

四大粮商之邦吉：

谷物贸易巨头，农场至终端产业链全覆盖

邦吉：历史悠久的世界粮商。邦吉是 1818 年成立于荷兰阿姆斯特丹的农业和食品企业，公司业务涵盖农业、食品与配料、糖和生物能源、制粉业务和化肥业务 5 个方面，公司业务多元化，从农场到终端的一体化产业链日趋成熟。

公司股权结构较为分散，证券化特征明显。公司第一大股东为普信集团（T. Rowe Price），其与下属子公司共持有邦吉公司 10.51% 股权；第二大股东为基金公司先锋集团（Vanguard Group），合计持有 9.02% 股权。贝莱德（Blackrock）持有邦吉公司 6.22% 股权，为第三大股东。

公司营收稳定，盈利有所回升。2014-2018 年公司营业收入由 571.61 亿美元下降至 457.43 亿美元；归母净利润由 5.26 亿美元下降至 3.86 亿美元。2019Q1 营业收入为 99.38 亿美元，同比下降 6.61%；归母净利润 0.45 亿美元，较去年同期上升 314.29%。公司产业链以农产品为基础，营收情况受到宏观环境和市场因素综合影响。**公司毛利率、净利率回升趋势显现。**2014 年-2019Q1 公司毛利率为 4.78%、6.20%、5.65%、3.85%、5% 和 4.40%；净利率为 0.92%、1.62%、1.53%、0.60%、0.84% 和 0.51%。公司盈利能力回升主要系：（1）已销售产品的成本下降，公司削减糖业及生物能源部门成本；（2）已销售产品的利润率提升，公司提高了大豆压榨的利润率。

分业务来看：（1）农业综合业务部门营业收入贡献率最大，毛利率上升显著。2018 年农业综合业务营业收入达到 322.06 亿美元，占总营收比例维持在 70% 左右，主要受益于油籽、谷物贸易和分销业务。（2）**食用油业务营业收入占比逐年上升，净销售额与销售成本同步上涨。**食用油业务是公司第二大业务，且近年来重要程度逐渐攀升。2018 年该部门净销售额达到 91.29 亿美元，较上年增幅 13.86%，销售量增长 17%，主要是由于公司收购 Loders 及欧洲生产设施所致。（3）**糖及生物能源业务销售额减少，营业利润大幅下降。**2018 年公司退出了国际糖业贸易及销售业务，对销售量及营业收入产生直接影响。（4）**制粉业务营业收入呈下滑趋势，毛利率稳定。**（5）**化肥业务体量较小，营收占比上升。**

行业发展：（1）小麦：全球小麦产量增速震荡下行。据 USDA，2018 年全球小麦产量为 756.51 百万吨，同比增速 2.89%，处于历史低位水平。欧盟、中国和印度小麦产量位居世界前三。2018 年主要消费地区和国家为欧盟、中国和印度，三者分别占比 17.30%、16.08% 和 13.13%。（2）**大麦：**全球大麦产量下降，主产区供给疲软，2015 年起，因干旱天气预期及种植收益较低，多国出现种植面积、单产双降局面，导致全球大麦产量连续下滑。（3）**玉米：**产量稳定增长，据 USDA，2008 年-2018 年，全球玉米产量由 712.47 百万吨增至 1122.41 百万吨，CAGR 达 4.65%。美国、中国和欧盟为主要生产国。玉米饲料使用为主，生物燃料、食用量次之。（4）**大米：**产量温和增长，受极端气候影响显著。中国、印度为大米主要生产国。

风险因素：行业竞争大幅加剧；农产品价格大幅波动风险。

农林牧渔

维持

增持

花小伟

huaxiaowei@csc.com.cn

010-85156325

执业证书编号：S1440515040002

孙金琦

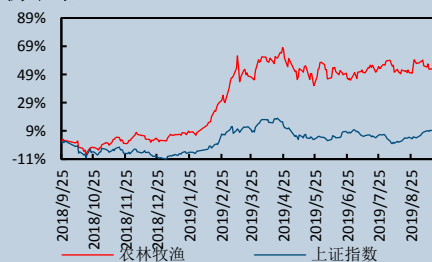
sunjinqi@csc.com.cn

010-65608481

执业证书编号：S1440517050002

发布日期：2019 年 9 月 27 日

股价表现



相关研究报告

2019.7.16 【中信建投农林牧渔】四大粮商之 ADM：农产品加工为核心，实现全产业链协同

目录

一、邦吉：从谷物贸易，到综合粮商	3
二、农场到终端一体化	4
（一）农场至终端全产业链覆盖	4
（二）农产品巨头，营收稳定，盈利近年有所回升	6
三、一体化产业链从农场延伸至消费者	7
（一）农业业务：以农产品采购、储存、运输、加工、销售为核心，搭建农业综合服务部门	8
（二）食品与配料：全球综合业务模式助力实现协同效应	9
（三）糖和生物能源：积极探索替代方案，推动利润复苏	11
（四）化肥业务：上游产业链，有效支持农业综合部门，实现内部业务扩张	12
四、行业：国际市场稳中有升	13
（一）全球小麦产量低速扩张	13
（二）大麦供给偏紧	15
（三）全球玉米市场稳增，供给宽松持续	18
（四）全球大米期末库存攀升，进出口小幅波动上升	20
五、风险因素	22

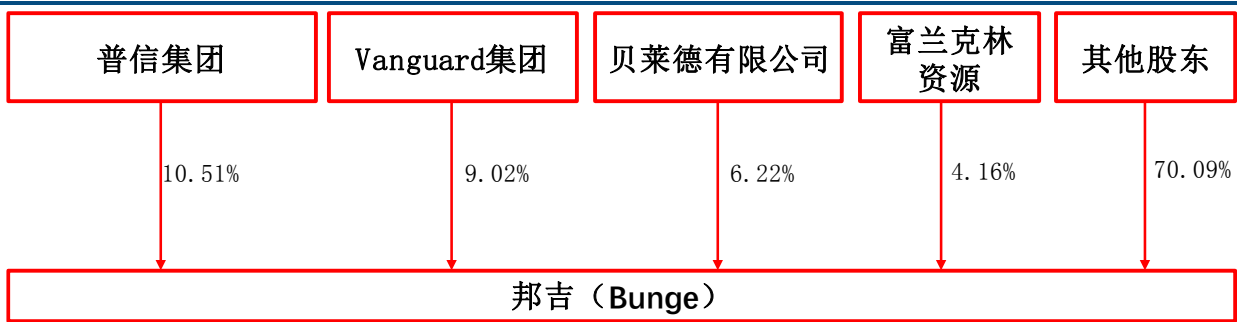
图表目录

图表 1：公司发展历程	3
图表 2：公司股权结构	4
图表 3：2018 年 Bunge 营业收入结构（%）	4
图表 4：2018 年 Bunge 农业综合业务营业收入及占比	4
图表 5：邦吉主营业务拆分（亿美元，%）	5
图表 6：2014-2018 Bunge 营业收入及增速	6
图表 7：2014-2018 Bunge 净利润及增速	6
图表 8：2014-2018 Bunge 毛利润及净利润	7
图表 9：2014-2018 总资产回报率及营业利润	7
图表 10：邦吉业绩情况（亿美元，%）	7
图表 11：Bunge 农业服务营业收入与利润（亿美元）	8
图表 12：Bunge 农产品加工能力全球分布情况	8
图表 13：Bunge 食品与配料业务营业利润（亿美元）	9
图表 14：Bunge 食用油业务价值链后向延伸	9
图表 15：Bunge 食用油全球品牌：	10
图表 16：Bunge 食品配料业务产品销售净额（亿美元）	11
图表 17：Bunge 食品配料业务产能与储能（万公吨）	11

图表 18: Bunge 糖和生物能源营业收入与利润 (亿美元)	11
图表 19: Bunge 甘蔗种植面积 (万公顷)	12
图表 20: Bunge 糖和生物能源生产能力.....	12
图表 21: 全球农作物化肥使用量占比	13
图表 22: Bunge 各产品业务每日生产及储存能力.....	13
图表 23: 2008-2018 年全球小麦产量及同比 (百万吨, %)	14
图表 24: 2008-2018 年小麦主要生产国产量 (百万吨)	14
图表 25: 2018 年全球主要小麦生产国产量占比 (%)	14
图表 26: 2008-2018 年全球小麦消费量及同比 (百万吨, %)	15
图表 27: 2018 年全球主要小麦消费国消费占比 (%)	15
图表 28: 2009-2019E 全球小麦进口、出口量 (百万吨)	15
图表 29: 2008-2018 年全球大麦生产量及同比 (百万吨, %)	16
图表 30: 2018 年全球主要大大麦生产国产量占比 (%)	16
图表 31: 2008-2018 年全球大麦消费量及同比 (百万吨, %)	16
图表 32: 2008-2018 年全球大麦饲用、FSI 消费量 (百万吨)	17
图表 33: 2008-2018 年全球大麦进口量及同比 (百万吨, %)	17
图表 34: 2018 年全球主要大麦进口国进口量占比 (%)	17
图表 35: 2008-2018 年全球大麦出口量及同比 (百万吨, %)	18
图表 36: 2018 年全球主要大麦出口国出口量占比 (%)	18
图表 37: 2008 年-2018 年全球玉米产量及同比 (百万吨, %)	18
图表 38: 2018 年全球主要玉米生产国产量占比 (%)	18
图表 39: 2008-2018 年全球玉米消费量及同比 (百万吨, %)	19
图表 40: 2018 全球主要玉米消费国消费量占比 (%)	19
图表 41: 2019E-2027E 全球玉米各细分使用量预测 (百万吨)	19
图表 42: 2008-2018 年全球玉米进口量及同比 (百万吨, %)	20
图表 43: 2008-2018 全球玉米出口量及同比 (百万吨, %)	20
图表 44: 2008-2018 年全球大米产量及同比 (百万吨, %)	20
图表 45: 2018 年全球主要大米生产国产量占比 (%)	20
图表 46: 2008-2018 年全球大米消费量及同比 (百万吨, %)	21
图表 47: 2018 年全球主要大米消费国消费量占比 (%)	21
图表 48: 2008-2018 年全球玉米期末库存 (百万吨)	21
图表 49: 2008-2018 年全球玉米出口量及同比 (百万吨, %)	22
图表 50: 2008-2018 全球玉米进口量及同比 (百万吨, %)	22

公司股权结构较为分散，证券化特征明显。公司第一大股东为普信集团（T. Rowe Price），其与下属子公司共持有邦吉公司 10.51% 股权，该集团是世界领先的主动型投资管理公司之一。邦吉第二大股东为世界知名基金公司先锋集团（Vanguard Group），合计持有 9.02% 股权。贝莱德（Blackrock）持有邦吉公司 6.22% 股权，为第三大股东。前三大股东合计持有邦吉公司 25.72% 股权，股权结构较为分散，证券化明显。

图表 2：公司股权结构



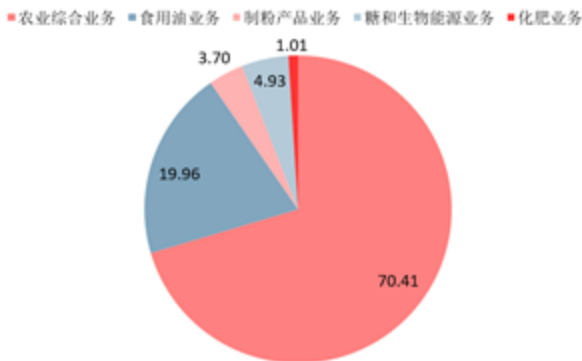
资料来源：彭博 公司公告 中信建投研究发展部

二、农场到终端一体化

（一）农场至终端全产业链覆盖

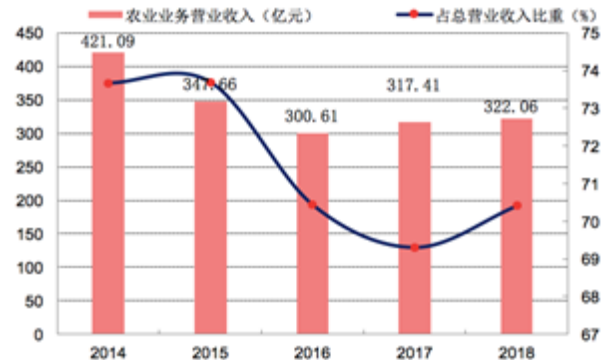
邦吉公司涉及产品众多，涵盖从农场到终端一体化产业链的各个环节。公司主营业务包括农业综合业务、食用油业务、糖及生物能源业务、制粉业务和化肥业务。2018 年上述各部门营业收入分别占总收入的 70.41%、19.96%、4.93%、3.70% 和 1.01%，农业综合业务占比突出，同时该业务毛利率为 4.45%，较 2017 年有较大幅度的提升；食用油业务也占有较大份额，毛利率为 13.86%。从营业利润方面分析，农业综合业务占总营业利润的 84.76%，对总量贡献最大；食用油业务营业利润占 16.33%。由于公司在 2018 年退出国际糖业贸易，公司在糖及生物能源业务上的营业利润为-1.35 亿美元，占整体-17.74%；化肥业务对总营业利润贡献较少，但近年发展迅速，由 2017 年的 0.69% 上升至 5.12%。

图表 3：2018 年 Bunge 营业收入结构（%）



资料来源：Bloomberg 中信建投证券研究发展部

图表 4：2018 年 Bunge 农业综合业务营业收入及占比



资料来源：Bloomberg 中信建投证券研究发展部

1、农业综合业务部门营业收入贡献率最大，毛利率上升显著。2018 年农业综合业务营业收入达到 322.06

亿美元，较 2017 年上涨 4.65 亿美元，占总营收比例维持在 70% 左右。毛利由 2017 年 9.33 亿美元上升至 14.34 亿美元，增幅为 53.70%，毛利率 4.45%，显著上升 1.51 个百分点。上述指标上升受益于油籽、谷物贸易和分销业务。2018 年公司在亚欧地区油籽加工业务的数量和价格有所上涨，但美国粮食价格普遍下降，部分增长优势被中美贸易战所抵消，导致农业综合业务增长幅度受限。

2、食用油业务营业收入占比逐年上升，净销售额与销售成本同步上涨。 食用油业务是公司第二大业务，且近年来重要程度逐渐攀升。2014-2018 食用油产品部门营业收入由 13.95% 上升至 19.96%，占比不断增长。2018 年该部门净销售额达到 91.29 亿美元，较上年增幅 13.86%，销售量增长 17%，主要是由于公司收购 Loders 及欧洲生产设施所致。2018 年公司销售商品成本增加 14%，同样受近期收购影响与净销售额增幅一致。2018 年毛利润为 5.54 亿美元，这一增长可归因于人造黄油在欧洲市场的销量及利润率的上升，同时大豆产量下降且成品油需求高，受到供求关系驱动，该业务部门的毛利有所升高。

3、糖及生物能源业务销售额减少，营业利润大幅下降。 2018 年公司退出了国际糖业贸易及销售业务，对销售量及营业收入产生直接影响。糖及生物能源业务净销售额由 2017 年 40.54 亿美元下降至 22.57 亿美元，降幅 44%，销售额下滑导致营业收入较上年减少 17.97 亿美元，占比由 8.85% 降为 4.93%。其主要原因是全球糖原料价格下降导致的贸易和销售业务量下降，干旱条件及过度降雨对甘蔗产量产生负面影响。

4、制粉业务营业收入呈下滑趋势，毛利率稳定。 2014-2018 年制粉业务营业收入整体呈现下滑趋势，近年稍有增长，占整体营业收入比例稳定维持在 3.6% 左右，2018 年到达 3.7%，较上年提升 0.26 个百分点，毛利率稳定在 13%。净销售额由 15.75 亿美元上升至 16.91 亿美元，这主要归因于墨西哥和巴西市场的成交量上升，各细分市场的需求增加，但部分增长被巴西较低的成本所抵消。由于邦吉公司于 2018 年收购美国明萨公司，商品成本方面出现 7% 的增幅。

5、化肥业务体量较小，营收占比上升。 2018 年公司化肥业务营业收入由 2017 年 4.06 亿美元增长至 4.6 亿美元，同比增长 13.3%，占总营业收入的 1.01%，主要是由于国际化肥价格上涨所致。毛利率 15.22%，上升 9.06 个百分点，增长显著。销售商品成本为 3.9 亿美元，高于 2017 年数据，增长约 1000 万美元，该增长可归因于进口化肥库存成本的上升。

图表 5：邦吉主营业务拆分（亿美元，%）

	2014	2015	2016	2017	2018	2019Q1
农业	421.09	312.67	300.61	317.41	322.06	69.19
同比 (%)	-7.47	-25.75	-3.86	5.59	1.47	-7.28
占比 (%)	73.67	71.95	70.44	69.31	70.41	69.62
毛利率 (%)	4.14	5.94	4.96	2.94	4.45	3.40
食用油	79.72	66.98	68.59	80.18	91.29	22.39
同比 (%)	-13.02	-15.98	2.40	16.90	13.86	4.19
占比 (%)	13.95	15.41	16.07	17.51	19.96	22.53
毛利率 (%)	6.87	6.03	6.40	6.22	13.86	6.70
糖和生物能源	45.42	34.95	37.09	40.54	22.57	2.85
同比 (%)	7.76	-23.05	6.12	9.30	-44.33	-49.38
占比 (%)	7.95	8.04	8.69	8.85	4.93	2.87
毛利率 (%)		4.69	4.29	2.44		
制粉产品	20.64	16.09	16.47	15.75	16.91	4.26
同比 (%)	2.58	-22.04	2.36	-4.37	7.37	4.16
占比 (%)	3.61	3.70	3.86	3.44	3.70	4.29
毛利率 (%)	15.07	14.73	16.33	13.27	13.42	11.50

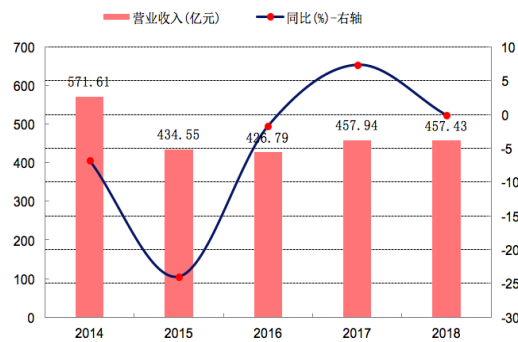
化肥	4.74	3.86	4.03	4.06	4.60	0.69
同比(%)	5.80	-18.57	4.40	0.74	13.30	18.97
占比(%)	0.83	0.89	0.94	0.89	1.01	0.69
毛利率(%)	12.87	7.77	13.15	6.16	15.22	7.25

资料来源: Bloomberg 中信建投证券研究发展部

(二) 农产品巨头，营收稳定，盈利近年有所回升

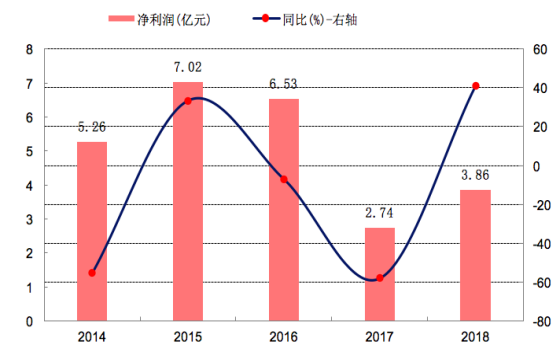
营业收入近年平稳，数值逐渐趋于稳定。2014-2018 年公司营业收入由 571.61 亿美元下降至 457.43 亿美元；归母净利润由 5.26 亿美元下降至 3.86 亿美元。2014-2015 年，邦吉公司营业收入连续两年呈现负增长态势，并于 2017 年出现小幅度回升。2018 年同比下降 0.11%，营业收入较上年有小幅度下滑。归母净利润由 2.74 亿美元上升至 3.86 亿美元，较 2017 年同比上升 40.88%。2019Q1 营业收入为 99.38 亿美元，同比下降 6.61%；归母净利润 0.45 亿美元，较去年同期上升 314.29%。邦吉公司业务涉及广泛，经营范围从农场延伸到消费食品，农业综合部是其主要业务部门，占总体营收比例较高。由于公司产业链以农产品为基础，营收情况受到宏观环境和市场因素综合影响。

图表 6: 2014-2018 Bunge 营业收入及增速



资料来源: Bloomberg 中信建投证券研究发展部

图表 7: 2014-2018 Bunge 净利润及增速



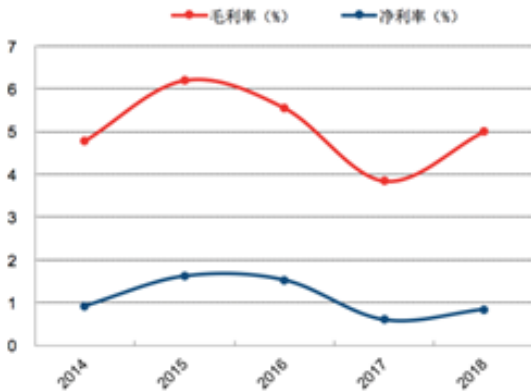
资料来源: Bloomberg 中信建投证券研究发展部

2014-2016 年，邦吉公司先后经历了连续两次的收入下滑，降幅分别为 23.98% 和 1.79%，其原因主要包括：（1）美元汇率持续走低面临货币贬值压力，大宗商品价格出现大幅下降，冲击企业利润，削弱盈利水平。（2）全球粮食储备上升，农产品市场呈现供大于求趋势，北美地区出口量下滑，销售数量受市场需求限制显著。随后在 2017 年，邦吉公司营业总收入出现上升态势，并持续两年保持在 457 亿美元水平。该现象的驱动力主要为（1）全球豆粕需求强劲，大豆产量减少，导致市场供不应求。市场动态驱动下大宗商品价格水平上升，拉动利润空间上涨。（2）公司内部削减在高成本部门的继续投入，退出了国际糖业贸易业务，保证公司整体利润水平。（3）全球化运营布局完善，收购美国玉米厂，对意大利现有油籽加工厂改造升级，通过渠道及生产线建设，提升盈利能力。

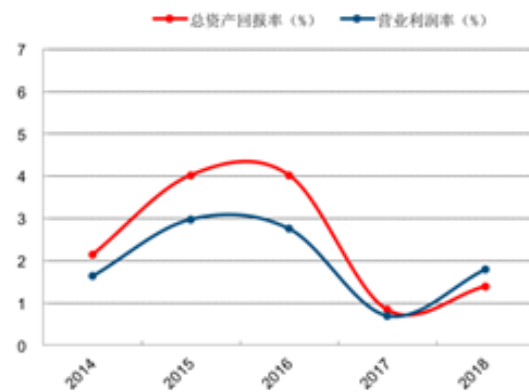
毛利率、净利率回升趋势显现。2014 年-2019Q1 公司毛利率为 4.78%、6.20%、5.65%、3.85%、5% 和 4.40%；净利率为 0.92%、1.62%、1.53%、0.60%、0.84% 和 0.51%。2018 年毛利率上升趋势显著，是 2015 年以来出现的首次增长。毛利率上升可归因于：（1）已销售产品的成本下降。一方面，糖业及生物能源部门经营成本高企，公司内部削减在该部门的继续投入；另一方面，将美国及南美地区作为主要粮食来源，平均价格较低，这在农业综合部门中有所体现。（2）已销售产品的利润率提升。一方面，豆粕市场供不应求，提高了大豆压榨的利润率。另一方面，阿根廷的化肥业务及欧洲人造黄油市场同样存在着利润率的上升。但由于不利的收入组合，2018

年所得税支出 1.79 亿美元，实际税率由上年的 24% 增长到 39%，抵消了企业快速上涨的息税前利润，导致净利率上升趋势减弱。

总资产回报率、营业利润上升，近年盈利能力向好。2014-2018 年，公司总资产回报率为 2.14%、4.02%、4.02%、0.84% 和 1.39%，营业利润率为 1.63%、2.97%、2.75%、0.70% 和 1.79%。总资产回报率和营业利润于 2018 年出现上升态势，资产利用效率有效提升。

图表 8：2014-2018 Bunge 毛利润及净利润


资料来源: Bloomberg 中信建投证券研究发展部

图表 9：2014-2018 总资产回报率及营业利润


资料来源: Bloomberg 中信建投证券研究发展部

图表 10：邦吉业绩情况 (亿美元, %)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019Q1
营业总收入	571.61	434.55	426.79	457.94	457.43	99.38
同比 (%)	-6.82	-23.98	-1.79	7.30	-0.11	-6.61
归母净利润	5.15	8.04	7.57	1.60	2.67	0.45
同比 (%)	59.41	49.32	-4.73	-78.86	60.63	314.29
毛利率 (%)	4.78	6.20	5.65	3.85	5.00	4.40
净利率 (%)	0.92	1.62	1.53	0.60	0.84	0.51
净资产收益率 (%)	6.10	12.28	10.43	2.24	4.33	0.74
期间费用率 (%)	2.96	3.30	3.01	3.16	3.11	3.07

资料来源: Bloomberg 中信建投证券研究发展部

期间费用率逐年下滑，受汇率走势影响明显。2014 年以来该比率基本维持在 3% 上下，近年呈现持续下滑趋势，2017-2019Q1 期间费用率分别为 3.16%、3.11% 和 3.07%，SG&A 费用从 2017 年的 1.14 亿美元下降到 2018 年的 1.12 亿美元，降幅 200 万美元。费用降低主要可归结为美元汇率走高，阿根廷比索和巴西雷亚尔兑美元贬值所导致。

三、一体化产业链从农场延伸至消费者

（一）农业业务：以农产品采购、储存、运输、加工、销售为核心，搭建农业综合服务部门

2018 年公司农产品综合部门业务营业收入达 322.06 亿美元，同比增长 1.46%，营业利润达 6.45 亿美元，同比增长 151.95%。2018 年农业服务部门营业利润较去年增长显著是由于有利的市场动态和干旱导致的阿根廷大豆减产，使得各地区大豆压榨利润率提高。此外，公司海上运输的发展也使得利润增长受益。

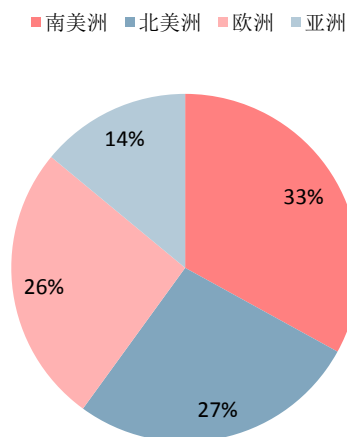
图表 11：Bunge 农业服务营业收入与利润(亿美元)

	2018	2017	同比
农业服务营业利润	6.45	2.56	151.95%
农业服务营业收入	322.06	317.41	1.46%

资料来源：公司年报 中信建投研究发展部

全球布局均衡分布，有效提高产能利用率。由于公司产出的油籽、谷物等主要购买者是动物饲料制造商，畜牧生产者，小麦和玉米加工厂等，因此公司农业综合产品的需求端易受到区域性牲畜瘟疫、经济状况、人均收入等多方面因素的影响。为解决不时出现的油籽加工能力与某些地区油籽产品需求之间不平衡的状况，截止 2018 年，公司已在全球各地设立 167 个靠近原产地或出口地的仓库，51 个油籽加工工厂和 37 个分销点与办事处，同时开发了广泛的全球物流网络，包括卡车、铁路、河流驳船和海运货船等多种交通工具，并运营包括巴西，阿根廷，美国，加拿大，俄罗斯，乌克兰，波兰等全球多个港口码头，确保货物的高效运输。公司利用全球设施网络确保产能利用率，以对抗区域性的需求波动。目前公司的足迹平衡良好，约 33% 的加工能力位于南美洲，27% 位于北美洲，26% 位于欧洲，14% 位于亚太地区。

图表 12：Bunge 农产品加工能力全球分布情况



资料来源：公司年报 中信建投研究发展部

农业服务与金融服务相结合，确保原材料供应。公司除日常农业服务运营外，还为客户与其他第三方提供包括贸易结构融资和金融风险管理服务在内的各种金融服务，利用公司国际贸易流量创造新兴市场的贸易融资流动性，同时通过构建和营销风险管理产品，使农业生产者和最终消费者有效管理商品价格风险敞口。在巴西，公司为种植大豆和其他农产品的农民提供融资服务，农民融资活动是公司粮食和油籽服务部门的一个重要组成部分，其建立与农民互惠互利的合作模式，有助于确保公司农业运营的原材料供应。

（二）食品与配料：全球综合业务模式助力实现协同效应

2018 年公司食品与配料业务总营业利润达 2.12 亿美元，同比增长 12.17%。其中食用油产品营业利润为 1.22 亿美元，同比下降 3.17%；研磨产品实现营业利润 9 亿美元，同比增长 42.86%。食用油部门营业利润小幅下降，主要是由于持续供应过剩导致的巴西地区包装油业务利润率较低，过多抵消了收购 Loders 带来的利润增长及人造黄油利润率的提高，同时近期的收购事项使得管理费用增加；研磨产品部门营业利润显著增长主要原因是：（1）在美国和墨西哥地区的产量和利润双双提升；（2）收购 Minsa USA 使得利润增加；（3）在巴西地区的成本降低。

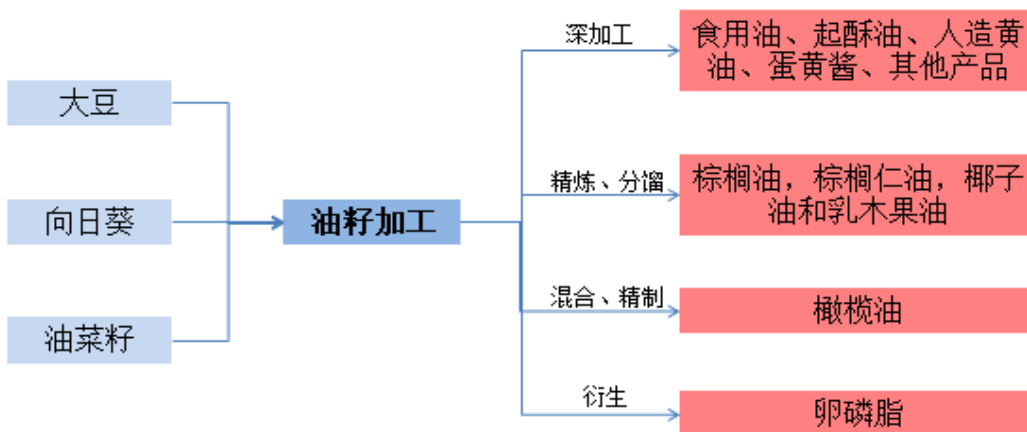
图表 13：Bunge 食品与配料业务营业利润（亿美元）

	2018	2017	同比
食品与配料业务	2.12	1.89	12.17%
其中：食用油产品	1.22	1.26	-3.17%
研磨产品	9	6.3	42.86%

资料来源：公司年报 中信建投研究发展部

食用油业务：通过深加工不断延长产业链，提升产品附加价值。公司主要使用在农业部门油籽加工业务中生产的大豆，向日葵，油菜籽和菜籽油作为食用油业务的原材料，生产包括食用油，起酥油，人造黄油，蛋黄酱和其他来自植物油精制过程的产品。同时还精炼和分馏棕榈油，棕榈仁油，椰子油和乳木果油，并混合和精制橄榄油。此外，公司不断派生产品新用途，生产特殊成分，如植物油衍生的卵磷脂，可用作各种食品中的乳化剂。

图表 14：Bunge 食用油业务价值链后向延伸



资料来源：公司年报 中信建投研究发展部

食用油业务：to B to C 相结合，打造全球产品品牌。公司的食用油产品业务在北美以 B2B 为主，在南美、欧洲和亚太地区实行 B2B 与 B2C 相结合的产品模式，在全球各地拥有多个知名食用油产品品牌。2018 年 3 月 1 日，公司完成了对马来西亚棕榈油巨鳄 IOI Loders Croklaan("Loders")70%所有权的收购，由此建立 Bunge Loders Croklaan 业务，使公司能够利用全系列的热带植物油种子和全面的产品来扩展业务，为全球客户提供从糖果和面包店到烹饪用途和婴儿营养品等食用油综合解决方案。

图表 15: Bunge 食用油全球品牌:

巴西		<p>Bunge 是巴西人造黄油市场的领先生产商，主要品牌包括 Delicia 和 Primor；同时拥有主要的包装植物油品牌及蛋黄酱品牌 Soya, Primor 和 Salad。</p>
北美		<p>在美国和加拿大，Bunge 为食品制造商，面包店和食品服务运营商提供高质量的解决方案，例如提供所需的口味和质地，或减少其产品中的反式脂肪或饱和脂肪。公司产品包括低脂肪的无反式高油酸菜籽油和高度稳定且无反式脂肪的高油酸大豆油。此外还开发了专有的纤维添加工艺，使烘焙和食品加工客户能够在缩短时间内显著降低饱和脂肪含量。同时公司以 Whole Harvest 品牌向食品客户提供压榨和精制油，以领先品牌 Country Premium 生产人造黄油和黄油涂料，用于食品服务，食品加工商和零售自有品牌客户。 Bunge Loders Croklaan 产品系列还包括面包店和糖果客户的各种产品。</p>
欧洲		<p>在欧洲，Bunge 是消费包装植物油的领导者，在各个地区销售包括 Venusz, Floriol, Kujawski, Olek, Unisol, Ideal, Oleina, Maslenitsa, Oliwier, Salat Rozumnitsa 和 Komili 等品牌，以及人造黄油品牌 Smakowita, Maslo Rosline, Masmix, Optima, Deli Reform, Keiju, Evesol, Linco, Gottgott, Suvela 和 Finuu。公司还是西欧食品服务渠道的重要 B2B 油品供应商。此外，Bunge Loders Croklaan 产品系列还包括用于糖果和烘焙行业的各种产品。</p>
亚洲		<p>在亚洲，Bunge 提供一系列消费品和 B2B 产品。在印度，公司消费品牌包括食用油品牌的 Dalda, Ginni 和 Chambal，人造黄油品牌 Gagan 以及专业面包脂肪的品牌 Masterline。在中国，我们以豆维家品牌为消费者提供食用油产品。此外，Bunge Loders Croklaan 产品系列还包括面包，烹饪，糖果和婴儿营养产品。</p>

资料来源：公司年报 公司官网 中信建投研究发展部

研磨业务：以多样化市场需求为导向，迎合新兴消费趋势。 公司研磨产品部门主要包括玉米研磨产品和小

麦研磨产品。基于市场多样化的消费需求，公司构建了丰富的产品组合，包括干磨玉米粉和面粉，湿磨的湿润粉糊和面粉，剥落和酿造的粗粒，以及大豆强化玉米粉，玉米与大豆混合物和其他类似产品，同时还销售全谷物和纤维成分，小麦粉，烘焙混合物及品牌包装大米。公司始终以消费趋势为导向，不断调整和扩充产品矩阵，例如基于消费者日益增长的健康膳食需求，公司在产品组合中提供古代谷物，如藜麦和小米，同时还生产包括减肥颗粒在内的挤压食品，以满足休闲食品行业的需求。此外，由于市场需求对食品安全问题日益关切，公司还在美国地区提供包括玉米品种在内的非转基因产品，从而增加消费者粘性，提高市场占有率和销售业绩。2018年研磨产品销售净额达到 16.91 亿美元，同比增长 7.37%。

图表 16: Bunge 食品配料业务产品销售净额（亿美元）

	2018	2017	同比
食品与配料业务	108.2	95.93	12.79%
其中：食用油产品	91.29	80.18	13.86%
研磨产品	16.91	15.75	7.37%

资料来源：公司年报 中信建投研究发展部

研磨业务：加速产业整合，实现规模效应。2018年1月，公司从 Grupo Minsa, S.A.B. de C.V.收购了两家位于美国的玉米厂（“Minsa USA”）。收购 Minsa USA 有利于 Bunge 扩大研磨产品生产，提高产能，和进一步拓展北美地区研磨 B2B 业务，实现规模效应。截止 2018 年，在食品配料业务部门，公司已建设 119 个炼油、包装和研磨设施，118 个商品仓库和 8 个位于巴西的配送中心，为扩大研磨业务产能与储能提供有力保障。截止 2018 年，公司食品配料业务每日产量达到 9.41 万公吨，总仓储量达到 221.49 万公吨。强大的产能与储能助力公司研磨业务实现规模效应，降低成本，提高利润率。

图表 17: Bunge 食品配料业务产能与储能（万公吨）

	2018	2017	同比
每日产量	9.41	8.17	15.18%
总仓储量	221.49	187.83	17.92%

资料来源：公司年报 中信建投研究发展部

（三）糖和生物能源：积极探索替代方案，推动利润复苏

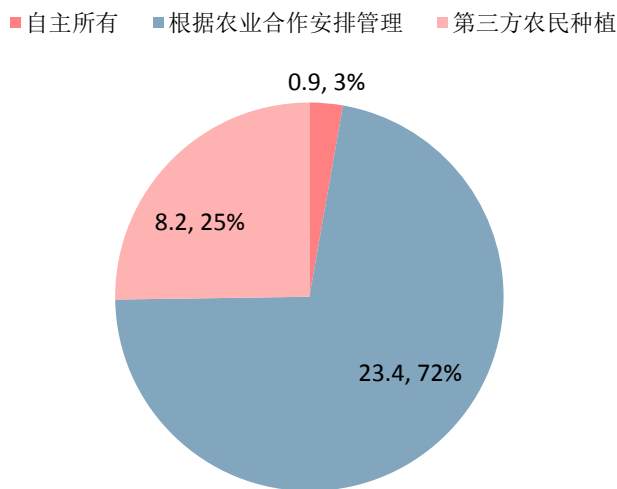
糖和生物能源经营利润亏损 1.35 亿美元，退出国际糖业务和可再生油合资企业。公司 2018 年糖和生物能源业务营业利润亏损 1.35 亿美元，较 2017 年营业利润减少 1.23 亿美元，同比下降 1025%。公司 2018 年亏损较大主要是由于全球供应量增加和需求疲软导致国际糖价下跌，以及巴西恶劣天气所引起的产量下降和成本上升。同时由于公司在 2018 年退出了在巴西的国际糖业经营业务和可再生油合资企业，导致交易和销售业务的业绩也较低。2018 年公司糖和生物能源的营业收入为 22.57 亿美元，同比下降 44.33%。近年来连年糖价低位促进产业整合，预计未来糖类供应量将下降，使得利润承压变小。同时公司积极探索多种替代方案以减少对巴西糖类研磨业务的影响，降低该业务运营成本，提高效率，推动利润复苏。

图表 18: Bunge 糖和生物能源营业收入与利润（亿美元）

	2018	2017	同比
营业利润	-1.35	-0.12	-1025%
营业收入	22.57	40.54	-44.33%

资料来源：公司年报 中信建投研究发展部

丰富原料供应配比多种生产组合，充分响应客户需求和市场价格变化。公司以甘蔗为原料生产糖和乙醇，同时通过燃烧甘蔗渣发电满足工厂能源需求并出售多余电力给当地电网或第三方电力用户。截至 2018 年，供应公司原材料的甘蔗种植面积约为 32.5 万公顷，同时工厂每年的破碎能力约为 2200 万吨。公司在巴西运营 8 家甘蔗工厂，目前的最大糖产量为每天 6050 公吨，可生产原糖和水晶糖等多种类型的糖类以供出口和巴西内销，最大乙醇生产能力为每天 6240 立方米，可生产含水乙醇和不含水乙醇以供多种用途。截至 2018 年 31 日，公司热电联产总装机容量约为 322 兆瓦，在满足自身工厂能源需求后，大约有 126 兆瓦可供转售给第三方。公司可在不同工厂和不同产品线之间调整生产组合，从而响应客户需求和市场价格的变化，提高运营效率，增加收入。

图表 19: Bunge 甘蔗种植面积（万公顷）


资料来源：公司年报 中信建投研究发展部

图表 20: Bunge 糖和生物能源生产能力

	每天最大产量	每年最大产量
糖（万公吨）	0.61	130
乙醇（万立方米）	0.62	130
	总装机容量	可供转售电量
电力（兆瓦时）	322	126

资料来源：公司年报 中信建投研究发展部

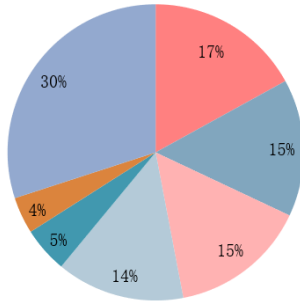
（四）化肥业务：上游产业链，有效支持农业综合部门，实现内部业务扩张

化肥业务营收占比上升，利润大幅上涨。2018 年 Bunge 公司化肥业务营业收入为 4.60 亿美元，同比上涨 13.3%，营业利润较 2017 年增长 12 倍，销售量基本与之前持平，占比 0.79%。该项业务利润上行的主要原因是国际化肥价格上升所导致的毛利增长。

化肥业务产业链完善，产品及服务品类丰富。公司在阿根廷经营混合及分销业务，在巴西桑托斯港经营港口码头，通过子公司 Termag 向第三方排放和处理进口化肥，并提供物流和支持服务。同时公司也向上游提供第三方生产的化肥产品及服务。公司有完整的化肥产品组合，包括液态磷肥、固体氮肥、过磷酸钙、氨、尿素、硫代硫酸铵、磷酸一铵、磷酸二铵、重过磷酸钙、尿素硝酸铵溶液、硫酸铵、氯化钾产品等。

图表 21：全球农作物化肥使用量占比

■水果和蔬菜 ■小麦 ■玉米 ■大米 ■糖作物 ■大豆 ■其他



资料来源：公司年报 中信建投研究发展部

化肥产品与产业链上游生产经营活动相互支持。邦吉公司在阿根廷、乌拉圭等南美洲地区开展化肥相关业务，向粮食生产者提供肥料。业务涵盖生产和分销液态及干式 NPK 肥料，主要产品有氨基液态、固态磷肥，可作用于大豆、玉米和小麦等农作物的生产，保障上游农作物供给的稳定。同时，公司在南美拥有大片农场，受到季节因素及南美农业周期影响，农产品生产者通常在下半年购入所需肥料，业务间互相提供市场，一方面向农业部门出售化肥产品及服务，另一方面收购其粮食产品进而出口或进行深加工。

图表 22：Bunge 各产品业务每日生产及储存能力

产品业务（万吨）	日生产能力	储存能力
农业综合业务	155,412	16,289,648
食品及配料业务	94,054	2,214,860
糖及生物能源	11,474	636,248
化肥业务	2,235	1,100,100

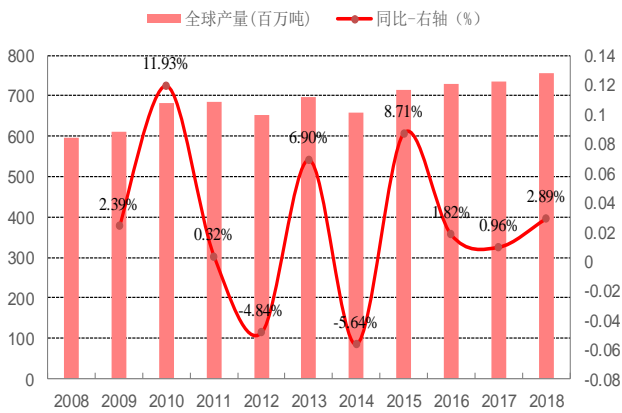
资料来源：公司年报 中信建投研究发展部

四、行业：国际市场稳中有升

（一）全球小麦产量低速扩张

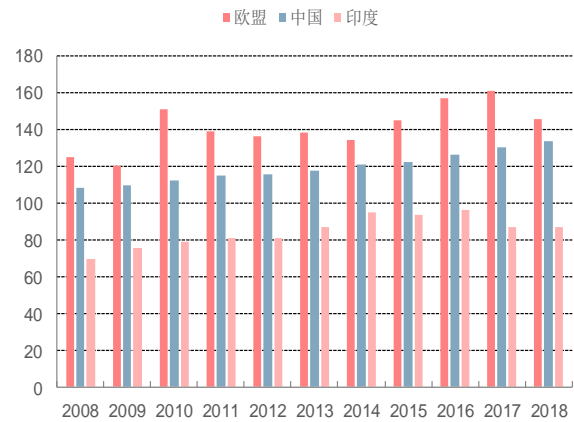
产量方面，全球小麦产量增速震荡下行。据 USDA（美国农业部），2018 年全球小麦产量为 756.51 百万吨，同比增速 2.89%，较 2017 年上升 1.93pct，处于历史低位水平。**欧盟、中国和印度小麦产量位居世界前三**，2018 年合计占全球总产量比重 48.33%，保持在 50% 上下波动。其中欧盟和印度小麦产量有增有减，中国小麦产量持续增长。据 USDA，2019 年全球小麦供应量减少 710 万吨，系德国持续干旱致欧盟产量较少。**未来全球小麦产量或低速扩张**，大部分增幅仍旧来自主要生产国，中东部分国家推行小麦自给自足政策，亦贡献增长；另外，由于阿根廷冬季作物短缺面临轮换，叠加俄罗斯春小麦持续利好，小麦种植面积将会增加。

图表 23: 2008 年-2018 年全球小麦产量及同比(百万吨, %)



资料来源: Bloomberg 中信建投证券研究发展部

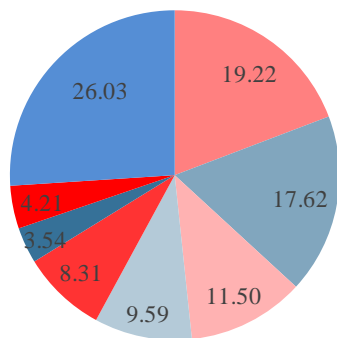
图表 24: 2008-2018 年小麦主要生产国产量(百万吨)



资料来源: Bloomberg 中信建投证券研究发展部

图表 25: 2018 年全球主要小麦生产国产量占比 (%)

■ 欧盟 ■ 中国 ■ 印度 ■ 俄罗斯 ■ 美国 ■ 乌克兰 ■ 澳大利亚 ■ 其他

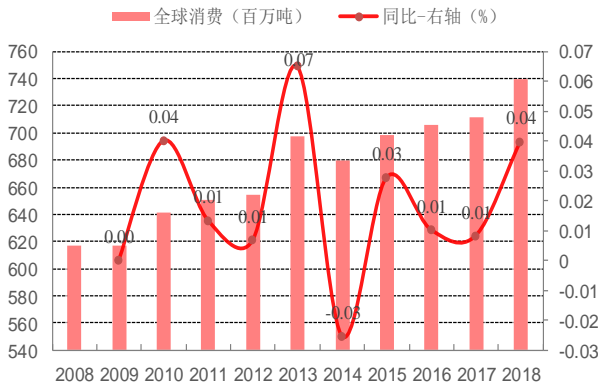


资料来源: Bloomberg 中信建投证券研究发展部

消费方面,全球小麦消费量稳中有增。2008 年-2018 年,全球小麦消费量由 616.83 百万吨增至 739.86 百万吨, CAGR 达 1.84%, 预计消费量维持缓慢上升趋势, 于 2020 年超过 8 亿吨。据 USAD (美国农业部), 2018 年主要消费地区和国家为欧盟、中国和印度, 三者分别占比 17.30%、16.08% 和 13.13%, 集中度较低, 多分布在人口众多或农业发达地区, 并且 84% 的小麦消费增长来自发展中国家。

食物消费成为小麦消费增长的主要驱动力, 占总消费近 70%; 另有饲料消费、生物燃料和压榨等用途, 合计占比较小。

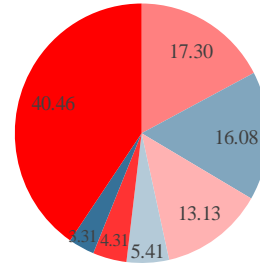
图表 26：2008-2018 年全球小麦消费量及同比（百万吨，%）



资料来源: Bloomberg 中信建投证券研究发展部

图表 27：2018 年全球主要小麦消费国消费占比（%）

■ 欧盟 ■ 中国 ■ India ■ 俄罗斯 ■ 美国 ■ 巴基斯坦 ■ 其他



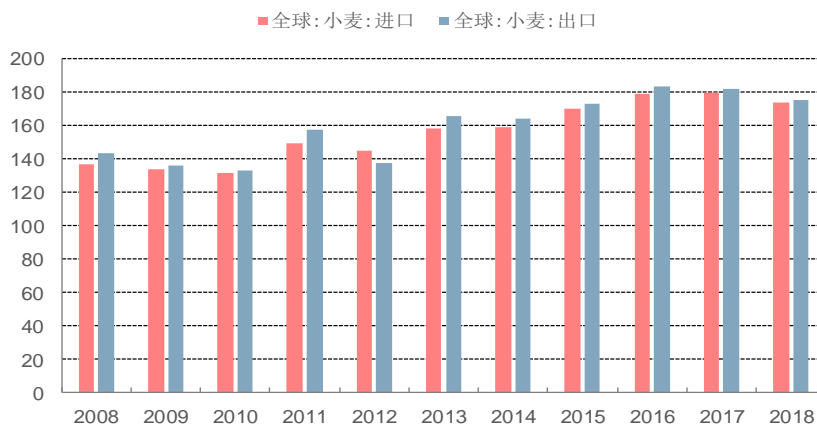
资料来源: Bloomberg 中信建投证券研究发展部

进出口平衡且稳定增长，未来市场结构或调整。2018 年度，全球小麦进口量为 173.92 百万吨，出口量为 175.26 百万吨，同比减少 3.26% 和 3.72%，主要因受到国际贸易恶化影响。过去几年，俄罗斯、乌克兰市场份额有所扩大，相应美国、加拿大市场份额减少。

进口方面，2008 年-2018 年，全球小麦进口由 136.93 百万吨增至 173.92 百万吨，CAGR 达 2.42%。**印度尼西亚、埃及、巴西、阿尔及利亚和日本为前五强**，2018 年占比约 25%。2017 年-2018 年，印尼进口小麦总量达到 1250 万吨，超过埃及成为全球最小小麦进口国，系印尼政府禁止进口玉米，形成替代效应。预计未来伴随人口增长、小麦饲料用量提高及小麦制成品市场发展，南亚、东南亚国家进口预期增加。另外，欧盟小麦产量强劲恢复、中东地区创历史最高记录，均限制进口。

出口方面，2008 年-2018 年，全球小麦出口由 143.66 百万吨增至 175.26 百万吨，CAGR 达 2.00%，与出口增速保持一致。**澳大利亚、加拿大、欧盟、俄罗斯联邦、美国为出口前五强**，2018 年合计份额占比 75%；阿根廷农业政策利好，叠加比索大幅贬值，未来将增加小麦出口量。

图表 28：2009-2019E 全球小麦进口、出口量（百万吨）

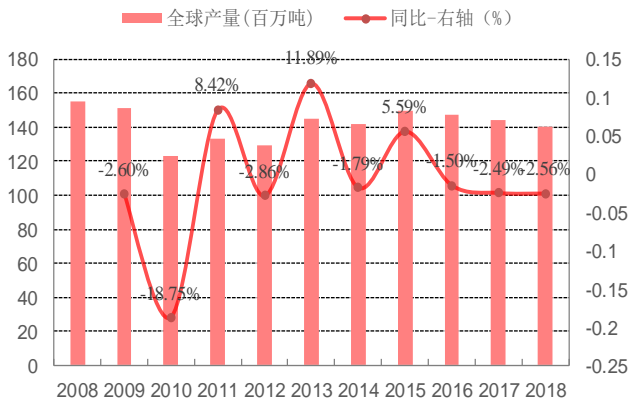


资料来源: Bloomberg 中信建投证券研究发展部

（二）大麦供给偏紧

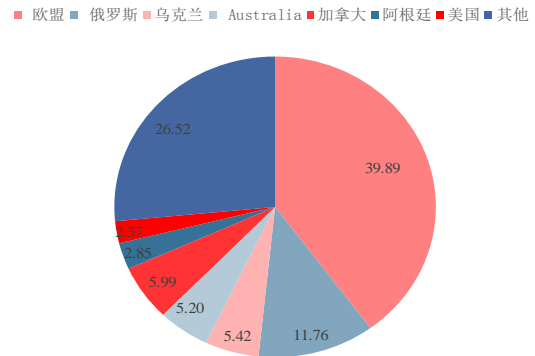
产量方面，全球大麦产量下降，主产区供给疲软，由2008年的155.03百万吨下滑至2018年140.30百万吨。2010至2015年，全球大麦产量稳中有升，从122.69百万吨增至149.92百万吨，CAGR达4.09%。自2015年起，因干旱天气预期及种植收益较低，多国出现种植面积、单产双降局面，导致全球大麦产量连续下滑，大部分降幅源自澳大利亚、加拿大、哈萨克斯坦和乌克兰等国。2018年，国际大麦价格同比上涨约20%，据国际谷物理事会报告，预计2019年全球大麦产量小幅回升1%-2%。

图表 29：2008年-2018年全球大麦生产量及同比（百万吨，%）



资料来源: Bloomberg 中信建投证券研究发展部

图表 30：2018年全球主要大大麦生产国产量占比(%)

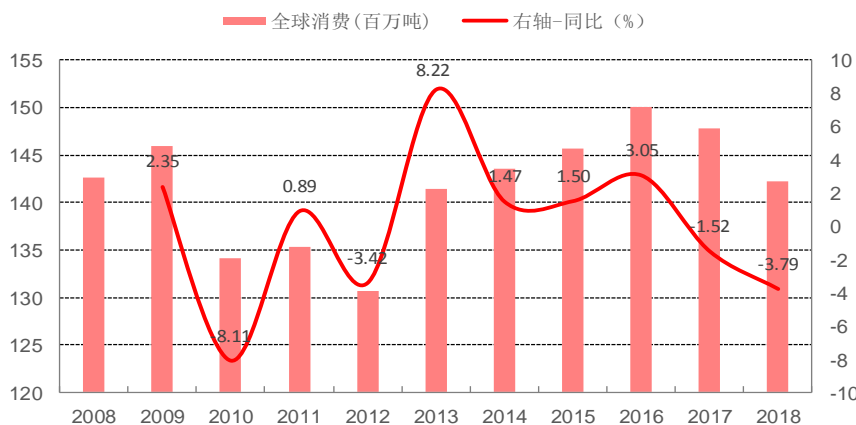


资料来源: Bloomberg 中信建投证券研究发展部

欧盟、俄罗斯和加拿大为产量前三甲。据USAD(美国农业部)数据，2018年，分别占总产量的39.89%、11.76%和5.99%，合计占比57.64%

消费方面，大麦消费量走低，供给偏紧格局持续。2012年，消费量130.69百万吨，为近十年最低。随后增至2016年150.10百万吨，CAGR达3.52%，后呈现下滑趋势。饲料及工业用大麦需求同比下滑，2018年大麦消费量为142.20百万吨，同比减少3.79%。自2016年，大麦供不应求格局维持，期末库存消费比连续十年下滑，价格维持高位，2019年产量或将回升，缓解供给偏紧，期末存比趋于稳定。

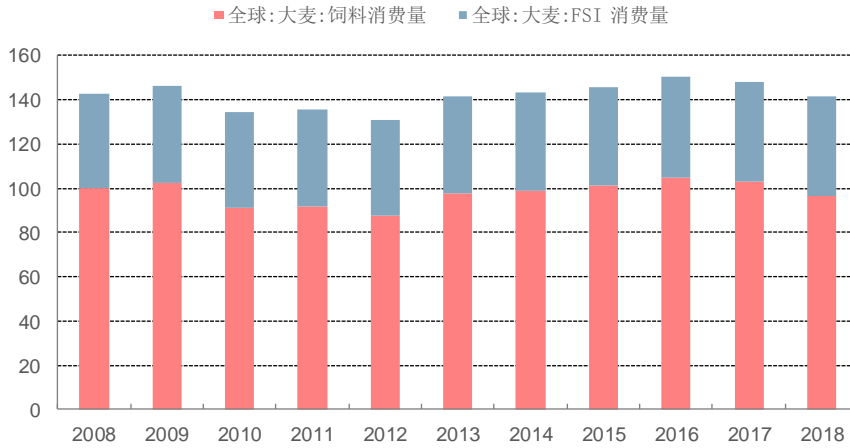
图表 31：2008年-2018年全球大麦消费量及同比（百万吨，%）



资料来源: Bloomberg 中信建投证券研究发展部

饲用大麦消费量占比高，近年呈现下滑趋势。2018年，全球饲用大麦消费量为96.66百万吨，同比下降6.10%。占总消费量67.97%，是全球小麦消费疲软的主要因素，系供应较少、大麦价格走高形成的替代效所致。FSI(Food、Seed&Industry)消费量稳定，其中大麦酿酒需求不断走高。

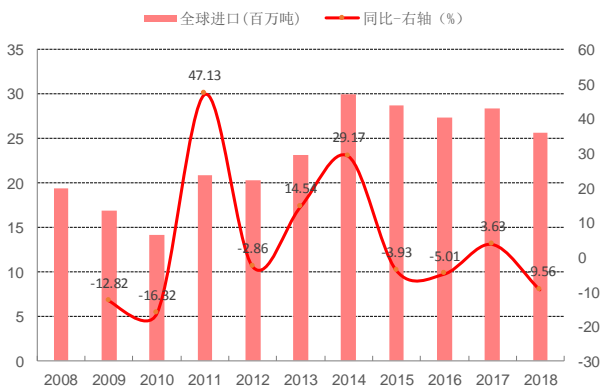
图表 32：2008 年-2018 年全球大麦饲用、FSI 消费量（百万吨）



资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

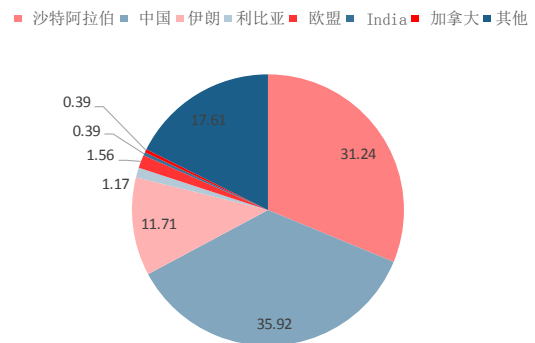
受大麦供减少影响，大麦国际贸易呈下降趋势。2018 年，全球大麦进口和出口下滑至 25.61 百万吨和 25.77 百万吨，同比分别减少 9.56% 和 7.87%。中国、沙特阿拉伯和伊朗为主要进口国，2018 年进口量合计占比 78.88%。份额方面，因澳大利亚大麦减产，中国已转向加拿大进口；另外，随着中国国产大麦竞争力加强，制约大麦进口需求。欧盟、澳大利亚、俄罗斯乌克兰为主要出口国，2018 年出口量合计占比 76.05%，阿根廷在麦芽酿酒行业市场份额达 25%，随着啤酒行业发展，出口量或增长。

图表 33：2008-2018 年全球大麦进口量及同比（百万吨，%）



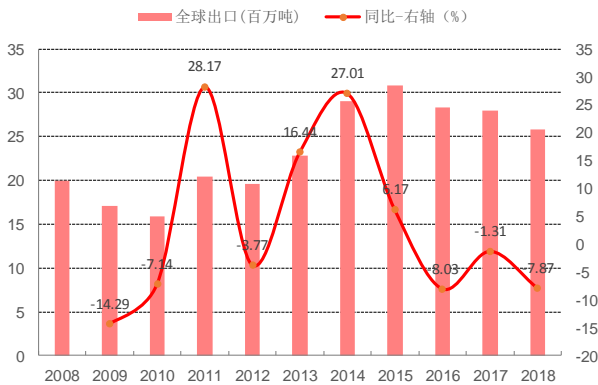
资料来源: Bloomberg 中信建投证券研究发展部

图表 34：2018 年全球主要大麦进口国进口量占比（%）



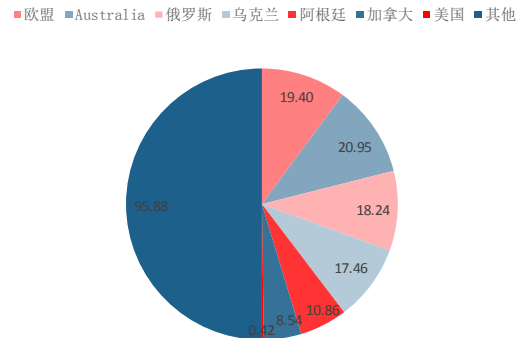
资料来源: Bloomberg 中信建投证券研究发展部

图表 35: 2008-2018 年全球大麦出口量及同比(百万吨, %)



资料来源: Bloomberg 中信建投证券研究发展部

图表 36: 2018 年全球主要大麦出口国出口量占比(%)

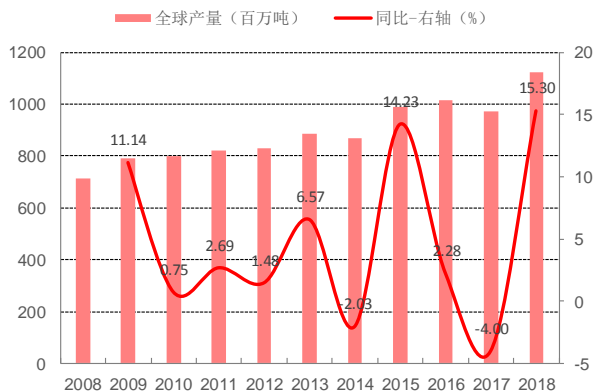


资料来源: Bloomberg 中信建投证券研究发展部

(三) 全球玉米市场稳增, 供给宽松持续

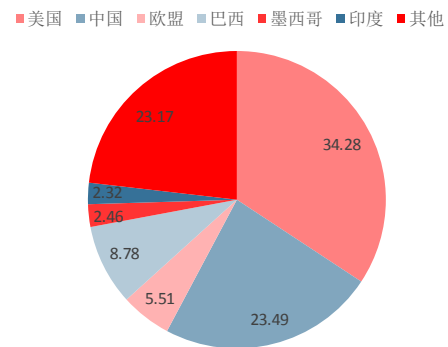
玉米产量稳定增长, 创历史新高。据 USDA (美国农业部), 2008 年-2018 年, 全球玉米产量由 712.47 百万吨增至 1122.41 百万吨, CAGR 达 4.65%。美国、中国和欧盟为主要生产国, 2018 年产量合计占比 63.28%, 受益于玉米产区生长期降雨良好, 未来玉米产量继续增长, 阿根廷玉米产量或将创历史最高记录。

图表 37: 2008 年-2018 年全球玉米产量及同比(百万吨, %)



资料来源: Bloomberg 中信建投证券研究发展部

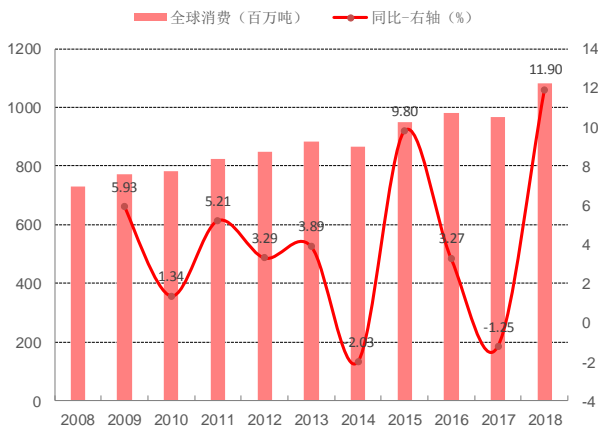
图表 38: 2018 年全球主要玉米生产国产量占比(%)



资料来源: Bloomberg 中信建投证券研究发展部

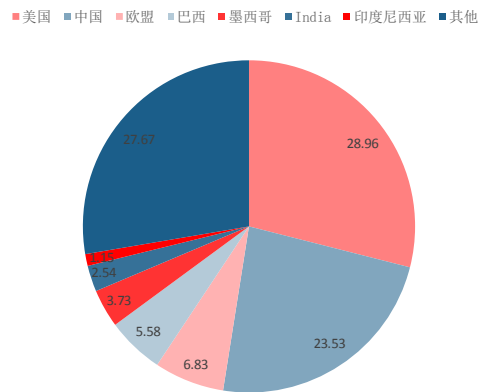
全球玉米消费量亦稳增, 供给宽松持续。据 USDA (美国农业部), 全球玉米消费量与产量变化趋势一致, 稳定增长。由 2008 年 728.27 百万吨增至 2018 年 1083.55 百万吨, CAGR 达 4.05%。自 2013 年, 全球供给宽松局面延续, 期末库存上升, 预计 2019/20 年度期末库存有所回落。中美为玉米主要消费国, 2018 年合计占比 52.50%。

图表 39: 2008-2018 年全球玉米消费量及同比(百万吨, %)



资料来源: Bloomberg 中信建投证券研究发展部

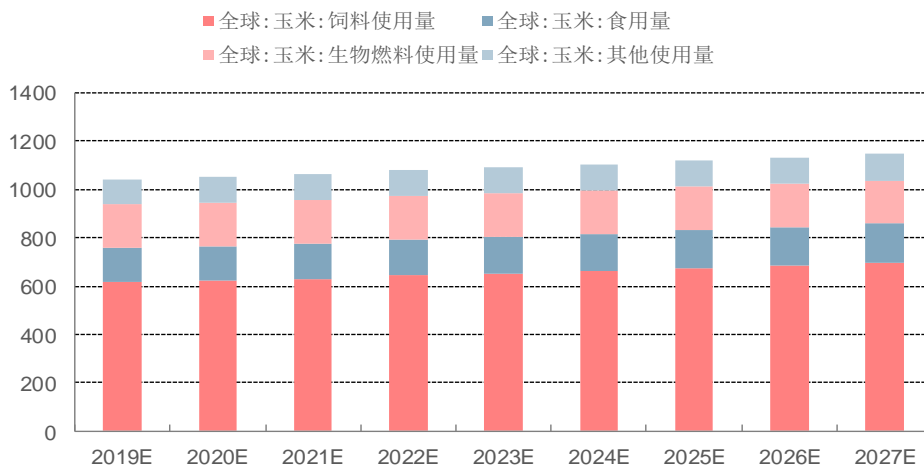
图表 40: 2018 全球主要玉米消费国消费量占比 (%)



资料来源: Bloomberg 中信建投证券研究发展部

玉米饲料使用为主,生物燃料、食用量次之。据经合组织-农粮组织农业展望,2019 年全球饲料玉米使用量预计为 619.15 百万吨,占比 59.45%;生物燃料和食用量合计 319.53 百万吨,占比 30.68%。未来各细分消费保持同步稳定增长,预计 2027 年总消费达 1149.02 百万吨。

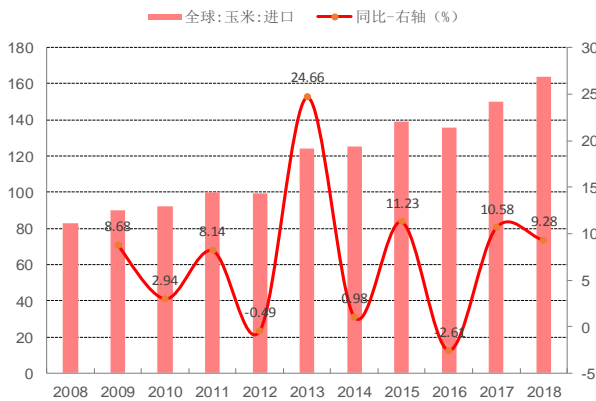
图表 41: 2019E-2027E 全球玉米各细分使用量预测(百万吨)



资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

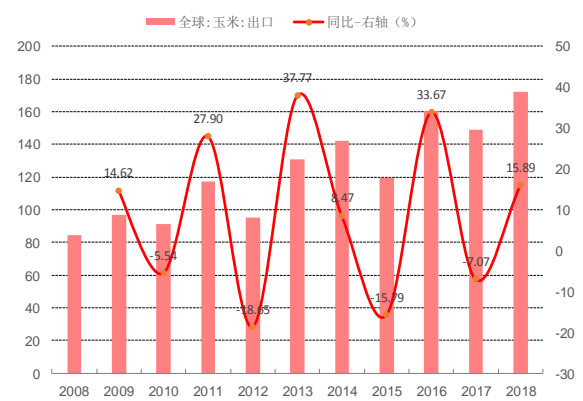
全球玉米进出口呈上升趋势。据 USDA(美国农业部),2008 年-2018 年进口量、出口量 CAGR 分别为 7.09%、7.39%。2018 年实现进口量 163.84 百万吨,同增 9.28%,延续 2017 年高增速增长;出口量波动明显,但整体呈现增长走势,2018 年实现 172.38 百万吨,同增 15.89%。另外,2019 年美国玉米产量数据下调,价差限制美国玉米出口,仍为头号出口国;阿根廷和巴西玉米价格较低,出口步伐快于预期,市场份额或扩大。目前,巴西已为第二大玉米出口国,预期占比继续增加。

图表 42: 2008-2018 年全球玉米进口量及同比(百万吨, %)



资料来源: Bloomberg 中信建投证券研究发展部

图表 43: 2008-2018 全球玉米出口量及同比(百万吨, %)

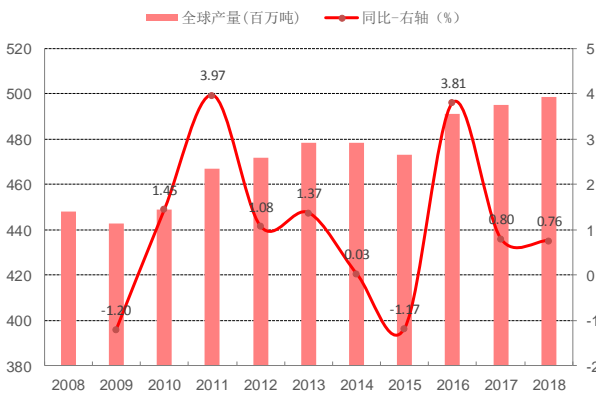


资料来源: Bloomberg 中信建投证券研究发展部

(四) 全球大米期末库存攀升, 进出口小幅波动上升

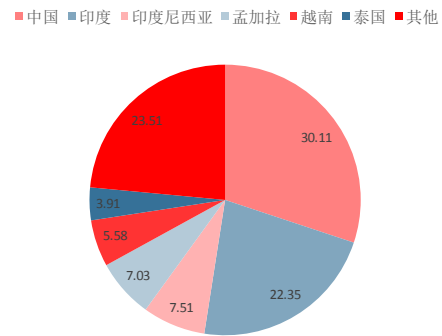
全球大米产量温和增长, 受极端气候影响显著。据 USDA (美国农业部), 2008 年-2018 年, 全球大米产量由 448.07 百万吨增至 498.65 百万吨, 为历史新高, CAGR 达 1.08%。2015 年受厄尔诺尼现象影响, 大米播种面积、单产双降, 引起了产量的明显下滑。中国、印度为大米主要生产国, 系两国人口庞大且大米属于传统主食, 2018 年两国大米产量合计占比 52.46%。

图表 44: 2008 年-2018 年全球大米产量及同比(百万吨, %)



资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

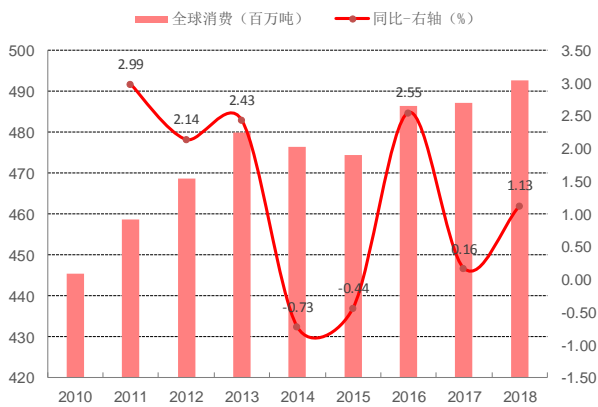
图表 45: 2018 年全球主要大米生产国产量占比 (%)



资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

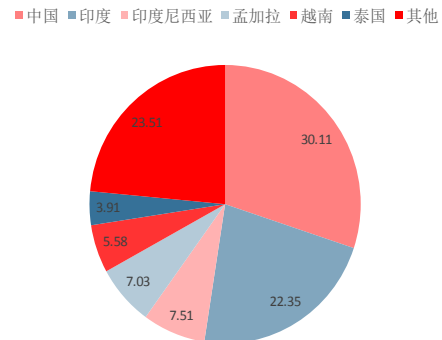
大米消费量走势与产量趋同, 呈现波动上升态势。2018 年, 全球大米消费量为 492.7 百万吨, 同比增长 1.13%, 较上年度增加 0.97pct。中国和印度既是大米产量大国, 又是消费大国, 2018 年合计占比 52.46%。从供销及供应量看, 全球大米行业处于供给宽松局面, 期末库存稳定上升, 2018 年达到 170.91 百万吨。

图表 46: 2008-2018 年全球大米消费量及同比(百万吨, %)



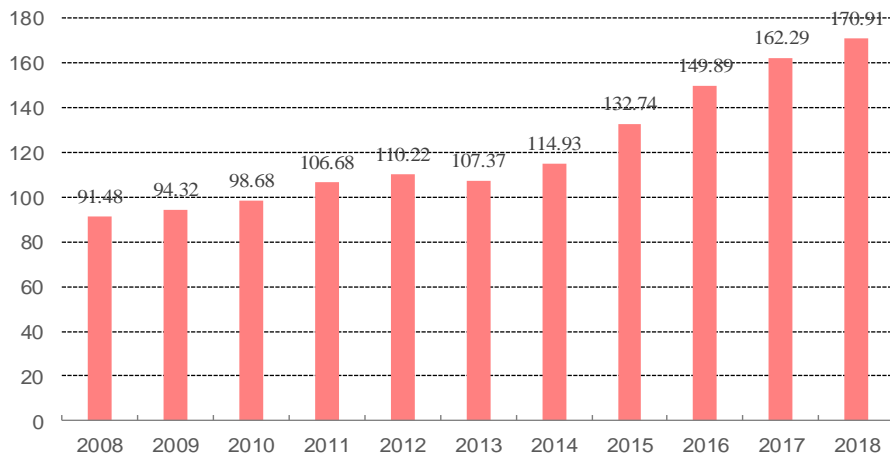
资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

图表 47: 2018 年全球主要大米消费国消费量占比 (%)



资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

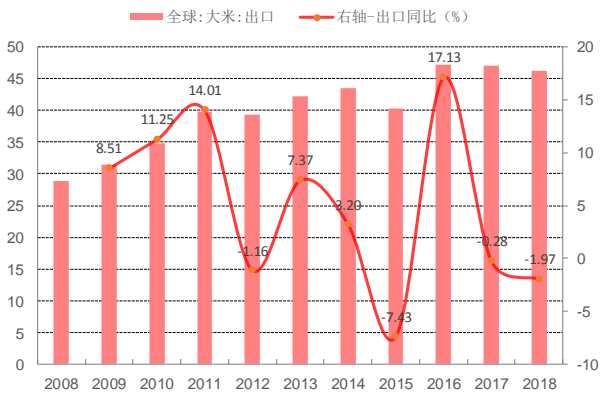
图表 48: 2008 年-2018 年全球玉米期末库存(百万吨)



资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

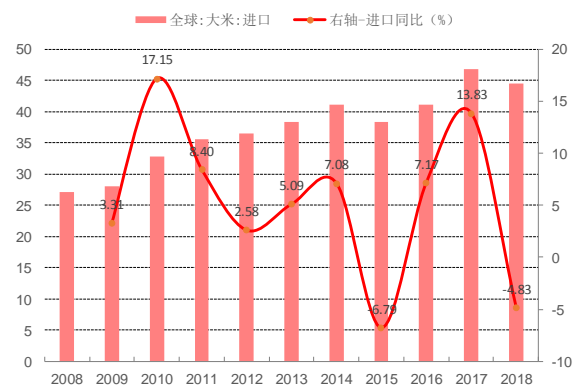
全球大米出口波动上升, 与出口走势一致。2008 年-2018 年, 出口方面, 全球大米出口量由 28.91 百万吨增至 46.19 百万吨, CAGR 为 4.80%; 进口方面, 全球大米进口量由 27.15 百万吨增至 44.50 百万吨, CAGR 达 5.07%。自 2016 年, 印度成为第一大米出口国, 出口量持续攀升, 2018 增至 12.00 百万吨, 占全球总出口的 25.98%; 相反, 中国是头号大米进口国, 一方面根据入世承诺, 按每年粮食 5% 向全球进口, 另一方面国内大米较为紧缺, 存在结构性短缺问题, 需要从国际进口来补充, 因此十年间进口量增长了 9 倍。

图表 49: 2008-2018 年全球玉米出口量及同比(百万吨, %)



资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

图表 50: 2008-2018 全球玉米进口量及同比(百万吨, %)



资料来源: Wind 中信建投证券研究发展部

五、风险因素

行业竞争大幅加剧; 农产品价格大幅波动风险。

分析师介绍

花小伟：中信建投农林牧渔行业分析师，大消费组长，统计学硕士。获 2015 年第十三届新财富轻工造纸最佳分析师第 5 名；2016 年第十四届新财富轻工造纸最佳分析师第 4 名，2016 年水晶球第 2 名，金牛奖第 4 名；2017 年第十五届新财富轻工造纸最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名；2018 年水晶球第 2 名。

孙金琦：中信建投农林牧渔行业分析师，金融硕士，4 年行业研究经验，2017 年第十五届新财富轻工造纸最佳分析师第 3 名，水晶球第 2 名；2018 年水晶球第 2 名。

研究助理 王泽选：中国人民大学金融学硕士，2018 年加入中信建投证券

研究服务

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

郭洁 -85130212 guojie@csc.com.cn

郭畅 010-65608482 guochang@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

高思雨 010-8513-0491 gaosiyu@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

朱燕 85156403- zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

杨洁 010-86451428 yangjiezgs@csc.com.cn

社保组

吴桑 wusang@csc.com.cn

创新业务组

高雪 -86451347 gaoxue@csc.com.cn

杨曦 -85130968 yangxi@csc.com.cn

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

黄谦 010-86451493 huangqian@csc.com.cn

王罡 021-68821600-11 wanggangbj@csc.com.cn

诺敏 010-85130616 nuomin@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

沈晓瑜 shenxiaoyu@csc.com.cn

翁起帆 021-68821600 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 021-68821600-857 fanyanan@csc.com.cn

李绮琦 021-68821867 liqiqi@csc.com.cn

薛姣 021-68821600 xuejiao@csc.com.cn

王定润 wangdingrun@csc.com.cn

深广销售组

曹莹 0755-82521369 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

XU SHUFENG 0755-23953843

xushufeng@csc.com.cn

程一天 0755-82521369 chengyitian@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和/或个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B 座 12 层（邮编：100010）

电话：(8610) 8513-0588

传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）

电话：(8621) 6882-1612

传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心 B 座 22 层（邮编：518035）

电话：(0755) 8252-1369

传真：(0755) 2395-3859