蔬加工业务公司估值对比（截至 2020 年 8 月 25 日）

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)		Wind 一致预测 PE		
		截至 2020/8/25	市盈率 PE(TTM)	2020E	2021E	2022E
600598.SH	北大荒	355.36	37.80	33.18	29.95	28.45

000930.SZ	中粮科技	186.02	29.27	29.45	24.03	18.77
600811.SH	东方集团	174.96	27.32	25.42	20.70	16.89
600737.SH	中粮糖业	212.39	41.52	26.17	19.56	15.90

资料来源：Wind，天风证券研究所

我们预计公司 2020-2022 年实现营收 203.61/ 234.84/ 280.33 亿元,实现净利润 9.68/ 14.75/ 20.88 亿元,对应 EPS 0.45/ 0.69/ 0.98 元/股。我们看好中粮糖业持续布局国内外糖产业,国内寡头地位稳固,公司全产业链布局有助业绩穿越糖价周期稳健增长,给予 2021 年 25 倍市盈率,对应目标价 17.25 元,首次覆盖给予“买入”评级。

6. 风险提示

- 1、**自然灾害风险。**公司从事农产品加工,原料主要是甘蔗、甜菜、番茄等农作物,气候异常将给原料生产带来不利的影响;
- 2、**政策风险。**食糖贸易保障措施于 2020 年 5 月到期,配额外原糖进口关税由 85%降至 50%,关税配额外食糖开始实行进口报告管理制度,市场竞争进一步加剧。
- 3、**糖价走势不达预期。**国际和国内食糖市场价格波动的不确定性增强,食糖价格受国际、国内产销形势、供需关系变化、国际能源价格变化影响明显,国内外食糖价格存在联动关系,价格波动会对公司经营业绩产生影响。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
货币资金	2,597.72	2,343.93	1,628.91	4,276.65	2,242.61
应收票据及应收账款	1,119.48	1,029.41	1,218.76	179.72	1,489.66
预付账款	1,240.37	306.83	1,185.70	615.33	1,493.47
存货	3,426.81	5,185.00	4,699.48	5,884.73	7,114.38
其他	1,096.93	1,591.26	1,815.94	1,483.68	2,346.82
流动资产合计	9,481.31	10,456.43	10,548.80	12,440.12	14,686.94
长期股权投资	342.78	1.54	1.54	1.54	1.54
固定资产	4,117.69	4,030.70	3,885.70	3,743.55	3,590.09
在建工程	84.78	100.23	96.14	105.68	93.41
无形资产	926.32	877.10	837.72	798.33	758.94
其他	602.12	658.60	566.39	571.63	587.10
非流动资产合计	6,073.69	5,668.17	5,387.49	5,220.73	5,031.07
资产总计	15,555.00	16,124.60	15,936.29	17,660.85	19,718.02
短期借款	2,936.01	3,636.24	3,503.53	1,569.88	2,804.05
应付票据及应付账款	1,774.99	2,285.47	685.43	3,144.55	1,618.80
其他	3,003.80	1,806.59	2,292.64	2,288.99	3,022.46
流动负债合计	7,714.79	7,728.30	6,481.60	7,003.42	7,445.31
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	134.98
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	297.50	200.98	244.81	247.77	231.19
非流动负债合计	297.50	200.98	244.81	247.77	366.17
负债合计	8,012.29	7,929.28	6,726.41	7,251.19	7,811.48
少数股东权益	214.56	128.03	181.55	286.06	411.62
股本	2,051.88	2,138.85	2,138.85	2,138.85	2,138.85
资本公积	4,156.50	4,643.85	4,643.85	4,643.85	4,643.85
留存收益	5,158.37	6,222.67	6,889.48	7,984.75	9,356.07
其他	(4,038.60)	(4,938.08)	(4,643.85)	(4,643.85)	(4,643.85)
股东权益合计	7,542.71	8,195.32	9,209.88	10,409.66	11,906.54
负债和股东权益总计	15,555.00	16,124.60	15,936.29	17,660.85	19,718.02

现金流量表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
净利润	556.71	611.11	967.61	1,474.89	2,087.83
折旧摊销	394.94	393.14	248.48	252.00	255.11
财务费用	283.54	269.88	164.10	17.64	(25.12)
投资损失	86.98	(52.61)	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	1,086.71	(267.01)	(1,792.10)	3,207.56	(5,101.57)
其它	16.14	117.76	61.96	106.95	126.10
经营活动现金流	2,425.02	1,072.27	(349.96)	5,059.05	(2,657.64)
资本支出	(3.22)	22.14	16.17	77.05	66.58
长期投资	(170.77)	(341.25)	0.00	0.00	0.00
其他	(225.79)	(418.17)	(75.02)	(155.68)	(117.87)
投资活动现金流	(399.78)	(737.28)	(58.85)	(78.63)	(51.29)
债权融资	3,934.59	3,636.24	3,503.53	1,569.88	2,939.03
股权融资	(205.39)	61.93	131.80	(15.97)	26.79
其他	(7,137.98)	(4,254.01)	(3,941.54)	(3,886.59)	(2,290.92)
筹资活动现金流	(3,408.78)	(555.84)	(306.21)	(2,332.68)	674.90
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(1,383.55)	(220.84)	(715.02)	2,647.74	(2,034.04)

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入	17,514.90	18,424.83	20,361.41	23,483.63	28,032.65
营业成本	14,962.89	16,138.92	17,448.16	19,685.09	23,182.06
营业税金及附加	101.96	100.81	118.17	133.83	156.98
营业费用	623.29	654.37	610.84	774.96	869.01
管理费用	565.31	611.80	651.57	763.22	930.68
研发费用	15.06	54.02	2.04	4.70	2.80
财务费用	211.32	101.94	164.10	17.64	(25.12)
资产减值损失	151.67	(36.68)	0.00	0.00	0.00
公允价值变动收益	21.88	9.20	5.61	0.67	(2.32)
投资净收益	(86.98)	52.61	0.00	0.00	0.00
其他	109.58	(67.98)	(11.23)	(1.35)	4.64
营业利润	838.92	805.84	1,372.15	2,104.86	2,913.90
营业外收入	11.66	38.96	22.80	24.47	28.74
营业外支出	122.57	55.46	64.20	80.74	66.80
利润总额	728.01	789.33	1,330.76	2,048.59	2,875.84
所得税	171.30	178.22	306.80	467.42	659.60
净利润	556.71	611.11	1,023.95	1,581.17	2,216.25
少数股东损益	52.91	31.53	56.34	106.28	128.42
归属于母公司净利润	503.80	579.58	967.61	1,474.89	2,087.83
每股收益(元)	0.24	0.27	0.45	0.69	0.98

主要财务比率	2018	2019	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入	-8.57%	5.20%	10.51%	15.33%	19.37%
营业利润	-16.12%	-3.94%	70.28%	53.40%	38.44%
归属于母公司净利润	-31.93%	15.04%	66.95%	52.43%	41.56%
获利能力					
毛利率	14.57%	12.41%	14.31%	16.18%	17.30%
净利率	2.88%	3.15%	4.75%	6.28%	7.45%
ROE	6.87%	7.18%	10.72%	14.57%	18.16%
ROIC	7.77%	8.14%	12.87%	15.07%	29.73%
偿债能力					
资产负债率	51.51%	49.18%	42.21%	41.06%	39.62%
净负债率	17.72%	15.77%	20.35%	-26.00%	5.85%
流动比率	1.23	1.35	1.63	1.78	1.97
速动比率	0.78	0.68	0.90	0.94	1.02
营运能力					
应收账款周转率	16.91	17.15	18.11	33.58	33.58
存货周转率	4.56	4.28	4.12	4.44	4.31
总资产周转率	1.07	1.16	1.27	1.40	1.50
每股指标(元)					
每股收益	0.24	0.27	0.45	0.69	0.98
每股经营现金流	1.13	0.50	-0.16	2.37	-1.24
每股净资产	3.43	3.77	4.22	4.73	5.37
估值比率					
市盈率	42.79	37.20	22.28	14.62	10.33
市净率	2.94	2.67	2.39	2.13	1.88
EV/EBITDA	11.43	13.67	13.11	7.97	7.14
EV/EBIT	15.71	18.88	15.24	8.92	7.77

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com