



Research and
Development Center

穿越周期，柳暗花明

—— 中粮糖业（600737.SH）深度报告

2018年04月17日

康敬东 行业分析师

刘卓 研究助理

穿越周期，柳暗花明

2018年04月17日

本期内容提要：

- ◆ **糖价周期下行，公司食糖业务有所承压。**我国糖价与产量周期基本吻合，产量增价格降，产量减价格涨，基本呈现5年一个周期，当前处于上轮周期（2011-2016）结束、新周期的开始阶段，本轮周期处于糖价降、产量增的阶段，从周期角度来看该趋势将贯穿全年，我们认为国内糖价将在2019年迎来反弹。库销比指标与糖价联动性较高，参考历史年度，国内食糖库销比达到2011年的历史低位后将迎来向上拐点，目前国内食糖产量周期向上，作为反向指标糖价承压。当前国内糖业供应端的重要关注点在于关税保护政策的影响，增加保护关税后原糖进口量有所缩减，但国内外价差明显，在原糖价格向下的趋势下价差或进一步扩大，因此保护关税对原糖进口量的影响有限，不能改变国内糖价周期下行的趋势。公司制糖业务受周期影响较大，贸易糖和炼糖业务的利润空间受周期影响较小，且炼糖业务产能实现外延式扩张，对公司食糖业务业绩增速的提升有正面影响。
- ◆ **番茄酱行业竞争激烈，景气维持低迷。**近年来番茄酱主要原料加工番茄产量呈现明显的周期变化，5-6年一个周期，近三轮周期顶分别出现在2015年、2009年、2004年，由于行业壁垒较低，加工番茄产量表现为滞后于番茄酱价格同向变化指标，番茄酱价格上涨带动加工番茄种植意愿增强，进而影响加工番茄产量提升。周期角度来看，在当前全球番茄酱消费偏稳的情况下，番茄酱价格低迷影响全球范围内加工番茄产量进一步缩减，我们预计将继续保持1-2年的下行期，行业供需格局将在2019年发生转变且景气度开始出现起色。公司番茄酱业务存在三个出路，其一待行业复苏、价格回暖之后业绩有望扭亏并重获增长，我们根据周期视角判断行业拐点有望在2019年出现；其二挖掘市场，当前全球市场竞争激烈，但国内番茄制品市场尚处于一片蓝海，人均消费较低，未来增长空间较大，如果番茄制品能在国内市场有效渗透，公司作为龙头将充分受益；其三向下游深加工制品延伸增加番茄制品附加值从而提高盈利能力。
- ◆ **盈利预测与投资评级：**不考虑定向增发的情况下，我们预计2017-2019年公司EPS分别为0.37、0.41、0.53元，对应2017-2019年PE为20倍、18倍和14倍。首次覆盖，给予公司“增持”评级。
- ◆ **股价催化剂：**糖价降幅收窄趋于平稳；国内番茄制品市场增长提速等。
- ◆ **风险因素：**价格波动风险；自然灾害风险；政策变动风险；定增募投项目风险等。

证券研究报告

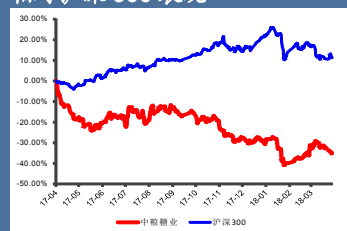
公司研究——首次覆盖

中粮糖业（600737.SH）



首次评级

相对沪深300表现



资料来源：信达证券研发中心

康敬东 行业分析师

执业编号：S1500510120009

联系电话：+86 10 83326739

邮箱 kangjingdong@cindasc.com

刘卓 研究助理

联系电话：+86 10 83326952

邮箱 liuzhuo@cindasc.com

公司主要数据（2018.4.16）

收盘价(元)	7.42
52周内股价波动区间(元)	6.56-11.53
最近一月涨跌幅(%)	-4.41
总股本(亿股)	20.52
流通A股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	151.22

资料来源：信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司
 CINDA SECURITIES CO.,LTD
 北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
 邮编：100031

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	11,667.55	13,557.15	19,639.56	21,510.26	24,024.98
增长率 YoY %	30.52%	16.20%	44.87%	9.53%	11.69%
归属母公司净利润(百万元)	76.08	515.05	750.42	843.24	1,087.26
增长率 YoY%	135.03%	576.94%	45.70%	12.37%	28.94%
毛利率%	11.57%	14.53%	15.26%	11.98%	12.48%
净资产收益率 ROE%	1.28%	8.19%	10.83%	11.05%	12.65%
每股收益 EPS(元)	0.04	0.25	0.37	0.41	0.53
市盈率 P/E(倍)	200	30	20	18	14
市净率 P/B(倍)	2.57	2.29	2.11	1.89	1.67

资料来源: 万得, 信达证券研发中心预测 注: 股价为 2018 年 04 月 16 日收盘价

目 录

中粮糖业：食糖业务成为核心主业，定位世界级糖商	1
公司概况：先后经历易主更名和战略调整，现聚焦糖业	1
股权结构：中粮集团控股，中央汇金持股稳定	2
业务构成：食糖业务发展成为公司核心主业	2
财务对标：盈利能力和成长性强于同行	3
食糖业务：糖价周期下行制糖业务承压，贸易糖和炼糖业务整体偏稳	5
业务概况：自产糖+炼糖+贸易糖+海外糖全面布局	5
发展现状：食糖业务占比逐年提升，盈利能力有所好转	6
国际糖价：主产国丰产供需宽松，糖价周期下行	7
国内糖价：国内制糖处于增产周期，叠加进口压力糖价走势偏弱	13
制糖业务北稳南进，糖价周期下行承压	22
贸易糖业务稳中有进，公司业绩的中流砥柱	23
炼糖业务外延式扩张，内外糖高价差增大利润空间	24
番茄酱业务：行业低迷积极谋变，立足 B2B 模式由出口向国内市场延伸	25
业务概况：番茄酱以出口为主，产能居全国首位	25
发展现状：行业低迷，仍处于亏损期	25
番茄酱行业：准入门槛较低，竞争激烈呈现周期性特征	27
业务前景：静待行业复苏，国内市场加快渗透	29
盈利预测、估值与投资评级	31
盈利预测及假设	31
估值与投资评级	32
风险因素	33

表 目 录

表 1：全球各主产国甘蔗榨季和糖销售时间表	10
表 2：全球糖供需平衡表	12
表 3：我国甘蔗、甜菜种植面积及地区分布情况	14
表 4：我国甘蔗糖、甜菜糖产量及地区分布情况	15
表 5：食糖下游加工行业中淀粉糖的市场份额估算	19
表 6：国内食糖供需平衡表	21
表 7：2015 年广西双高糖料蔗基地建设实施方案	22
表 8：公司核心业务盈利预测及假设	31
表 9：A 股可比上市公司估值	32

图 目 录

图 1：公司发展历程	1
图 2：公司股权结构（截至 2018 年 4 月 16 日）	2
图 3：公司历年分业务营收（亿元）及同比变化情况	2
图 4：公司历年各业务营收占比变化情况	2
图 5：2016 年公司营收（亿元）分业务构成	3
图 6：2016 年公司毛利（亿元）分业务构成	3
图 7：2016 年糖业上市公司总资产及总营收（亿元）对比	4
图 8：2016 年糖业上市公司 ROE&ROA（%）对比	4
图 9：2016 年糖业公司综合毛利率%对比	4
图 10：2016 年糖业上市公司营收增长率%对比	4
图 11：公司食糖业务结构	5
图 12：2016 年公司食糖业务产能（万吨）情况	6
图 13：公司食糖业务产能分布图	6
图 14：公司食糖业务历年营收（亿元）、同比变化和总营收占比情况	7
图 15：公司食糖业务毛利率%历年变化情况	7
图 16：国际原糖价格和产需缺口拟合图	8
图 17：国际原糖价格和库销比拟合图	8
图 18：国际原糖价格和美元指数拟合图	8
图 19：国际原糖价格和原油价格拟合图	8
图 20：全球糖产量及同比变化情况	9
图 21：USDA 对估计和预测年度全球糖产量（万吨）的估测调整	9
图 22：2017 年全球各糖产国产量（万吨）及占比情况	9
图 23：主产国巴西历年产量（万吨）及同比变化情况	9
图 24：主产国印度历年产量（万吨）及同比变化情况	10
图 25：主产国泰国历年产量（万吨）及同比变化情况	10
图 26：近年来全球食糖消费量（万吨）及同比变化情况	11
图 27：2017 年全球各国家食糖消费量占比	11
图 28：主要食糖消费国近年消费量（万吨）变化情况	11
图 29：2017 年主要消费国人均食糖消费量与全球人均消费量对比	11
图 30：国际原糖价格（美分/磅）走势情况	13
图 31：历年全球糖产需过剩量（万吨）	13
图 32：近年原糖库销比变化情况	13
图 33：美元指数和国际原油价格走势	13
图 34：2016/2017 榨季全国糖产量（万吨）构成	14
图 35：2017 年蔗糖产量（万吨）榨区分布	14
图 36：我国蔗糖产量（万吨）5 年一个周期	16
图 37：我国近年来白砂糖和原糖进口量（吨）变化情况	17
图 38：国内白糖和国际原糖价格比较	17
图 39：我国甘蔗历年种植情况	17
图 40：国内甘蔗单位种植利润（单位：元/50 公斤主产品）	17
图 41：我国食糖消费量及同比变化情况	18

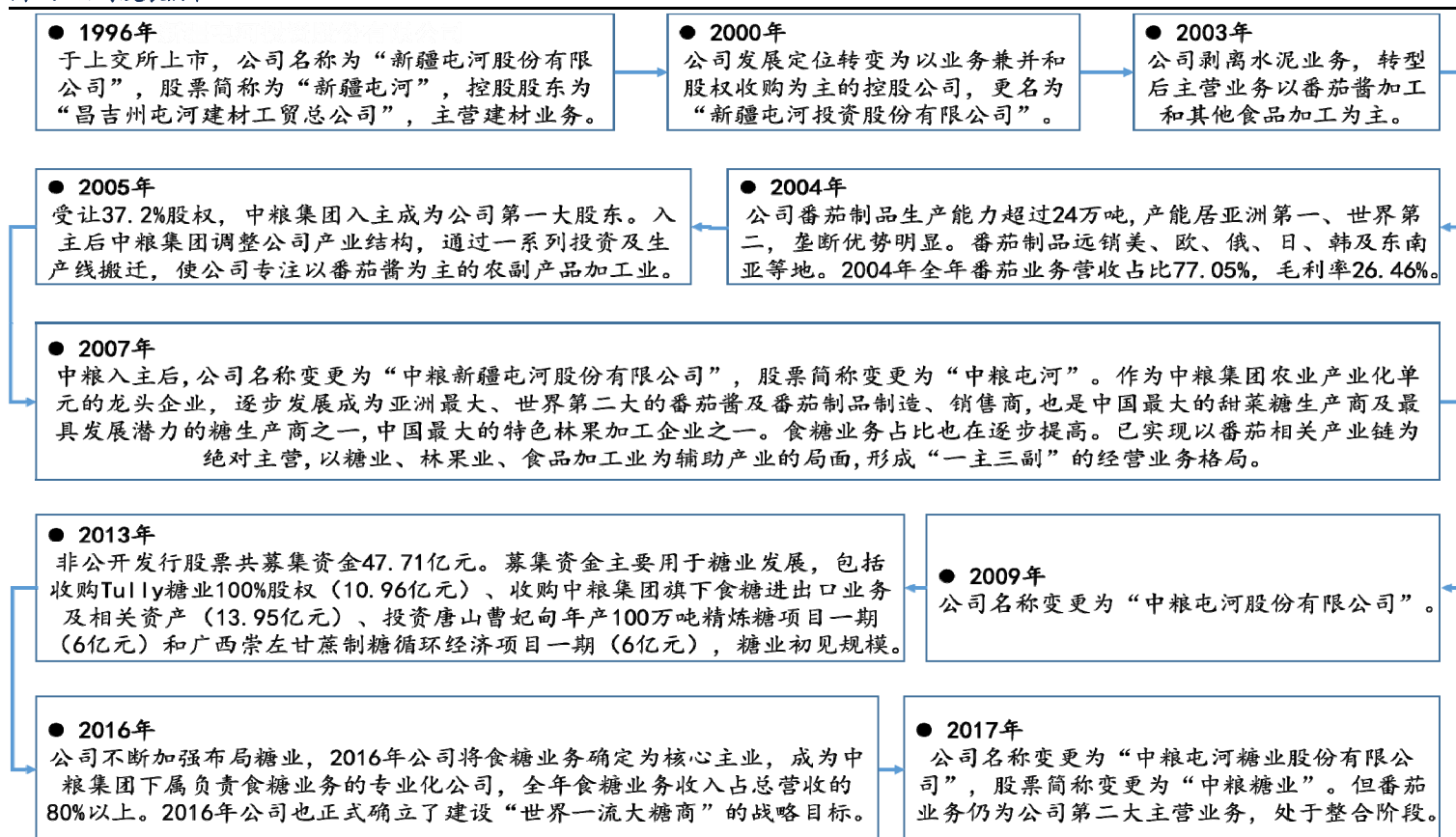
图 42: 2017 年我国食糖人均消费 (公斤/人) 与全球平均水平比较	18
图 43: 我国淀粉糖消费量及同比变化情况	19
图 44: 我国淀粉糖市场占比及历年变化情况	19
图 45: 我国食糖产量和糖价周期基本吻合, 呈现 5 年一个周期	20
图 46: 我国食糖库销比或迎来拐点	21
图 47: 国内外糖价价差明显	21
图 48: 公司贸易糖利润与归母净利润比较 (万元)	24
图 49: 公司贸易糖业务利润贡献占比	24
图 50: 2016 年公司番茄酱收入 (亿元) 及占比情况	25
图 51: 2016 年公司番茄酱毛利 (亿元) 及占比情况	25
图 52: 公司番茄酱业务近年来营收 (亿元) 及同比变化情况	26
图 53: 公司番茄酱业务毛利率 % 近年变化情况	26
图 54: 公司番茄酱近三年销量、收入及单价 (元/吨) 变化情况	26
图 55: 公司下属番茄业务相关公司净利润 (万元; 截至 20171031)	26
图 56: 2017 年全球分地区加工番茄产量 (千吨)	27
图 57: 2017 年全球分区域加工番茄产量 (千吨)	27
图 58: 全球加工番茄产量 (千吨) 及同比变化情况	28
图 59: 全球加工番茄产量与番茄酱出口单价关系图	28
图 60: 2017 年全国番茄加工企业及开工企业家数对比	28
图 61: 2017 年 1-10 月全国番茄酱出口数量和金额	28
图 62: 国内番茄酱出口市场和国内市场占比情况	29
图 63: 我国与其他国家番茄制品人均消费 (公斤/年) 对比	29
图 64: 公司番茄业务全产业链布局	30

中粮糖业：食糖业务成为核心主业，定位世界级糖商

公司概况：先后经历易主更名和战略调整，现聚焦糖业

中粮屯河糖业股份有限公司总部位于新疆维吾尔自治区乌鲁木齐市黄河路，于1996年在上交所上市。公司目前主营食糖业务和番茄加工业务，经营范围包括国内外制糖、食糖进口、港口炼糖、国内食糖销售及贸易、食糖仓储及物流、番茄加工业务。其中，糖业已经形成海内外自产糖、原糖进口、加工、仓储物流、国内外贸易完整的产业链经营模式。此外，公司在向糖业公司的转型过程中没有放弃原传统业务番茄业务，据公司总体战略发展规划，公司将传统主业番茄业务进行资源整合，新设立“中粮屯河番茄有限公司”，将公司番茄业务相关资产注入该公司，推进公司番茄业务混合所有制改革。

图1：公司发展历程

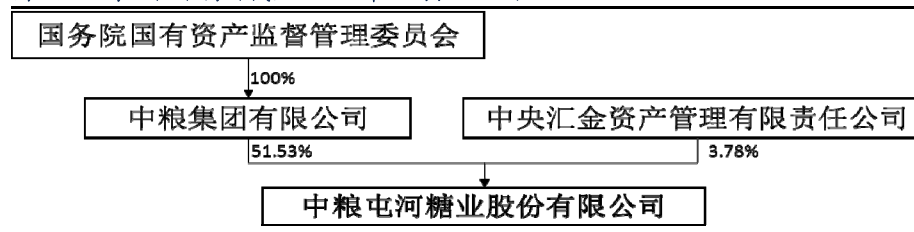


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

股权结构：中粮集团控股，中央汇金持股稳定

公司控股股东为中粮集团有限公司，持股比例为 51.53%，中粮集团由国资委全资控股。公司第二大股东为中央汇金资产管理有限责任公司，中央汇金从 2015 年报披露进入前十大股东至今持股比例维持在 3.78%，未进行增减持。

图 2：公司股权结构（截至 2017 年 10 月 31 日）

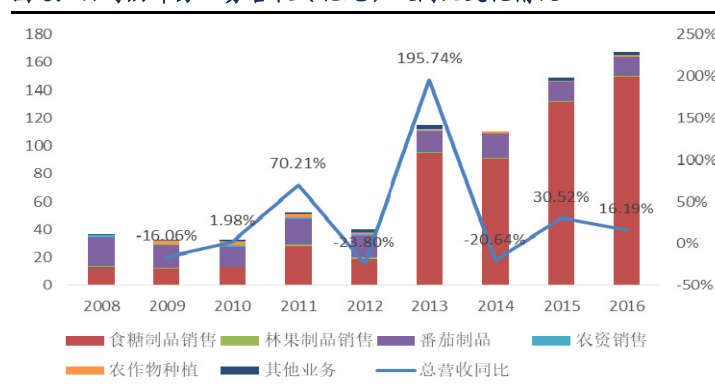


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

业务构成：食糖业务发展成为公司核心主业

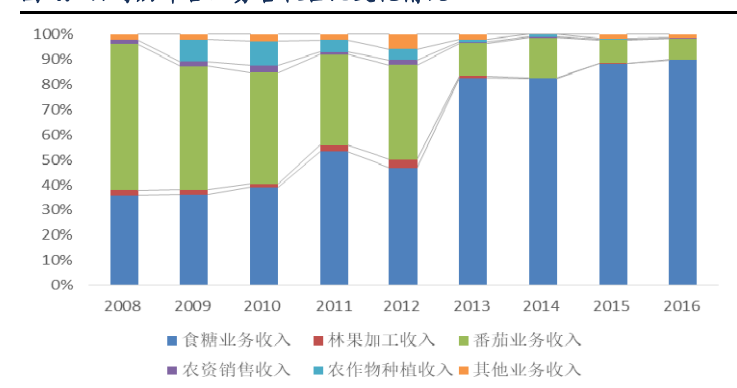
根据公司历年营收变化情况来看，2013 年是公司发展的分水岭。2013 年公司定向募集资金用于扩展食糖业务，当年食糖业务营收及占比大幅提升，影响公司全年营业收入同比增长 195.74%。2013 年后公司保持食糖业务扩张进度，食糖业务占比进一步提升。2016 年公司实现总营收 135.57 亿元（内部抵消前），较上年同期增长 16.19%，增速较上年有所下滑，但已连续两年保持双位数增长。2016 年公司主营业务中食糖业务核心地位进一步凸显，营收占比达 90%，较上年进一步提升。毛利方面，2016 年公司总毛利 19.70 亿元，综合毛利率 14.53%，其中食糖业务毛利占比最高为 82%，番茄制品其次为 14%。

图 3：公司历年分业务营收（亿元）及同比变化情况

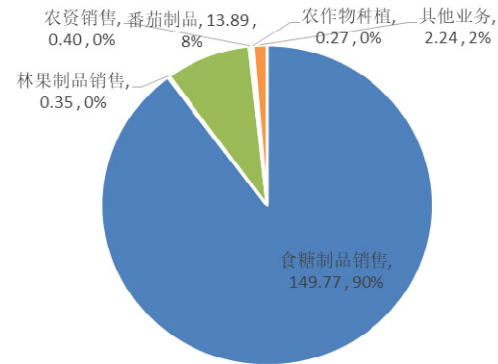


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

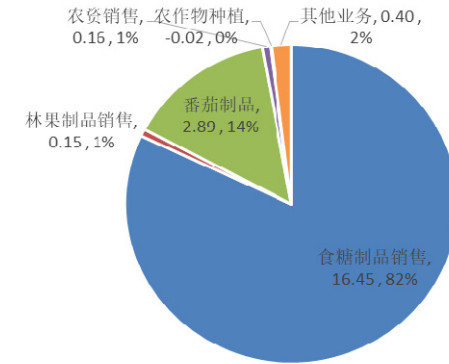
图 4：公司历年各业务营收占比变化情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 5：2016 年公司营收（亿元）分业务构成


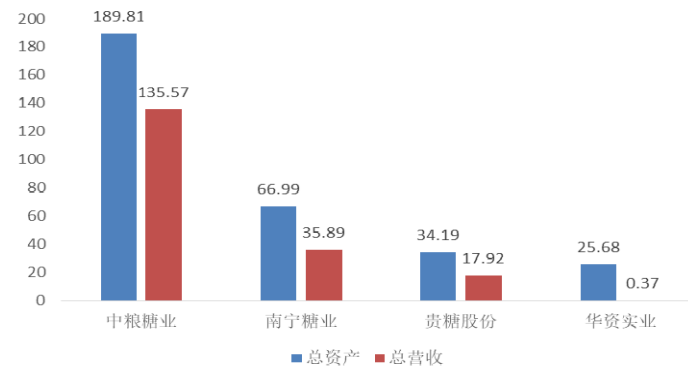
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 6：2016 年公司毛利（亿元）分业务构成


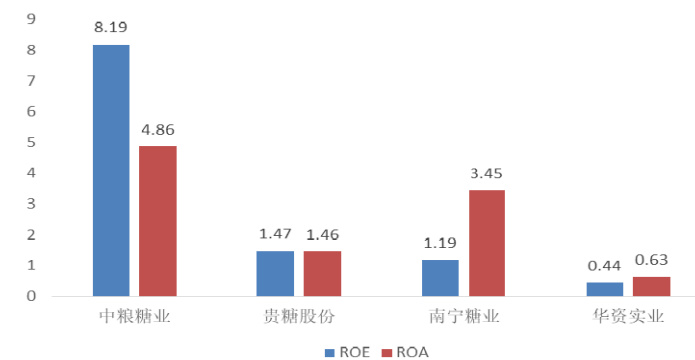
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

财务对标：盈利能力和成长性强于同行

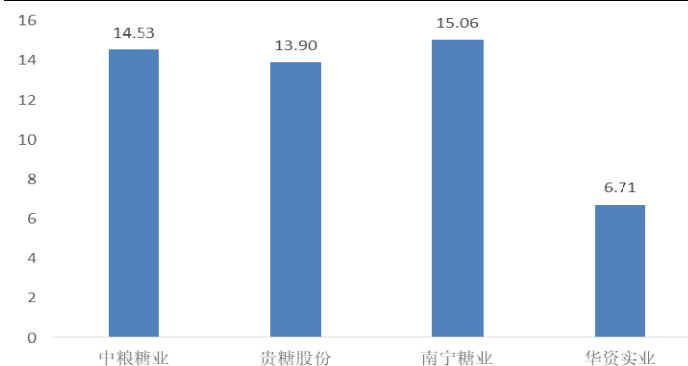
选取主营业务为食糖业务的三家 A 股上市公司南宁糖业、贵糖股份和华资实业作为同业可比公司与中粮糖业进行财务对标分析。2016 年中粮糖业以 189.81 亿元的总资产和 135.57 亿元的总营收规模位居第一，南宁糖业位居其次，2016 年总资产和总营收分别为 66.99 亿元和 35.89 亿元，体量仅为中粮糖业的三分之一。盈利能力方面，2016 年中粮糖业 ROA 和 ROE 分别为 8.19% 和 4.86%，在四家上市公司中排列首位。由于甜菜糖加工毛利率低于甘蔗糖，因此有甜菜糖业务的中粮糖业和华资实业综合毛利率受此拖累，两家公司 2016 年综合毛利率分别为 14.53% 和 6.71%，在糖业上市公司中分别位列第二和第四，南宁糖业凭借资源优势和甘蔗糖业务纯粹，综合毛利率 15.06% 位居首位。成长性方面，中粮糖业 2016 年总营收同比增长率为 16.20%，高于其他三家公司。

图 7：2016 年糖业上市公司总资产及总营收（亿元）对比


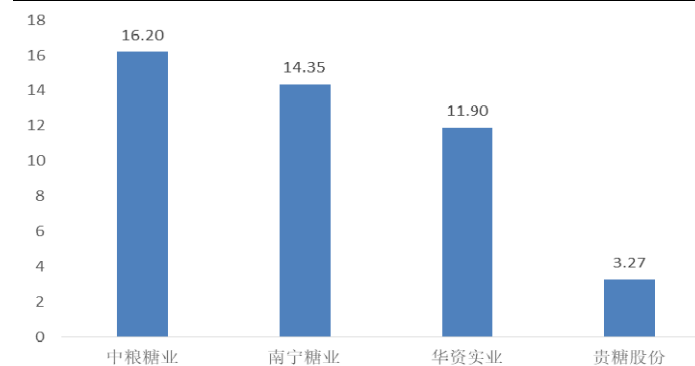
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 8：2016 年糖业上市公司 ROE&ROA (%) 对比


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 9：2016 年糖业公司综合毛利率%对比


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 10：2016 年糖业上市公司营收增长率%对比


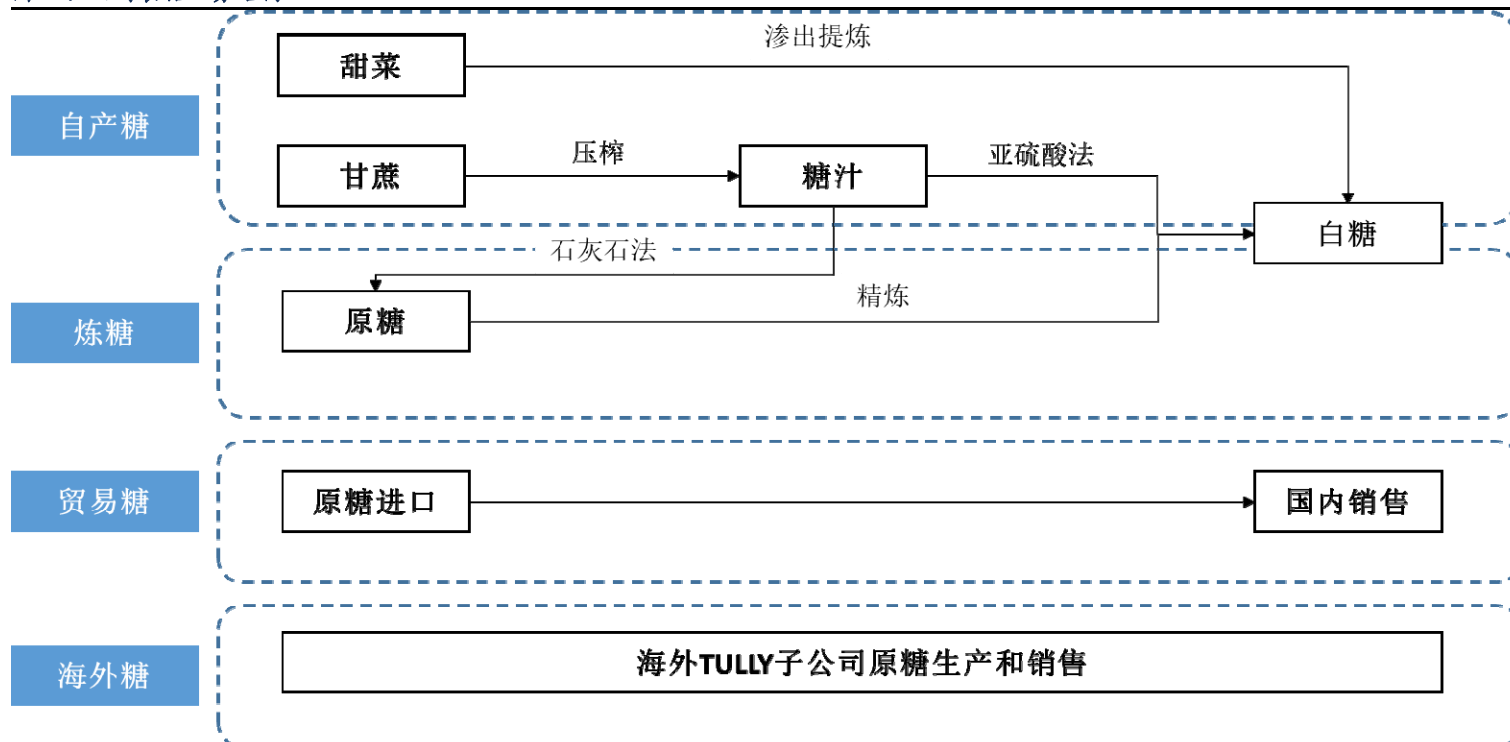
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

食糖业务：糖价周期下行制糖业务承压，贸易糖和炼糖业务整体偏稳

业务概况：自产糖+炼糖+贸易糖+海外糖全面布局

公司食糖业务包括自产白糖、原糖炼糖、贸易糖和海外糖四大块。首先区分原糖和白糖，原糖又称为粗糖，呈浅棕色，不能直接食用，多用于糖厂加工用原料糖；白砂糖俗称白糖，在居民生活与工业生产中用量最大。公司自产糖业务是指国内甜菜和甘蔗加工生产白糖，国内甜菜糖加工步骤主要为甜菜渗出提炼直接生成白糖，甘蔗糖加工业务一般为一步制糖法，即将甘蔗压榨获取的糖汁通过亚硫酸法制成白糖；公司炼糖业务指原糖炼糖，即从海外采购的原糖通过精炼获取白糖；贸易糖业务指原糖进口国内市场销售；海外糖业务指公司海外子公司进行原糖生产加工和销售。

图 11：公司食糖业务结构

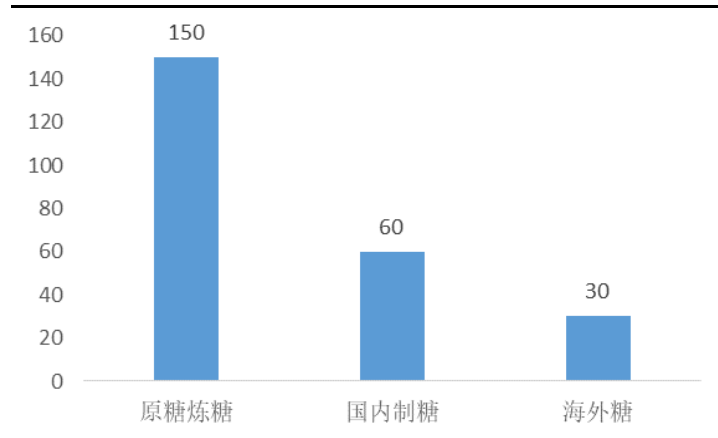


资料来源：信达证券研发中心

公司已经建立起从国内外制糖、进口糖及港口炼糖、国内贸易、仓储物流的全产业运营模式。在国内甘蔗制糖、甜菜制糖方面，拥有 12 家制糖企业，糖产能 60 万吨，产能布局来看，北方地区主要集中在新疆生产甜菜糖，南方地区集中在广西、广

东和云南生产甘蔗糖，且公司对国内制糖业务的战略规划为保持北方制糖稳定同时逐步拓展南方制糖规模，2016 年公司竞拍收购了崇左市永凯左江制糖有限责任公司资产，并设立江州糖业公司，新增 10 万吨甘蔗糖产能，江州糖业与崇左糖业实现良好互补。在原糖炼糖领域，公司在 2016 年收购营口北方持有的营口太古 51% 股权并且同年曹妃甸精炼糖项目唐山糖业公司顺利实现项目转运营后，原糖炼糖产能达到 100（营口太古）+50（唐山糖业）=150 万吨。海外糖领域，公司控股的澳大利亚 Tully 糖业有限公司经营稳定，地域优势明显单产高竞争力强，年产能约 30 万吨。公司 2016 年食糖总产量为 86 万吨，2016 年收购营口太古前总产能合计 140 万吨，产能利用率约 61.43%，其中各产糖领域产能利用率由高到低分别为海外糖领域 > 国内制糖领域 > 原糖炼糖领域，考虑到公司食糖业务产能利用率不高且产能还在继续扩张中，我们认为公司在周期底部保持扩张进度并将在下轮周期上行阶段释放高业绩弹性。

图 12: 2016 年公司食糖业务产能（万吨）情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

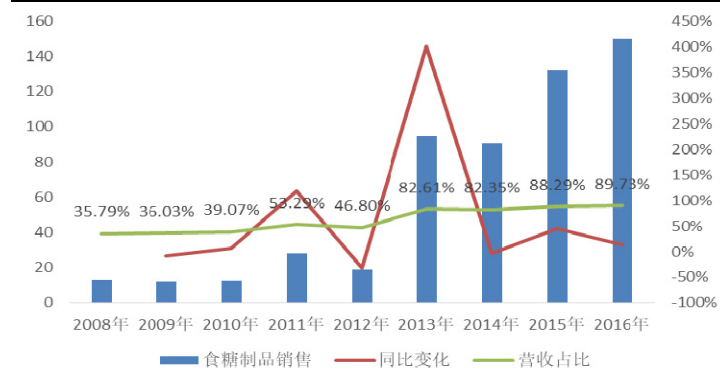
图 13: 公司食糖业务产能分布图



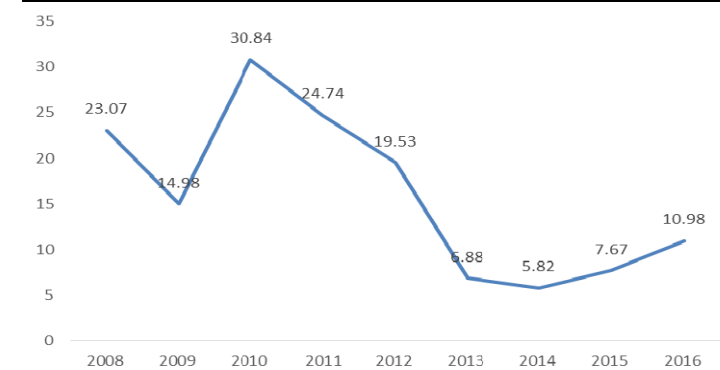
资料来源：公司官网，信达证券研发中心

发展现状：食糖业务占比逐年提升，盈利能力有所好转

2013 年公司扩大糖业规模，食糖业务的营收占比由上年的 46.80% 大幅上升至 82.61%，且之后公司食糖业务呈现稳定增长趋势，营业收入占公司总营收的比例也逐年提升，2016 年公司食糖业务营收占比高达 89.78%。业务盈利方面，公司食糖业务毛利率在 2010 年达到历史高位 30.84%，后受行业景气度减弱影响毛利率出现持续下滑，2014 年公司食糖业务毛利率仅为 5.82%，跌至历史低位。2014 年开始，糖业周期上行，公司食糖业务盈利能力出现好转，近三年呈现逐步提升的态势，2016 年公司食糖业务毛利率回升至 10.98%，较上年提升超过 3 个百分点，但与历史水平相比还处于相对低位。

图 14: 公司食糖业务历年营收 (亿元)、同比变化和总营收占比情况


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 15: 公司食糖业务毛利率%历年变化情况


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

国际糖价: 主产国丰产供需宽松, 糖价周期下行

关键指标: 国际糖价与糖供需缺口、库销比、美元指数和原油价格关联度较高

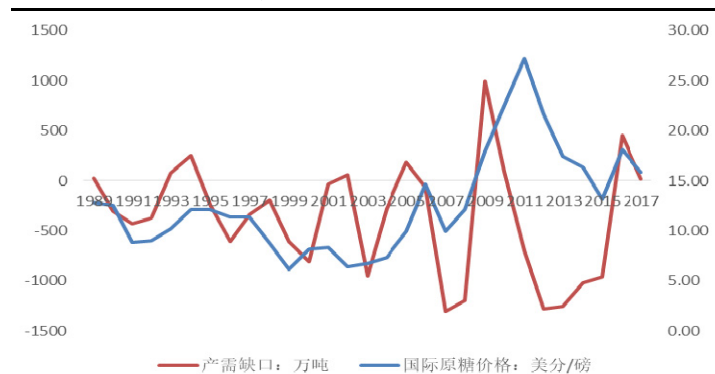
国际原糖价格对公司业绩有两方面重要影响, 其一影响公司原糖炼糖成本, 其二影响食糖进口量进而影响国内糖价。我们总结国际糖价的影响因素发现, 国际糖价与糖供需缺口、库销比、美元指数和原油价格表现出较高的关联度, 原糖兼具大宗商品、金融品和能源品的属性。主要原因是, 供需缺口和库销比反映了糖供需松紧情况, 供需宽松情况下对糖价形成压力, 供需偏紧情况下对糖价形成支撑; 其次, 国际原糖交易以美元计价, 因此美元汇率强弱对主产国 (巴西、印度、泰国) 货币汇率造成影响, 进而影响糖价; 油和乙醇通过共同需求方汽车燃料表现出一定的替代性, 乙醇原料以甘蔗为主, 乙醇用甘蔗比例变化对糖用甘蔗比产生直接影响, 进而影响糖产量。

国际糖价和产需缺口: 正相关, 且产需缺口是糖价的先行指标;

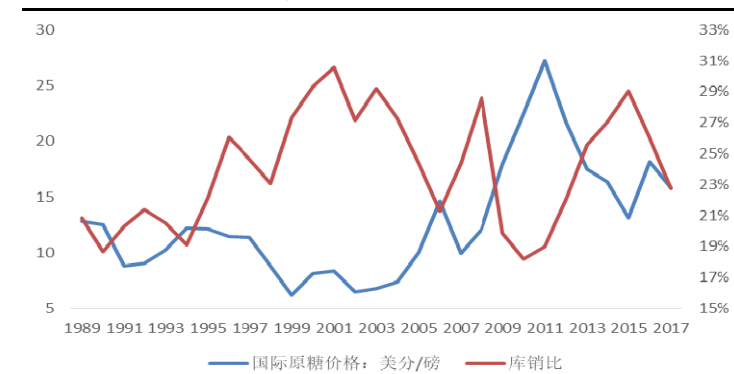
国际糖价和库销比: 负相关, 表现出同步的反向变动关系;

国际糖价和美元指数: 负相关, 表现出明显的反向变动关系;

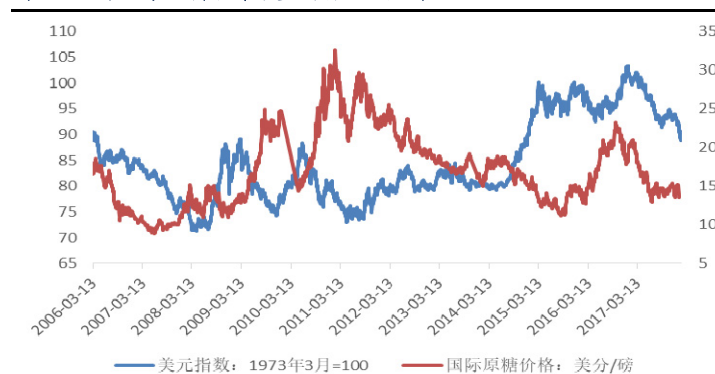
国际糖价和原油价格: 正相关, 表现出正向变动关系, 但由于食糖存在生产周期, 变动滞后于原油。

图 16: 国际原糖价格和产需缺口拟合图


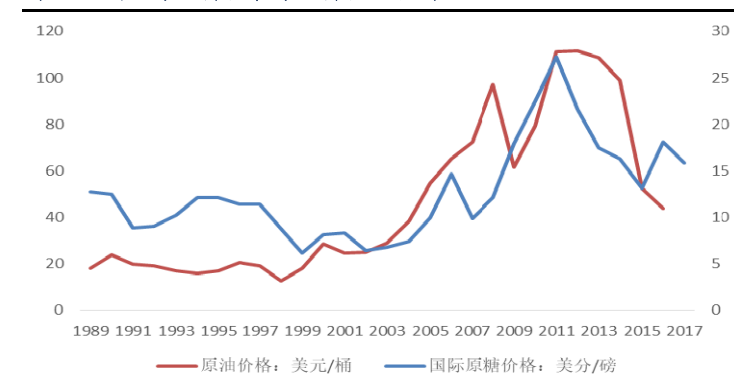
资料来源: USDA, 万得, 信达证券研发中心

图 17: 国际原糖价格和库销比拟合图


资料来源: USDA, 万得, 信达证券研发中心

图 18: 国际原糖价格和美元指数拟合图


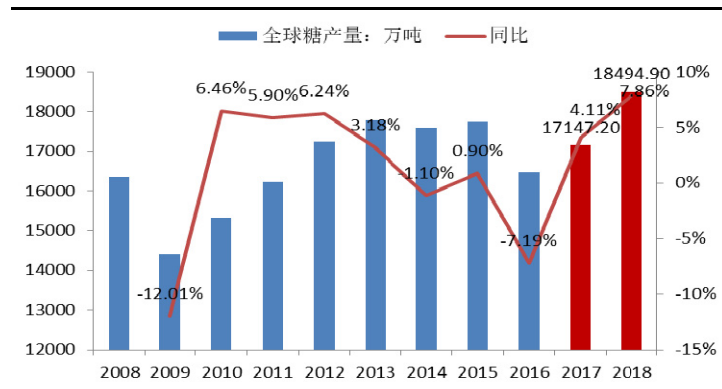
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 19: 国际原糖价格和原油价格拟合图


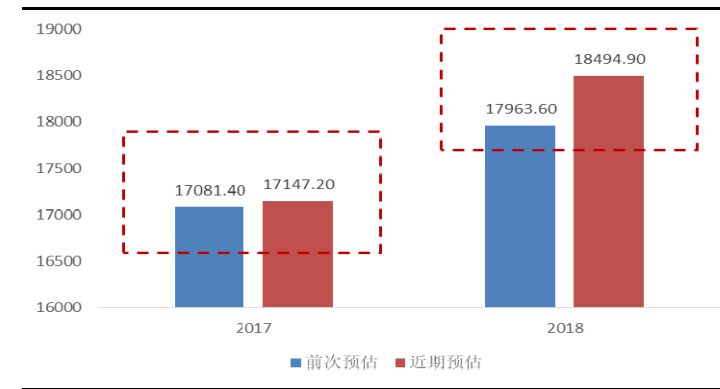
资料来源: USDA, 万得, 信达证券研发中心

供给端: 厄尔尼诺消退, 全球产量恢复

从 2013 年开始全球糖产量增长有所放缓, 2016 年受厄尔尼诺气候影响, 全球糖主产国均遭受不同程度的减产影响, 造成 2016 年度全球糖产量大幅下滑, 较上年度下降 7.19%, 2017 年厄尔尼诺气候影响逐渐消除, 全球糖产量呈现复苏迹象。根据美国农业部 (USDA) 2018 年 1 月供需月报显示, 1 月份 USDA 对估计年度和预测年度的估测值较 2017 年 6 月估测值发生明显变化, USDA 对 2017 估计年度的产量估计值从 2017 年 6 月的 17081.40 万吨调升至 17147.20 万吨, 对 2018 预测年度的产量预测值从前次的 17963.60 万吨调升至 18494.90 万吨。根据 USDA 预测数据, 2017 年度和 2018 年度全球糖产量估测值同比增长率分别为 4.11% 和 7.86%, 增速有提升趋势。

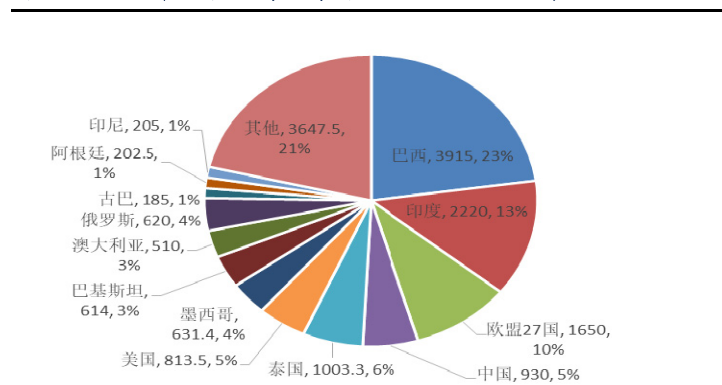
图 20: 全球糖产量及同比变化情况


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

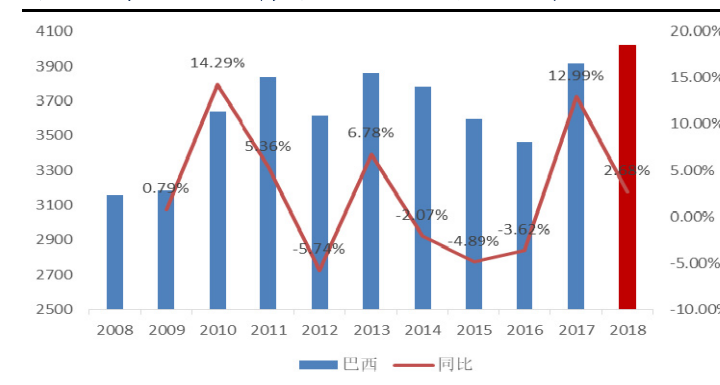
图 21: USDA 对估计和预测年度全球糖产量 (万吨) 的估测调整


资料来源: USDA, 万得, 信达证券研发中心

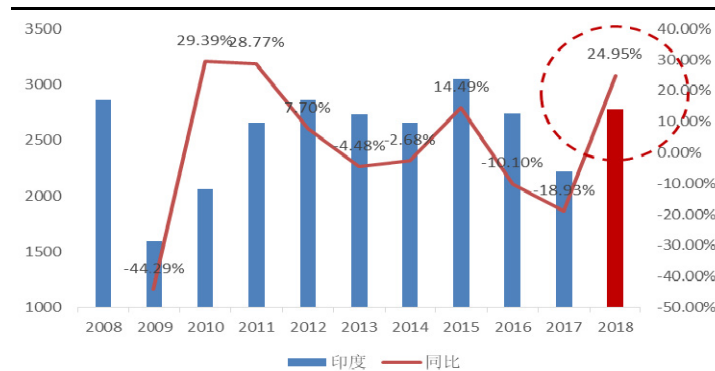
从全球糖供应格局来看, 年产量从高到低依次是巴西、印度、欧盟、泰国和中国, 2017 年糖产量占全球糖产量的比例分别为 23%、13%、10%、6%、5%, 合计占比 57%。其中, 巴西、印度和泰国作为主要甘蔗糖主产国和净出口国, 三者糖产量合计占比达 42%, 对全球糖供需形势和糖价决定因素起到关键作用。根据 USDA 数据显示, 对已经结束的 2017 榨季, 巴西和泰国已经从厄尔尼诺气候影响中恢复过来, 产量较上年有所增长, 仅印度 2017 年度产量同比继续下滑, 对于已经开始的 2018 新榨季, 由于天气适宜不断刷新丰产预期, 根据 USDA2018 年 1 月供需月报显示, USDA 将三个主产国巴西、印度、泰国 2018 榨季糖产量预测值已分别调升至 4020 万吨、2774 万吨、1123 万吨, 较上年同期分别增长 2.68%、24.95%、11.93%。

图 22: 2017 年全球各糖产国产量 (万吨) 及占比情况


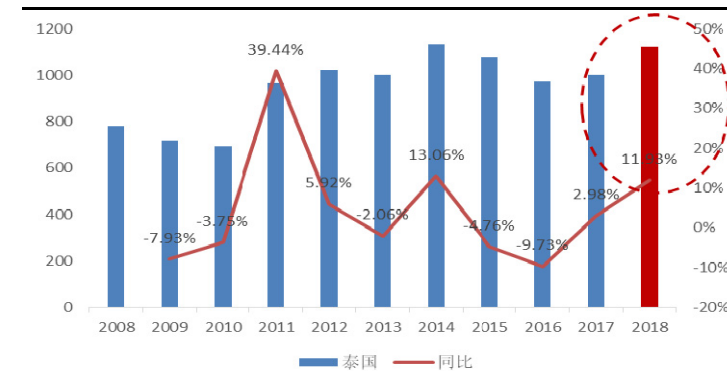
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 23: 主产国巴西历年产量 (万吨) 及同比变化情况


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 24: 主产国印度历年产量 (万吨) 及同比变化情况


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 25: 主产国泰国历年产量 (万吨) 及同比变化情况


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

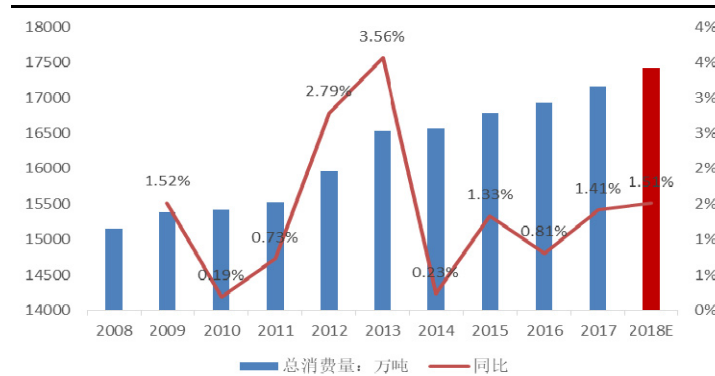
表 1: 全球各主产国甘蔗榨季和糖销售时间表

国家/地区	甘蔗榨季 (开榨-收榨)	糖生产销售月份
巴西	中南部 5-12 月; 东北部 9 月-次年 4 月	5 月初-次年 4 月末
印度	10 月-次年 5 月	10 月初-次年 9 月末
中国	北方 10 月初-次年 2 月底; 南方 11 月初-次年 6 月底	10 月初-次年 9 月末
泰国	11 月-次年 1 月	12 月初-次年 11 月末
欧盟	7 月-次年 1 月	8 月初-次年 7 月末
美国	10 月-次年 4 月	10 月初-次年 9 月末
墨西哥	11 月-次年 7 月	11 月初-次年 10 月末
俄罗斯	8 月-次年 1 月	9 月初-次年 8 月末

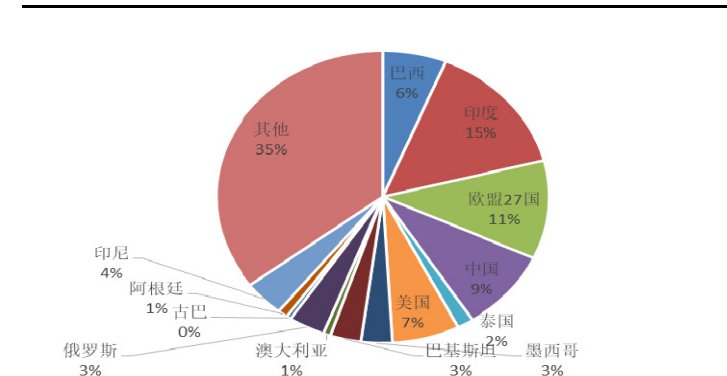
资料来源: 信达证券研发中心

需求端: 主要食糖消费国增长空间较大, 整体增速相对稳定

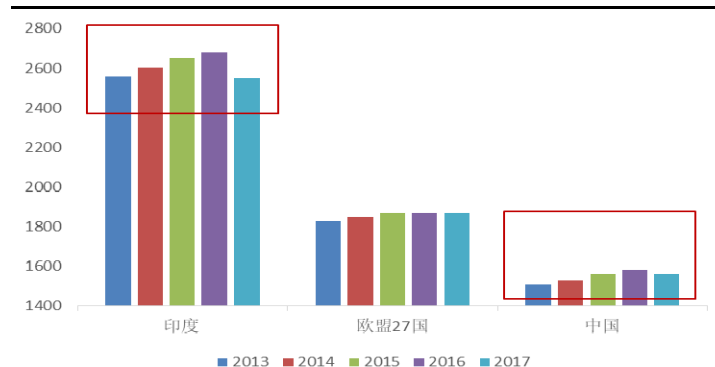
从近几年美国农业部统计的数据来看, 全球食糖消费量保持平稳增长, 2015-2017 年全球糖消费量年增速维持在 0.8%-1.4% 之间, 且预计 2018 年全球糖消费同比增长率为 1.51%。从糖需求结构来看, 全球最大的消费国是印度, 2017 年印度糖消费量占全球总消费量的 15%, 其次是欧盟和中国, 糖消费占比分别为 11% 和 9%。根据主要食糖消费国历年消费量变化情况来看, 除 2017 年中国和印度同比有所下滑外, 近三年保持稳定增长, 而欧盟糖需求相对趋于饱和, 增速明显低于中国和印度。中国和印度年食糖消费量增长较快的原因主要是由于人均糖消费量与全球人均糖消费量相比存在一定差距, 2017 年全球人均糖消费量为 23.36 公斤, 印度为 19.26 公斤, 中国人均消费量仅 11.32 公斤, 不足全球平均水平的一半, 增长空间较大。综合来看我们预计全球糖需求增长比较稳定, 年增速基本维持在 1%-1.5% 之间。

图 26: 近年来全球食糖消费量(万吨)及同比变化情况


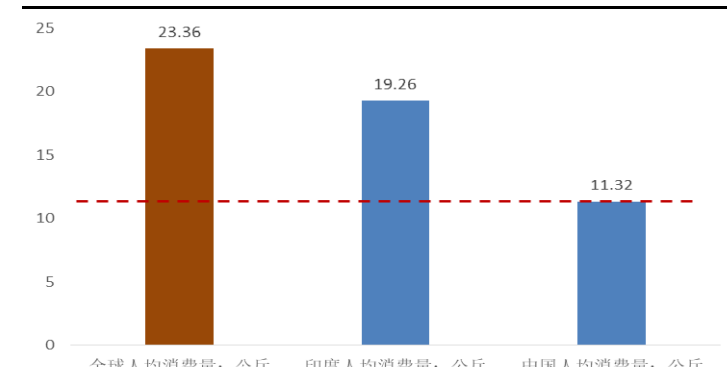
资料来源: 万得, 美国农业部, 信达证券研发中心

图 27: 2017 年全球各国食糖消费量占比


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 28: 主要食糖消费国近年消费量(万吨)变化情况


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 29: 2017 年主要消费国人均食糖消费量与全球人均消费量对比


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

糖价判断: 供需宽松基本确定, 糖价向下承压

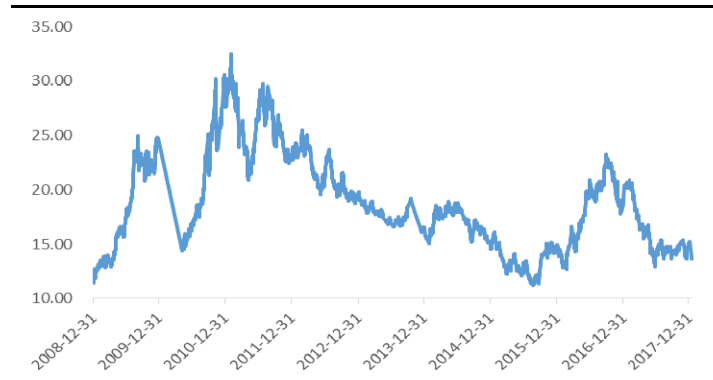
从全球糖供需情况来看, 据 USDA 供需月报显示, 由于气候转好 USDA 预计 2017/2018 榨季全球糖产量同比增加, 导致预测榨季产销过剩量达 1072.6 万吨, 影响库销比由 2017 年的 22.74% 升至 23.43%, 短期来看全球糖供需偏松, 糖价面临向下压力。但考虑到糖库销比仍处于历史相对低位, 且处于去库存阶段, 全球糖库销比有继续向下趋势, 对糖价形成一定支撑, 因此我们认为尽管在全球丰产导致糖供需宽松的情况下全球糖价承压, 但低库销比对糖价形成支撑, 整体来看全球糖价没有大幅下跌的基础, 或呈现震荡偏弱走势。比较其他与原糖价格关联度较高的指标如美元指数和原油价格来看, 特朗普减税法案的签署或加速通胀攀升, 进而汇率下行美元指数承压, 原油方面 OPEC 减产超出非常规原油的增产, 供需格局改善, 油价或

将延续偏强走势，考虑到美元指数、原油价格与糖价分别呈现负相关和正相关关系，均对糖价形成一定支撑。综合以上方面，我们认为国际糖价在供需偏松的大背景下周期向下，但下跌空间有限，整体走势稳中偏弱。

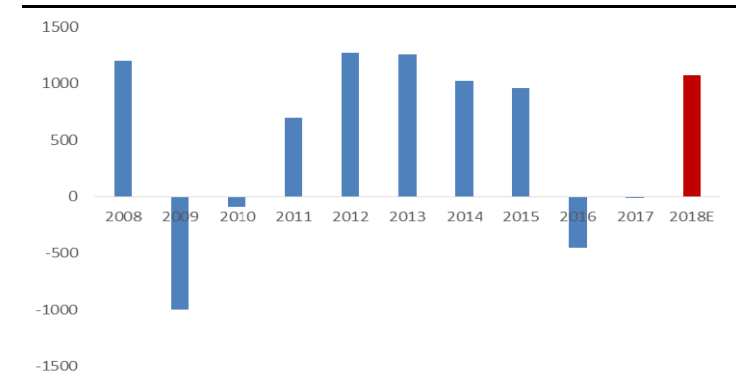
表 2: 全球糖供需平衡表

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E
期初库存	3691.6	4338.9	2983.6	2802.8	2949.1	3519	4228.8	4480.3	4877.6	4404.8	3903.4
产量	16353.6	14388.8	15318.4	16222.1	17234.9	17783.3	17587.1	17746.2	16470.3	17147.2	18494.9
进口量	4537.7	4380.2	4826.1	4911.9	4856.3	5144.4	5145	5019.8	5457	5498.1	5362.6
总供应量	24582.9	23107.9	23128.1	23936.8	25040.3	26446.7	26960.9	27246.3	26804.9	27050.1	27760.9
出口量	5088.1	4668.9	4832.7	5393.9	5499.6	5574.2	5793.1	5501.3	5400	5901.6	6185.2
消费量	15155.9	15385.7	15414.7	15526.9	15959.5	16528.3	16566.4	16787.2	16922.9	17162.3	17422.3
总需求量	20244	20054.6	20247.4	20920.8	21459.1	22102.5	22359.5	22288.5	22322.9	23063.9	23607.5
产销缺口	1197.7	-996.9	-96.3	695.2	1275.4	1255	1020.7	959	-452.6	-15.1	1072.6
期末库存	4338.9	3053.3	2802.8	2949.1	3519	4228.8	4480.3	4877.6	4404.8	3903.4	4082.1
库销比	28.63%	19.85%	18.18%	18.99%	22.05%	25.59%	27.04%	29.06%	26.03%	22.74%	23.43%

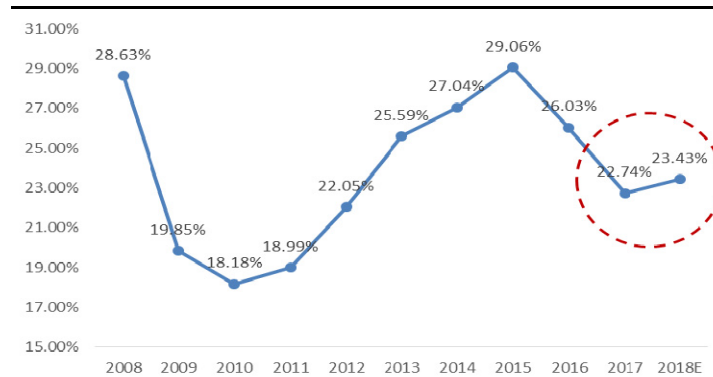
资料来源: USDA, 信达证券研发中心

图 30: 国际原糖价格 (美分/磅) 走势情况


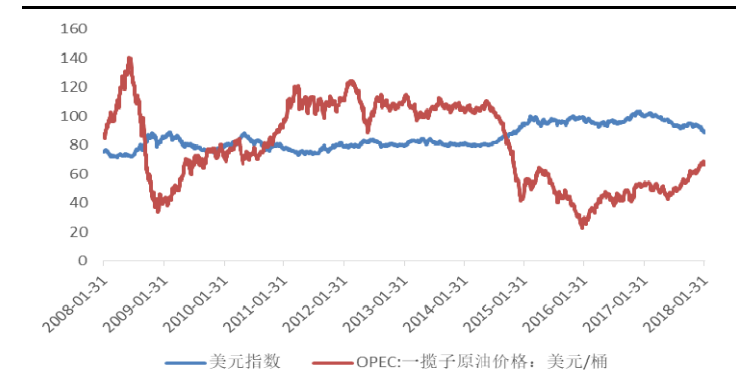
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 31: 历年全球糖产需过剩量 (万吨)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 32: 近年原糖库销比变化情况


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 33: 美元指数和国际原油价格走势


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

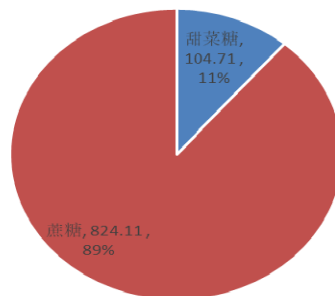
国内糖价: 国内制糖处于增产周期, 叠加进口压力糖价走势偏弱

供给端: 产量进入增产区间, 进口受贸易保护政策影响受限

国内食糖生产格局来看, 按糖料分类分为蔗糖和甜菜糖。我国食糖生产以蔗糖为主, 2017 年全国蔗糖产量和甜菜糖产量分别

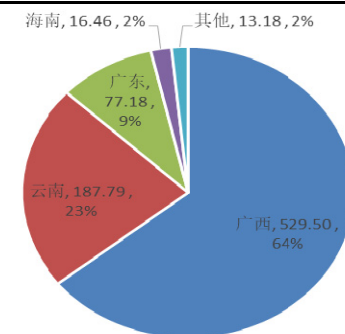
为 824.11 万吨和 104.71 万吨，占食糖总产量的比例分别为 89%和 11%。食糖榨区分布来看，广西为我国食糖主要榨区，2017 年广西食糖产量占比达 64%，其次为云南 23%，广东 9%，三者合计占比达 96%。此外根据各产区历年甘蔗种植面积来看，广西年复合增速高于其他地区，这主要由于广西地理位置的先天优势，广西逐渐发展成为全国糖业生产基地，在国家糖产业保护政策的背景下，广西糖业将继续快速发展，糖占比也将进一步提升。

图 34: 2016/2017 榨季全国糖产量 (万吨) 构成



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 35: 2017 年蔗糖产量 (万吨) 榨区分布



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

表 3: 我国甘蔗、甜菜种植面积及地区分布情况

单位: 万公顷	甘蔗						甜菜					
	广西	云南	广东	海南	其他	合计	新疆	内蒙古	河北	黑龙江	其他	合计
2000	50.9	26	17.8	6.2	23.8	124.7	5.6	5.9	1	14.6	5.9	32.9
2001	57.5	26.9	16.4	6.1	24.1	130.9	8.6	5.8	0.9	18.2	7.2	40.6
2002	67.1	29.7	17.2	6.5	25.4	145.8	8.5	7.1	1.2	19.9	5.8	42.4
2003	70.9	29.2	15.6	6.9	25.3	147.9	6.7	3.7	1.2	11.9	1.3	24.8
2004	72.4	28.1	15.1	7	22.3	144.8	6	3.6	0.9	7.6	1	19
2005	74.8	25.5	14.8	6	20.4	141.4	7	3.8	1.1	8.1	1.1	21
2006	83.8	28.7	16.6	6.6	20.4	156.2	9.4	4.9	1.7	11.1	1.5	28.7
2007	101.2	26.5	14.8	6.3	16.1	164.9	7.5	3	1.6	7.9	1.6	21.6
2008	109	31	15	7.9	19.4	182.2	7.1	4.9	1.6	9	2.1	24.6
2009	106	29.6	15.2	7.5	18.9	177.2	6.4	3.3	1.3	6.4	1.3	18.6
2010	106.9	29.5	15.5	6	16.7	174.6	7.5	3.7	1.4	7.8	1.5	21.9
2011	109.2	30.7	16	6.1	16.3	178.2	7.5	3.9	1.2	8.2	1.7	22.7

2012	112.8	33.1	16.5	6.2	17	185.7	8.3	4.4	1.4	7.3	2.2	23.6
2013	112.5	34.2	17.3	6.4	17.6	188.1	6.6	4.6	1.6	3.9	1.5	18.2
2014	108.2	34	16.9	6.2	17	182.2	6.3	4	1.5	1	1.1	13.9
CAGR	5.50%	1.90%	-0.40%	0.00%	-2.40%	2.70%	0.90%	-2.80%	3.20%	-17.30%	-11.30%	-6.00%

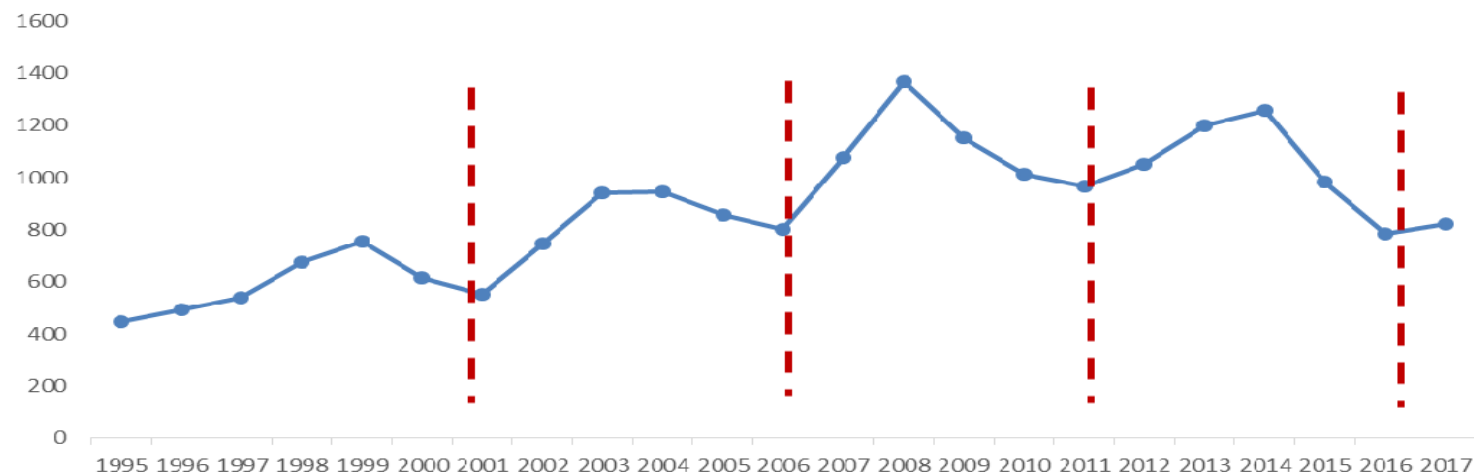
资料来源：广西糖业协会，信达证券研发中心

表 4：我国甘蔗糖、甜菜糖产量及地区分布情况

万吨	甘蔗糖						甜菜糖					
	广西	云南	广东	海南	其他	合计	新疆	内蒙古	河北	黑龙江	其他	合计
2000	301.4	149.2	99	32	33.5	615.1	12.4	32	7.4	12.4	2	66.2
2001	300	130	75.3	24.8	20.5	550.6	1.6	0.5	2	45.4	1	50.5
2002	443	143.5	104.4	30.4	25.7	747	25	6.5	1.1	17.7	0.8	51
2003	561	189	116.5	42	31.1	939.6	52.4	19.9	2.6	40.5	8.7	124.1
2004	588	195	98.5	40.8	21.3	943.6	37.5	7	2.6	9	2.2	58.7
2005	532	159.2	112.1	38.5	15.3	857.1	34.5	7.4	3.3	13.4	1.7	60.3
2006	537.7	141.3	92.2	17.8	11.8	800.8	44.1	12.5	4.3	18.4	1.4	80.7
2007	708.6	183.2	127.9	37.5	17.4	1074.5	70.8	20	7.4	24.2	2.5	124.9
2008	937.2	216.3	145.4	51.7	17.4	1367.9	60.8	18	5	31.4	1	116.1
2009	763	223.5	105.9	46.2	14.4	1153	41.2	15.5	3.9	28.5	1	90.1
2010	710.2	177.2	85.8	31.8	8.9	1013.8	38.4	7	3.2	9.9	1.5	60
2011	672.8	176.1	87.2	22.6	7.3	966	42.6	11.1	3.8	18.4	3.5	79.4
2012	694.2	201.4	114.9	30.9	9.7	1051	47.2	13.7	5	28.4	6.5	100.7
2013	791.5	224.2	121.3	49.8	11.6	1198.3	54.7	16.3	6	23.7	7.9	108.5
2014	855.8	230.6	118.5	41.7	10.6	1257.2	44.9	17	5.6	3	4.1	74.6
2015	634	230.7	79.9	28.2	9.1	981.8	44.6	17.7	5.4	3.1	3	73.8
2016	511	190.8	63.1	15.1	5	785	43.2	28.4	9.8	1.1	2.5	85
CAGR	3.40%	1.50%	-2.80%	-4.60%	-11.20%	1.50%	8.10%	-0.70%	1.70%	-14.00%	1.40%	1.60%

资料来源：广西糖业协会，信达证券研发中心

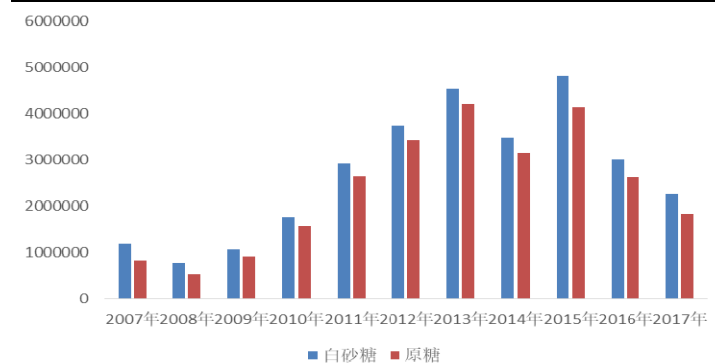
据广西糖业协会数据显示，我国蔗糖产量呈现 5 年一个周期，这主要由甘蔗宿根生长周期、蔗农种植效益及亩产和出糖率方面的生产效率决定，食糖生产基本遵循“涨价-增产-降价-减产-涨价”的周期。从国内蔗糖产量周期来看，目前我国蔗糖产量处于增产周期。

图 36: 我国蔗糖产量 (万吨) 5 年一个周期


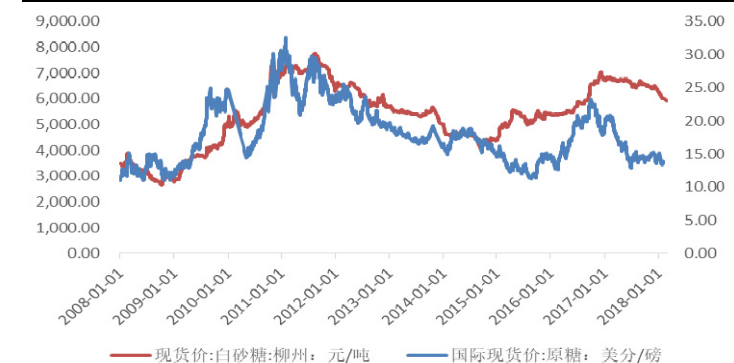
资料来源: 广西糖业协会, 信达证券研发中心

“双高”基地和关税保护举措增强国内糖业竞争力。为增强我国糖业国际竞争力以应对进口原糖冲击、保护国内食糖产业,我国采取的主要措施为建立“双高”基地和实施进口关税保护政策。2014年起面对持续的低糖价和大面积的亏损以及进口糖冲击等不利局面,广西提出建设500万亩甘蔗高产(亩产8吨以上)和高糖(含糖率14%以上)糖料蔗基地的发展战略。2015年广西双高500万亩基地建设与云南200万亩双高基地一道提升至国家战略。国家拨付30亿元支持广西双高基地建设。双高战略的目标是用四年的时间提高我国糖业的竞争力,从源头到收割,围绕实现规模化种植、全程机械化(从种植、耕作、管护到收割)、水利化、良种推广。此外,“双高”基地的实施主体主要为制糖企业,制糖企业通过租赁进行自主种植从而实现种植生产一体化,不仅有效降低生产成本、提高经营效益也能提升原料供应稳定性和发展的可持续性。为保障国内建设“双高”基地期间免遭进口糖冲击国内产业,国务院对进口食糖产品实施保障措施。保障措施将采取对关税配额外进口食糖50%的关税加征保障措施关税的方式,实施期限为3年且实施期间措施逐步放宽,自2017年5月22日至2018年5月21日税率为45%,总税率为95%,2018年5月22日至2019年5月21日税率为40%,总税率为90%,2019年5月22日至2020年5月21日税率为35%,总税率为85%。

2016年,受厄尔尼诺气候影响全球范围原糖减产,推动国际原糖价格持续攀升,进口缩减国内糖价跟随上涨。2017年在气候影响消除后全球丰产的情况下,国际原糖价格走低,国内外价差逐步扩大,但加征保障措施关税政策有效抑制进口冲击,2017年国内白砂糖和原糖进口量分别为226.56万吨和182.21万吨,较上年继续大幅下降。总体来看,在原糖价格大幅走低、关税保护政策以及国内增产周期上行的共同影响下,国内白糖供给宽松,价格走势偏弱,且与国外原糖价格仍保持较高价差。

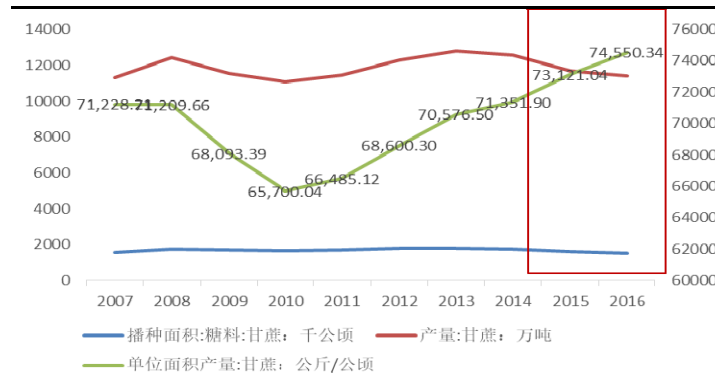
图 37: 我国近年来白砂糖和原糖进口量 (吨) 变化情况


资料来源: 布瑞克, 信达证券研发中心

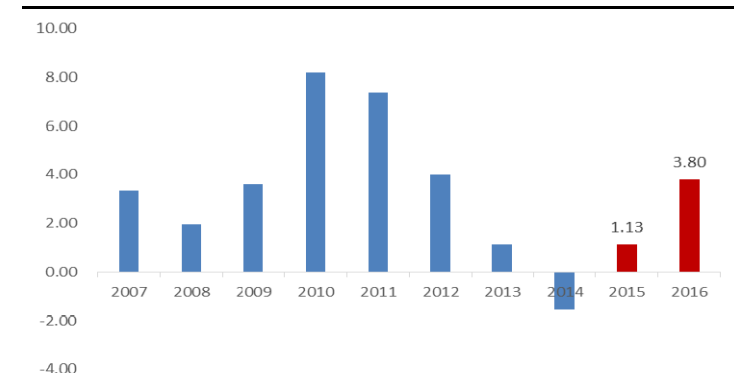
图 38: 国内白糖和国际原糖价格比较


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

甘蔗亩产提升, 种植收益提升, 种植意愿提升。国内食糖产业的快速发展以及 2016 年的食糖牛市对国内糖链上游甘蔗种植和下游食糖加工均产生积极影响。按照国家统计局的口径, 2016 年全年 (1-12 月) 全国甘蔗种植面积和产量延续偏弱走势, 但亩产继续回升, 2016 年全国甘蔗平均亩产为 74550.34 公斤/公顷, 单产较上年同期增加超过 1000 公斤/公顷, 这直接影响蔗农种植收益的提升。此外, 2016 年糖价周期向上, 国内甘蔗收购价按照“食糖价格联动、二次结算”的制度, 影响蔗农单位收益和总收益共同提升, 2016 年国内每 50 公斤甘蔗的种植利润达 3.80 元, 远高于 2015 年的 1.13 元。从单位种植收益的历年走势可以看出明显的周期变化, 2016/17 榨季对应的种植收益与 2009 年周期向上阶段的水平相当, 2016/17 榨季种植效益的大幅提升将带动蔗农种植意愿增强, 我们预计 17/18 和 18/19 两个榨季甘蔗种植面积和产量将稳步提升, 进而影响糖产量增长。

图 39: 我国甘蔗历年种植情况


资料来源: 万得, 国家统计局, 信达证券研发中心

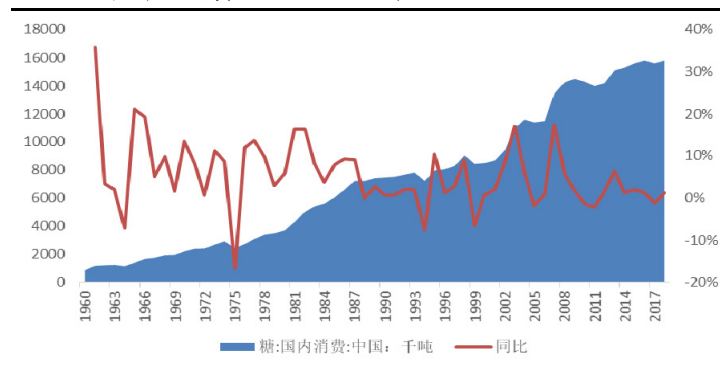
图 40: 国内甘蔗单位种植利润 (单位: 元/50 公斤主要产品)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

需求端：增长空间较大、替代品市场饱和，需求平稳增长

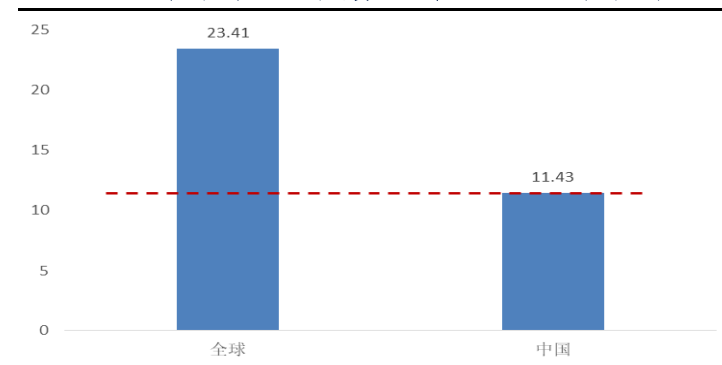
受食糖价格周期变动影响我国食糖需求量历年变化波动较大，但整体呈现稳步增长的走势。2017 年国内食糖消费量为 1560 万吨，同比下降 1.28%，USDA 预计 2018 年度我国食糖消费量达 1580 万吨，同比增长 1.28%，2007-2017 年国内食糖消费量年复合增长率为 1.46%。2017 年中国人均食糖消费量为 11.43 公斤，不足全球平均水平 23.41 公斤/人的一半，增长空间较大。影响国内食糖消费的重要因素为淀粉糖的替代作用，淀粉糖作为一般甜味剂对食糖具有一定替代作用，如果淀粉糖的需求增速超过食糖需求增速，将不断挤压食糖的市场空间。据布瑞克数据显示，2009 年开始我国淀粉糖消费量增速逐年下滑，2015 年淀粉糖国内消费量同比增长率降至 2.61%，淀粉糖市场份额趋于平稳，2015 年淀粉糖市场占比 43.07%。由此判断我国淀粉糖市场已接近饱和，主要原因包括，基于生产技术和成本的考虑，食糖下游各领域存在淀粉糖对食糖的最大替代率。司伟在《替代还是互补？淀粉糖与食糖在食品饮料业中的应用趋势》中根据各领域淀粉糖的最大替代率估算出的淀粉糖最大市场占有率为 24.3%，当前水平已远超给出的理论水平，我们预计未来国内淀粉糖需求增长或进一步放慢，替代作用保持稳定或有所减弱。考虑到国内食糖需求空间较大以及替代品淀粉糖市场相对饱和、增长趋缓，我们预计国内食糖需求量有望保持稳步增长，排除周期项和周期底增速或保持在 1.5% 左右。

图 41：我国食糖消费量及同比变化情况

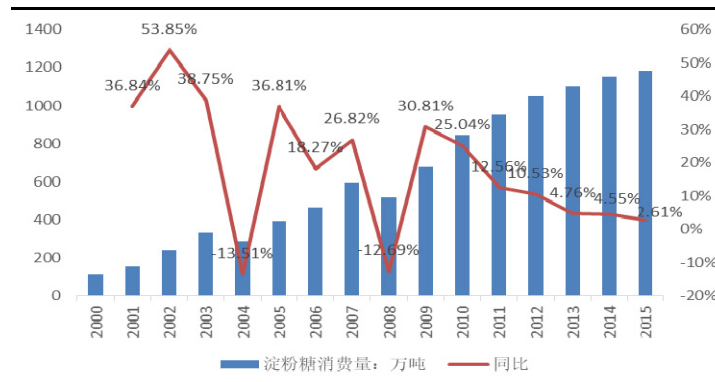


资料来源：万得，信达证券研发中心

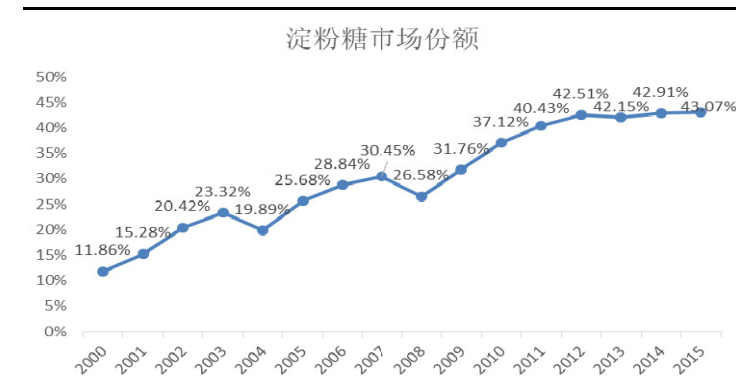
图 42：2017 年我国食糖人均消费（公斤/人）与全球平均水平比较



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 43: 我国淀粉糖消费量及同比变化情况


资料来源: 布瑞克, 信达证券研发中心

图 44: 我国淀粉糖市场占比及历年变化情况


资料来源: 布瑞克, 万得, 信达证券研发中心

表 5: 食糖下游加工行业中淀粉糖的市场份额估算

需求类别	淀粉糖最大替代率%	食糖消费结构%	淀粉糖理论市场份额%
碳酸饮料	35	19.3	6.8
冷冻食品	30	4	1.2
速冻食品	20	7.2	1.4
罐头	30	5.3	1.6
糖果	20	12.6	2.5
饼干	0	14.5	0
糕点	25	7.4	1.9
果汁饮料	30	20.7	6.2
乳制品	30	9	2.7
合计		100	24.3

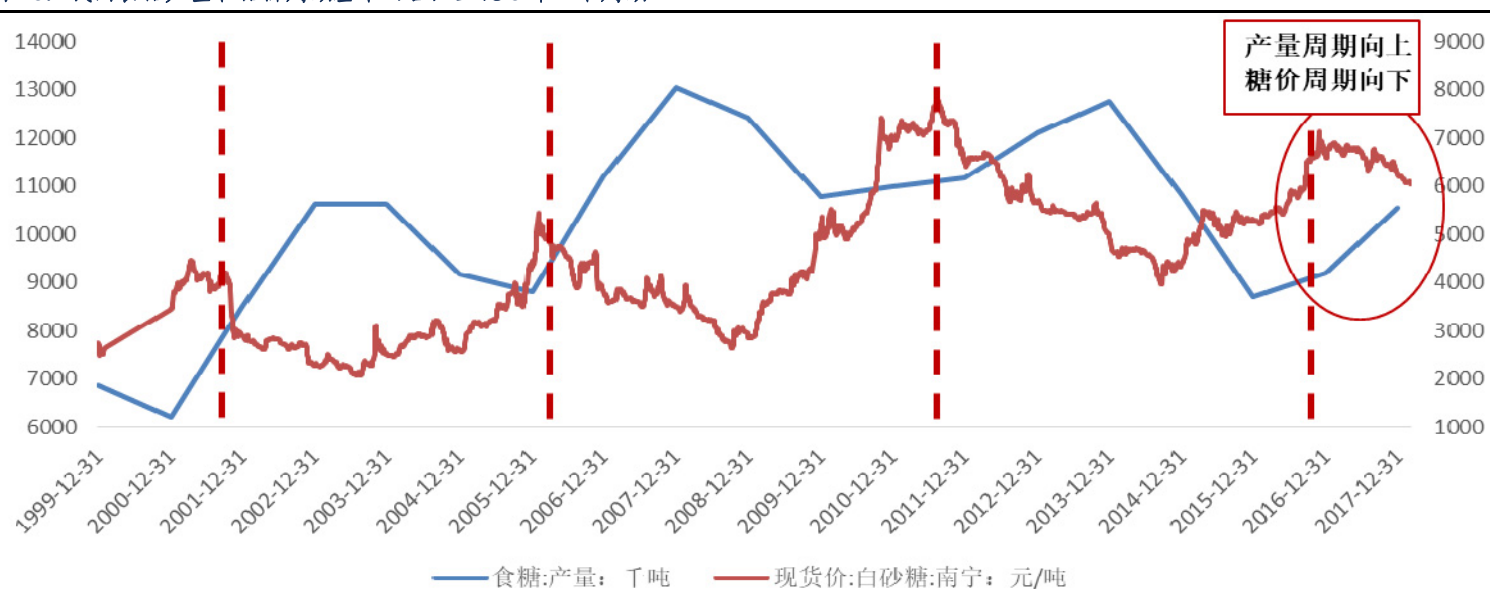
资料来源: 司伟, 朱海燕. 替代还是互补? 淀粉糖与食糖在食品饮料业中的应用趋势[J]. 中国农业科学, 2013, 46(22): 4829-4836;

注: 淀粉糖理论市场份额=淀粉糖最大替代率*食糖消费结构

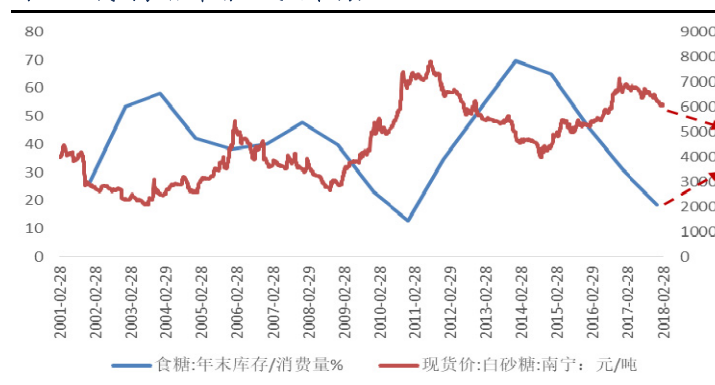
糖价研判：国内食糖产量周期和糖价周期基本吻合

我国食糖价格与产量均呈现周期性变化，且根据历史规律来看，我国糖价与产量周期基本吻合，产量增价格降，产量减价格涨，基本呈现 5 年一个周期，当前处于上轮周期（2011-2016）结束、新周期的开始阶段，本轮周期处于糖价降、产量增的阶段，从周期角度来看该趋势将贯穿全年，国内糖价或在 2019 年迎来反弹。库销比指标与糖价联动性也较高，但随着国内食糖产量周期向上，国内食糖库销比达到 2011 年的历史低位后或迎来向上拐点，作为反向指标糖价承压。当前国内糖业供应端的重要关注点在于关税保护政策的影响，增加保护关税后原糖进口量有所缩减，但国内外价差明显，在原糖价格向下的趋势下价差或进一步扩大，因此保护关税对原糖进口量的影响有限，不能改变国内糖价周期下行的趋势。据美国农业部供需报告预测，2018 年国内进口原糖 420 万吨，仍处于历史相对高位。

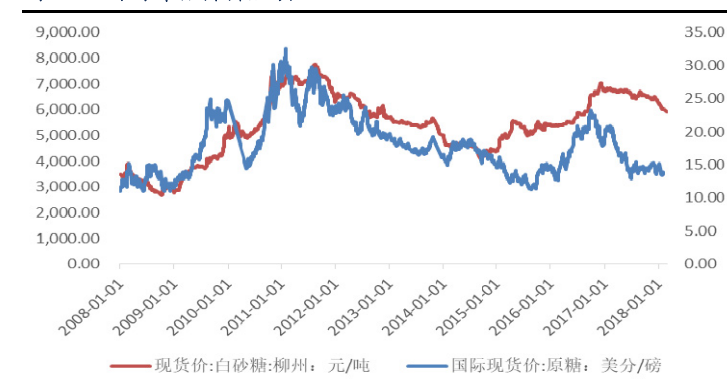
图 45：我国食糖产量和糖价周期基本吻合，呈现 5 年一个周期



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 46: 我国食糖库销比或迎来拐点


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 47: 国内外糖价价差明显


资料来源：万得，信达证券研发中心

表 6: 国内食糖供需平衡表

万吨	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E
期初库存	378.40	235.50	162.10	414.00	679.30	997.70	1,039.00	959.10	781.10
产量	1,142.90	1,119.90	1,234.10	1,400.10	1,426.30	1,100.00	905.00	930.00	1,050.00
进口量	153.50	214.30	443.00	380.20	427.50	505.80	611.60	460.00	420.00
总供给量	1,296.40	1,334.20	1,677.10	1,780.30	1,853.80	1,605.80	1,516.60	1,390.00	1,470.00
国内消费	1,430.00	1,400.00	1,420.00	1,510.00	1,530.00	1,560.00	1,580.00	1,560.00	1,580.00
出口量	9.30	7.60	5.20	5.00	5.40	4.50	16.50	8.00	4.50
总需求量	1,439.30	1,407.60	1,425.20	1,515.00	1,535.40	1,564.50	1,596.50	1,568.00	1,584.50
供需缺口	-142.90	-73.40	251.90	265.30	318.40	41.30	-79.90	-178.00	-114.50
期末库存	235.50	162.10	414.00	679.30	997.70	1,039.00	959.10	781.10	666.60
库销比	16.47%	11.58%	29.15%	44.99%	65.21%	66.60%	60.70%	50.07%	42.19%

资料来源：万得，美国农业部，信达证券研发中心

制糖业务北稳南进，糖价周期下行业绩承压

国内制糖业务方面，公司实施“北稳南进”的策略，保持规模扩张进度，2016年先后收购崇左糖业和成立江州糖业，新增10万吨蔗糖产能，同时二者实现良好互补，协同效果较好。此外，公司原料管控力优势显著，甜菜糖方面已基本形成甜菜的规模化、机械化及标准化的种植模式，机械采收比例达92%；甘蔗糖方面积极参与双高基地建设，直接经营的双高基地面积已由2015年的300亩提升至1.6万亩。公司较强的原料管控能力不仅能增强生产供应的稳定性、防范周期波动风险，且随着双高基地的建成和完善，亩产和糖分的提高将带来公司种植效益和制糖效益的提升，对增强公司食糖业务的盈利能力产生积极影响。但另一方面，2018榨季处于糖价下行周期，我们认为2018年公司食糖业务相较2017年或出现一定下滑。

表 7：2015 年广西双高糖料蔗基地建设实施方案

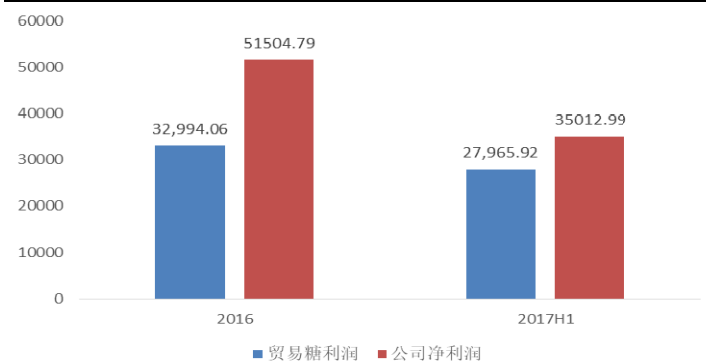
总体思路	逐步实现糖料蔗基地经营规模化、种植良种化、生产机械化、水利现代化，降低糖料蔗生产成本，不断提高单产、糖分和生产效益，进一步提高我区糖业国际竞争力，促进广西糖业可持续发展。	
工作目标	2015年，建设80万亩经营规模化、种植良种化、生产机械化、水利现代化的“双高”基地，力争平均亩产达到8吨、蔗糖分达到14%以上。	
建设范围	在40个糖料蔗生产基地县（市、区）片区范围内，选择水源充足、地势平缓、集中连片、基础设施较好、群众积极性较高的区域，开展“双高”基地建设。任务分配为：崇左市31万亩、来宾市11万亩、南宁市9万亩、柳州市7万亩、百色市3万亩、河池市3万亩、防城港市1.5万亩、钦州市2万亩、北海市1.5万亩、贵港市2.5万亩，自治区农垦局6万亩、自治区监狱局2.5万亩。	
建设任务及建设标准	土地流转	流转或整合土地单块长200米以上、宽25米以上（7.5亩以上），单片面积200亩以上
	土地整治	开展“小块并大块”土地整治和耕地平整配套建设，实现基地单幅地块坡度在13度以下，适合大中型机械作业运输要求，单片地块可配套排水渠。
	水利建设	合理确定水源、灌溉渠系（管道）、配套建筑物工程和田间灌溉工程，保障基地灌溉水源。落实和完善灌溉工程运行和管理机制，确保蔗区水利基础设施持久、高效地发挥作用。
	全程机械化	引进先进装备，重点推进大中型切段式糖料蔗联合收割机应用，推广一批适应性强、可靠性好、性能优良的糖料蔗耕作机械。大力推进普及深耕深松、机械一体化种植、中耕培土、收获等机械化技术，实现糖料蔗生产全程机械化。鼓励和引导成立农机专业服务组织。
	良种良法	大力推广现有高产、高糖、抗逆性强、宿根性好并经自治区审定的糖料蔗新品种及脱毒健康种苗。推广深耕深松、地膜覆盖等先进、适用种植技术。推广满足生产全程机械化要求的标准化种植，采取1.2米以上的等行距种植或宽行1.2米以上、窄行0.4—0.5米的宽窄行种植。建设一批区域性糖料蔗良种繁育基地。

实施主体、 责任主体和 建设模式	实施主体	基地建设实施主体为制糖企业、糖料蔗种植公司、统一经营管理的专业合作社、种植大户以及自治区农垦集团公司、华盛集团公司等。		
	责任主体	各有关市、县（市、区）人民政府及自治区农垦局、监狱管理局为基地建设的责任主体，负责统筹协调推进基地项目建设各项工作。		
	项目建设参考模式	1、制糖企业直接经营	制糖企业租赁农民土地后自主种植糖料蔗，实现制糖与糖料蔗种植一体化发展。	
		2、制糖企业与农户合作经营	制糖企业与蔗农协商合作，由制糖企业在蔗种、机耕、土地整治、道路建设、水利设施建设、灌溉管理、机械砍收等方面统一管理，蔗农以土地承包经营权入股等方式参与基地建设，利益共同分享。	
		3、专业种植公司投资经营	按照依法、自愿、有偿的原则，农民以出租、转包、入股、互换等形式流转土地承包经营权，交由有资金、懂技术、会管理的专业种植公司集中种植糖料蔗。	
		4、糖料蔗种植专业合作社经营	农民以集体土地承包经营权入股，建立糖料蔗生产专业合作社，实行“民办、民营、民管”的经营方式，统一经营、按股分红。	
5、种植大户（家庭农场）经营		农民将土地流转给种蔗能手、经营能人，发展规模化经营。		

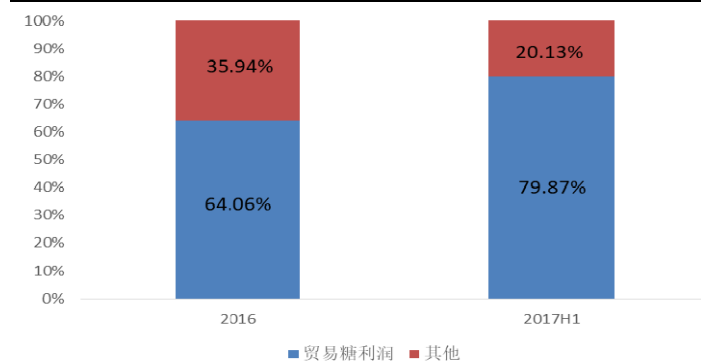
资料来源：广西糖网，信达证券研发中心

贸易糖业务稳中有进，公司业绩的中流砥柱

公司内主要从事食糖贸易业务的为中粮糖业有限公司，中粮糖业有限公司为公司的全资控股子公司。2016年中粮糖业有限公司实现净利润3.30亿元，占公司归母净利润的64.06%，2016年在国内经济下行、市场波动较大的背景下，公司加大市场开发和渠道拓展力度，食糖贸易业务实现稳定发展。2017上半年公司食糖贸易业务保持增长势头，贡献净利润2.80亿元，利润占比达79.87%。近年来公司食糖贸易业务作为公司龙头业务，在周期波动中起到中流砥柱的作用。2017年5月22日，商务部对于进口食糖产品保障措施调查的裁定出炉，采取对关税配额外进口食糖征收保障措施关税的保障措施。公司食糖贸易部在政策允许下，看准时机采购原糖，开拓新市场；利用市场、信息、信用优势，开发更多潜在代理客户，扩大贸易量，保持贸易业务的稳定盈利能力。我们认为公司作为国家进口食糖主要渠道的地位不会发生变化，公司将依靠出色的糖源掌控能力、采购能力和市场能力为公司经营稳定性提供保障，我们预计公司贸易糖业务将保持平稳增长，仍将是公司业绩的主要贡献点。

图 48: 公司贸易糖利润与归母净利润比较 (万元)


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 49: 公司贸易糖业务利润贡献占比


资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

炼糖业务外延式扩张, 内外糖高价差增大利润空间

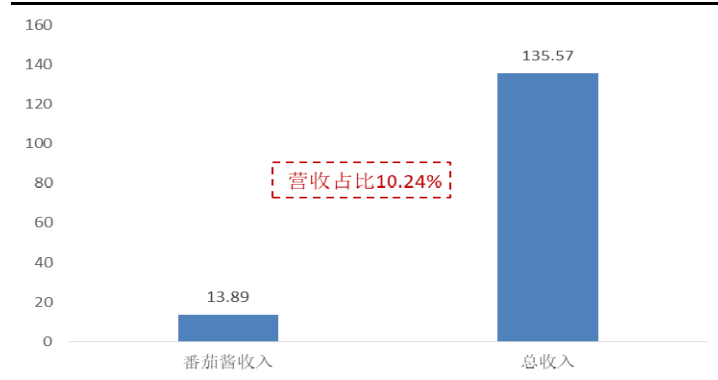
2016 年, 公司炼糖公司唐山糖业公司的曹妃甸精炼糖项目实现项目转运营, 产能 50 万吨, 全年加工原糖 22 万吨, 实现净利润 2394 万元。2016 年 9 月 8 日, 公司与营口北方签订《股权转让合同》, 以人民币 2.63 亿元的价格, 受让营口北方持有的营口太古 51% 股权。营口太古拥有 100 万吨炼糖加工能力, 加上已投产的唐山糖业 50 万吨公司炼糖总产能达 150 万吨, 实现炼糖业务的外延式扩张。2016 年全年唐山糖业和辽宁糖业公司共加工原糖 84 万吨, 产能利用率 56%, 产量释放空间和业绩弹性较大。2017 年唐山糖业积极寻找和参与国储原糖竞拍机会, 降低炼糖成本, 增加品种供应, 提升产品质量, 用实业发展保证贸易能力落地生根, 2017 上半年唐山糖业实现净利润 1194.64 万元, 经营情况稳定。我们预计受进口保护关税影响国内外糖价或在两年内保持当前的高价差, 这对公司炼糖业务形成利好, 利润空间扩大, 对公司食糖业务盈利能力的提升产生积极影响。

番茄酱业务：行业低迷积极谋变，立足 B2B 模式由出口向国内市场延伸

业务概况：番茄酱以出口为主，产能居全国首位

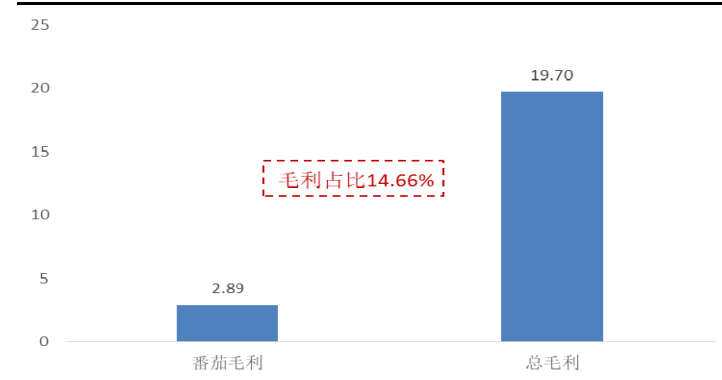
公司 2016 年番茄酱实现营业收入 13.89 亿元，占总营收的 10.24%，毛利 2.89 亿元，占总毛利的 14.66%，占比超过营收占比，因此从毛利的角度来看公司番茄酱业务的盈利能力相比其他业务较高，但番茄酱业务的费用率高企导致该业务仍然处于亏损阶段。截至 2016 年底公司有 24 家番茄加工工厂，日加工鲜番茄量 7 万吨，具有年产大包装番茄酱 40 万吨、加工量居世界加工能力第二，中国第一，而 A 股另一家上市公司*ST 中基产能居世界第三、中国第二。目前公司年产大包装番茄酱 25 万吨左右，占全国总产量的 30%左右。大包装番茄酱主要提供给需要原料酱的加工工厂，出口欧洲、日韩、独联体、美洲等多个国家和地区；主要供应亨氏、联合利华、可果美、地拉、金宝汤、味可美、李锦记、海天等国内外知名企业。

图 50：2016 年公司番茄酱收入（亿元）及占比情况



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 51：2016 年公司番茄酱毛利（亿元）及占比情况



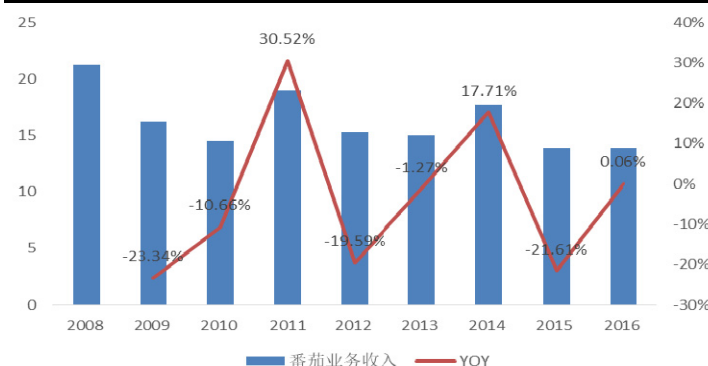
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

发展现状：行业低迷，仍处于亏损期

国内外番茄酱业务竞争不断加剧，行业低迷影响公司番茄酱业务表现不尽人意。公司近年来番茄酱业绩波动较大，且 2008 年开始番茄酱营收呈现整体下滑趋势，2016 年番茄酱销售额远低于 2008 年水平。盈利能力来看，毛利率近三年连续下滑，2016 年公司番茄酱业务毛利率为 20.79%，较上年同期下降 1.56 个百分点，毛利率下滑原因主要是由番茄酱价格下滑导致，公司公告显示的番茄制品业务收入中还包括番茄酱之外的其他制品收入，占比较小，按照 100%番茄酱收入粗略估算，公司近三年番茄酱销售均价连续下滑，2016 年番茄酱对外销售均价为 6258.58 元/吨，较 2014 年的 9177.81 元/吨下跌近三分之一。

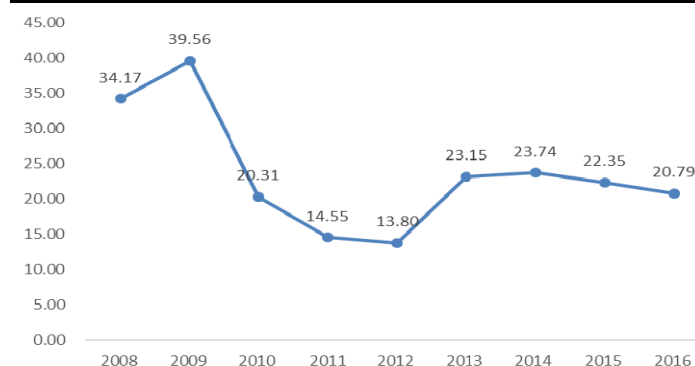
为此公司开始积极推进番茄业务整合。2017年6月公司成立中粮屯河番茄有限公司，将中粮糖业所属番茄产业相关的下属18家子公司的股权按账面净值划转至全资子公司中粮番茄，并对中粮番茄进行现金增资。随后公司继续加快番茄业务整合步伐。2017年12月，将中粮番茄持有的五原番茄100%股权、博湖番茄100%股权、沙湾番茄100%股权和乌苏古尔图农牧业96.55%股权再划转至中粮糖业。2018年2月，公司拟将全资子公司中粮屯河番茄有限公司中的38.89%股权以公开挂牌方式对外转让。其中，中粮番茄2017年前三季度净利润-714.75万元，再次转入中粮糖业的四家番茄制品公司仅两家获得微利。

图 52: 公司番茄酱业务近年来营收 (亿元) 及同比变化情况



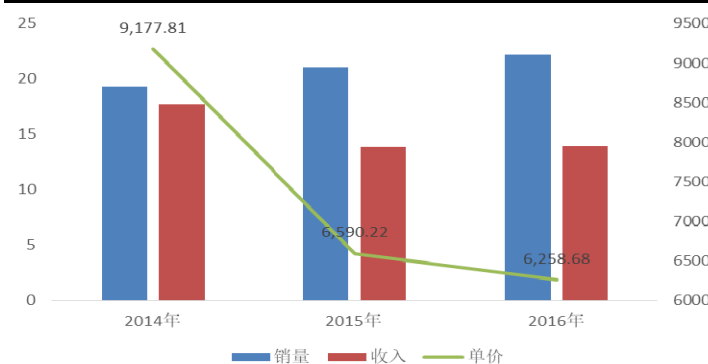
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 53: 公司番茄酱业务毛利率%近年变化情况



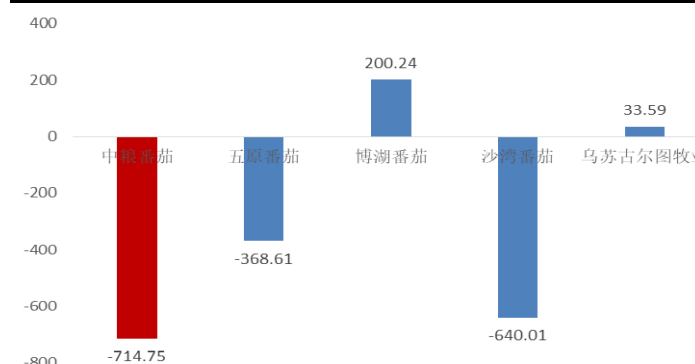
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 54: 公司番茄酱近三年销量、收入及单价 (元/吨) 变化情况



资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

图 55: 公司下属番茄业务相关公司净利润 (万元; 截至 20171031)



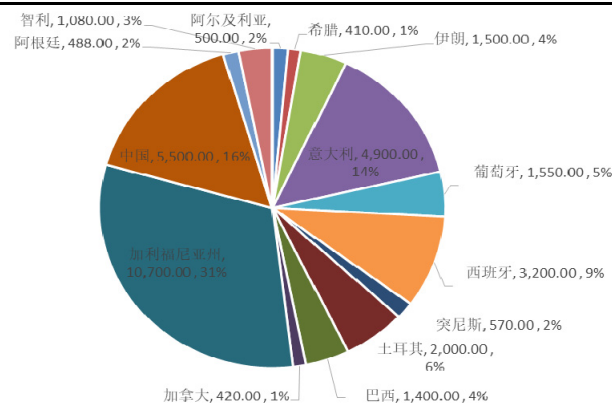
资料来源: 公司公告, 信达证券研发中心

番茄酱行业：准入门槛较低，竞争激烈呈现周期性特征

行业格局：供给集中在优势产地，需求主要以国外市场为主

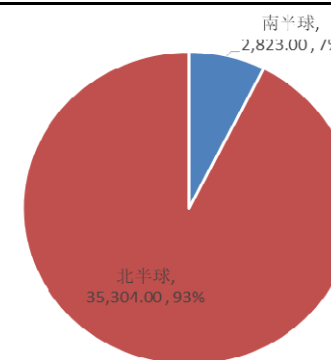
番茄制品原料采用加工用番茄，加工用番茄水分较食用番茄少，可溶性固形物含量 5% 左右，远高于食用番茄 1%-2%。番茄制品是由鲜番茄经各种不同生产工艺加工而成的产品。常见有去皮番茄、番茄酱、番茄汁、番茄红素等。番茄酱专用加工番茄的大面积种植对气候要求较高，适宜生长地区集中在北纬 34-50 度之间，该区域气候既不会过分潮湿，也不会过分干燥，而且昼夜温差大。目前，全球三大番茄酱加工产区，为美国加州河谷（加工量大、机械化程度高，在基本满足自给自足的同时，逐步加大对外出口）、欧洲地中海地区（番茄产业核心区，自身产量大，同时也大量进口，分装、加工再销售，加工及贸易经验丰富，渠道优势明显）以及中国新疆、内蒙古河套地区（国内消费量有限，大部分产品出口，以初加工产品为主）。2017 年全球加工番茄产量 3812.7 万吨，分区域来看，加工番茄主产区主要位于北半球（占比 93%），分国家来看，加工番茄产量主要集中在加州（31%）、中国（16%）以及西班牙（9%）、意大利（14%）等欧洲地中海地区。尽管中国是全球加工番茄第二大主产国，但由于消费习惯差别国内市场较小，国内加工番茄主要制品番茄酱大部分出口国外。

图 56：2017 年全球分地区加工番茄产量（千吨）



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 57：2017 年全球分区域加工番茄产量（千吨）



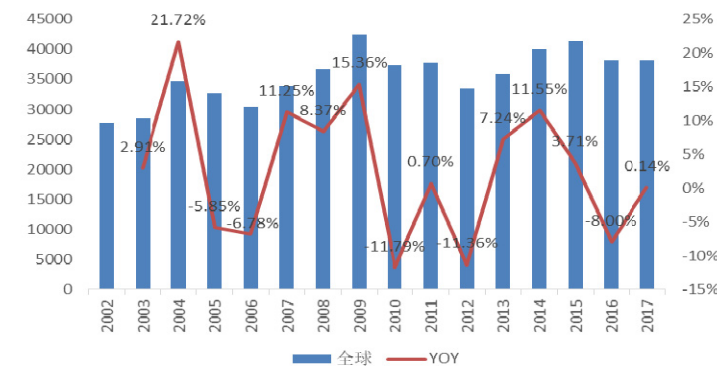
资料来源：万得，信达证券研发中心

价格判断：壁垒较低，产能过剩，竞争激烈，周期明显

番茄酱加工技术含量较低导致行业缺乏门槛，这直接导致行业周期性的形成。在周期上行期行业内产能盲目扩张，且小企业相对大企业产能低运营成本优势明显，高价争夺原料，低价抢占市场，行业竞争恶化的情况下小企业可以保全自身但大企业却受产能闲置、运营成本高企影响难逃亏损的命运。整个行业好转只能在番茄酱价格回暖的情况下出现。近年来番茄酱主要原料加工番茄产量呈现明显的周期变化，5-6 年一个周期，近三轮周期顶分别出现在 2015 年、2009 年、2004 年，由于行业壁垒较低，加工番茄产量表现为滞后于番茄酱价格的同向变化指标，番茄酱价格上涨带动加工番茄种植意愿增强，进而影响

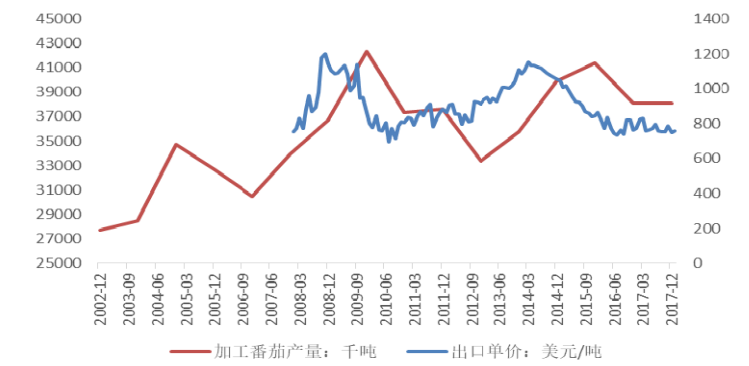
加工番茄产量提升。周期角度来看，在当前全球番茄酱消费偏稳的情况下，番茄酱价格低迷影响全球范围内加工番茄产量进一步缩减，我们预计将继续保持 1-2 年的下行期，行业供需格局或将在 2019 年发生转变且景气度开始出现起色。

图 58: 全球加工番茄产量(千吨)及同比变化情况



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

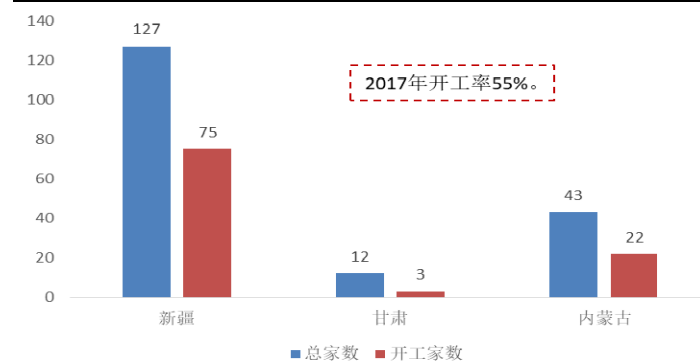
图 59: 全球加工番茄产量与番茄酱出口单价关系图



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

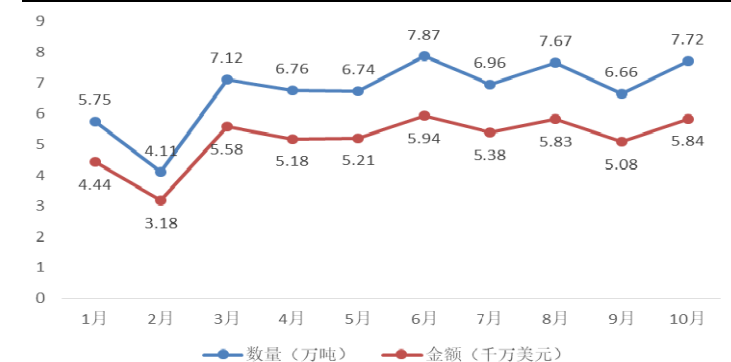
产能过剩, 量价齐跌。截至 2017 年 10 月, 我国番茄酱加工企业共有 182 家, 其中新疆 127 家, 甘肃 12 家, 内蒙 43 家, 日加工能力 29.92 万吨; 2017 年开机生产企业 100 家, 其中新疆 75 家, 甘肃 3 家, 内蒙古 22 家, 日加工能力 19.26 万吨, 45% 的加工企业全年未开工。全球范围内番茄酱行业产能过剩, 国内外竞争日趋激烈, 价格持续低迷, 据中国日报网数据显示, 2017 年 1-10 月, 全国共出口番茄酱 67.35 万吨, 同比减少 13.65%, 货值 5.17 亿美元, 同比下降 14.40%; 平均价格 768 美元/吨, 与上年同期持平, 与 2015 年同比减少 20.17%; 呈现量价齐跌趋势。2017 年分月份来看, 出口波动相对平稳。

图 60: 2017 年全国番茄加工企业及开工企业家数对比



资料来源: 中国日报网, 信达证券研发中心

图 61: 2017 年 1-10 月全国番茄酱出口数量和金额

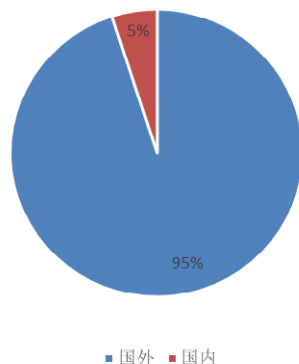


资料来源: 中国日报网, 信达证券研发中心

业务前景：静待行业复苏，国内市场加快渗透

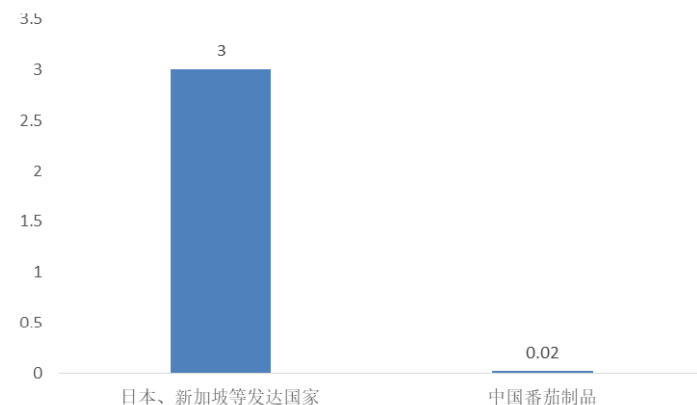
公司番茄酱业务目前以出口为主，受消费习惯影响国内市场尚未打开。公司番茄酱业务存在三个出路，其一待行业复苏、价格回暖之后业绩有望扭亏并重获增长，我们根据周期视角判断行业拐点或在 2019 年出现；其二挖掘市场，当前全球市场竞争激烈，但国内番茄制品市场尚处于一片蓝海，人均消费较低，未来增长空间较大，如果番茄制品能在国内市场有效渗透，公司作为龙头将充分受益；其三向下游深加工制品延伸增加番茄制品附加值从而提高盈利能力。当前国内番茄制品 95% 以上出口国外，国内市场处于起步阶段。从人均消费来看，与消费习惯相近的日本等发达国家人均消费水平相差甚远，日本、新加坡、中国香港等发达国家和地区番茄制品人均年消费量超过 3 公斤，而国内仅 0.02 公斤左右，如果根据差距估算空间，国内番茄制品市场还有超过百倍的增长空间。且国内外番茄制品需求差别较大的原因不是食品偏好原因，而是摄取方式不同的原因，因为我国虽然番茄制品消费量较低，但新鲜番茄消费量较高，我国人均新鲜番茄消费量高达 21 公斤，表明国民对番茄并不排斥，番茄制品消费潜力加大。

图 62：国内番茄酱出口市场和国内市场占比情况



资料来源：中国日报网，信达证券研发中心

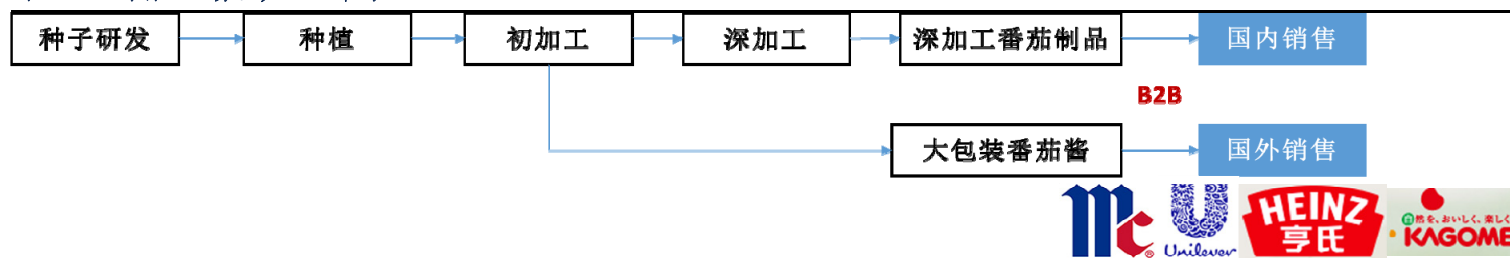
图 63：我国与其他国家番茄制品人均消费（公斤/年）对比



资料来源：中国日报网，信达证券研发中心

立足 B2B 模式稳国外增国内，静待行业回暖释放业绩弹性。公司番茄业务资源、采收和加工优势明显，截至 2016 年底公司番茄原料种植已基本实现全程机械化，机械采收已占总量 50% 以上。未来将立足 B2B 商业模式，从出口业务向国内市场延伸。同时，积极在国内延伸产业链，向番茄制品、保健品等高附加值产品转型，构建从种子研发、种植、初加工、深加工、销售等为一体的番茄制品全产业链。截至 2016 年底公司日加工鲜番茄量 7 万吨，具有年产大包装番茄酱 40 万吨、加工量居世界加工能力第二，中国第一。目前公司年产大包装番茄酱 25 万吨左右，占全国总产量的 30% 左右。大包装番茄酱主要提供给需要原料酱的加工工厂，出口欧洲、日韩、独联体、美洲等多个国家和地区；主要供应亨氏、联合利华、可果美、地扪、金宝汤、味可美、李锦记、海天等国内外知名企业，且保持长期稳定合作关系。我们认为公司番茄业务原料供应稳定，竞争优势明显，经营稳定性有保证，随着国内市场拓展进度的不断加快，公司番茄业务将在该轮周期上行期释放较大的业绩弹性。

图 64：公司番茄业务全产业链布局



资料来源：信达证券研发中心

盈利预测、估值与投资评级

盈利预测及假设

1. 食糖业务假设：公司食糖业务包括制糖、贸易糖和炼糖三大类。其中制糖受国内糖价周期影响较大，我们对国内糖价走势的判断是，在国内进口关税保护政策的影响下国内糖价 2017 年走出牛市行情，目前内糖转入供给增、糖价降的周期下行阶段，偏弱走势将贯穿全年，国内糖价有望在 2019 年迎来反弹。贸易糖和炼糖业务的利润空间受周期影响较小，且炼糖业务产能实现外延式扩张，对公司食糖业务业绩增速的提升有正面影响。综合上述考虑，我们预计公司食糖业务 2017-2019 年营收增速分别为 40%、10%、10%，毛利率分别为 13%、10%、10%。

2. 番茄制品业务假设：在当前全球番茄酱消费偏稳的情况下，番茄酱价格低迷影响全球范围内加工番茄产量进一步缩减，我们预计将继续保持 1-2 年的下行期，行业供需格局或将在 2019 年发生转变且景气度开始出现起色。考虑到公司进一步整合番茄业务并且致力于扩张国内市场，将在周期上行期释放业绩弹性。我们预计公司番茄制品业务 2017-2019 年营收增速分别为 1%、1%、10%，毛利率分别为 20%、20%、30%。

我们预计公司 2017-2019 年营收增速分别为 44.87%、9.53%、11.69%，综合毛利率分别为 15.26%、11.98%、12.48%。

表 8：公司核心业务盈利预测及假设

单位：万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
糖业制品销售					
收入	1,318,883.48	1,497,686.65	2,096,761.31	2,306,437.44	2,537,081.18
YOY	44.99%	13.56%	40.00%	10.00%	10.00%
成本	1217688.829	1,333,228.72	1,824,182.34	2,075,793.69	2,283,373.06
毛利率(%)	7.67	10.98	13.00	10.00	10.00
番茄制品销售					
收入	138,790.56	138,882.08	140,270.90	141,673.61	155,840.97
YOY	-21.61%	0.07%	1.00%	1.00%	10.00%
成本	107,765.46	110,008.20	112,216.72	113,338.88	109,088.68
毛利率(%)	22.35	20.79	20.00	20.00	30.00
总收入	1,166,755.21	1,355,714.55	1,963,956.06	2,151,025.61	2,402,497.84
YOY	30.52%	16.20%	44.87%	9.53%	11.69%
综合毛利率	11.57%	14.53%	15.26%	11.98%	12.48%

资料来源：万得，信达证券研发中心预测

估值与投资评级

不考虑定增的情况下，根据公司当前股本我们预计 2017-2019 年公司 EPS 分别为 0.37、0.41、0.53 元，对应 2017-2019 年 PE 为 20 倍、18 倍和 14 倍，远低于行业平均水平。首次覆盖，给予公司“增持”评级。

表 9: A 股可比上市公司估值

证券代码	证券简称	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS (元)			PE (倍)		
				16A	17E	18E	16A	17E	18E
000911.SZ	南宁糖业	7.34	23.79	0.06	-0.60	-	122.33	-	-
600191.SH	华资实业	7.27	35.25	0.02	-	-	354.63	-	-
000833.SZ	贵糖股份	6.16	41.17	0.06	0.12	-	102.67	51.33	-
平均值		6.92	33.41	0.05	0.12	-	193.21	51.33	-
600737.SH	中粮糖业	7.37	151.22	0.25	0.37	0.41	29.36	20.15	17.93

资料来源: 万得, 信达证券研发中心 注: 股价、市值以 2018 年 4 月 16 日收盘价为基准, 中粮糖业 PE、EPS 为信达预测值, 其余为万得一预期。

风险因素

1、价格波动的风险

公司食糖、番茄受到全球供应形势及竞争形势的影响，作为资源加工型行业，制糖、番茄行业具有周期性供求失衡的特点，表现出明显的周期波动规律：价格上涨-生产扩张-过剩-生产收缩，价格波动受产量、库存等影响明显，导致公司经营业绩不稳定。

2、自然灾害风险

公司从事农产品加工，原料主要是甜菜、甘蔗、番茄等农作物，受到当年气候条件变化的影响较大，如南方的台风灾害等造成甘蔗大面积倒伏，即影响甘蔗产量、含糖率，进而影响公司产糖量。北方霜冻，影响番茄的产量和质量，甜菜的含糖量等。因此，自然灾害将给公司运营带来较大影响。

3、政策变化风险

国家对进口食糖进行贸易保障救济政策，大幅上调食糖进口关税，进口量受限，可能会带来炼糖产能不饱和的风险。

4、定增募投项目风险

根据公司近期发布的《2016 年度非公开发行 A 股股票预案》（第三次修订稿），公司本次非公开发行募集资金总额为不超过 10.43 亿元（含本数），扣除发行费用后，拟用于甘蔗糖技术升级改造及配套优质高产高糖糖料蔗基地建设项目、崇左糖业技术升级改造及配套 10 万亩优质高产高糖糖料蔗基地建设项目、江州糖业技术升级改造及配套 5 万亩优质高产高糖糖料蔗基地建设项目、甜菜糖技术升级改造项目、昌吉糖业技术升级改造项目等，占比来看主要用于加大糖业投入。如果定增落地，公司存在募投项目进展不顺以及经营不善的风险。

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	9,241.94	12,477.29	14,450.12	15,718.46	17,034.47
货币资金	2,056.88	1,123.86	942.40	811.22	794.89
应收票据	72.01	95.64	138.55	151.75	169.49
应收账款	1,178.27	797.64	1,155.50	1,265.56	1,413.52
预付账款	141.95	934.82	1,342.64	1,527.43	1,696.35
存货	4,291.17	6,238.95	7,930.32	9,021.78	10,019.50
其他	1,501.66	3,286.39	2,940.72	2,940.72	2,940.72
非流动资产	5,454.63	6,503.44	6,576.93	6,589.61	6,603.78
长期投资	632.71	551.32	551.32	551.32	551.32
固定资产	3,937.43	4,468.65	4,436.56	4,485.03	4,518.44
无形资产	531.83	903.39	869.63	835.86	802.09
其他	352.66	580.08	719.44	717.40	731.93
资产总计	14,696.57	18,980.73	21,027.06	22,308.06	23,638.25
流动负债	8,516.07	10,644.21	11,152.48	11,414.81	11,689.40
短期借款	7,057.96	6,659.10	6,659.10	6,659.10	6,659.10
应付账款	590.06	900.94	1,293.98	1,472.08	1,634.88
其他	868.05	3,084.16	3,199.40	3,283.63	3,395.43
非流动负债	213.99	1,555.87	2,555.84	2,755.84	2,755.84
长期借款	0.00	270.00	1,270.00	1,470.00	1,470.00
其他	213.99	1,285.87	1,285.84	1,285.84	1,285.84
负债合计	8,730.07	12,200.07	13,708.32	14,170.64	14,445.24
少数股东权益	32.61	129.43	107.57	83.01	51.35
归属母公司股东权益	5,933.89	6,651.23	7,211.16	8,054.41	9,141.67
负债和股东权益	14696.57	18980.73	21027.06	22308.06	23638.25

主要财务指标	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	11,667.55	13,557.15	19,639.56	21,510.26	24,024.98
同比(%)	30.52%	16.20%	44.87%	9.53%	11.69%
归属母公司净利润	76.08	515.05	750.42	843.24	1,087.26
同比(%)	135.03%	576.94%	45.70%	12.37%	28.94%
毛利率(%)	11.57%	14.53%	15.26%	11.98%	12.48%
ROE(%)	1.28%	8.19%	10.83%	11.05%	12.65%
每股收益(元)	0.04	0.25	0.37	0.41	0.53
P/E	200	30	20	18	14
P/B	2.57	2.29	2.11	1.89	1.67
EV/EBITDA	32.51	19.27	15.19	14.50	12.08

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	11,667.55	13,557.15	19,639.56	21,510.26	24,024.98
营业成本	10,318.04	11,587.34	16,642.41	18,932.94	21,026.74
营业税金及附加	17.21	58.10	109.98	107.55	120.12
营业费用	404.32	485.75	549.91	602.29	672.70
管理费用	495.55	581.40	549.91	602.29	672.70
财务费用	129.36	117.76	451.35	193.32	203.14
资产减值损失	54.86	140.70	259.34	57.42	54.09
公允价值变动收益	24.58	-122.15	-100.00	20.00	20.00
投资净收益	-149.40	187.35	8.06	15.33	70.25
营业利润	123.39	651.29	984.72	1,049.78	1,365.74
营业外收入	60.49	30.23	55.86	55.86	55.86
营业外支出	13.84	13.91	14.44	14.06	14.14
利润总额	170.03	667.61	1,026.14	1,091.58	1,407.46
所得税	101.57	157.16	297.58	272.89	351.86
净利润	68.46	510.46	728.56	818.68	1,055.59
少数股东损益	-7.63	-4.59	-21.86	-24.56	-31.67
归属母公司净利润	76.08	515.05	750.42	843.24	1,087.26
EBITDA	685.37	1,201.50	1,590.13	1,679.68	2,016.25
EPS (摊薄)	0.04	0.25	0.37	0.41	0.53

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	714.62	-1,415.47	-639.20	228.40	512.13
净利润	68.46	510.46	728.56	818.68	1,055.59
折旧摊销	366.77	382.04	379.80	393.73	409.62
财务费用	148.56	151.85	184.19	194.37	199.17
投资损失	149.40	-187.35	-8.06	-15.33	-70.25
营运资金变动	61.50	-2,543.21	-2,095.86	-1,194.62	-1,111.83
其它	-80.08	270.75	172.17	31.56	29.82
投资活动现金流	-289.36	-1,132.13	-358.07	-365.20	-329.28
资本支出	-326.02	-681.24	-366.13	-380.54	-399.53
长期投资	5,232.79	1,690.47	8.06	15.33	70.25
其他	-5,196.14	-2,141.36	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	264.52	1,397.61	815.81	5.63	-199.17
吸收投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	513.61	1,728.90	1,000.00	200.00	0.00
支付利息或股息	249.02	320.43	184.19	194.37	199.17
现金净增加额	725.76	-1107.39	-181.46	-131.18	-16.32

研究团队简介

康敬东，农业首席分析师。北京大学光华管理学院 MBA，2000 年进入证券公司从事行业及上市公司分析工作。长年从事农业及食品行业研究，准确把握住了近年来糖价及猪价机会，正确判断了国内乳业的形势。力求客观、独立，注重风险控制，倾向长期分析视角。

刘卓，农业研究助理。对外经济贸易大学金融学硕士，中国农业大学动物科学专业学士，2017 年 7 月加入信达证券研发中心，从事农业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-63081254	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-63081128	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-63570071	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678569	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-63081270	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-63080945	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。