

投资评级：增持(首次评级)

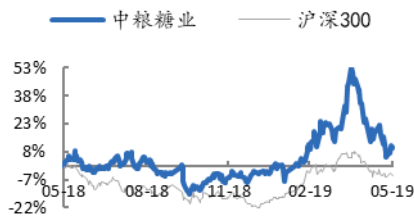
当前价格(元): 8.68
合理价格区间(元): 7.88~9.27

证券分析师

刘敏
资格编号: S0120519040001
电话: 021-68761616-6213
邮箱: liumin@Tebon.com.cn

联系人

市场表现



资料来源: 德邦研究

相关研究

周期底部蛰伏 反转曙光已现 中粮糖业(600737)

投资要点:

- **公司是国内糖业和番茄酱业务龙头。**作为我国最大的糖业企业，公司每年食糖经营量约 300 万吨，占比我国总消费量超过 15%，食糖进口量约占我国总进口量的 50%，拥有 220 万吨库存空间和 150 万吨精炼产能，国内自制糖产能约 75 万吨，另有澳大利亚 38 万吨自制糖产能；公司还是我国最大，全球第二的番茄酱企业，2018 年销售番茄酱 23.52 万吨，约占我国出口量的 30%。目前糖业相关是公司的第一大业务，占比收入达到 91%，占比毛利达到 82%。

主要产品原料机械化率高，成本优于同业。公司近 3 年白糖/番茄酱业务毛利率始终显著高于同业，主要得益于原料基地机械化率高。目前公司旗下甜菜糖已经基本形成规模化、机械化及标准化的种植模式，大户种植面积占总面积的 60%，机械采收比例达 92%。番茄酱领域，公司原料种植已基本实现全程机械化，机械采收占总量 50% 以上。当前公司正在大力拓展甘蔗糖业务，今年将募投 4.4 亿用于双高基地建设，有望复制在甜菜糖和番茄酱领域的成功经验。

背靠中粮集团，拥有资金、研发和渠道优势。中粮集团作为公司大股东，对于公司发展提供了多样化支持。一是资金方面，上市以来公司累计募资 150 亿元，远超同业，奠定了公司资金优势；二是研究方面，公司本身优质团队结合中粮期货力量，使得公司在糖价走势判断上更加准确；三是渠道上，公司托管了中糖，大大加强了销售能力，集团旗下的消费品牌也为公司食糖的直接销售提供了支持。

厄尔尼诺现象持续发酵，糖价或迎来拐点。历史上糖牛市和天气密切相关，尤其是厄尔尼诺现象是牛市的发动机。始于去年秋天的厄尔尼诺现象大概率延续到今年夏季，印度马邦地区已经受到影响。沐甜科技调查显示 19/20 榨季印度马邦（产量占印度约 22%）可供收割的甘蔗面积预计仅有 85 万公顷，低于 18/19 榨季的 110 万公顷，而且还可能继续下降。尽管仍有较多压制因素，但是如果此次厄尔尼诺持续发展，泰国和广西产量也将受到影响，出现类似 2014-2016 年的情况，那么糖价可能迎来一轮周期上涨。

首次覆盖，予以“增持”评级。基于公司稳定经营、白糖市场好转的假设，我们预测公司 2019-2021 年营业收入分别为 209 亿元、241 亿元、282 亿元，同比增速分别为 19.4%、15.1%、17.1%；实现归母净利润分别为 0.74 亿元、10.95 亿元、13.35 亿元，同比增速分别为 -85.2%、1372.2%、21.9%。对比国际同业公司估值情况，周期底部公司股价 7.88 至 9.27 元是比较安全的估值，考虑到厄尔尼诺现象大概率持续到秋冬季节，有望带来糖价反弹，我们建议在合理价位适当布局。

风险提示。糖价持续低迷风险、原油价格暴跌、进出口政策调整。

股票数据

总股本(百万)	2,051.88
流通 A 股(百万)	2,051.88
52 周内股价区间(元)	11.53-6.39
总市值(百万)	17,051.09
总资产(百万)	18,398.97
每股净资产(元)	3.88

资料来源: 公司公告

主要财务数据及预测

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	19157	17515	20921	24081	28198
(+/-) YoY (%)	41.3%	-8.6%	19.4%	15.1%	17.1%
净利润(百万元)	740	504	74	1092	1329
(+/-) YoY (%)	43.7%	-31.9%	-85.2%	1367.9%	21.7%
全面摊薄 EPS(元)	0.35	0.24	0.03	0.51	0.62
毛利率(%)	16.2%	14.6%	9.9%	13.7%	14.1%
净资产收益率(%)	10.3%	6.9%	1.0%	13.1%	14.4%

资料来源: 公司年报(2017-2018), 德邦研究
备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

目 录

1. 公司概况：成功转型 聚焦主业	5
1.1 公司历史：脱胎于德隆系 现属中粮系	5
1.2 公司股权：国资委绝对控股	5
1.3 公司业务情况：番茄制品逐步退出 糖业是绝对核心	6
1.4 公司同业比较：费用率更低 盈利更稳定	7
1.5 公司负债管理情况：有息负债率低 现金情况良好	8
2. 业务多头开花 打造糖业航母	9
2.1 制糖成本领先 业绩弹性所系	9
2.2 贸易需求稳定 业绩压舱石	10
2.3 精炼业务刚起 未来空间广阔	12
2.4 番茄制品产能优化 内需提升可期	13
3. 成本资金多重优势 静待周期到来	14
3.1 机械化种植 成本低于同业	14
3.2 资金优势支持公司做大做强	15
3.3 背靠中粮集团 上下游资源支持	16
3.4 厄尔尼诺持续发酵 糖新周期或将到来	17
4. 盈利预测和投资建议	19
5. 风险提示	23

图表目录

图 1 中粮糖业发展历程	5
图 2 公司 2018 收入结构	6
图 3 公司 2018 毛利结构	6
图 4 收入结构变化	6
图 5 毛利构成变化	6
图 6 公司经营利润同糖价相关度极高	7
图 7 公司季节现金流出情况	7
图 8 行业毛利率情况	8
图 9 行业 ROE 走势	8
图 10 行业销售费用率情况	8
图 11 行业管理费用率情况	8
图 12 公司资产负债率不断改善	8
图 13 公司有息负债率低于 30%	8
图 14 公司自产糖情况	9
图 15 自制糖成本拆分	9
图 16 自制糖收入毛利情况	9
图 17 我国产糖结构	9
图 18 广西和云南是我国主要产糖地区	9
图 19 公司甜菜糖市占率	10
图 20 公司甘蔗糖市占率	10
图 21 贸易收入情况	10
图 22 近三年贸易糖情况	11
图 23 贸易糖净利润率情况	11
图 24 我国食糖进口情况	11
图 25 测算进口白砂糖成本价和国内白砂糖价格情况	12
图 26 精炼糖产量和毛利	12
图 27 曹妃甸和太古厂精炼量	12
图 28 泰国和巴西出口以原糖为主	13
图 29 近 4 年番茄酱产销情况	13
图 30 我国番茄酱主要用于出口	14

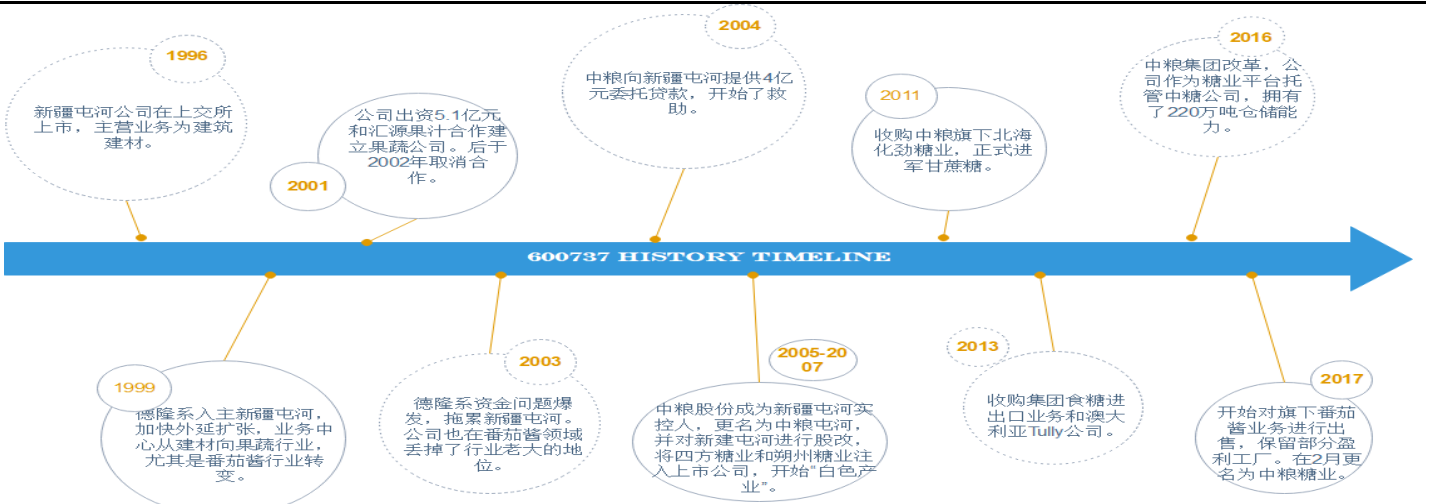
图 31 公司番茄酱业务收入和毛利情况.....	14
图 32 公司自产糖业务同业毛利率比较.....	15
图 33 公司番茄酱业务同业毛利率比较.....	15
图 34 双高基地性能提升明显.....	15
图 35 同业现金情况比较（亿元）.....	16
图 36 上市以来募资情况（亿元）.....	16
图 37 各国榨糖厂平均规模.....	16
图 38 中粮糖业在下跌前加大出货.....	16
图 39 产销地价差空间不足.....	17
图 40 集团采购支持情况（万元）.....	17
图 41 厄尔尼诺对于甘蔗产量的影响.....	17
图 42 美国海洋大气管理局认为厄尔尼诺现象可能持续整个夏季.....	18
图 43 全球糖库存（万吨）.....	18
表 1 公司股权结构.....	5
表 2 古巴业务估算.....	19
表 3 除古巴业务估算.....	19
表 4 自产糖业务估算.....	20
表 5 精炼糖业务估算.....	20
表 6 番茄制品业务估算.....	21
表 7 公司业绩情况表.....	21
表 8 国际糖业公司估值指标.....	21
表 9 有业绩预测的三家国际公司估值情况.....	22

1. 公司概况：成功转型 聚焦主业

1.1 公司历史：脱胎于德隆系 现属中粮系

中粮糖业原名中粮屯河、新疆屯河，1996年上市，原主体为新疆屯河股份有限公司，主营水泥建材。1999年，德隆集团入主新疆屯河后，开始着手推动从“灰色产业”（水泥建材）向“红色产业”（番茄酱加工）的战略转型，先后投入2亿元资金，通过新建、扩建以及资产重组的方式，对新疆番茄酱企业进行全面整合，在天山南北建成10家加工企业，成为全国最大的番茄酱生产企业。2003年，因为番茄酱市场竞争激烈，新疆屯河经营业绩下滑，同时爆出实控人德隆系资金黑洞，公司深陷其中。2004年7月中粮救助新疆屯河，并在2005年6月受让华融股份，成为新疆屯河实控人。2007年公司更名为中粮屯河，注入四方糖业和朔州糖业，开始转向“白色产业”。2016年，中粮集团启动改革，将分散的资产按照产品线装入18个专业化平台。2017年2月，公司正式更名为中粮糖业，成为中粮系旗下糖业专业化平台。

图1 中粮糖业发展历程



资料来源：公司官网，德邦研究

1.2 公司股权：国资委绝对控股

大股东中粮集团在2019年4月定增后仍然为绝对控股地位，持股50.73%。第二大股东为中央汇金资产公司，持股3.63%。公司的股东结构相对稳定，刨除此次定增影响，中粮集团和中央汇金资产公司3年未改变持股数量。

表1 公司股权结构

序号	股东名称	持股数量	持股比例
1	中粮集团有限公司	1,085,033,073	50.73%
2	中央汇金资产管理有限责任公司	77,636,700	3.63%
3	中国证券金融股份有限公司	61,351,969	2.87%
4	香港中央结算有限公司	53,885,982	2.52%

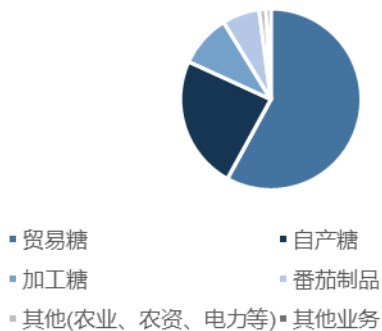
5	天津农垦宏益联投资有限公司	26,595,744	1.24%
6	中国华融资产管理股份有限公司	17,952,127	0.84%
7	中欧基金—农业银行—中欧中证金融资产管理计划	15,145,300	0.71%
8	招商银行股份有限公司—博时中证央企结构调整交易型开放式指数证券投资基金	11,502,294	0.54%
9	中国农业银行股份有限公司—中证 500 交易型开放式指数证券投资基金	10,909,064	0.51%
10	全国社保基金四一三组合	9,499,902	0.44%

资料来源：公司公告，德邦研究

1.3 公司业务情况：番茄制品逐步退出 糖业是绝对核心

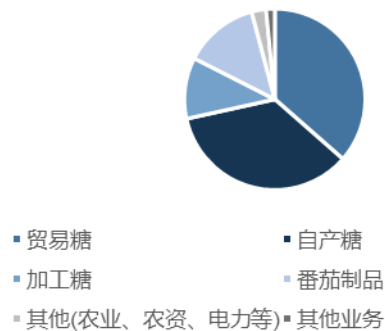
公司是我国第一大糖业公司，我国第一、全球第二大番茄酱公司。在 2018 年销售食糖 102.78 万吨；番茄酱 23.52 万吨，约占我国销量的 30%。此外公司还是国内最大的食糖贸易公司，涉及 300 万吨食糖贸易流转、进出口、原糖精炼等业务。目前糖业相关是公司的第一大业务，占比收入达到 91%，占比毛利达到 82%。

图 2 公司 2018 收入结构



资料来源：公司年报，德邦研究

图 3 公司 2018 毛利结构

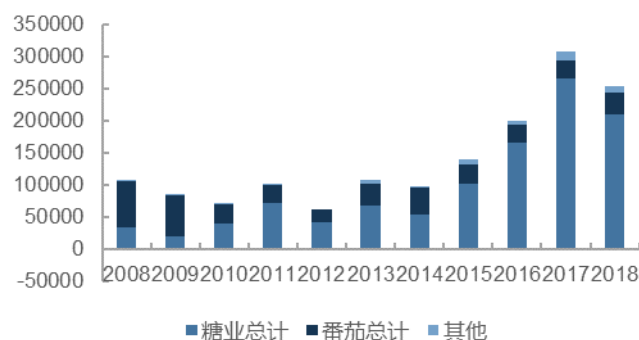
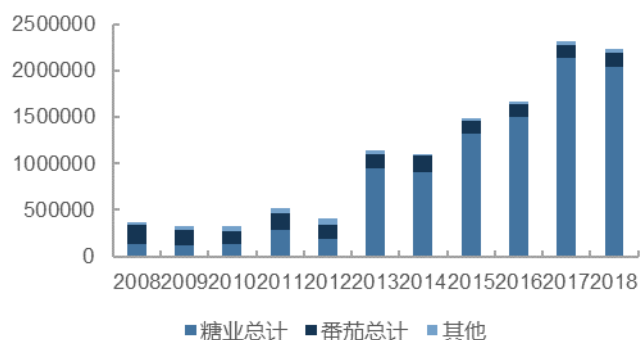


资料来源：公司年报，德邦研究

公司在由 2006-2007 年完成股改以后，开始加大白糖产业投入，在 2013 年引入了糖贸易业务，在 2016 年涉足糖精炼业务。糖相关产业收入从 2008 年的 15.84 亿元一路攀升至 2018 年的 203.96 亿元，而番茄酱相关收入从 2008 年的 21.19 亿元下降至 2018 年仅 14.90 亿元。

图 4 收入结构变化

图 5 毛利构成变化

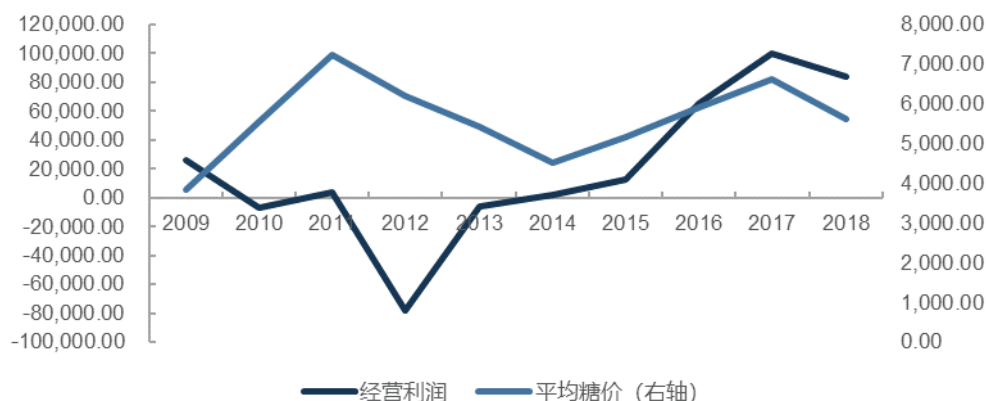


资料来源: WIND, 德邦研究

资料来源: WIND, 德邦研究

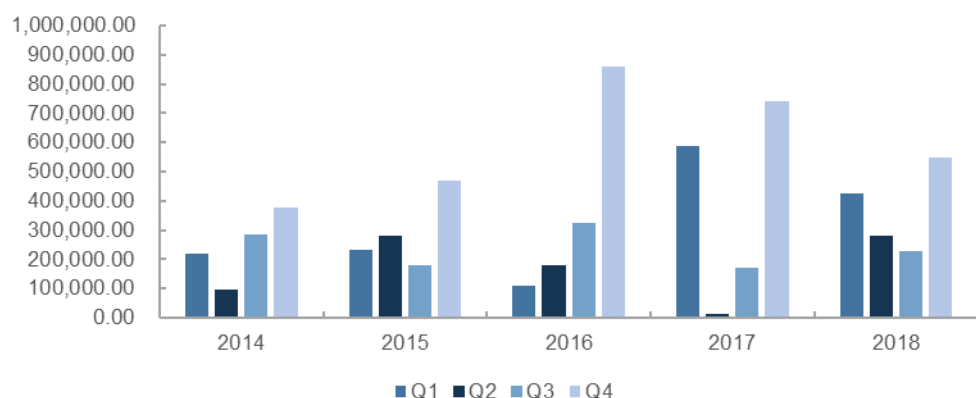
随着公司糖类业务比例的增大,公司业绩和糖价相关度也不断增加。特别是从 2014 年开始,公司经营利润同糖价直接相关,需要注意的是,由于榨糖季集中在 11 月至 4 月,所以公司现金流出主要集中在第一季度和第四季度。

图 6 公司经营利润同糖价相关度极高



资料来源: Wind, 德邦研究

图 7 公司季节现金流出情况



资料来源: Wind, 德邦研究

1.4 公司同业比较: 费用率更低 盈利更稳定

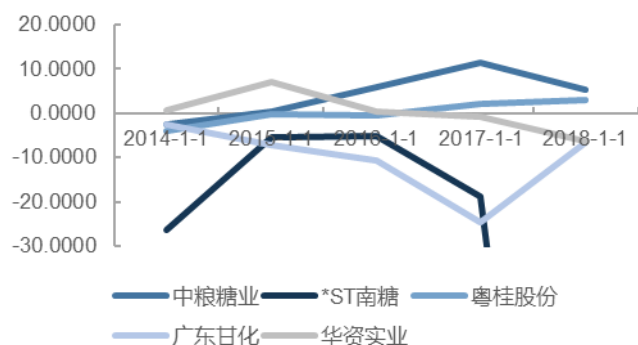
盈利能力方面,公司较同业稳定。得益于贸易糖为主的业务结构,公司整体毛利波动相对同业较小。公司 2018 年末毛利率 14.57%,在糖业为主业的 5 家上市公司中最高。公司扣非后 ROE 在 2018 年为 5.3%,主要受到糖价低迷拖累,但是仍然高于同业。

图 8 行业毛利率情况



资料来源: WIND, 德邦研究

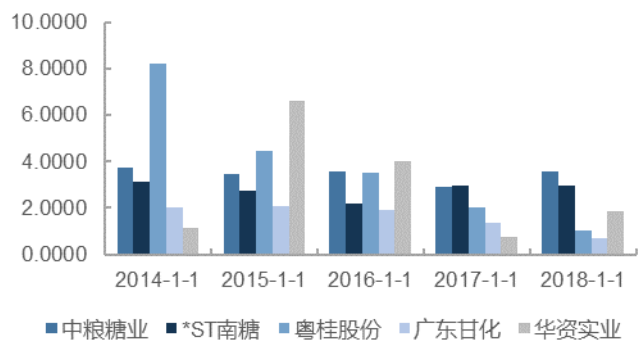
图 9 行业 ROE 走势



资料来源: WIND, 德邦研究

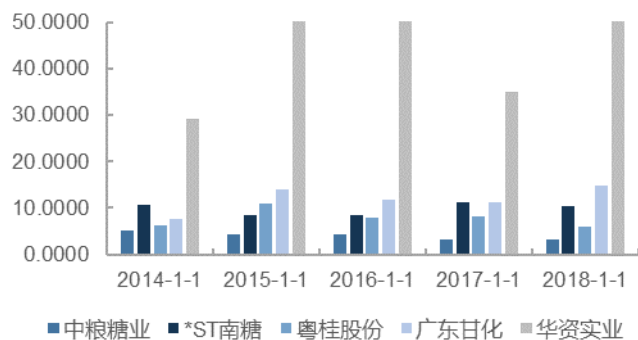
费用管控上,公司在管理费用上显著领先,优于同样以糖贸易为主的华资实业,2018年仅为 3.31%,较 2015 年的 5.2%显著下降。销售费用方面,公司略高于同业,2018 年为 3.56%,主要系番茄酱业务销售成本较高拖累,根据我们测算,番茄酱一项业务对于公司销售费用的影响约为 1.68%。剔除该项影响后,公司销售费用约为 2%,在行业中游水平。

图 10 行业销售费用率情况



资料来源: WIND, 德邦研究

图 11 行业管理费用率情况

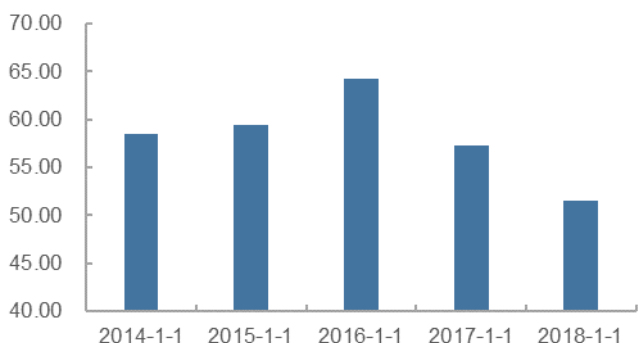


资料来源: WIND, 德邦研究

1.5 公司负债管理情况: 有息负债率低 现金情况良好

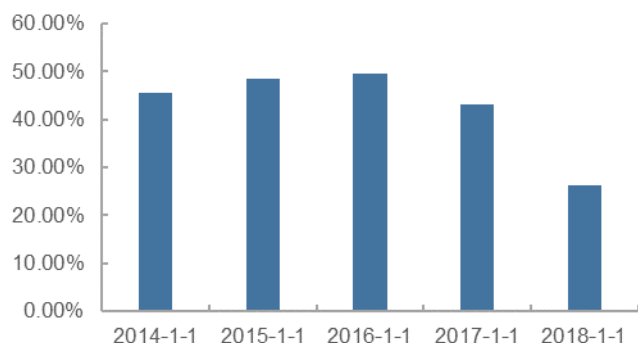
公司涉足糖业大宗贸易,且糖本身的周期性明显,所以公司一直高度重视负债管理工作,控制现金流风险。2018 年底,公司资产负债率 51.51%,有息负债率仅 26.21%,较 2014 年底明显改善。现金流方面,公司 2018 年在手现金 25.9 亿元,经营性现金流 24.5 亿元,流动性良好。

图 12 公司资产负债率不断改善



资料来源: WIND, 德邦研究

图 13 公司有息负债率低于 30%



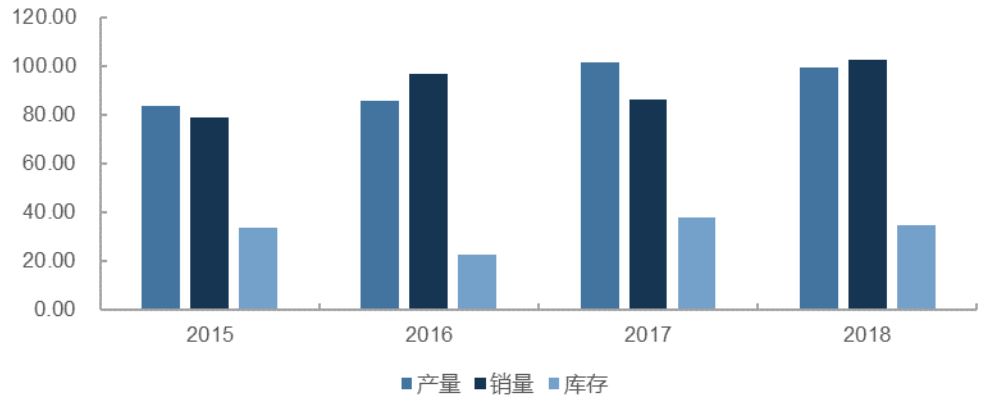
资料来源: WIND, 德邦研究

2.业务多头开花 打造糖业航母

2.1制糖成本领先 业绩弹性所系

公司国内自产糖产能约 65 万吨,其中甜菜糖产能 30 万吨,分布在新疆共 8 个工厂;甘蔗糖产能 45 万吨,共 5 个工厂,其中 3 个在广西,2 个在云南。另外公司海外 Tully 工厂糖产能约 38 万吨,总自产糖产能为 113 万吨。

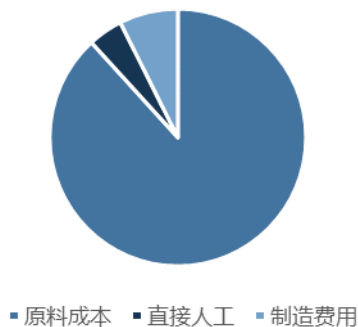
图 14 公司自产糖情况



资料来源: 公司年报, 德邦研究

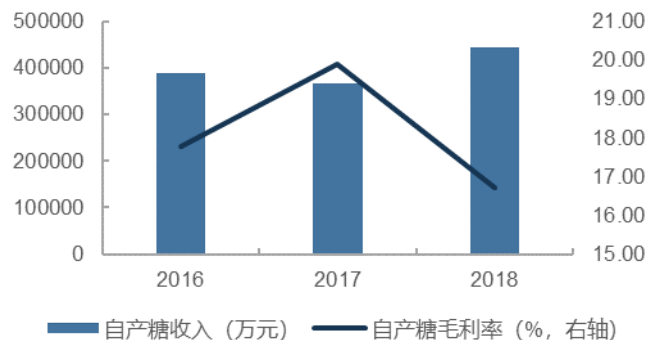
自产糖业务的直接成本来自于原材料,其他还有运费、加工成本、直接人工等,2018 年自产糖直接成本中,原料占比 78.69%。而原材料的成本根据糖料不同各有不同,甘蔗糖方面,收购价格由政府确定,单吨糖耗蔗量根据含糖率确定,一般为 8 吨;甜菜糖方面,价格由市场决定,根据甜菜含糖率一般为 6 吨甜菜产一吨糖。该业务毛利率主要受到糖价波动影响。2018 年公司自产糖业务贡献收入 53.28 亿元,毛利 8.9 亿元,毛利率 16.71%。

图 15 自制糖成本拆分



资料来源: 公司年报, 德邦研究

图 16 自制糖收入毛利情况



资料来源: 公司年报, 德邦研究

图 17 我国产糖结构

公司着力于糖业南进,主要与我国糖业格局相关,我国糖业主要集中在南方。以 2017/2018 榨季为例,全国产糖 1031.04 万吨,其中甘蔗糖产量达 916.07 万吨,占全国蔗糖产量的 89%,而甘蔗糖又主要集中于广西和云南地区。

图 18 广西和云南是我国主要产糖地区



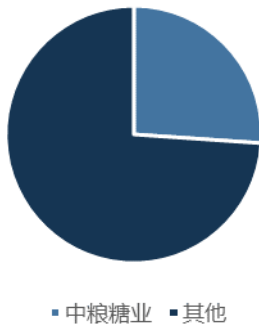
资料来源：Wind，德邦研究



资料来源：Wind，德邦研究

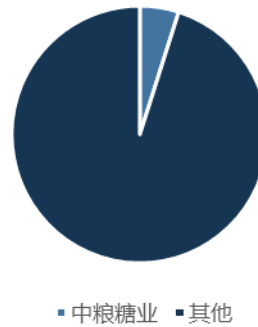
目前公司在甜菜糖的市占率近 25%，而在甘蔗糖市占率仅 2.5%，在甘蔗糖的扩张空间还很大。未来公司糖业方面分开规划，甜菜糖方面，工作重心放在改造提升加工工艺上，农业端以建设覆盖种植、田间管理、机械采收、金融服务的综合农业发展体系为主；而甘蔗糖方面，重心在农业端，将持续引入巴西、澳大利亚先进农业技术，做好甘蔗糖双高基地建设，推广优良品种，持续提高原料供应能力，同时做好加工糖技术改造工作。

图 19 公司甜菜糖市占率



资料来源：WIND，德邦研究

图 20 公司甘蔗糖市占率

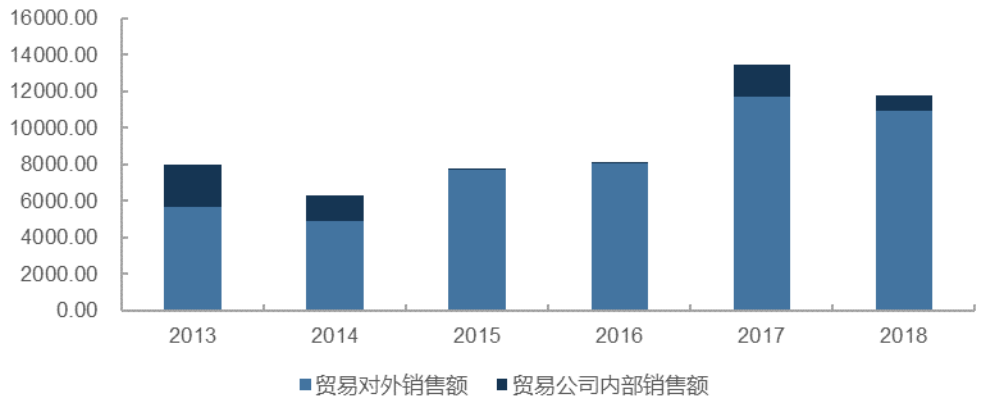


资料来源：WIND，德邦研究

2.2 贸易需求稳定 业绩压舱石

公司在贸易领域的资产主要由 2013 年 6 月收购的中粮集团食糖进出口业务和 2016 年托管的中糖集团构成。目前公司已经是国内第一大糖贸易商，2018 年贸易糖约 200 万吨，其中大部分为进口。公司进口糖主要为配额外糖，配额内其中 40 万吨为古巴定向进口糖，正常配额约 7000 吨，母公司中粮集团旗下来宝农业和公司子公司 Tully 也有一部分糖进口国内。

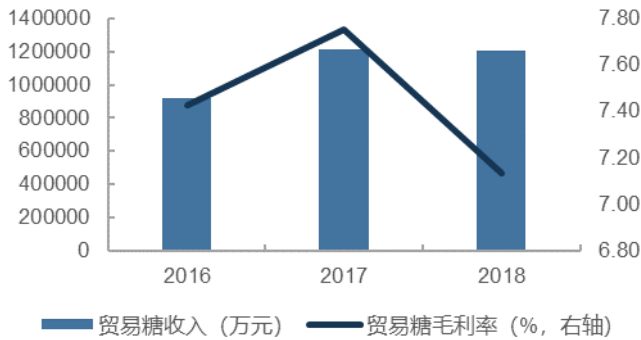
图 21 贸易收入情况



资料来源：公司历年年报，德邦研究

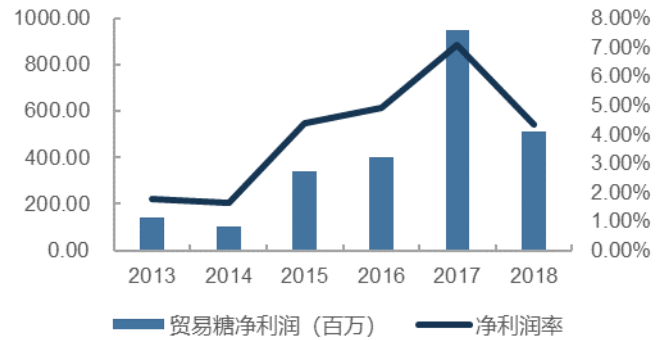
贸易糖业务因为国内外糖价联动机制，毛利率相对稳定，近3年来维持在7%以上，净利率波动较大，在4-7%直接波动。2018年，公司贸易糖板块收入120.38亿元，毛利8.58亿元，毛利率7.13%，净利润5.11亿元，净利率4.35%。

图 22 近三年贸易糖情况



资料来源：Wind，德邦研究

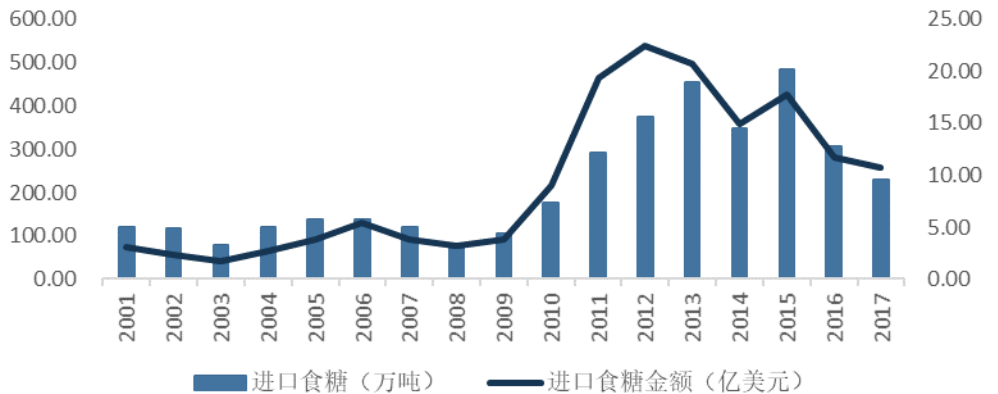
图 23 贸易糖净利率率情况



资料来源：WIND，德邦研究

我国糖业整体情况是供需缺口大，进口需求旺盛。国内食糖产量在1000万吨左右，食糖消费量在1570万吨左右，差额570万吨，食糖自给率不足65%。对照世界其他国家，美国的自给率为73—85%，欧盟的自给率为100%，俄罗斯的自给率为85%以上，相对而言我国自给率相对较低，进口需求极大。

图 24 我国食糖进口情况

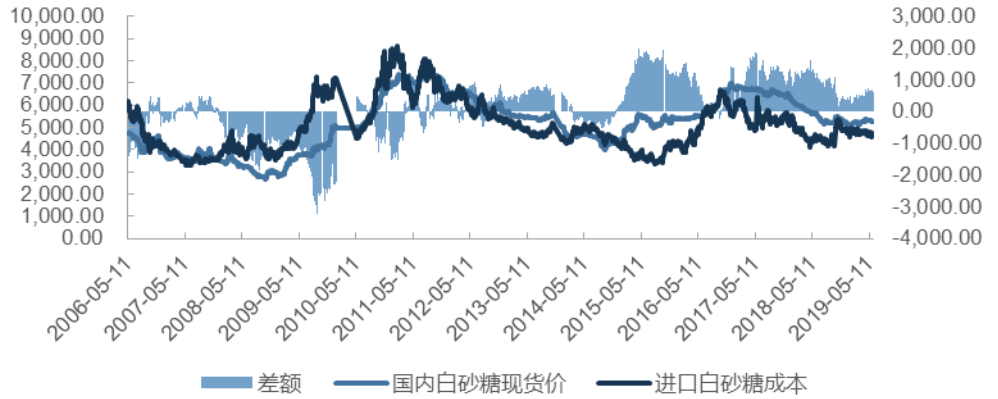


资料来源：WIND，德邦研究

食糖进口关税较低，贸易糖仅依赖内外价差即可获利。我国对食糖进口采取的政策是“配额+关税管理”的模式，配额内的食糖进口关税仅为15%；配额外的食糖进口关

税也只有 50%。2017 年 5 月 22 日，我国进口食糖产品采取保障措施，对关税配额外进口食糖征收保障措施关税，实施期限为 3 年且实施期间措施逐步放宽，即自 2017 年 5 月 22 日至 2018 年 5 月 21 日税率为 45%，2018 年 5 月 22 日至 2019 年 5 月 21 日税率为 40%，2019 年 5 月 22 日至 2020 年 5 月 21 日税率为 35%。全球食糖贸易商关税均值为 90%左右，WTO 成员国家的食糖进口平均关税水平为 97%，发达国家的食糖进口关税水平为 122%。由于关税水平较低，在内外糖价差较大的情况下，贸易糖可以直接获利。比如从 2015 年 4 月起，只要可以获得进口配额都可以有不错的盈利。

图 25 测算进口白砂糖成本价和国内白砂糖价格情况



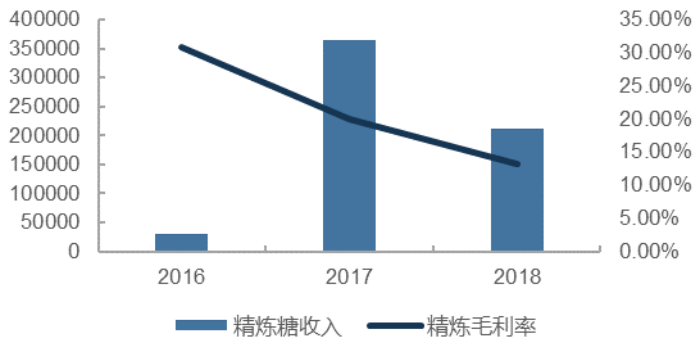
资料来源：WIND，德邦研究

公司作为重要糖业主体，在配额分配上具有优势。我国进口配额为 194.5 万吨，其中 70%分配给国营贸易配额，剩下的分配给有一定资质的企业，比如“日加工原糖 600 吨以上(含 600 吨)或食糖年销售额 4.5 亿元以上(含 4.5 亿元)的食糖生产企业”。公司作为执行国家粮食安全战略、利用国际资源保障国内供给的主体，在每年的食糖进口配额分配上有绝对的优势，年自营及代理进口量约占中国进口总量 50%。

2.3 精炼业务刚起 未来空间广阔

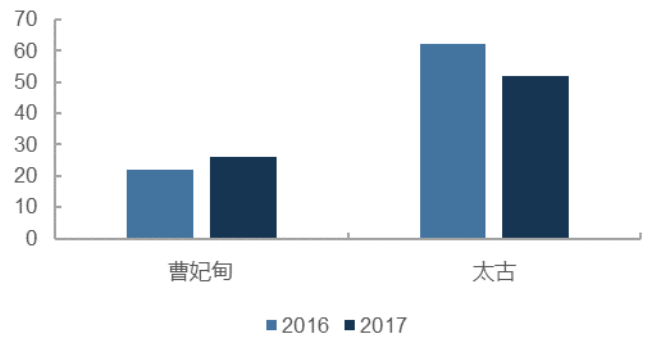
公司精炼糖业务开始于 2016 年，主要由曹妃甸精炼糖项目和中粮辽宁两块构成，其中曹妃甸精炼糖产能 50 万吨，辽宁产能 100 万吨。曹妃甸精炼厂于 2014 年开工，2016 年投产，日处理原糖 3000 吨，国储容量 8 万吨；中粮辽宁原名营口太古，中粮糖业在 2016 年 9 月以人民币 2.63 亿元的价格从营口北方购入。2018 年精炼糖收入 21.06 亿元，实现毛利 2.76 亿元，毛利率 13.12%。

图 26 精炼糖产量和毛利



资料来源：公司年报，德邦研究

图 27 曹妃甸和太古厂精炼量

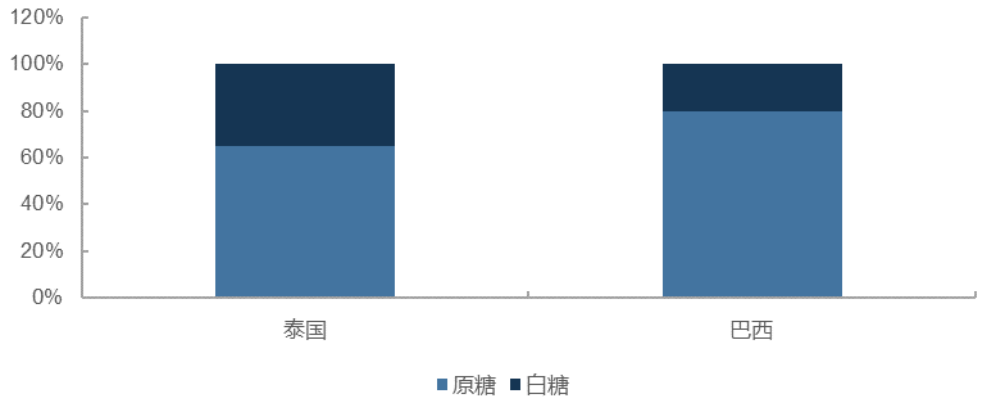


资料来源：公司年报，德邦研究

根据加工环节不同、加工工艺不同、深加工程度不同、专用性不同，食糖可以分为原糖、白砂糖、绵白糖、冰糖、方糖、赤砂糖、土红糖等。在我国，需求最大的一级及以上等级的白砂糖，占比总需求量的 90%。所以目前我国精炼糖的业务模式主要为从糖产地进口原糖，精炼成白砂糖后在销地出售。出于贮存和运输成本的考虑，国际贸易

通常使用原糖，泰国这样的出口国，近 2/3 均为原糖，巴西甚至达到 80%。公司当前的精炼糖业务便是以进口原糖精炼为主。

图 28 泰国和巴西出口以原糖为主



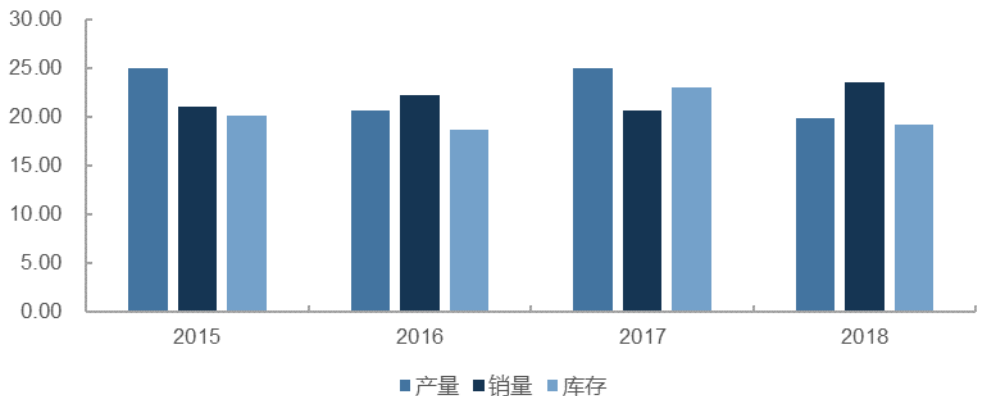
资料来源：泰国糖业协会，巴西糖业协会，德邦研究

我国精炼厂总产能约 1400 万吨，其中一半在内地，一半在沿海。未来精炼厂的发展主要受到 2 个因素的限制。第一个是需求限制，在我国一级白砂糖仍然是主要消费产品，虽然精制白沙糖品质更高，但是价格更高，下游甜品厂商的需求也更小；第二个是原料限制，由于我国目前糖厂主要为一步法生产，即糖厂通过甘蔗榨汁、沸腾浓缩、中心分离、提炼等工艺一次性直接生产出日常消费的白糖。因而未来精炼糖原料主要依赖进口，内地的精炼厂面临原料收购问题和销售困难。但是，近年来我国糖价低迷，糖业生存困难，国家对于糖业进口配额管理较严格，因此沿海精炼厂也普遍开工率不足。即使是公司承担了部分国家进口配额任务，整体产能利用率也仅在 50% 左右。未来公司直接控制的糖料面积增加，旗下糖厂可以进行工艺改造，向二步制糖靠拢，在精制白砂糖需求上升后精炼糖业务也能再上一个台阶。

2.4 番茄制品产能优化 内需提升可期

公司旗下中粮番茄是目前国内最大、世界第二的番茄加工企业。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。公司年产大包装番茄酱约 25 万吨左右，占全国总产量的 30% 以上，主要出口欧洲、日韩、独联体、美洲等多个国家和地区，客户包括亨氏、联合利华、可果美、味可美、李锦记、海天等国内外知名企业。

图 29 近 4 年番茄酱产销情况

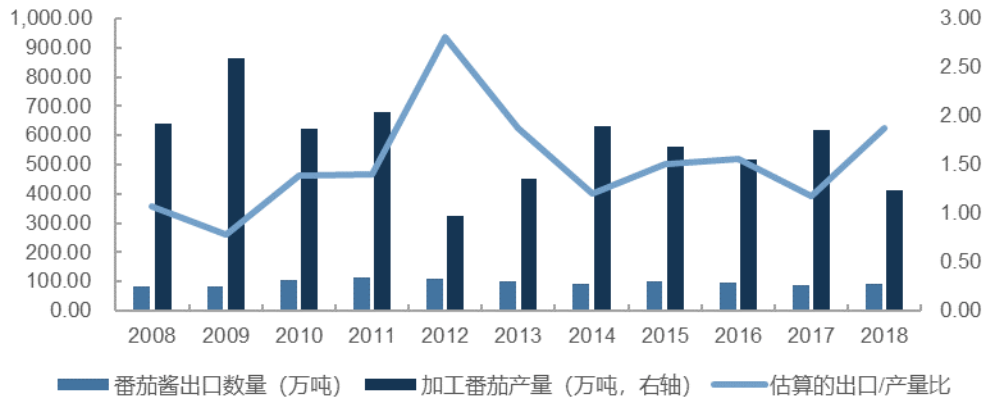


资料来源：公司年报，德邦研究

国内市场需求不足，产品主要用于出口。目前我国番茄制品消费水平较低，人均仅为 0.6 公斤，主要消费形式为新鲜番茄食用，人均消费量达 21 公斤。按照每公

斤番茄生产 0.12 公斤的加工番茄酱测算，我国出口番茄酱消耗加工番茄量在 2018 年远超过世界番茄协会估算，考虑到漏报、库存等因素，我们认为目前我国番茄酱超过 95% 用于出口。在欧美发达国家人均每年番茄及其各种制品的消费量达到人均每年 20 至 30 公斤，在饮食习惯比较相近的日本、新加坡、中国香港，番茄制品人均年消费同样大于 3 公斤。因此，我们预计随着西式餐饮文化的渗透，我国番茄酱消费量会逐步增加，整体水平有望在十三五期间保持 15% 的增长，到 2020 年消费水平达到 55 万吨。

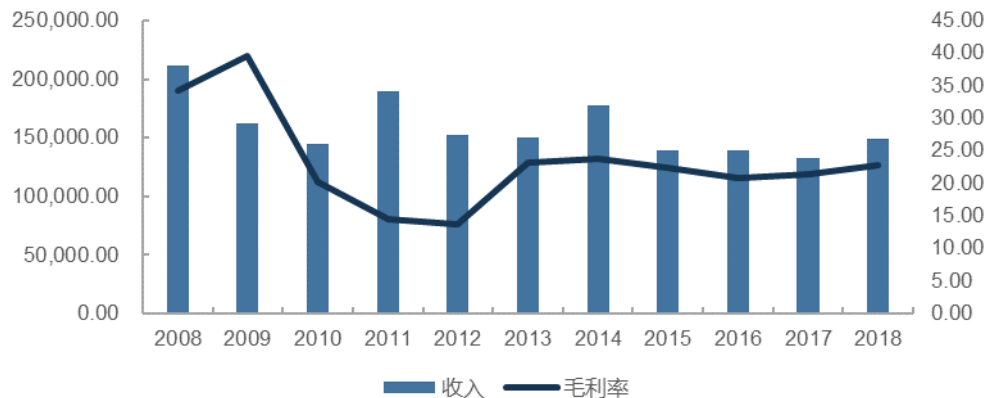
图 30 我国番茄酱主要用于出口



资料来源: WIND, 德邦研究

行业整体产能过剩，中粮入主后公司不断淘汰落后产能。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。整体产能过剩较为严重，仅新疆地区就有 317 条加工生产线，番茄酱产能高达 200 万吨，而全年番茄酱出口在 100 万吨左右。2017 年有 45% 的加工企业全年未开工，开机生产企业仅 100 家。中粮集团在入主公司以后，加强对于上游产业链控制，2009 年实现自种番茄占比达到 22%，保证了公司利润，重回行业龙头，整体毛利率在 2013 年以后保持稳定。2017 年开始，公司出售经营不良的番茄工厂，整体产能从 2016 年 40 万吨下降到 2018 年 24 万吨。

图 31 公司番茄酱业务收入和毛利情况



资料来源: 公司年报, 德邦研究

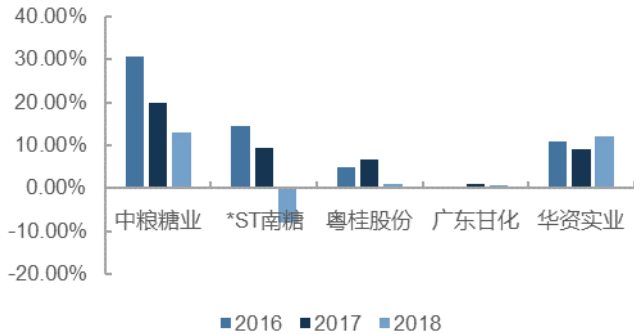
3. 成本资金多重优势 静待周期到来

3.1 机械化种植 成本低于同业

公司业务所涉及的糖业和番茄业，一个显著的特点是 我国都没有定价权，其中糖业的定价权在巴西手上，番茄酱的定价权在欧盟。所以，成本管控能力、产业链延伸能力、原料区控制能力都是经营的关键点。

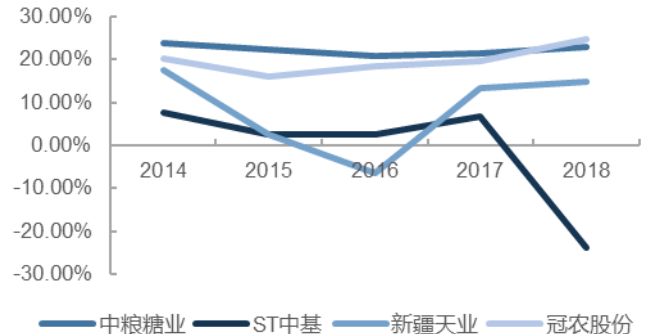
机械化种植保障更低成本。公司旗下甜菜糖业务已经基本形成规模化、机械化及标准化的种植模式，大户种植面积占总面积的 60%，机械采收比例达 92%。机械化和种植规模化的普及使得甜菜糖成本更低，以 2017/2018 榨季为例，甜菜糖的成本在 5500 元/吨左右，而甘蔗糖成本在 6000 元/吨左右。番茄制品业务上，公司原料种植已基本实现全程机械化，机械采收已占总量 50%以上。甘蔗糖方面，公司也在积极部署把甜菜糖和澳大利亚的先进经验引入，通过双高基地的建设，实现成本下降。公司自产糖业务毛利明显高于上市公司同业，番茄制品业务毛利过去一直领先，仅在 2018 年略微差于冠农股份。

图 32 公司自产糖业务同业毛利率比较



资料来源: WIND, 德邦研究

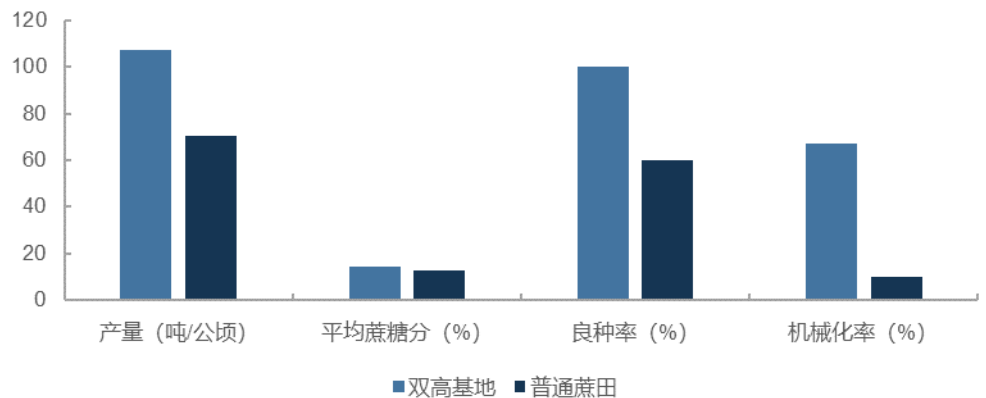
图 33 公司番茄酱业务同业毛利率比较



资料来源: WIND, 德邦研究

定增募投加强糖料区管理，生产成本有望进一步降低。公司于今年定增募投 4.4 亿元用于广西两个糖厂的配套糖料蔗基地建设。过往我国糖料区因为户均面积小、机械化率低、糖料品种单一等原因，对比国内发达国家，单亩管理成本高、亩产较低、糖含量较低，竞争力较弱。如果可以改建成双高基地，仅机械化一项就可以降低 570 元/亩，其中机械种植成本 100 元/亩，较人工节约 80 元/亩，机收作业每吨成本 90 元，比人工收购便宜 70 元/吨，假设每亩 7 吨产量，节约 490 元收割成本。

图 34 双高基地性能提升明显



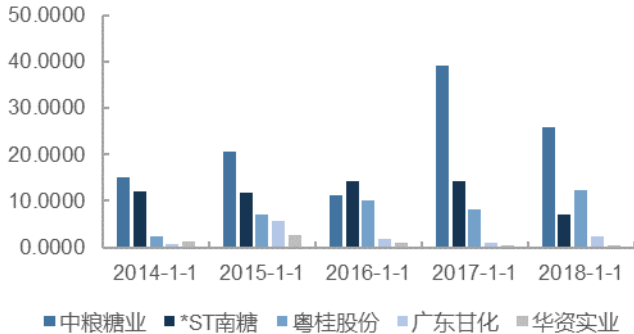
资料来源:《看广西如何建设“双高”糖料蔗基地》，德邦研究

3.2 资金优势支持公司做大做强

公司作为中粮糖业平台，在资金上得到了集团的大力支持。资金充裕对于公司战略发展有两个层次的优势。业务层面，糖业是政策性很强的行业，拖欠农户糖料款是非常严重的事情，所以现金和回款速度对于行业非常重要。而且在广西地区，甘蔗执行统一收购价，那么能否及时支付蔗料款是核心竞争力之一。公司自从 2011 年入桂之后，历经了收购、建厂、托管几个阶段。不管是因投入而暂时亏损，还是糖价低迷时期，均能

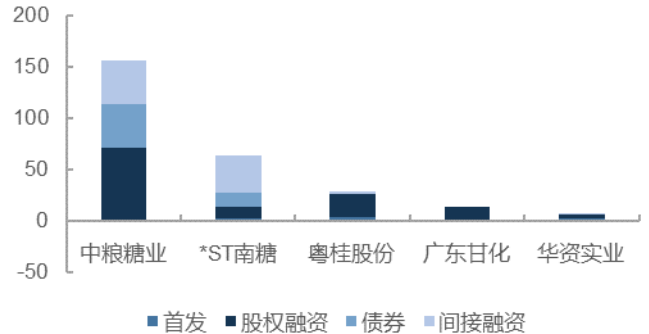
保证蔗农的蔗款在 48 小时之内结清。此外，2019/2020 榨季开始，广西糖料蔗收购价退出政府指导价格管理，实行市场调节价，并逐步执行订单农业管理，公司糖厂有望突破蔗区管理的区域限制，获得更多的原料蔗供给。

图 35 同业现金情况比较 (亿元)



资料来源: WIND, 德邦研究

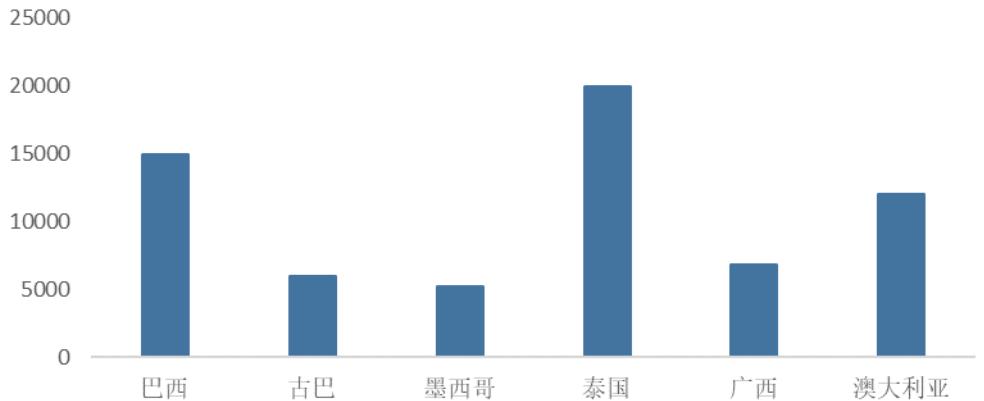
图 36 上市以来募资情况 (亿元)



资料来源: WIND, 德邦研究

发展层面而言，目前我国糖业公司众多，糖厂普遍规模较小，规模效益较弱，以广西为例，共有 23 户制糖企业集团、102 间糖厂，全区制糖日榨蔗能力 69 万吨左右，单厂平均日榨能力 6871 吨，总糖产量 600 万吨。对比制糖强国，比如泰国，他们糖产量超过 1400 万吨，糖厂仅有 54 家，单厂平均日榨能力超过 2 万吨。根据广西政府指导文件，“将引导连续 2 个榨季产量在 5 万吨以下的糖厂关闭合并、转产或关停，促进资源配置向优势企业集中”。这是一个重要的时间窗口，现金在手对于公司整合制糖产业链极有优势，有望继续扩大版图。

图 37 各国榨糖厂平均规模

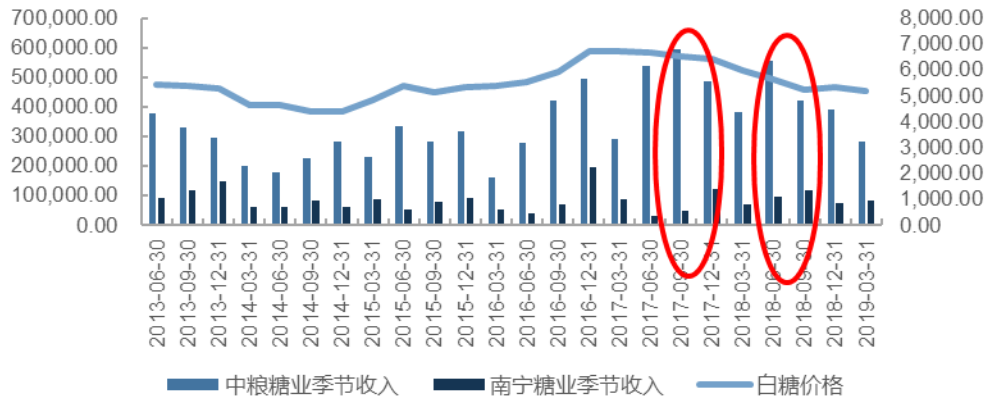


资料来源:《全区糖业发展工作情况报告》、《赴巴西、古巴、墨西哥和泰国糖业考察的报告》、德邦研究

3.3 背靠中粮集团 上下游资源支持

公司背靠中粮集团，除资金业务外，还得到了集团许多其他资源的支持。在研究力量方面，公司本身商情业务团队就属于业内顶尖，在本部、香港、新加坡、日内瓦都有研究团队，在中粮期货的支持下更是如虎添翼，近两年在糖价大幅下跌的背景下，公司自产糖业务取得较好收益便是得益于销售时机的准确把握。而且公司内部决策体系响应速度更快，对于快速变化的市场把握能力更强。

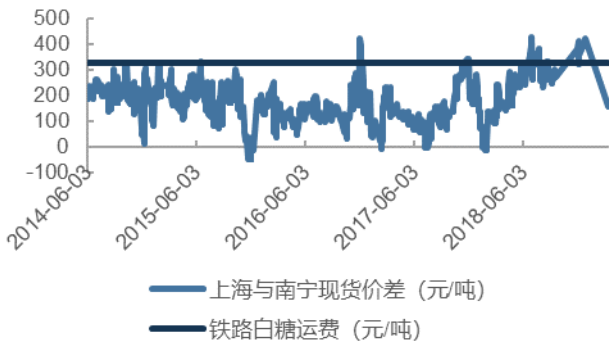
图 38 中粮糖业在下跌前加大出货



资料来源：公司财报，德邦研究

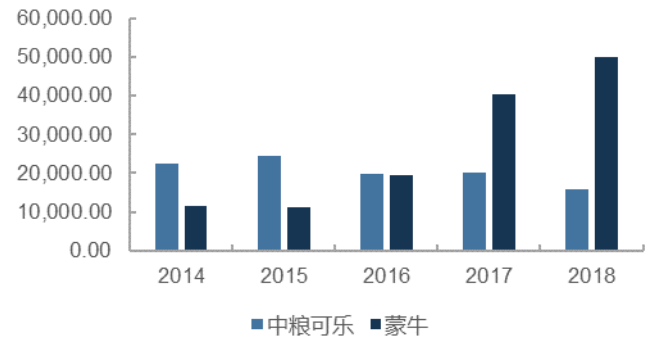
在食糖销售渠道方面，集团本身旗下拥有蒙牛、中粮可口可乐需要大量白糖的终端，而且公司托管中糖集团后，拥有国内最大的渠道网络，可以直接面对终端客户，避免了中间商压价。国内食糖因为产地集中在广西、云南地区，而销区在沿海广大地区，长期存在销地价格引导产地价格，销区价格压制产地价格的情况。

图 39 产销地价差空间不足



资料来源：Wind, 12306, 德邦研究

图 40 集团采购支持情况（万元）



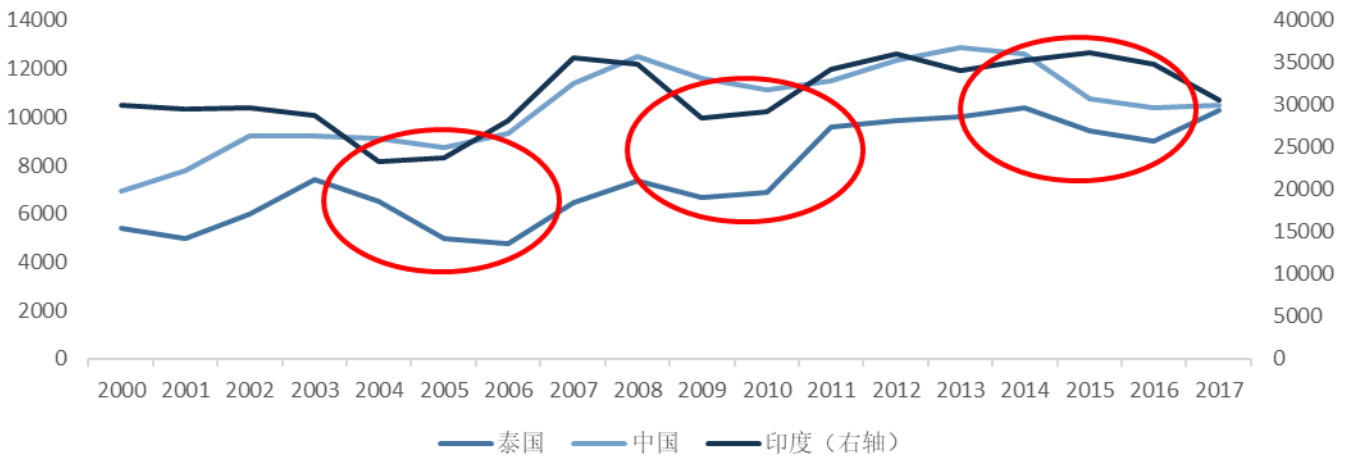
资料来源：公司公告，德邦研究

3.4厄尔尼诺持续发酵 糖新周期或将到来

我国糖价主要跟随外糖波动，外糖的供需平衡主要看巴西、泰国和印度产量情况，其中巴西主要看糖醇比，泰国和印度看天气和补助政策。目前来看，最有可能带来糖价反转的为始于去年秋天的厄尔尼诺现象。

历史上糖牛市和厄尔尼诺密切相关。厄尔尼诺现象会使整个世界气候模式发生变化，造成一些地区干旱而另一些地区又降雨量过多，简单来说，对于糖的影响就是印度、泰国和我国的产糖量都会大幅下降，从而形成供需缺口，推升糖价。本世纪以来主要发生了五次厄尔尼诺现象，分别在 2002-2003、2004-2005、2006-2007、2009-2010、2014-2016，其中 2014-2016 年为历史上最严重的三次厄尔尼诺现象之一，国际原糖价格突破 21 美分/磅，从低点 11 美分/磅上涨近 100%，国内白砂糖价格也冲上了 7000 元/吨。

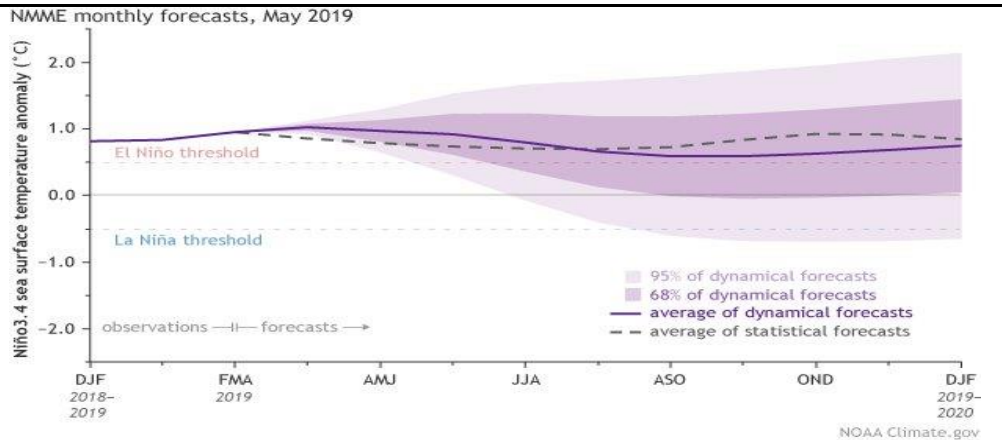
图 41 厄尔尼诺对于甘蔗产量的影响



资料来源: Wind, 德邦研究

始于去年秋天的厄尔尼诺现象大概率延续到今年夏季，印度马邦地区已经受到影响。来自美国海洋大气管理局（NOAA）预测人员 5 月的观点认为，此次太平洋上发展起来的厄尔尼诺现象可能持续整个夏季，可能性达到了 70%，并有 55% 的可能性继续延续至秋季。目前来看，印度地区已经出现了影响。根据印度理工学院干旱预警系统显示，印度 43% 的地区面临干旱，其中近一半的地区正面临严重的旱情。根据食糖委员会的调查分析，19/20 榨季印度马邦（产量占印度约 22%）可供收割的甘蔗面积预计仅有 85 万公顷，低于 18/19 榨季的 110 万公顷，而且如果季风雨不能在 6 月底到来，收割面积还可能继续下降 10%-15%。

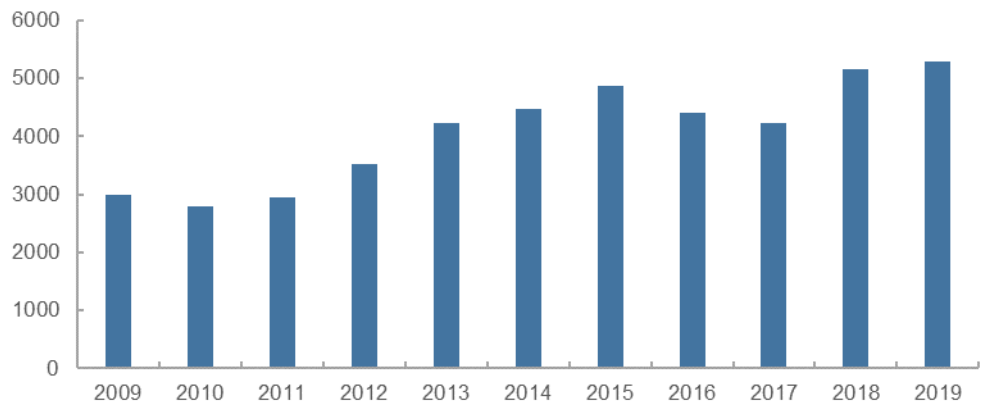
图 42 美国海洋大气管理局认为厄尔尼诺现象可能持续整个夏季



资料来源: 中国气象爱好者, 德邦研究

2019/20 榨季全球供需预计出现缺口，但印度出口政策和巨额库存可能压制糖价反弹空间。巴西地区目前乙醇销售良好，根据 Canaplan 首席分析师预测，在 2019/20 榨季预期为 34%-34.5% 的制糖比例，较 2018/19 榨季 35.4% 的比例继续下调。叠加泰国地区可能因为低糖价减少甘蔗种植面积，印度因干旱甘蔗大幅减产等原因，预计 2019/20 榨季糖出现供需缺口。最新预测结果，2019/20 榨季，国际糖业组织（ISO）预计供需缺口为 300 万吨，澳大利亚 Greenpool 预计为 162 万吨。不利的因素有二，一是印度穆迪当选后，表示要与巴西争夺全球最大产糖国地位，预计印度会继续大力支持糖业，补贴白糖出口。二是 2018/19 榨季全球糖库存预计达到 5285 万吨（Greenpool 估算为更惊人的 9591 万吨），包括我国 600-700 万吨国储白糖，都是压制糖价上行空间的因素。

图 43 全球糖库存 (万吨)



资料来源：美国农业部，德邦研究

4. 盈利预测和投资建议

1、基本假设

A 国际糖供需形势有所好转，糖价从 2019 年开始企稳反弹。

B 公司不断拓展扩张自制糖业务规模。

C 白糖进口保障措施如期结束，不再延长。

D 公司番茄业务缓慢清退。

E 屯河水泥在今年完成退出。

2、糖贸易业务

公司糖贸易包括内贸和外贸，为方便估算，我们这里根据公司过往毛利和行业可比公司水平来确定公司毛利率。

古巴贸易定额部分测算

表 2 古巴业务估算

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
古巴进口毛利(万元)	1000	1000	1000	1000	1000	1000
古巴进口量(万吨)	40	40	40	40	40	40
古巴进口收入(万元)	216000	194690	212389	230088	215929	201769

资料来源：德邦研究

非古巴定额贸易部分测算

表 3 除古巴业务估算

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
非古巴配额贸易量(万吨)	180	190	210	240	250	250
毛利率(%)	9.00%	9%	9.20%	9.10%	9.20%	9.10%

收入(万元)	972000	924779	1115044	1380531	1349558	1261062
成本(万元)	884520	842473	1012460	1254903	1225398	1146305
毛利(万元)	87480	82305	102584	125628	124159	114757

资料来源: 德邦研究

3、自制糖业务

公司的自制糖业务将直接受益于广西最低收购价放开和订单农业推行, 获得更多的糖料供给, 进一步提高生产效率。

表 4 自产糖业务估算

甜菜糖	2018	2019	2020	2021	2022	2023
产量(万吨)	27	27	29	30	32	30
成本(万元)	4257	4237	4390	4279	4218	4137
收入(万元)	144342	131416	153982	172566	170044	151327
成本(万元)	113784	114394	127296	128358	132858	124104
毛利(万元)	30558	17022	26687	44208	37187	27223
毛利率	21.17%	12.95%	17.33%	25.62%	21.87%	17.99%

广西甘蔗糖	2018	2019	2020	2021	2022	2023
产量(万吨)	30.5	32	34	36	39	42
成本(万元)	4296	4140	4246	4265	4196	4040
收入(万元)	164700	155752	180531	207080	210531	211858
成本(万元)	131036	132474	144373	153522	163655	169673
毛利(万元)	33664	23278	36158	53558	46876	42186
毛利率	20.44%	14.95%	20.03%	25.86%	22.27%	19.91%

云南甘蔗糖	2018	2019	2020	2021	2022	2023
产量(万吨)	10	11	11.5	12	13	14
成本(万元)	3857	3878	4057	4146	4007	3848
收入(万元)	54000	53540	61062	69027	70177	70619
成本(万元)	38566	42662	46658	49757	52094	53872
毛利(万元)	15434	10877	14404	19270	18083	16747
毛利率	28.58%	20.32%	23.59%	27.92%	25.77%	23.72%

TULLY	2018	2019	2020	2021	2022	2023
产量(万吨)	32.2	33	33	35	37	35
单吨成本 (元/吨)	1705	1720	1720	1720	1720	1720
收入(万元)	60503	64178	74052	91630	83028	73304
成本(万元)	54915	56773	56773	60214	63655	60214
毛利(万元)	5588	7405	17279	31416	19373	13090

资料来源: 德邦研究

4、精炼糖业务

公司在贸易端的不断扩张也将持续利好公司的精炼业务, 未来精炼糖厂的产能利用率将不断提高。

表 5 精炼糖业务估算

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
产量(万吨)	35	80	82	85	90	92

成本	4978	4881	4543	5174	4543	4290
收入(万元)	210630	420531	470230	528053	524708	501196
成本(万元)	182990	390483	372500	439749	408841	394712
毛利(万元)	27640	30047	97730	88304	115867	106485

资料来源: 德邦研究

5、番茄制品业务

番茄制品未来增量主要来自于国内的需求, 公司方面则将不断调整优化番茄制品产能, 预计番茄制品产能整体保持稳定。

表 6 番茄制品业务估算

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
产量(万吨)	23.52	23	22	22	20	20
单价(元/吨)	6334	6400	6400	6400	6400	6400
单吨成本(万元)(元)	4891	4900	4900	4900	4900	4900
收入(万元)	148976	147200	140800	140800	128000	128000
成本(万元)	115036	112700	107800	107800	98000	98000
毛利(万元)	33939	34500	33000	33000	30000	30000

资料来源: 德邦研究

6、其他业务

公司还持有屯河水泥 49% 的股权, 目前账目价值 3.4 亿元, 考虑到屯河水泥长期亏损对于公司业绩拖累严重, 公司有望在今年处置该资产, 如果回收率为 20%, 则 2019 年计提 2.73 亿元损失。

7、业绩预测

综上所述, 我们预测公司 2019-2021 年营业收入分别为 209 亿元、241 亿元、282 亿元, 同比增速分别为 19.4%、15.1%、17.1%; 实现归母净利润分别为 0.74 亿元、10.95 亿元、13.35 亿元, 同比增速分别为 -85.2%、1372.2%、21.9%。

表 7 公司业绩情况表

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	19157	17515	20921	24081	28198
(+/-) YoY (%)	41.3%	-8.6%	19.4%	15.1%	17.1%
净利润(百万元)	740	504	74	1095	1335
(+/-) YoY (%)	43.7%	-31.9%	-85.2%	1372.2%	21.9%
全面摊薄 EPS(元)	0.35	0.24	0.03	0.51	0.62
毛利率(%)	16.2%	14.6%	9.9%	13.7%	14.1%
净资产收益率(%)	10.3%	6.9%	0.9%	12.1%	12.9%

资料来源: 公司年报, 德邦研究

8、估值情况

相对估值情况, 由于公司国内可比公司较少, 我们选取了全球企业的估值指标。可以看到 PE (TTM) 指标在 -0.72 至 49.35 之间, 平均值为 22.99, 中位数为 23.09; PB 指标在 1.25 至 4.75 之间, 平均值为 2.46, 中位数为 2.3。ROE 指标剔除负值, 在 2.8%-27.58% 之间, 平均数为 10.35%, 中位数为 7.46%。

表 8 国际糖业公司估值指标

公司名称	PE(TTM)	PB	ROE2018 (%)
------	---------	----	-------------

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

Sao Martinho 股份公司	21.62	2.11	7.46
Biosev 有限公司	-0.72	4.75	-111.84
Seaboard 公司	49.35	1.39	2.8
DCM Shriram 有限公司	9.84	2.49	27.58
Kaset Thai International Sugar	33.26	2.78	8.43
PPB 集团有限公司	24.56	1.25	5.46
平均值	22.99	2.46	
中位数	23.09	2.30	

资料来源: BLOOMBERG, 德邦研究

有分析师预测的公司有 3 家, 3 家具体的历史和预测估值情况如下, 相对而言 PB 是一个更加稳定持续的指标。

表 9 有业绩预测的三家国际公司估值情况

Sao Martinho 股份公司	2018	2019	2020	2021
PE	13.92	16.74	9.77	10.52
PB	2.07	2.11	1.43	1.9
EV/EBITDA	6.01	5.49	5.24	4.7
Green Plains 股份有限公司	2018	2019	2020	2021
PE	-9.20	-7.47	64.38	38.15
PB	0.47	0.47	0.48	
EV/EBITDA	6.99	16.33	7.09	8.25
DCM Shriram 有限公司	2018	2019	2020	2021
PE	9.75	9.03	8.72	
PB	2.49	2.14	1.74	
EV/EBITDA	7.19	6.49	5.96	

资料来源: BLOOMBERG, 德邦研究

中粮糖业过往 3 年的 ROE 分别为 7.74%、10.31%、6.87%，落在可比公司中位数附近。结合以上分析，我们认为 PB 指标在 2.1 至 2.5 之间是一个在周期底部比较安全合理的估值，对应股价在 7.78 至 9.27 元。

图 44 公司股价和白糖价格关系



资料来源: Wind, 德邦研究

历史上来看，中粮糖业经历了两轮糖周期，第一轮糖周期糖价从 2008 年 10 月低点 3000 元/吨上冲至 7960 元/吨时，公司股价从低点 2008 年 1 月 6.19 元上涨至 2010 年 11 月 16.77 元，幅度达 171%。第二轮糖周期从 2014 年 8 月 4200 元/吨上冲至 2016 年 12 月 7268 元/吨时，公司股价从 2014 年 5 月 4.34 元上涨至 2015 年 8 月 24.7 元，

幅度达 469%。

首次覆盖，给与增持评级。基于公司稳定经营、白糖市场好转的假设，我们预测公司 2019-2021 年营业收入分别为 209 亿元、241 亿元、282 亿元，同比增速分别为 19.4%、15.1%、17.1%；实现归母净利润分别为 0.74 亿元、10.95 亿元、13.35 亿元，同比增速分别为 -85.2%、1372.2%、21.9%。我们认为在周期底部 **7.78 至 9.27 元** 是一个比较安全合理的估值，考虑到厄尔尼诺现象大概率持续到秋冬季节，有望带来糖价反弹，我们建议在合理价位适当布局。

5. 风险提示

糖价继续低迷的风险：此轮糖周期向上最大的驱动力来自于厄尔尼诺现象带来的全球产量下降。目前气候异常仅对印度部分地区造成了干旱，还未对泰国、我国广西等地形成实质影响。如果此次厄尔尼诺现象在秋季或者冬季结束，供需缺口过小，糖价可能继续被高库存压制价格。

原油价格暴跌的风险：巴西每年根据乙醇价格和糖价确定糖醇比，如果油价下跌过多，将拖累乙醇价格，导致糖醇比的上升，进而压制国际糖价。

进口政策调整：公司进口占比我国糖进口量近 50%，进口政策调整将对公司业务造成重大影响。

财务报表分析和预测

主要财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
每股指标 (元)					营业收入	17515	20921	24081	28198
每股收益	0.24	0.03	0.51	0.62	营业成本	14963	18857	20792	24234
每股净资产	3.43	3.71	4.22	4.84	毛利率%	14.6%	9.9%	13.7%	14.1%
每股经营现金流	1.13	-1.21	0.72	0.42	营业税金及附加	102	119	139	162
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金率%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
价值评估 (倍)					营业费用	623	699	804	952
P/E	31.25	249.52	16.95	13.91	营业费用率%	3.6%	3.3%	3.3%	3.4%
P/B	2.15	2.40	2.11	1.84	管理费用	565	713	799	940
P/S	0.98	0.86	0.74	0.63	管理费用率%	3.2%	3.4%	3.3%	3.3%
EV/EBITDA	10.03	24.93	11.17	9.14	研发费用	15	11	15	18
股息率%	1.8%	1.9%	1.7%	2.3%	研发费用率%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
盈利能力指标 (%)					EBIT	1246	523	1531	1892
毛利率	14.6%	9.9%	13.7%	14.1%	财务费用	211	131	126	86
净利润率	2.9%	0.4%	4.5%	4.7%	财务费用率%	1.2%	0.6%	0.5%	0.3%
净资产收益率	6.9%	0.9%	12.1%	12.9%	资产减值损失	152	24	-80	12
资产回报率	3.2%	0.4%	6.1%	6.8%	投资收益	-87	-273	0	0
投资回报率	10.8%	3.3%	9.8%	11.4%	营业利润	839	99	1485	1794
盈利增长 (%)					营业外收支	-111	0	0	0
营业收入增长率	-8.6%	19.4%	15.1%	17.1%	利润总额	728	99	1485	1794
EBIT 增长率	-30.7%	-58.1%	192.9%	23.6%	EBITDA	1641	927	1947	2312
净利润增长率	-31.9%	-85.2%	1372.2%	21.9%	所得税	171	24	356	429
偿债能力指标					有效所得税率%	23.5%	24.0%	24.0%	23.9%
资产负债率%	51.5%	53.4%	48.0%	45.6%	少数股东损益	53	1	34	30
流动比率	1.2	1.6	2.0	2.2	归母公司所有者净利润	504	74	1095	1335
速动比率	0.6	0.7	0.8	0.9					
现金比率	0.3	0.2	0.2	0.3	资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
经营效率指标					货币资金	2598	1341	1527	1765
应收帐款周转天数	21.6	21.5	20.9	21.2	应收款项	1119	1230	1376	1636
存货周转天数	93.6	114.2	108.1	107.7	存货	3427	5898	6161	7153
总资产周转率	1.1	1.3	1.4	1.5	其它流动资产	2337	3109	3280	3795
固定资产周转率	4.2	5.1	5.9	7.3	流动资产合计	9481	11579	12343	14349
现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	长期股权投资	343	2	2	2
净利润	504	74	1095	1335	固定资产	4118	4120	4002	3720
少数股东损益	53	1	34	30	在建工程	85	285	35	85
非现金支出	476	428	336	432	无形资产	926	889	851	814
非经营收益	337	451	162	127	非流动资产合计	6074	5898	5492	5222
营运资金变动	1055	-3534	-93	-1031	资产总计	15555	17477	17835	19571
经营活动现金流	2425	-2579	1534	893	短期借款	2936	2413	1237	858
资产	-407	-568	-10	-150	应付账款	1775	1279	1435	1711
投资	-9	341	0	0	预收账款	419	650	729	831
其他	15	-273	0	0	其它流动负债	2585	2693	2865	3235
投资活动现金流	-400	-500	-10	-150	流动负债合计	7715	7036	6266	6636
债权募资	-3239	1477	-1176	-378	长期借款	0	0	0	0
股权募资	0	643	0	0	其它长期负债	298	2298	2298	2298
其他	-170	-298	-162	-127	非流动负债合计	298	2298	2298	2298
融资活动现金流	-3409	1822	-1339	-506	负债总计	8012	9334	8563	8934
现金净流量	-1384	-1257	186	238	实收资本	2052	2139	2139	2139
					普通股股东权益	7328	7927	9023	10358
					少数股东权益	215	216	249	280
					负债和所有者权益合计	15555	17477	17835	19571

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 6 月 25 日

资料来源：公司年报（2018），德邦研究

信息披露

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1.投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅； 2.市场基准指数的比较标准： A股市场以德邦综指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。在任何情况下，本公司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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，德邦证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经德邦证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。