

中粮糖业(600737)

报告日期：2019年4月22日

# 顺势而为，迎接白糖上涨新周期

——中粮糖业深度报告

✍️：梁晗 执业证书编号：S1230518090004  
☎️：021-80105915  
✉️：lianghan@stocke.com.cn

## 报告导读

预计2019/20榨季全球食糖供需将由过剩转向不足，缺口达200万吨，2019年是糖价牛熊切换，开启新一轮上涨周期的转折点，看好糖价上涨背景下中粮糖业自产糖业绩的向上弹性，预计糖价股价将形成共振。

## 投资要点

### □ 行业：主产国步入减产周期，糖价或迎底部反转

2018/19榨季三大主产国糖产量下滑，预计巴西中南部减产26.5%，印度减产3.1%，泰国减产2.7%。据ISO最新预测，2018/19榨季全球糖市供给过剩量将收窄至64万吨，低于去年11月和8月预估的217万吨和675万吨。预计2019/20榨季全球食糖供需将由过剩转向不足，缺口或达200万吨，因此2019年是糖价牛熊切换，开启新一轮上涨周期的转折点，在成本支撑及内外联动作用下国内糖价亦将上涨，预计2019年国内糖价高点或突破6000元/吨。

### □ 中粮糖业：聚焦食糖主业，打造世界一流糖商

中粮糖业的食糖业务包括自产糖、贸易糖、炼糖3大块，产能分别为95万吨、200万吨、150万吨，2018年糖业收入、毛利占比分别为89%、81%。自产糖方面，公司为当之无愧的国内制糖龙头：1、规模上，公司食糖年产销量达百万吨级别，远高于同业上市公司，食糖业务收入规模超过200亿元；2、盈利能力上，公司2018年制糖毛利率（16.71%）及ROE（6.87%）亦远高于同业上市公司；3、周期角度，糖价下行公司自制糖业务仍能盈利，糖价上行自制糖业务为公司业绩提供向上弹性。贸易糖方面，糖价下行周期内外价差扩大，公司贸易糖业务盈利提升，部分抵消自制糖业务的利润下滑，在周期波动中起到很好的平滑作用，保证公司的盈利稳定。炼糖方面，公司港口炼糖业务产能利用率为57%，提升空间较大，随着糖价上涨，炼糖业务有望迎来量价齐升。

### □ 盈利预测及估值

预计2019年食糖及番茄酱价格均处于上行通道，公司有望迎来量价齐升，预计2019~2020年EPS分别为0.32、0.45元，对应当前股价PE分别为34、25倍，我们看好公司在糖价上涨背景下的业绩弹性，给予“买入”评级。

**风险提示：糖价上涨不达预期；油价大幅下跌；糖产量大幅增加；政策风险。**

### 财务摘要

(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
主营收入	17515	20362	23749	27312
(+/-)	-8.57%	16.25%	16.64%	15%
净利润	504	695	953	1004
(+/-)	-31.93%	38.00%	37.07%	5.39%
每股收益(元)	0.24	0.32	0.45	0.47
P/E	46.11	34.09	24.84	23.58

## 评级

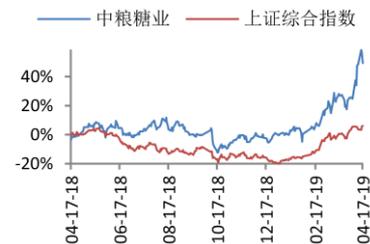
买入

上次评级 首次评级  
当前价格 ¥10.79

## 单季度业绩

元/股

4Q/2018	-0.14
3Q/2018	0.15
2Q/2018	0.09
1Q/2018	0.17



## 公司简介

中粮糖业目前主营食糖及番茄加工业，其中食糖业务包括国内外自制糖、港口炼糖和贸易糖3大块。2013年起公司聚焦食糖主业，糖业收入占比提升。

## 相关报告

报告撰写人：梁晗

数据支持人：梁晗

## 正文目录

<b>行业：主产国步入减产周期，糖价或迎底部反转</b>	<b>4</b>
巴西：糖产量创 10 年新低，预计下榨季糖产量仍保持低位	5
乙醇替代增加是 2018/19 榨季糖产量下滑主因	5
预计 2019/20 榨季糖产量或仍处于低位	7
印度：糖产量预期由增转减	9
密切关注天气及糖厂欠款 2 方面因素	10
预计 2019/20 榨季印度糖产量或大幅下滑	10
泰国：预计 2019/20 榨季糖产量呈下滑趋势	11
中国：糖产量持平略增，总供给或现下滑	12
需求：短期相对稳定	13
价格：预计 2019 年糖价将开启趋势性上涨行情	14
<b>中粮糖业：聚焦食糖主业，打造一流糖商</b>	<b>16</b>
食糖业务：自产糖+炼糖+贸易糖全面布局	16
自制糖：当之无愧的国内制糖龙头	17
贸易糖：贸易糖业务平滑周期，增强公司抗风险能力	18
港口炼糖：产能利用率有望提升	19
番茄加工业务：出口为主，产能居全国首位	19
<b>盈利预测及投资建议</b>	<b>20</b>

## 图表目录

图 1：预计 2018/19 榨季全球糖市供给过剩量大幅收窄，2019/20 榨季由过剩转向不足	4
图 2：多家机构均预计 2019/20 榨季全球糖供需将出现缺口	4
图 3：全球糖产量供给格局	5
图 4：2018/19 榨季巴西中南部甘蔗入榨量同减 3.9%	5
图 5：2018/19 榨季巴西中南部糖产量同减 26.5%	5
图 6：2018/19 榨季巴西糖用蔗比大幅下滑至 35%	6
图 7：2018/19 榨季巴西含水乙醇与汽油比价达到 2011 年以来最低值	6
图 8：2018/19 榨季以来国际原糖价格持续低于乙醇折糖均衡价	7
图 9：巴西能源结构	8
图 10：近 3 个榨季巴西乙醇产量持续增长	8
图 11：巴西灵活燃料汽车占比逐年提升，汽油车占比下滑	9
图 12：预计 2018/19 榨季印度糖产量同减 3.1%	10
图 13：2018/19 榨季印度糖厂欠农户的甘蔗款达 2000 亿卢比	10
图 14：预计 2018/19 榨季泰国糖产量同减 2.7%	11

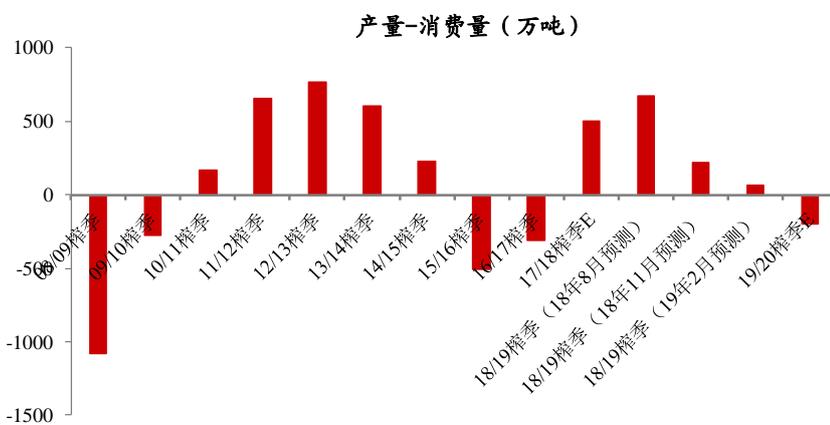
图 15: 预计 2018/19 榨季泰国甘蔗总产量同减 4.4%.....	12
图 16: 泰国甘蔗收购价下调或影响蔗农种植积极性.....	12
图 17: 预计 2018/19 榨季国内糖产量小幅增长.....	12
图 18: 预计 2018/19 榨季国内糖总供给减少 6.5%.....	12
图 19: 全球糖消费量.....	13
图 20: 全球糖消费结构.....	13
图 21: 中国主要含糖食品产量(万吨).....	13
图 22: 国内糖价具有成本支撑性.....	15
图 23: 2010 和 2016 年周期中外糖带动内糖上涨阶段价差下行.....	15
图 24: 内外糖价格联动, 外糖带动内糖上涨.....	15
图 25: 2018 年中粮糖业营收占比.....	16
图 26: 2018 年中粮糖业毛利占比.....	16
图 27: 公司聚焦食糖主业, 番茄业务占比逐步下滑.....	16
图 28: 公司制糖业务产能情况.....	17
图 29: 国内制糖上市公司糖产量(万吨)对比.....	17
图 30: 2018 年糖业上市公司制糖业务毛利率比较.....	18
图 31: 2018 年糖业上市公司 ROE 比较.....	18
图 32: 预计 2018 年公司贸易糖净利润占食糖板块净利润比重超过 1/3.....	18
图 33: 公司炼糖业务加工量及产能利用率.....	19
图 34: 公司番茄酱产销量情况.....	19
图 35: 中国番茄酱出口量.....	19
图 36: 番茄酱价格已开始回升.....	20
图 37: 前两轮周期中公司股价随糖价上涨.....	20
图 38: 公司 PE-Band.....	21
表 1: 2018/19 榨季以来国际原糖价格持续低于乙醇折糖均衡价.....	7
表 2: 巴西糖成本收益测算.....	7
表 3: 巴西乙醇生产支持政策.....	8
表 4: 巴西中南部糖产量预测(万吨).....	9
表 5: 印度糖成本收益测算.....	11
表 6: 国内糖供需平衡表.....	13
表 7: 国际糖供需平衡表(万吨).....	14
表 8: 广西、云南制糖成本测算.....	14
表 9: 中粮糖业自制糖业务敏感性分析.....	18
表 10: 前两轮周期中糖价及中粮糖业股价表现.....	20
表 11: 中粮糖业与上轮周期盈利高点估值相比尚有较大空间.....	21
表 12: 中粮糖业主要业务收入成本预测.....	21
表附录: 三大报表预测值.....	23

## 行业：主产国步入减产周期，糖价或迎底部反转

2018/19 榨季三大主产国糖产量或现下滑，预计巴西中南部减产 26.5%，印度减产 3.1%，泰国减产 2.7%。据 ISO 最新预测，2018/19 榨季全球糖市供给过剩量将收窄至 64 万吨，低于去年 11 月和 8 月预估的 217 万吨和 675 万吨。预计 2019/20 榨季全球食糖供需将由过剩转向不足，预计缺口达 200 万吨，因此 2019 年是糖价牛熊切换，开启新一轮上涨周期的转折点，我们预计 2019 年糖价或开启趋势性上涨行情。

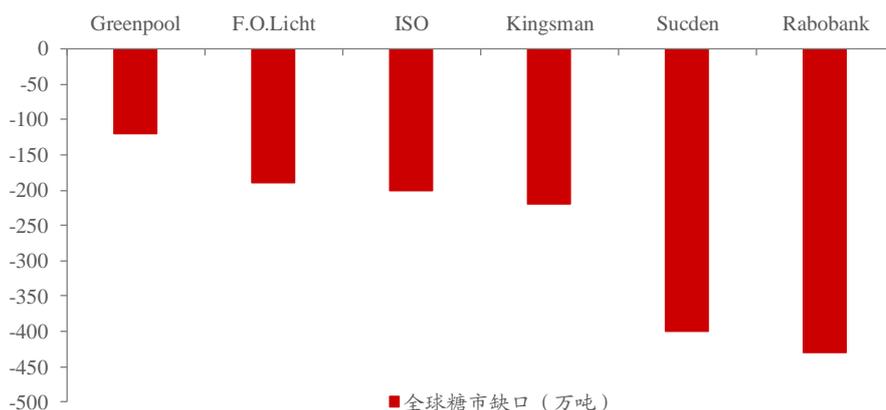
全球来看，甘蔗糖和甜菜糖分别占总供给的 80%和 20%，美洲和亚洲的甘蔗产量占全球 90%以上，因此供给相对集中。国别来看，全球前 5 大产糖国（组织）分别为巴西、印度、欧盟（甜菜糖）、泰国、中国，合计占比达 60%，其中三大甘蔗糖主产国巴西、印度、泰国产量合计占比 45%左右，因此三大主产国的减产将使全球糖市供需格局由过剩转向不足。

图 1：预计 2018/19 榨季全球糖市供给过剩量大幅收窄，2019/20 榨季由过剩转向不足



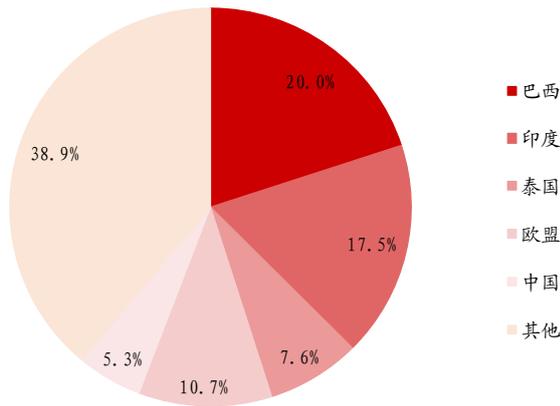
资料来源：ISO，浙商证券研究所

图 2：多家机构均预计 2019/20 榨季全球糖供需将出现缺口



资料来源：广西糖网，浙商证券研究所

图 3：全球糖产量供给格局

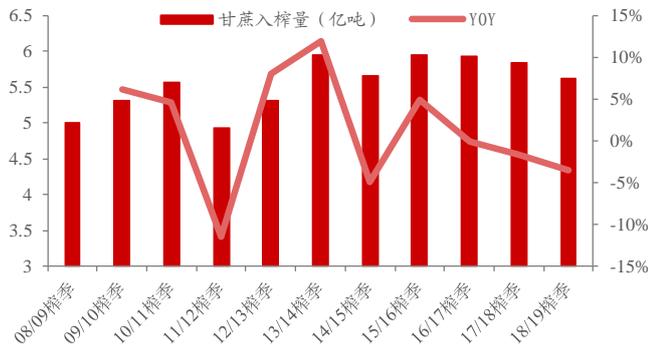


资料来源：Wind，浙商证券研究所

### 巴西：糖产量创 10 年新低，预计下榨季糖产量仍保持低位

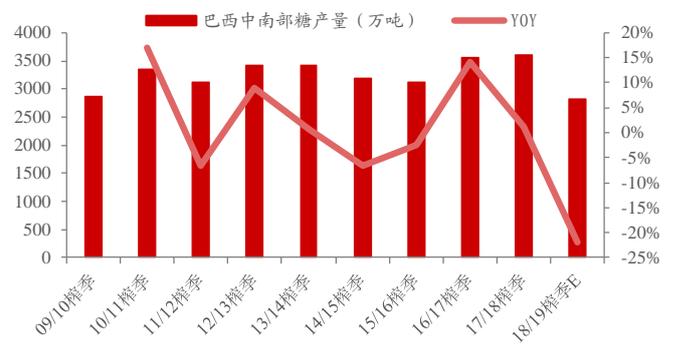
2018/19 榨季截至 2019 年 3 月 31 日，巴西中南部地区累计甘蔗压榨量 5.73 亿吨，同比下降 3.9%，糖产量 2650 万吨，同比下降 26.51%，糖用蔗比 35.2%，同比下降 11.26 个百分点。自 2018 年 4 月开榨以来，巴西中南部新榨季已基本结束，自 2015/16 榨季起连续 3 年增产后，糖产量首次下滑。

图 4：2018/19 榨季巴西中南部甘蔗入榨量同减 3.9%



资料来源：UNICA，浙商证券研究所

图 5：2018/19 榨季巴西中南部糖产量同减 26.5%

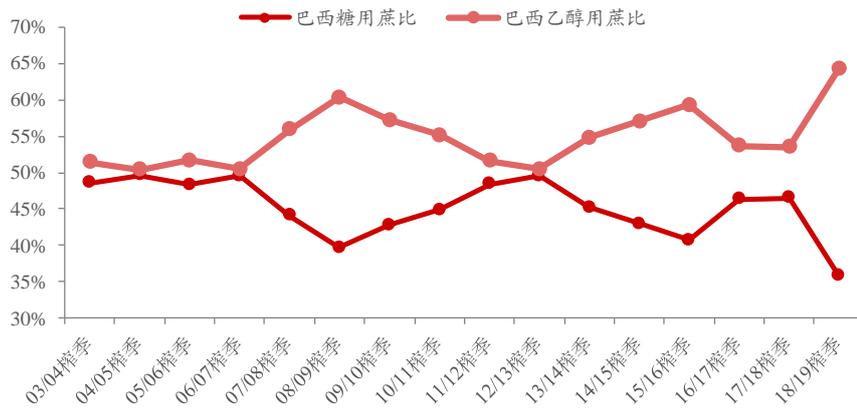


资料来源：UNICA，浙商证券研究所

### 乙醇替代增加是 2018/19 榨季糖产量下滑主因

巴西甘蔗用于生产糖和乙醇，两者比例分配取决于糖及乙醇的收益，油价上涨，燃料乙醇需求增加背景下，出于利润考量，糖用蔗比大幅下滑至 35% 左右，比 45%-50% 的平均水平低 10 个百分点以上，为历史最低水平。

图 6：2018/19 榨季巴西糖用蔗比大幅下滑至 35%

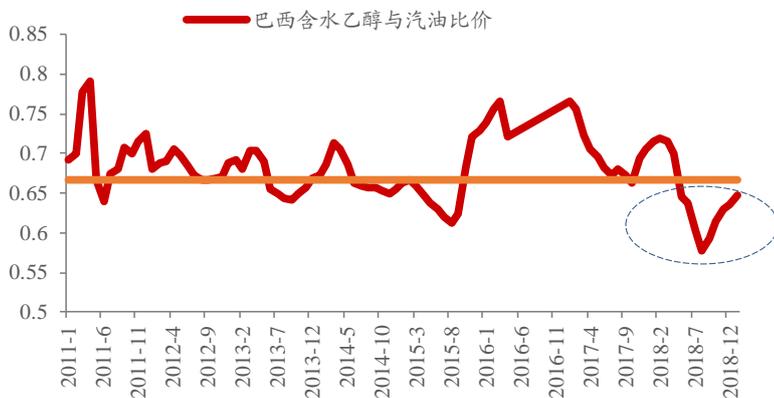


资料来源：UNICA，浙商证券研究所

整体上，巴西糖醇比的变化取决于两个比价：一是以巴西雷亚尔计价的乙醇与汽油价格比；二是乙醇折糖均衡价。

受国际油价上涨影响，乙醇与汽油比价下降，生产乙醇的利润增加，巴西糖厂更倾向于生产乙醇使糖用蔗比下滑。由于乙醇的热值仅为汽油的 2/3，汽车行驶相同距离消耗的乙醇要多于汽油，因此当乙醇与汽油比价低于 2/3 时，乙醇与汽油相比才有竞争优势。因国际原油价格持续上涨，巴西乙醇与汽油比价在 2018 年 8 月达到了 0.58，为 2011 年以来的最低点，且比价在均衡线下的持续时间最长，乙醇用蔗比因此达到历史高点，基于乙醇生产与食糖生产的此消彼长关系，2018/19 榨季巴西糖产量大幅下滑。

图 7：2018/19 榨季巴西含水乙醇与汽油比价达到 2011 年以来最低值

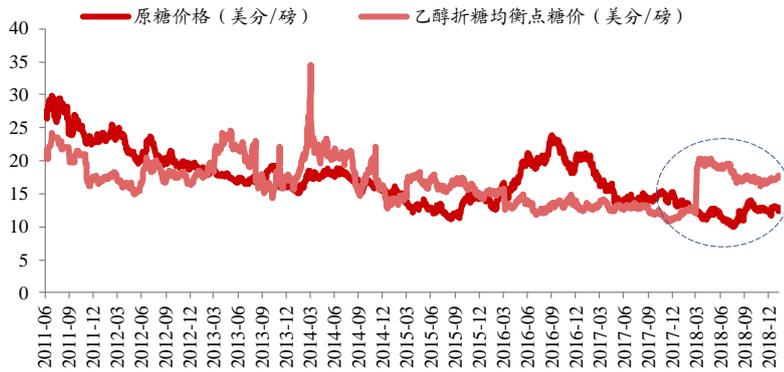


资料来源：UNICA，浙商证券研究所

根据每吨甘蔗生产乙醇、糖的产量以及巴西国内食糖和乙醇的平均售价我们可以计算出乙醇折糖的均衡价格。当糖价高于乙醇折糖均衡价时，甘蔗榨糖获利更丰，由于糖熊已持续 2 年以上，原糖价格持续低于乙醇折糖均衡价，2018/19 榨季至今，巴西乙醇折糖均衡价与国际原糖价差为近几年最大，乙醇生产的利润优势更为明显。

以 2017/2018 榨季为例，每吨甘蔗可生产乙醇 42.88 升，按照巴西乙醇燃料的平均价格为 1.47 雷亚尔/升计算，由此可知每吨甘蔗的乙醇产值为 63.03 雷亚尔，由于该榨季每吨甘蔗可产糖 60.47 公斤，因此得出乙醇折糖的均衡价格为 0.4728 雷亚尔/磅，再按美元兑雷亚尔的均衡汇率计算得出乙醇折糖的均衡价格为 14.7 美分/磅，当市场上原糖的价格低于乙醇折糖均衡价格时，用甘蔗产乙醇的利润空间大于产糖。

图 8：2018/19 榨季以来国际原糖价格持续低于乙醇折糖均衡价



资料来源：UNICA，Wind，浙商证券研究所

表 1：2018/19 榨季以来国际原糖价格持续低于乙醇折糖均衡价

	每吨甘蔗产乙醇(升)	乙醇均价雷亚尔/升	每吨甘蔗产值雷亚尔	每吨甘蔗产糖公斤	平衡点原糖售价雷亚尔/磅	汇率	平衡点原糖售价美分/磅	原糖价格美分/磅
2011/12	41.65	1.29	53.73	63.48	0.38	1.70	22.60	24.88
2012/13	40.10	1.19	47.72	64.00	0.34	2.01	16.82	20.22
2013/14	42.83	1.29	55.25	57.44	0.44	2.25	19.40	17.17
2014/15	45.76	1.33	60.63	55.99	0.49	2.48	19.81	16.44
2015/16	45.69	1.50	68.54	50.54	0.62	3.59	17.12	13.25
2016/17	41.86	1.55	64.88	58.68	0.50	3.30	15.21	19.51
2017/18	42.88	1.47	63.03	60.47	0.47	3.22	14.70	14.33
2018/19E	52.68	1.35	71.12	46.80	0.69	3.78	18.21	12.7

资料来源：UNICA，浙商证券研究所

### 预计 2019/20 榨季糖产量或仍处于低位

展望 2019/20 榨季，因巴西国内乙醇需求保持强劲，政策支持力度不改，且从乙醇折糖均衡价来看，目前均衡价约 18 美分/磅，高于国际糖价 12~13 美分/磅，预计乙醇用蔗比仍保持较高水平。同时，以雷亚尔计价的巴西国内乙醇和石油比价仍低于 2/3，乙醇价格的相对优势支撑高乙醇产量。成本角度，预计巴西完全成本为 11.7 美分/磅，仅略低于国际糖价，预计新榨季巴西糖产量或仍处低位。

2018/19 榨季糖醇比的变化使巴西糖产量下滑，目前糖醇比处于历史最低位，我们判断 2019/20 榨季糖醇比依旧维持相对低位，预计糖用蔗比为 36%~37%，主要原因为政策利好及灵活燃料汽车占比提升推动乙醇需求的长期增长。

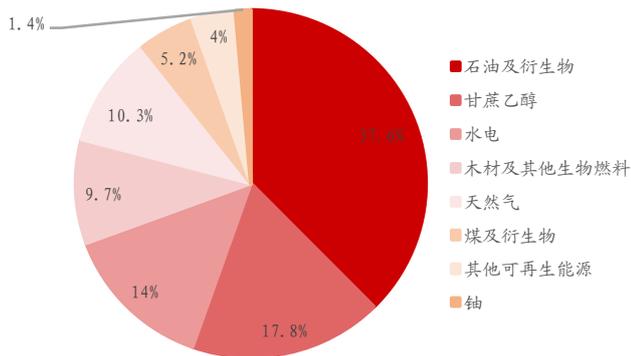
表 2：巴西糖成本收益测算

甘蔗糖分(ATR/ ton of sugarcane)	138.57
单位糖分价(雷亚尔/ATR)	0.65
甘蔗收购价(雷亚尔/吨)	90.07
出糖率	13.5%
原料价格(雷亚尔/吨)	667.19
总成本(雷亚尔/吨)	953.13
国内糖价(雷亚尔/50 千克)	70

收益 (雷亚尔/吨)	446.87
单位换算 (美分/磅)	11.68
国际原糖价格 (美分/磅)	12.7
收益 (美分/磅)	1.02

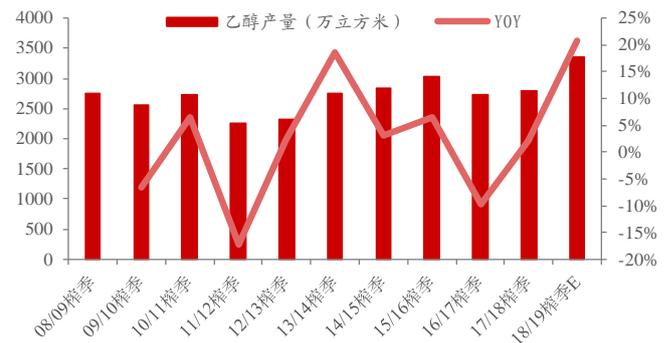
资料来源: UNICA, 浙商证券研究所 (注: 1、用巴西通用的 consecana-SP 方法计算糖厂的甘蔗价格, 即基于每吨甘蔗终产品食糖、乙醇平均售价和产量的平均价格对甘蔗定价; 2、原料成本占总成本比例为 70%。)

图 9: 巴西能源结构



资料来源: UNICA, 浙商证券研究所

图 10: 近 3 个榨季巴西乙醇产量持续增长



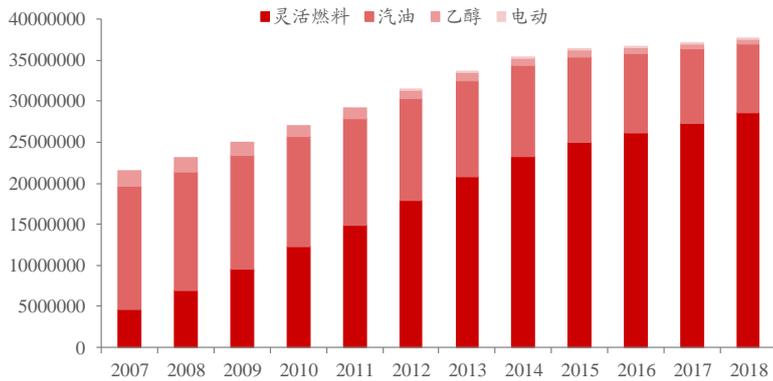
资料来源: UNICA, 浙商证券研究所

表 3: 巴西乙醇生产支持政策

乙醇支持政策	具体内容
税收优惠政策	政府从 1982 年开始对生产燃料乙醇汽车减征 5% 的工业产品税, 对燃料乙醇残疾人交通工具、燃料乙醇出租车免征工业产品税, 州政府在联邦政府减税基础上, 再对燃料乙醇汽车减征 1% 增值税, 并在特殊情况减免全部增值税。巴西政府规定购买“灵活燃料”汽车可以减税, 以充抵“灵活燃料”汽车因安装用于识别乙醇和汽油配比装置而增加的成本。生物燃料乙醇的生产企业和销售商的总纳税额不超过 9.25%, 政府对生物燃料乙醇产业链上所有产品都减免征税。给予燃料乙醇生产企业和乙醇加油站税收优惠等。
信贷支持政策	巴西政府为燃料乙醇生产企业提供低息贷款用于生产投资, 政策性银行设立生物燃料专项基金, 提供高可达 90% 的融资信贷, 专门为直接从事能源作物种植的农户设立了 1 亿雷亚尔(约合 0.34 亿美元)的信贷资金。与此同时巴西政府还注重吸引外资, 并让农民从国际金融机构得到贷款, 巴西政府通过巴西央行(BACEN)4612 号政策, 创建了一个利率为 7.7% 的 20 亿雷亚尔(约 8.7 亿美元)的信贷额度支持乙醇存储。参考价格设置在 1.37 雷亚尔/升的无水乙醇和 1.21 雷亚尔含水乙醇之间。
乙醇生产市场保护	由巴西石油公司对燃料乙醇产成品按政府规定的价格收购, 将燃料乙醇的市场零售价格控制在低于汽油的水平, 并在发展初期限制生物乙醇进口。
乙醇生产补贴	乙醇生产和销售符合 0.20 美元/升的乙醇制造商可获得生产者补贴。
乙醇的供应合同	监控无水乙醇生产商和贸易经销商, 燃油经销商需要采用每年签订供应合同以实现采购目标。采购目标是相当于汽油 C(汽油与乙醇混合)销售开始的前一年总数的 90%。

资料来源: 公开信息, 浙商证券研究所

图 11: 巴西灵活燃料汽车占比逐年提升, 汽油车占比下滑



资料来源: UNICA, 浙商证券研究所

2019/20 榨季于 4 月开榨, 受暴雨影响, 巴西中南部乙醇价格涨幅超过 20%达 2300 雷亚尔/立方米, 创历史新高, 且据 S&P Global Platts Analytics 预测, 截至 3 月底巴西无水乙醇库存仅 5 亿公升左右, 约等于 19 天的消费量, 处于 2011 年 3 月以来的最低水平。在高价格和低库存的影响下, 预计乙醇用蔗比依旧保持高位。

表 4: 巴西中南部糖产量预测 (万吨)

糖产量	糖用蔗比						
	35%	36%	37%	38%	39%	40%	
55000	2599	2673	2747	2822	2896	2970	
55500	2622	2697	2772	2847	2922	2997	
56000	2646	2722	2797	2873	2948	3024	
甘蔗入榨量	56500	2670	2746	2822	2898	2975	3051
	57000	2693	2770	2847	2924	3001	3078
	57500	2717	2795	2872	2950	3027	3105
	58000	2741	2819	2897	2975	3054	3132

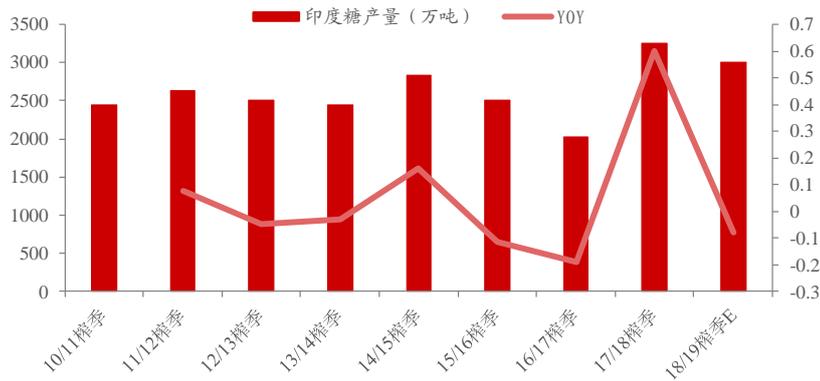
资料来源: 浙商证券研究所 (注: 按出糖率 13.5%计算)

## 印度: 糖产量预期由增转减

预计 2018/19 榨季印度糖产量为 3150 万吨, 产量预期由同增 9.2%下调至同减 3.1%。2018/19 榨季截至 3 月 15 日, 印度累计糖产量 2734.7 万吨, 比上榨季同期 2582 万吨增长 5.9%。糖产量增长的主要原因是本榨季糖厂提前开榨, 尤其是马邦和卡邦的生产进度较快——截至 3 月 15 日, 印度全国仍有 373 家糖厂运营, 去年同期这一数量为 399 家, 其中生产进度较快的马邦和卡邦本榨季仍开榨糖厂数分别为 110 家和 11 家, 而上榨季则分别达 149 家和 17 家。再看生产进度与上榨季较一致的北方邦, 截至 3 月 15 日, 累计糖产量 841.4 万吨, 比上榨季同期略降 0.33%。后期来看, 因国内对甘蔗产乙醇的鼓励, 糖厂生产乙醇意愿增强, 最终榨季产量或小幅下滑。

出口方面, 由于连续两榨季的高产量, 印度国内食糖库存压力较大, 在消费端没有太多刺激的背景下, 印度将糖库存消化更多寄希望于出口, 目前印度糖的出口配额为 500 万吨, 但因国际糖价低迷, 糖厂出口意愿较低, 最终出口量或仅为 220 万吨, 大幅低于配额。主要原因在于: 尽管糖价持续低迷, 库存不断积累, 但 2018/19 榨季印度甘蔗收购价仍由上榨季 2550 卢比/吨升至 2750 卢比/吨, 按此计算, 印度糖厂成本约 19.2 美分/磅, 远高于当前 12.7 美分/磅的国际原糖价。

图 12: 预计 2018/19 榨季印度糖产量同减 3.1%

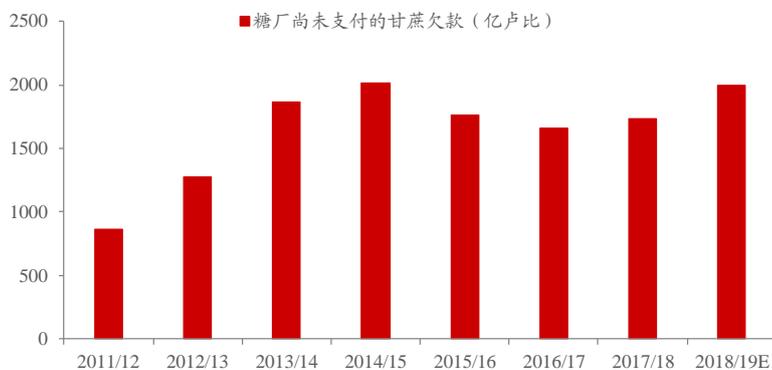


资料来源: ISMA, 浙商证券研究所

### 密切关注天气及糖厂欠款 2 方面因素

气候方面, 2018 年 8 月开始, 印度第二大产糖区马邦及第三大产糖区卡邦因降水不足, 蚜虫啃食甘蔗根部, 爆发大面积虫害, 最大产糖区北方邦季风季的降水也低于正常水平, 整体上 2018 年 6-9 月印度降水量较正常年份减少 23%。2019 年中度厄尔尼诺已基本确定, 后期若干旱严重或造成甘蔗大面积减产。资金方面, 出于保护蔗农的考虑, 印度规定制糖厂在甘蔗入厂开榨的 2 周内将大多数甘蔗款支付给蔗农, 同时在压榨结束后的 3 个月内支付尾款, 此举占用糖厂大量资金, 目前印度糖厂欠款已超过 2000 亿卢比, 不利于其食糖生产。

图 13: 2018/19 榨季印度糖厂欠农户的甘蔗款达 2000 亿卢比



资料来源: ISMA, 浙商证券研究所

### 预计 2019/20 榨季印度糖产量或大幅下滑

我们判断, 2019/20 榨季印度糖产量或大幅下滑, 主要基于: 1、印度提高糖厂乙醇生产补贴。为缓解食糖高库存, 2019 年印度已开始探索用甘蔗生产乙醇, 并于 3 月宣布增加 1290 亿卢比的软贷款以提高糖厂的乙醇产能, 有利于其食糖减产。同时, 印度计划到 2022 年实现汽油中 10% 的乙醇掺混比, 2018/19 榨季已约有 4.5 亿公升乙醇以甘蔗汁为原料, 替代了约 50 万吨糖产量, 下榨季预计替代效应将进一步增强。2、2019 年已确定有中度厄尔尼诺, 马邦甘蔗种植面积或减少 40%。厄尔尼诺会导致印度干旱, 甘蔗生产期缺水, 甘蔗产量大幅下滑, 最终使糖产量下滑, 尽管天气仍存不确定性, 但大概率的厄尔尼诺或致印度新榨季糖产量下滑。3、连续两年的高产量、高库存、低糖价使印度糖业不堪重负。即使算上政府补贴, 其成本依旧高达 18-20 美分/磅, 内销及出口处于深度亏损区域, 糖厂继续高产难以为

继,再加上国内高企的食糖库存不支持糖产量继续增长。此外,2017/18 榨季以前,印度糖产量中枢约 2500-2600 万吨,供需基本平衡,连续 2 榨季超过 3000 万吨的产量对其国内而言压力过大,后期产量将逐步回归到正常水平。

**表 5: 印度糖成本收益测算**

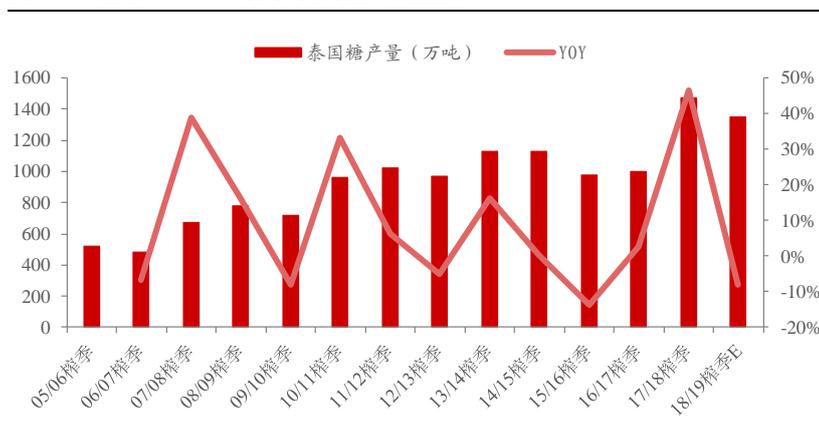
甘蔗收购价(卢比/吨)	2750
出糖率	12%
原料价格(卢比/吨)	22917
总成本(卢比/吨)	32738.10
生产者补贴(卢比/吨)	100
补贴后总成本(卢比/吨)	32638.10
国内糖售价(卢比/吨)	32000
内销收益(卢比/吨)	-638.10
出口补贴(卢比/吨)	3000
出口成本(卢比/吨)	29638.10
单位换算(美分/磅)	19.21
国际原糖价格(美分/磅)	12.7
出口收益(美分/磅)	-6.51

资料来源: 浙商证券研究所(注: 按其他成本 70%计算)

### 泰国: 预计 2019/20 榨季糖产量呈下滑趋势

受甘蔗价格较低,木薯价格恢复的影响,蔗农转向种植木薯等替代作物,据此泰国糖业公司预计 2018/19 榨季泰国糖产量或同减 2.7%至 1430 万吨,但因 2017/18 榨季糖产量达到创纪录的 1470 万吨,远高于 2016/17 榨季的 1003 万吨,在高基数影响下,即使 2018/19 榨季泰国糖产量预期下滑,供给依旧偏多。

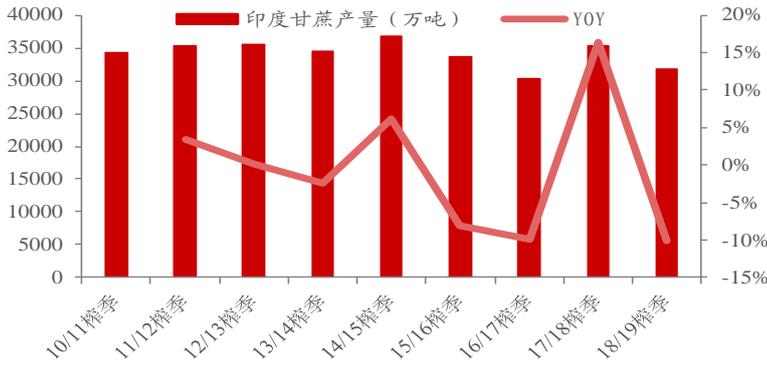
**图 14: 预计 2018/19 榨季泰国糖产量同减 2.7%**



资料来源: OCSB, 浙商证券研究所

我们判断,2018/19 榨季甘蔗种植面积及单产双降致糖产量下滑。2018 年 7-9 月降水偏少不利于甘蔗单产提高,加之替代作物种植面积增加,甘蔗收购价下调影响农户种蔗积极性,2018/19 榨季泰国甘蔗单产及种植面积双双下滑,预计种植面积同减 2.8%,单产下滑 1.65%,甘蔗总产量下滑 4.4%致食糖减产。

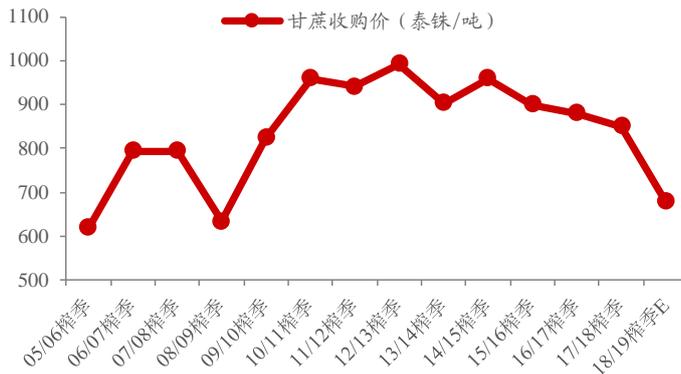
图 15: 预计 2018/19 榨季泰国甘蔗总产量同减 4.4%



资料来源: OCSB, 浙商证券研究所

展望 2019/20 榨季, 预计泰国糖产量继续下滑。2018/19 榨季甘蔗收购价由 850 泰铢/吨大幅下调至 680 泰铢/吨, 预计 2019/20 榨季保持低价, 且木薯等替代作物价格恢复, 农民转向其他作物或使甘蔗种植面积继续下滑, 预计 2019/20 榨季泰国甘蔗总产量减少致食糖减产。

图 16: 泰国甘蔗收购价下调或影响蔗农种植积极性



资料来源: OCSB, 浙商证券研究所

## 中国: 糖产量持平略增, 总供给或现下滑

2018/19 年榨季截至 2019 年 3 月底, 国内累计产糖 989.7 万吨 (上榨季同期产糖 953.54 万吨)。预计 2018/19 榨季国内糖产量小幅增加, 四大主产区广西、云南、广东、海南糖产量分别增长 1.58%、0.07%、1%、4.41%, 尽管如此, 但因库存已大量消化, 考虑进出口及期初库存, 2018/19 榨季国内食糖总供给或减少, 库消比进一步下滑。

图 17: 预计 2018/19 榨季国内糖产量小幅增长

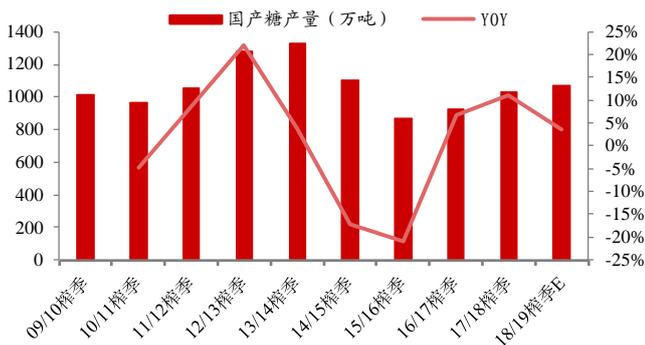
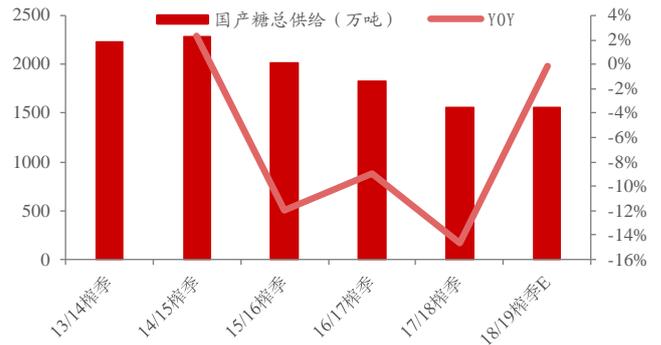


图 18: 预计 2018/19 榨季国内糖总供给减少 6.5%



资料来源：广西糖网，天下粮仓，浙商证券研究所

资料来源：广西糖网，天下粮仓，浙商证券研究所

表 6：国内糖供需平衡表

项目/年度	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19E
期初库存	500	748.3	769.4	515	321.5	45.5
国内产量	1331	1055	870	928	1031	1065
进口量	402	482	372	230	210	350
抛储量	0	0	0	158	0	0
总供给	2233	2285.3	2011.4	1831	1562.5	1460.5
出口量	4.7	5.9	15.4	12.5	20	15
国内消费量	1480	1510	1481	1497	1497	1500
总消费	1484.7	1515.9	1496.4	1509.5	1517	1515
期末库存	748.3	769.4	515	321.5	45.5	-54.5
库消比	50.4%	50.76%	34.42%	21.3%	3%	-3.6%

资料来源：天下粮仓，浙商证券研究所

### 需求：短期相对稳定

总体上，全球糖消费量稳中有升，短期来说，以3年一个周期看，需求变动不大。国内白糖下游消费分为工业加工消费和家庭食用消费，两者占比约为7:3，其中工业消费主要用于碳酸饮料、果汁、乳制品、糖果等含糖食品。2018年全球糖总消费量1.75亿吨，同增1.84%，近10年白糖消费的年复合增速为1.4%，结构上，印度、中国等亚洲国家为白糖主要消费国，其中印度需求量最大，占比达15%。

图 19：全球糖消费量



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 20：全球糖消费结构

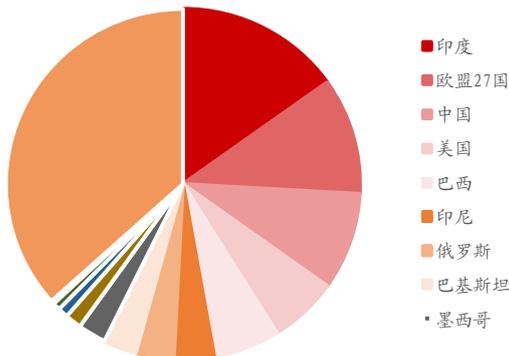


图 21：中国主要含糖食品产量（万吨）



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

## 价格: 预计 2019 年糖价将开启趋势性上涨行情

国际糖价方面, 2018/19 榨季供过于求格局未改, 尽管受雷亚尔汇率提振, 糖价短期内反弹逾 30%, 但 2018 年四季度到 2019 年一季度北半球主产国集中开榨, 食糖供给阶段性增多, 价格或承压。展望 2019 年, 中度厄尔尼诺已确认, 受气候影响, 2019 年东南亚或现干旱, 影响印度、泰国等主产国新季甘蔗生长, 巴西甘蔗或因洪涝之故出糖率降低, 且两年熊市影响下, 减产预期强烈, 全球糖市供给宽松格局扭转, ISO 预计 2019/20 榨季供给缺口约 200 万吨, 预计糖价将于新榨季开始之际走出底部区域, 步入上升通道。

**表 7: 国际糖供需平衡表 (万吨)**

项目/年度	09/10	10/11	11/12	12/13	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19E
产量	14933.3	15492.7	16462.9	17202.9	17138.6	17118	16683.3	16837.3	18250	17847
消费量	15212.2	15325.4	15803.4	16438.4	16535.7	16889.4	17185.1	17147.8	17522	17783
<b>供给过剩/缺口</b>	<b>-278.9</b>	<b>167.3</b>	<b>659.5</b>	<b>764.5</b>	<b>602.9</b>	<b>228.6</b>	<b>-501.8</b>	<b>-310.5</b>	<b>728</b>	<b>64</b>
进口需求	5399.1	5387	5432.5	6060	5795.7	5545	5675.9	6004	5746.7	5660.5
可供出口	5399.7	5386.7	5432.2	6060.5	5795.8	5543	5674.9	6009.5	6109.4	6048.3
期末库存	6131.2	6298.8	6958.6	7722.6	8325.4	8556	8055.2	7739.2	8104.5	7933.7
库消比	40.30%	41.10%	44.03%	46.98%	50.35%	50.66%	46.87%	45.13%	46.25%	44.61%

资料来源: ISO, 浙商证券研究所

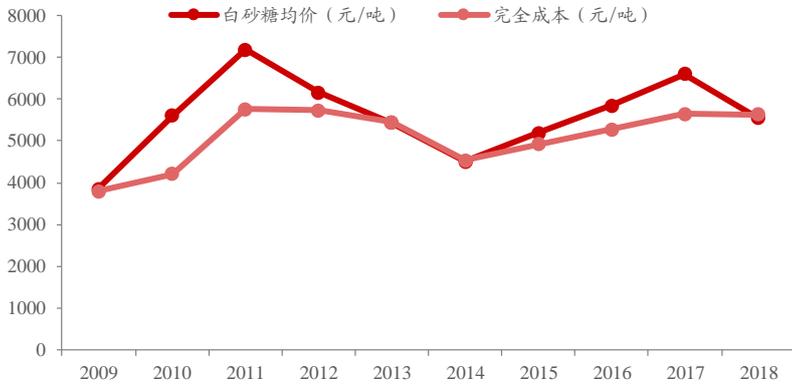
国内价格方面, 成本支撑及内外联动或将推动糖价上涨, 预计 2019 年糖价高点将突破 6000 元/吨。基本面角度, 展望 2019/20 榨季, 因目前种植甘蔗开花较多, 预计出糖率或小幅下滑。成本方面, 因国内糖价具有成本支撑特性, 按目前广西 490 元/吨的收购价, 增值税率下调后, 完全成本约 5500 元/吨, 因此 2019 全年均价或在 5500 元/吨以上, 据此推算, 2019 年下半年国内糖价或涨至 6000 元/吨以上。内外联动角度, 因国际糖价上涨推升进口糖成本, 内外价差收窄甚至倒挂, 食糖进口量下滑使国内食糖总供给减少, 历史上, 在外糖与内糖价格共涨阶段内外糖价差均呈下降态势, 目前配额内价差为 1766 元/吨, 自 2018 年 9 月起, 价差开始收窄。

**表 8: 广西、云南制糖成本测算**

	广西	云南
甘蔗收购价	490	420
出糖率	12.5%	12.5%
甘蔗成本	3920	3360
甘蔗抵扣税率	13%	13%
进项税	509.6	436.8
运费	30	30
辅助材料成本	80	80
燃料费	350	350
人工费用	120	120
制造费用	300	300
管理等费用	600	600
销售税金及附加	30	30
销项税	598.23	598.23
<b>完全成本</b>	<b>5518.63</b>	<b>5031.43</b>

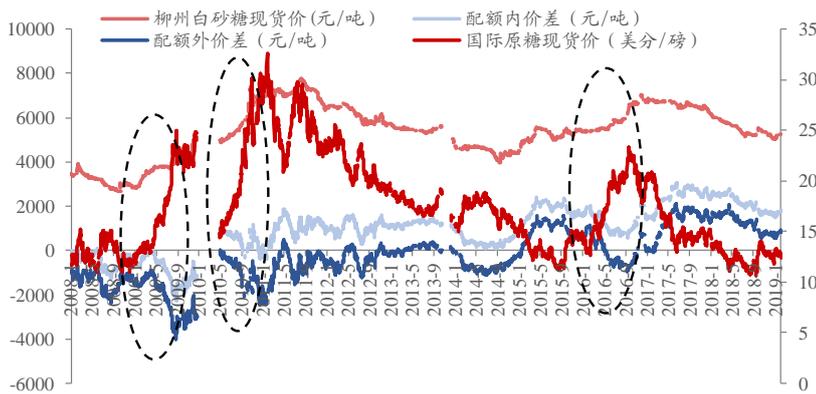
资料来源：广西糖网，浙商证券研究所

图 22：国内糖价具有成本支撑性



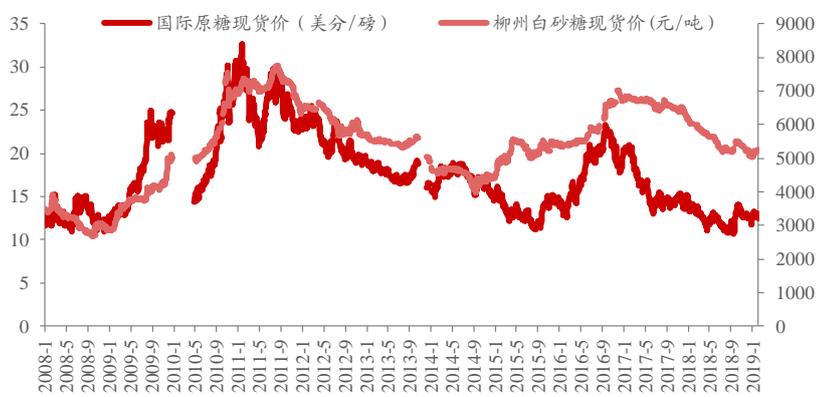
资料来源：Wind，广西糖网，浙商证券研究所

图 23：2010 和 2016 年周期中外糖带动内糖上涨阶段价差下行



资料来源：Wind，广西糖网，浙商证券研究所

图 24：内外糖价格联动，外糖带动内糖上涨

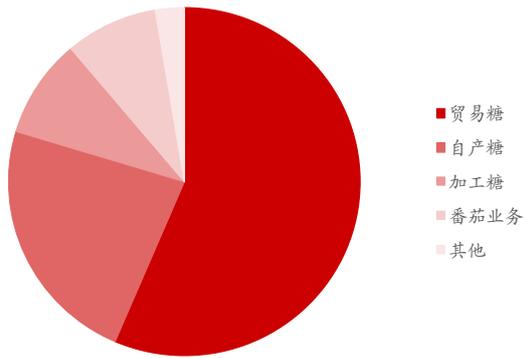


资料来源：Wind，广西糖网，浙商证券研究所

## 中粮糖业：聚焦食糖主业，打造一流糖商

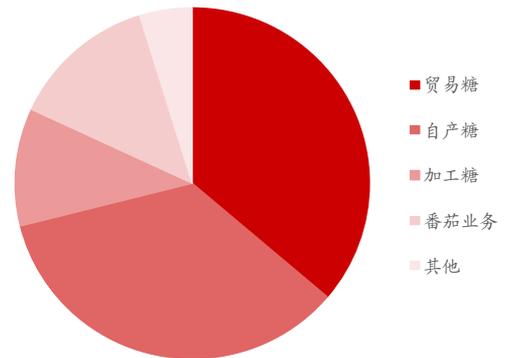
中粮糖业目前主营食糖及番茄加工业务，其中食糖业务包括国内外自制糖、港口炼糖和贸易糖 3 大块。2013 年起公司聚焦食糖主业，糖业占比提升，2018 年公司食糖业务收入占比接近 90%，毛利占比达 81%。番茄业务方面，尽管 2009 年以来番茄收入占比逐步下滑，但公司并未放弃该项业务，在做大食糖主业的同时，整合番茄资源，巩固其番茄酱龙头优势，2018 年番茄业务收入及毛利占比分别为 8.5%和 13.3%。

图 25：2018 年中粮糖业营收占比



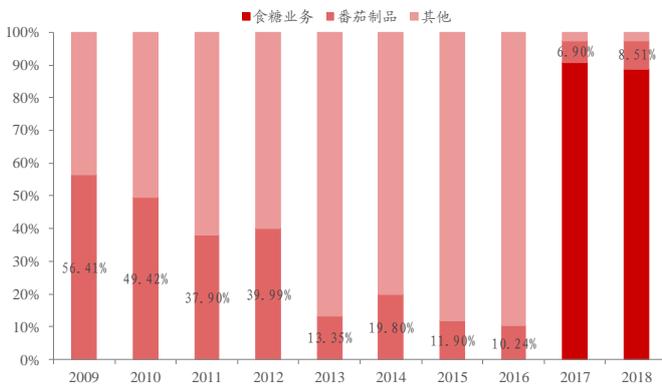
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 26：2018 年中粮糖业毛利占比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 27：公司聚焦食糖主业，番茄业务占比逐步下滑

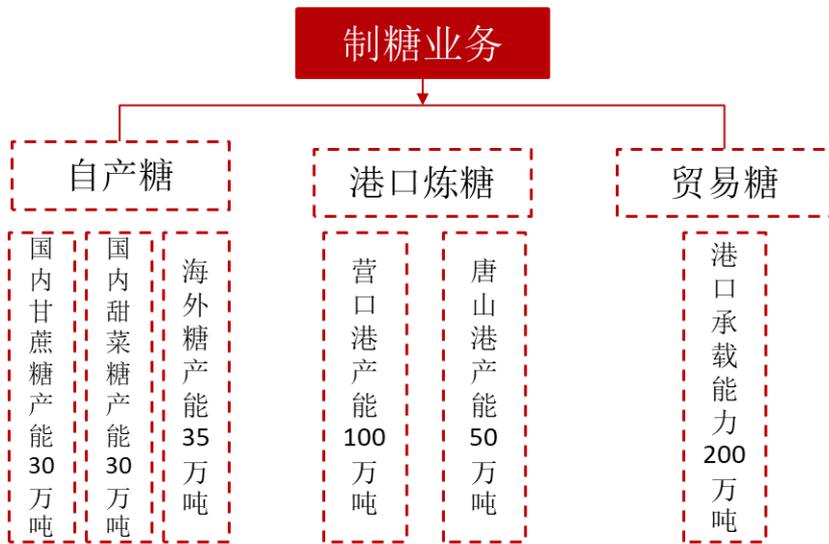


资料来源：Wind，广西糖网，浙商证券研究所

## 食糖业务：自产糖+炼糖+贸易糖全面布局

中粮糖业的食糖业务包括 3 大块：1、自产糖：甜菜和甘蔗加工生产白糖，公司目前国内自产糖产能约 60 万吨，其中甘蔗及甜菜糖产能各 30 万吨，海外 Tully 糖厂产能 35 万吨；2、港口炼糖：海外采购原糖通过精炼获取白糖，2016 年收购营口北方持有的营口太古 51%股权后公司营口（产能 100 万吨）及唐山（产能 50 万吨）两个港口合计炼糖产能达 150 万吨；3、贸易糖：海外进口国内市场销售，目前公司港口能承载 200 万吨进口糖的产能，每年 194.5 万吨的进口配额大半被公司收入囊中。

图 28：公司制糖业务产能情况



资料来源：公司公告，浙商证券研究所

### 自制糖：当之无愧的国内制糖龙头

整体上，中粮糖业为当之无愧的国内制糖龙头企业：1、规模上，公司食糖年产销量达百万吨级别，远高于南糖、粤桂股份等同业上市公司，食糖业务收入规模超过 200 亿元；2、盈利能力方面，中粮糖业的毛利率及 ROE 远高于其他两家上市公司；3、周期角度，糖价下行公司自制糖业务仍能盈利，糖价上行自制糖业务为公司业绩提供向上弹性。

规模方面，2018 年公司糖产量 99.43 万吨，远高于南糖的 60.02 万吨和粤桂股份的 9.04 万吨，且成长性方面也优于同业上市公司，2014-2018 年，中粮糖业糖产量逐年增长，增幅达 27.8%，而同期南糖及粤桂股份的糖产量增幅分别为 11.4%和-8.3%。收入体量方面，2018 年中粮糖业糖板块营收为 204 亿元（其中自产糖收入 53.8 亿元），而同期南糖和粤桂股份糖板块收入仅为 35.8 元和 18.8 亿元。

图 29：国内制糖上市公司糖产量（万吨）对比



资料来源：Wind，浙商证券研究所

盈利能力方面，中粮糖业的毛利率及 ROE 远高于同业其他上市公司。毛利率方面，2018 年中粮糖业自制糖业务的毛利率高达 16.71%，而同期南糖及粤桂股份的制糖业务毛利率分别为-8.15%和 0.16%，ROE 方面，2018 年中粮糖业 ROE 高达 6.87%，而同期南糖及粤桂股份的 ROE 分别仅为-3587%和 3.24%，在糖价下行年份中粮糖业依旧能保持较好的盈利水平，且远高于同业其他上市公司。

图 30：2018 年糖业上市公司制糖业务毛利率比较



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 31：2018 年糖业上市公司 ROE 比较



资料来源：Wind，浙商证券研究所

周期角度，公司推行降本增效，降低自制糖业务成本，下行周期仍能保持盈利，而在糖价上行周期中，自制糖业务为公司业绩提供向上弹性。2017-2018 年糖价处于下行通道，但公司自制糖业务依旧保持盈利，预计 2018 年公司自制糖业务吨糖盈利 100~200 元。在糖价上行周期尽管公司制糖成本也同步上行，但成本涨幅小于糖价涨幅，因此伴随糖价上涨，公司自制糖盈利将大幅提升。我们测算，当糖价由 5800 元/吨涨至 7000 元/吨时，糖价涨幅为 20.69%，而自制糖业绩增幅可达 511%，由此可见，自制糖业务能为公司提供较大的向上弹性。

表 9：中粮糖业自制糖业务敏感性分析

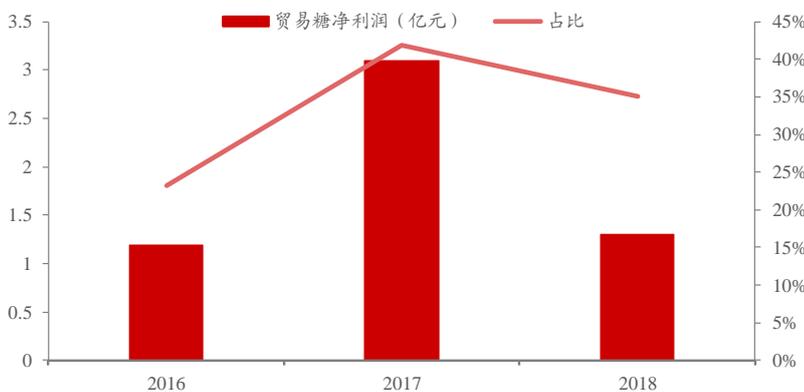
自制糖盈利 (亿元)	糖价 (元/吨)						
	5000	5400	5800	6200	6600	7000	7400
60	-2.97	-0.85	1.27	3.40	5.66	7.78	9.91
70	-3.47	-0.99	1.49	3.96	6.60	9.08	11.56
80	-3.96	-1.13	1.70	4.53	7.55	10.38	13.21
90	-4.46	-1.27	1.91	5.10	8.49	11.68	14.86
100	-4.96	-1.42	2.12	5.66	9.43	12.97	16.51

资料来源：浙商证券研究所测算

### 贸易糖：贸易糖业务平滑周期，增强公司抗风险能力

由于糖价下行周期内外价差扩大，公司贸易糖业务盈利提升，部分抵消自制糖业务的利润下滑，因此在周期波动中起到很好的平滑作用，保证公司的盈利稳定。同时，公司是国家主要的食糖进口贸易商，有较强的糖源掌控能力，有力地支撑了公司贸易糖业务的增长，同时也是下行周期中的主要利润来源，预计 2018 年贸易糖业务占公司糖板块净利润的比重超过 1/3。

图 32：预计 2018 年公司贸易糖净利润占食糖板块净利润比重超过 1/3

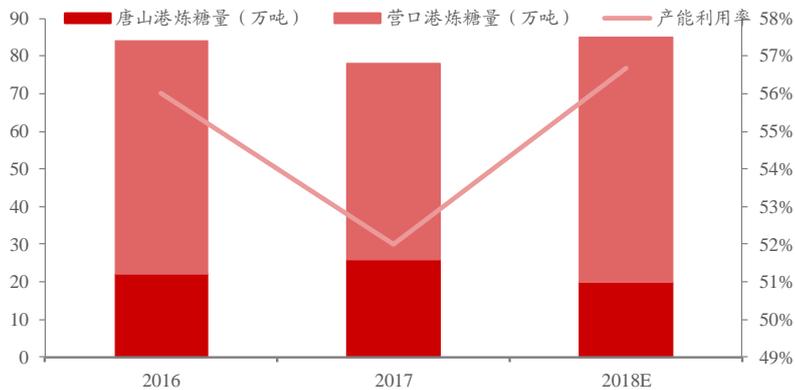


资料来源：浙商证券研究所

### 港口炼糖：产能利用率有望提升

我们认为，中粮糖业港口炼糖业务产能利用率提升空间较大，有助于公司盈利能力提升。2016年，公司炼糖公司唐山糖业公司的曹妃甸精炼糖项目实现项目转运营，产能50万吨，同年公司收购营口北方持有的营口太古51%股权，营口太古拥有100万吨炼糖加工能力，公司合计炼糖产能达150万吨，预计2018年公司炼糖产能利用率57%，具备较大提升空间，且进口保护关税的延续利好公司炼糖业务，利润空间有望扩大。

图 33：公司炼糖业务加工量及产能利用率

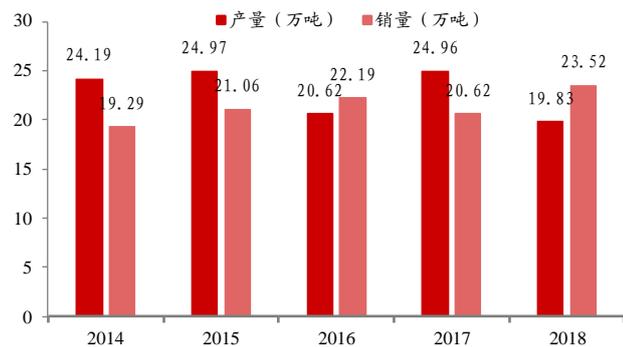


资料来源：公司公告，浙商证券研究所

### 番茄加工业务：出口为主，产能居全国首位

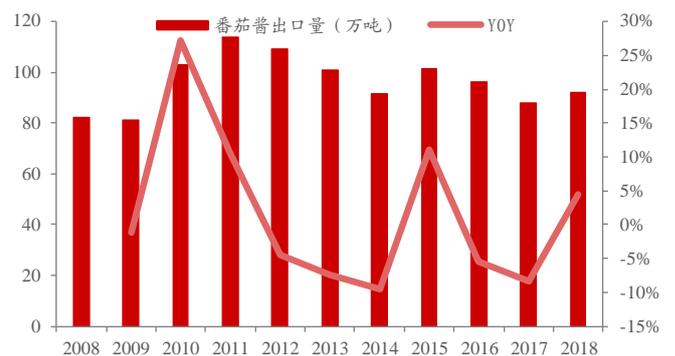
中粮糖业旗下的中粮番茄是目前国内最大、世界第二的番茄加工企业，主要从事大包装番茄酱的生产及出口业务，构建了从种子、种植、初加工、深加工、销售等为一体的番茄制品全产业链运营体系；在中国最优良的番茄产区新疆、内蒙等地拥有30万亩番茄种植基地和18家番茄公司，在种子研发、种植管理、加工技术等各个方面均处于国内领先水平，公司立足B2B大包装出口商业优势，不断拓展国内番茄制品、保健品等高附加值业务，为消费者提供优质番茄制品。2018年公司番茄酱产量19.83万吨，销量23.52万吨，当年出口量91万吨，按出口占比95%计算，国内番茄酱总产量约96万吨，中粮糖业番茄酱市占率超过20%。

图 34：公司番茄酱产销量情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 35：中国番茄酱出口量



资料来源：Wind，浙商证券研究所

由于发达国家地区番茄制品人均年消费量超过3公斤，而国内仅0.02公斤左右，番茄酱内销占比仅5%，国内市场空间广阔，公司有望立足自身优势，充分享受行业扩容红利。2018年7月以来，番茄酱价格已开始小幅回升，预计随着番茄酱价格的复苏，公司番茄业务盈利能力亦有望提升。

图 36: 番茄酱价格已开始回升



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

## 盈利预测及投资建议

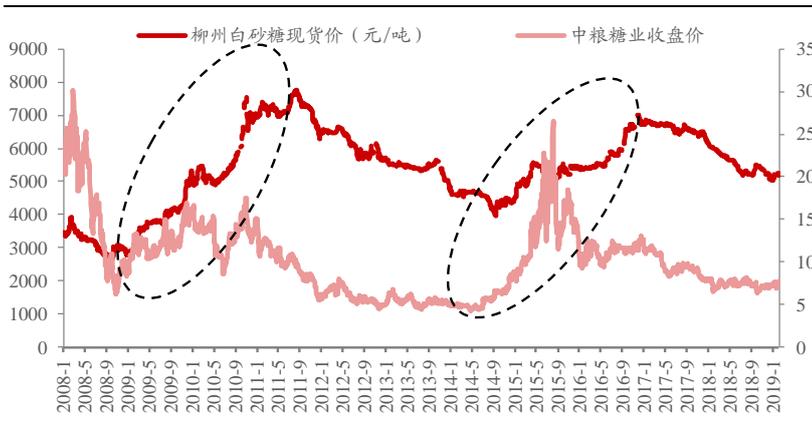
通过历史复盘我们发现,在糖价上涨阶段,中粮糖业股价会随糖价一同上涨,因此糖价为核心驱动因素。前两轮周期中,股价随糖价上涨,最大涨幅大于糖价,且往往表现为股价先于糖价上涨,股价高点出现在糖价高点之前:2008年中粮糖业股价开始上涨时点分别为2008年10月,高点出现在2010年8月,而糖价在2009年1月开始从底部上涨,到2011年8月方到高点;2014年8月为中粮糖业股价上涨开启时点,2015年8月为其高点时间,而糖价上涨开启时间到了2014年9月,2016年12月方现本轮周期高点。

表 10: 前两轮周期中糖价及中粮糖业股价表现

时间区间	糖价最大涨幅	糖价上涨开启及高点时间	股价最大涨幅	股价上涨开启及高点时间
2008.10-2011.9	180%	开启:2009.1 高点:2011.8	183%	开启:2008.10 高点:2010.11
2014.4-2016.12	76.80%	开启:2014.9 高点:2016.12	385%	开启:2014.8 高点:2015.8

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 37: 前两轮周期中公司股价随糖价上涨



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

预计 2019 年食糖及番茄酱价格均处于上行通道，公司有望迎来量价齐升，预计 2019~2020 年 EPS 分别为 0.32、0.45 元，对应当前股价 PE 分别为 34、25 倍，按单季盈利高点计算，与上轮周期相比还有较大空间，我们看好公司在糖价上涨背景下的业绩弹性，给予“买入”评级。

图 38：公司 PE-Band



资料来源：Wind，浙商证券研究所

表 11：中粮糖业与上轮周期盈利高点估值相比尚有较大空间

16 年单季盈利高点 (亿元)	高点对应全年业绩 (亿元)	当年股价高点对应 估值	20 年预计单季盈利高点 (亿元)	高点对应全年业绩 (亿元)	当前股价对应 估值
2.38	9.52	29.05	4	16	14.75

资料来源：Wind，浙商证券研究所

表 12：中粮糖业主要业务收入成本预测

	2016	2017	2018	2019E	2020E
<b>自产糖</b>					
营收(亿元)	47.17	45.89	53.28	57.94	66.50
YOY		-2.72%	16.1%	8.75%	14.8%
毛利率(%)	16.9%	19.9%	16.7%	17.5%	23.3%
毛利(亿元)	7.97	9.13	8.90	10.14	15.51
<b>贸易糖</b>					
营收(亿元)	99.45	131.84	129.62	133.30	147.40
YOY		32.6%	-1.69%	2.84%	10.6%
毛利率(%)	7.42%	7.75%	7.13%	7%	7%
毛利(亿元)	7.38	10.22	9.24	9.33	10.32
<b>炼糖</b>					
营收(亿元)	2.93	36.39	21.06	27.38	35.59
YOY		1140%	-42.1%	30%	30%
毛利率(%)		19.8%	13.1%	15%	15%
毛利(亿元)		7.19	2.76	4.11	5.34
<b>糖业营收合计(亿元)</b>	<b>149.56</b>	<b>214.12</b>	<b>203.96</b>	<b>218.62</b>	<b>249.49</b>
番茄及其他内部抵消(亿元)	-13.99	-22.55	-28.81	-15.00	-12.00
<b>营收合计(亿元)</b>	<b>135.57</b>	<b>191.57</b>	<b>175.15</b>	<b>203.62</b>	<b>237.49</b>

YOY		41.3%	-8.57%	16.3%	16.6%
综合毛利率	14.5%	16.2%	14.6%	15%	15.8%
毛利合计(亿元)	19.70	30.98	25.52	30.54	37.52

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

风险提示: 糖价上涨不达预期; 油价大幅下跌; 糖产量大幅增加; 政策风险。

**表附录：三大报表预测值**

<b>资产负债表</b>				
单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
<b>流动资产</b>	9481	10568	12731	14564
现金	2598	3987	5532	6078
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	1119	1004	1041	1272
其它应收款	528	391	423	486
预付账款	1240	1298	1440	1749
存货	3427	3319	3725	4409
其他	569	569	570	570
<b>非流动资产</b>	6074	5904	5737	5570
金额资产类	89	89	89	89
长期投资	343	343	343	343
固定资产	4118	4074	4009	3935
无形资产	926	841	758	675
在建工程	85	45	25	15
其他	513	512	513	513
<b>资产总计</b>	15555	16472	18467	20134
<b>流动负债</b>	7715	8017	8997	9592
短期借款	2936	2000	1200	700
应付款项	1775	2134	2465	2876
预收账款	419	814	1425	1639
其他	2585	3069	3907	4377
<b>非流动负债</b>	297	297	297	297
长期借款	0	0	0	0
其他	297	297	297	297
<b>负债合计</b>	8012	8314	9295	9889
少数股东权益	215	253	315	383
归属母公司股东权	7328	7905	8858	9862
<b>负债和股东权益</b>	15555	16472	18467	20134
<b>现金流量表</b>				
单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
<b>经营活动现金流</b>	2425	2606	2765	1296
净利润	504	695	953	1004
折旧摊销	476	525	391	463
财务费用	284	123	80	48
投资损失	87	0	0	0
营运资金变动	1055	1135	891	-539
其它	19	128	450	320
<b>投资活动现金流</b>	-400	-40	-339	-203
资本支出	-407	-40	-41	-41
长期投资	171	0	0	0
其他	-164	0	-298	-162
<b>筹资活动现金流</b>	-3409	-1177	-880	-548
短期借款	-3239	-936	-800	-500
长期借款	0	0	0	0
其他	-170	-241	-80	-48
<b>现金净增加额</b>	-1384	1389	1545	546

<b>利润表</b>				
单位: 百万元	2018	2019E	2020E	2021E
<b>营业收入</b>	17515	20362	23749	27312
营业成本	14963	17308	19997	23324
营业税金及附加	102	115	138	157
营业费用	623	681	793	922
管理费用	565	694	788	910
财务费用	211	94	24	-26
资产减值损失	152	406	272	346
其他经营收益	27	-10	-312	-180
投资净收益	-87	0	0	0
<b>营业利润</b>	839	1054	1425	1499
营业外收入	12	10	10	10
营业外支出	123	100	100	100
<b>利润总额</b>	728	964	1335	1409
所得税	171	231	320	337
<b>净利润</b>	557	733	1015	1072
少数股东损益	53	38	62	68
<b>归属母公司净利润</b>	504	695	953	1004
EBITDA	1641	1673	2138	2098
EPS (元)	0.24	0.32	0.45	0.47
<b>主要财务比率</b>				
	2018	2019E	2020E	2021E
<b>成长能力</b>				
营业收入	-8.57%	16.25%	16.64%	15.00%
营业利润	-16.12%	25.63%	35.17%	5.23%
归属母公司净利润	-31.93%	38.00%	37.07%	5.39%
<b>获利能力</b>				
毛利率	14.57%	15.00%	15.80%	14.60%
净利率	3.18%	3.60%	4.27%	3.93%
ROE	6.87%	8.79%	10.76%	10.18%
ROIC	10.82%	16.64%	16.61%	16.01%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	51.5%	50.5%	50.3%	49.1%
净负债比率	106.2%	101.9%	101.3%	96.5%
流动比率	1.23	1.32	1.41	1.52
速动比率	0.62	0.74	0.84	0.88
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	1.07	1.27	1.36	1.42
应收帐款周转率	16.91	20.28	22.81	21.47
应付帐款周转率	12.36	15.80	14.99	14.72
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.24	0.32	0.45	0.47
每股经营现金	1.18	1.27	1.35	0.63
每股净资产	3.57	3.85	4.32	4.81
<b>估值比率</b>				
P/E	46.11	34.09	24.85	23.58
P/B	2.15	3.00	2.67	2.40
EV/EBITDA	10.03	13.00	9.07	8.75

资料来源: Wind、浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 浙商证券研究所

上海市杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>