

➤ **北半球减产是引燃这次食糖牛市的核心驱动。**北半球的主产国包括欧盟、泰国、印度和中国。22/23 年度，北半球大部分主产国都因为天气原因出现了不同程度的减产。**欧盟：**近几年来欧洲地区作物受到夏季创纪录的气温和干旱的影响尤其严重，随后是长时间的霜冻，对甜菜造成了重大损害。欧盟委员会报告预测欧盟 2022/23 年度的糖产量估计为 1500 万吨，同比-7%。**泰国：**种植成本的提升抑制了农户的种植积极性。根据嘉利高的测算，按照当前泰国的木薯价格，原糖价格至少需要保持在 18.5 美分/磅以上，才能扭转 2023/24 年度甘蔗种植面积减少的威胁。**印度：**印度取消出口补贴间接抬升了全球糖价运行的底部。国际糖价在 17 美分之上才能触发印度出口的意愿。印度的乙醇政策将长期制约印度的食糖出口量，印度未来可供出口量被限制在 600 万吨-700 万吨以内。

➤ **尽管巴西存在较强的丰产预期，运力问题在本榨季会形成严峻的挑战。**在北半球整体产量不及预期的背景下，全球市场寄希望于 4 月下旬即将开榨的巴西。目前市场预计巴西中南部在 2023/24 产季生产约 3700 至 3800 万吨糖，增产幅度在 400 万吨左右。尽管巴西存在较强的丰产预期，但这并不意味着这些糖能够及时的流入国际市场。巴西的物流将是这个榨季的一个重要问题，超过 80% 的食糖通过桑托斯港出口，由于多种农产品都创纪录丰产，巴西的玉米、大豆将对糖的运力形成挤兑，叠加降雨可能会使得船只港口停泊时间延长，因此，巴西的糖能否顺利运出也成为后期关注的重点。北半球将进入消费旺季，若巴西的糖不能及时供应，那么贸易流短缺形势会进一步加剧。

➤ **国内缺口放大驱动进口利润修复，受消费提振国内食糖去库顺利。**1) **进口政策改变国内供应格局。**国内食糖供应常年存在缺口，需要进口补充。2020 年贸易保护政策到期，配额外进口成本骤降。20/21 榨季我国进口了 633 万吨的糖，形成了较大的库存压力，因此国内糖价常年呈现“外强内弱”的局面。2) **国内糖的库存压力逐渐化解。**本榨季由于广西地区干旱，食糖产量预计不足 900 万吨，已是连续第二年减产。经过减产、进口下滑叠加疫情后的消费复苏，我国库存压力持续释放。截至 3 月，全国累计销售食糖 437 万吨，同比增加 67 万吨；累计销糖率 50.2%，工业库存低至 435 万吨，库存为近十年来最低水平。3) **进口利润亟待修复，国内食糖定价权进一步向进口糖转移。**今年以来国际原糖价格屡创新高，当前国内配额外进口成本为 7500-7700 元/吨，而国内现货糖价为 6500-6700 元/吨，配额外进口利润全线关闭，国内食糖供需由平衡走向短缺，将进一步使得国内食糖定价权向进口糖转移。

➤ **投资建议：**我们整个二季度乃至三季度都看不到利空外盘的信号，意味着进口利润磨平大概率只能依赖国内糖价上涨，同时库存目前为近十年来最低水平，我们看好国内糖价能够创新高，关注糖周期的右侧布局机会，弹性标的关注**南宁糖业**，稳健标的关注**中粮糖业**。

➤ **风险提示：**糖价波动的风险；汇率波动的风险；自然灾害的系统性风险

#### 重点公司盈利预测与估值

代码	简称	股价 (元)	EPS (元)			PE (倍)		
			2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E
000911	南宁糖业	10.64	-0.13	-0.01	0.46	/	/	23
600737	中粮糖业	8.22	0.24	0.38	0.36	39	21	23

资料来源：wind

(注：股价为 2023 年 4 月 14 日收盘价；本表中公司均为未覆盖，采用 wind 一致预期)

## 推荐

维持评级



分析师 **周泰**

执业证书：S0100521110009

邮箱：zhoutai@mszq.com



研究助理 **徐菁**

执业证书：S0100121110034

邮箱：xujing@mszq.com

## 相关研究

1. 农林牧渔行业周报：如何看待 4 月猪价表现与养殖板块的配置机遇？-2023/04/03
2. 2023 年中央一号文件解读：政策推动生物育种态度明确，转基因向长期成长逻辑切换-2023/02/15
3. 动保专题报告：非瘟疫苗研发积极推进，国内首批生产花落谁家-2023/02/14
4. 农林牧渔行业周报：1 月能繁母猪存栏或继续下滑；多家公司非洲猪瘟疫苗研发正有序推进-2023/02/07
5. 农林牧渔行业周报：USDA 发布月度供需报告，国内新批转基因安全证书-2023/01/15

# 目录

<b>1 国际糖价长期运行中枢上移已不可避免 .....</b>	<b>3</b>
1.1 北半球长期来看食糖产能已经接近上限 .....	3
1.2 巴西丰产？远水难止近渴！ .....	6
<b>2 国内缺口放大驱动进口利润修复 .....</b>	<b>9</b>
<b>3 投资建议 .....</b>	<b>12</b>
3.1 行业投资建议 .....	12
<b>4 风险提示 .....</b>	<b>13</b>

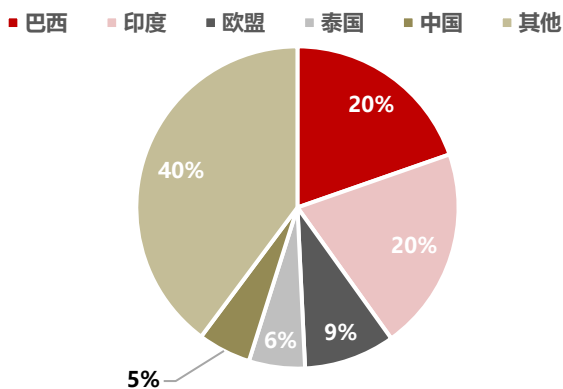
# 1 国际糖价长期运行中枢上移已不可避免

## 1.1 北半球长期来看食糖产能已经接近上限

### 1.1.1 北半球减产是本轮糖牛的导火索

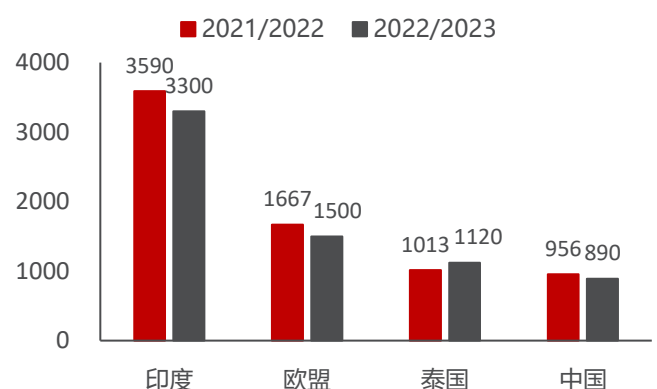
全球的食糖生产非常集中。北半球的主产国包括欧盟、泰国、印度和中国，南半球则主要集中在巴西。这五大主产国总产量占据了全球食糖产量的 60% 以上。22/23 年度，北半球大部分主产国都因为天气原因出现了不同程度的减产，唯一增产的泰国增产幅度也很低，这导致全球糖市贸易流处于持续的紧缺状态。ICE11 号糖今年以来持续上涨，并创下本轮周期的价格新高 23 美分/磅。

图1：21/22 年度全球食糖产量 CR5 为 60%



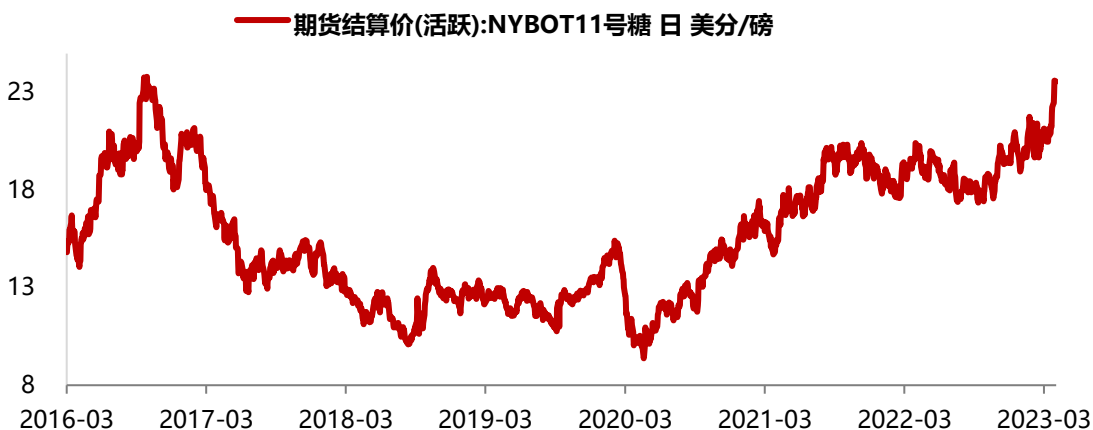
资料来源：ifind，民生证券研究院

图2：北半球主产国 21/22、22/23 产量 (万吨)



资料来源：ifind，民生证券研究院

图3：ICE11 号糖重新站上 20 美分/磅的高位

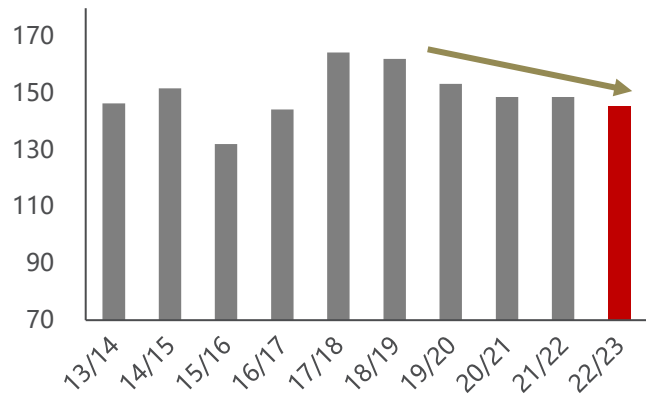


资料来源：ifind，民生证券研究院（注：统计日期为 2016 年 3 月 10 日-2023 年 4 月 10 日）

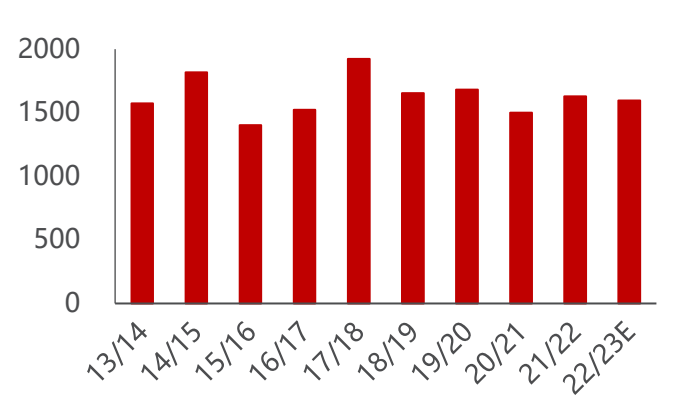
### 1.1.2 欧盟：甜菜种植面积已经连续五年下降

2018 年，欧盟宣布禁止在农田中使用新烟碱类农药，因为新烟碱被认为对蜜蜂的生存构成威胁，这也导致甜菜作物更易受到病虫害的侵袭。20/21 榨季，法

国就曾因为蚜虫传播的黄疸病毒大规模蔓延严重影响甜菜生产，对新烟碱禁令获得豁免权。然而欧盟法院今年 1 月做出裁定，成员国不能豁免新烟碱禁令，这意味着法国农户对甜菜的种植意愿可能进一步下降。除了烟碱禁令的影响外，近几年来欧洲地区作物受到夏季创纪录的气温和干旱的影响尤其严重，随后是长时间的霜冻，对甜菜造成了重大损害。**欧盟委员会报告预测欧盟 2022/23 年度的糖产量估计为 1550 万吨，同比-7%。**

**图4：欧盟甜菜种植面积持续下降（万公顷）**


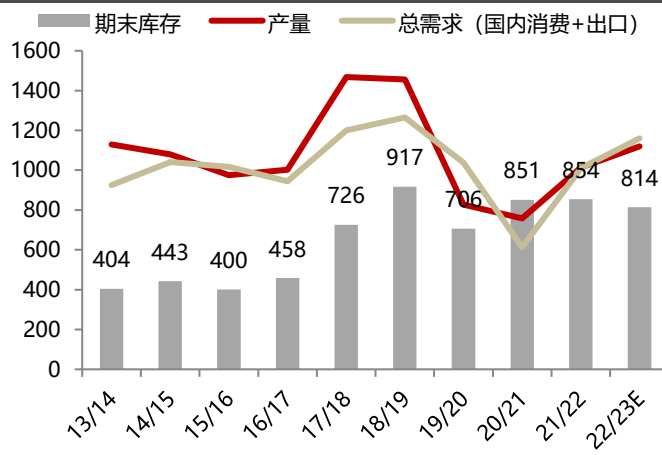
资料来源：ifind，民生证券研究院

**图5：欧盟甜菜糖产量（万吨）**


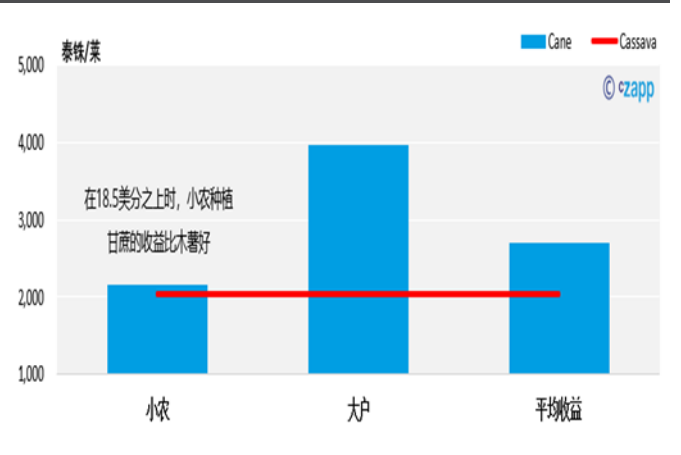
资料来源：ifind，民生证券研究院

### 1.1.3 泰国：木薯与甘蔗形成了激烈的争地关系

**种植成本的提升抑制了农户的种植积极性。**木薯与甘蔗是泰国长期以来争地竞争最为激烈的作物。大多数泰国甘蔗种植者是小农户，贡献了泰国甘蔗总产量的 70%。在过去几年间，燃料和化肥价格大幅上涨，且甘蔗种植和收获的劳动力成本正在增加，而木薯相比之下需要较少的肥料，更容易手工收获，这使得木薯种植和维护的成本低于甘蔗，增强了种植木薯对于农户的吸引力。根据嘉利高的测算，按照当前泰国的木薯价格，原糖价格至少需要保持在 18.5 美分/磅以上，才能扭转 2023/24 年度甘蔗种植面积减少的威胁。

**图6：泰国食糖供需平衡表（万吨）**


资料来源：泰国甘蔗及糖业委员会办公室，民生证券研究院

**图7：22/23 榨季小农和大户的甘蔗和木薯收益对比**


资料来源：嘉利高 Czapp，民生证券研究院

### 1.1.4 印度：乙醇政策将长期制约印度的食糖出口量

印度目前是世界上唯一提供直接出口补贴的主要国家。事实上，印度的整个甘蔗经济都由政府控制，包括制定甘蔗收购价格、食糖最低出厂价格、每年度糖的出口配额等。印度的甘蔗种植补贴政策 (FRP) 是政客拉取选票的政治手段之一，每年只增不减，这使得在甘蔗的种植回报相当高，对许多农民来说是首选作物，也直接导致了前几年印度糖生产过剩。另一方面对糖厂而言，制糖成本常年处于高位，这意味着出口就会亏损。

印度取消出口补贴间接抬升了全球糖价运行的底部。印度食糖价格和质量都出口没有竞争优势，为了消化库存并解决糖厂的资金危机，印度自 2017/18 年度开始补贴食糖出口，用廉价糖冲击全球市场，一度将价格拉低至 10 美分/磅。此举受到了 WTO 的强烈反对，印度不得不开始逐渐下调并最终取消出口补贴，意味着全球不会再买到含有政府补贴的廉价印度糖。

逻辑上，国际食糖贸易流以巴西糖为主导，当巴西糖不能够满足供应时，原糖价格需要进一步上升至印度食糖无补贴出口成本之上，通过吸引印度出口的增加，弥补全球供需缺口。2022/23 年度，印度政府维持本榨季该国食糖最低售价 (MSP) 31000 卢比/吨，虽然最近一年由于卢比大幅贬值，印度糖最低出口门槛降低到了 17.2 美分/磅左右，但仍处于历史偏高水平。也就是说，国际糖价在 17 美分之上才能触发印度出口的意愿。

表1：印度出口平价

	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23
食糖最低出厂价 MSP(卢比/吨)	29000	31000	31000	31000	31000
出口补贴 (卢比/吨)	3000	10448	5833	0	0
美元兑卢比	68.4	70.4	74.1	75.2	81.9
补贴前最低出口平价 (美分/磅)	19.3	20.0	19.0	18.7	17.2
补贴后最低出口平价 (美分/磅)	17.3	13.3	15.4	-	-
同期国际原糖价格 (美分/磅)	12.7	12.6	16.3	18.7	19.0

资料来源：Wind，民生证券研究院

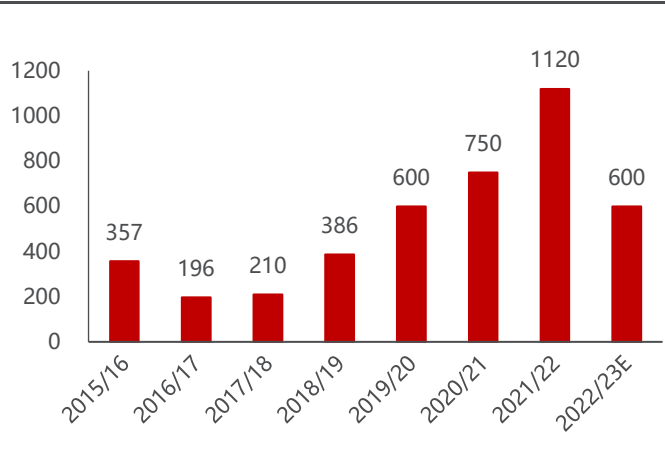
印度的乙醇政策将长期制约印度的食糖出口量。政府想保证农民收入，因此不会降低高昂的甘蔗价格，印度未来将继续生产过剩的糖，政府已决定解决问题的最佳方法是学习巴西发展当地的甘蔗乙醇产业。印度政府宣布要在 2025 年实现 20% 的乙醇掺混目标，并同时鼓励甘蔗行业迅速扩大其蒸馏能力。21/22 年度印度产糖 3580 万吨，另外有 340 万吨的糖转化用于乙醇，22/23 年度预计会有 450 万吨的糖转化用于生产乙醇。

如果 E20 计划成功，到 2025 年印度可以用甘蔗汁和糖蜜生产约 60 亿升乙醇，

从而使糖产量减少超过 600 万吨。到 2025 年，在丰产的前提下，印度的糖产量将从每年最多 3600 万吨减少到 3000 万吨，另外考虑到印度国内 2700 万吨的消费量，**印度未来可供出口量被限制在 600-700 万吨以内。**

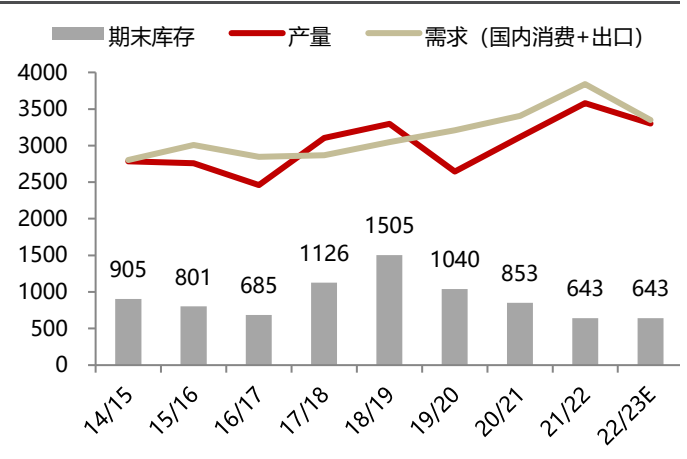
印度糖厂协会 (ISMA) 在今年 1 月下旬将 22/23 年度印度食糖产量从最初预测的 3650 万吨大幅下调至 3300-3400 万吨,也低于 2021/22 年度的 3580 万吨。在 20/21、21/22 两个年度,受益于国际糖价上涨,印度在没有出口补贴的情况下分别出口了 750 万吨、1120 万吨的糖,加上制醇对过剩糖料的消耗,成功帮助印度化解了食糖的库存问题。但在随之而来减产的背景下,印度迅速从供应过剩陷入了供应紧缺的局面,政府 22/23 年度仅发放了 600 万吨的出口配额。**我们根据印度糖业协会数据测算,印度 22/23 榨季期末库存约 643 万吨左右,与上一年度基本持平,处于数年来的低位。**

图8: 印度食糖出口量 (万吨)



资料来源: 印度糖业协会, 民生证券研究院

图9: 印度食糖供需情况 (万吨)



资料来源: 印度糖业协会, 民生证券研究院测算

## 1.2 巴西丰产? 远水难止近渴!

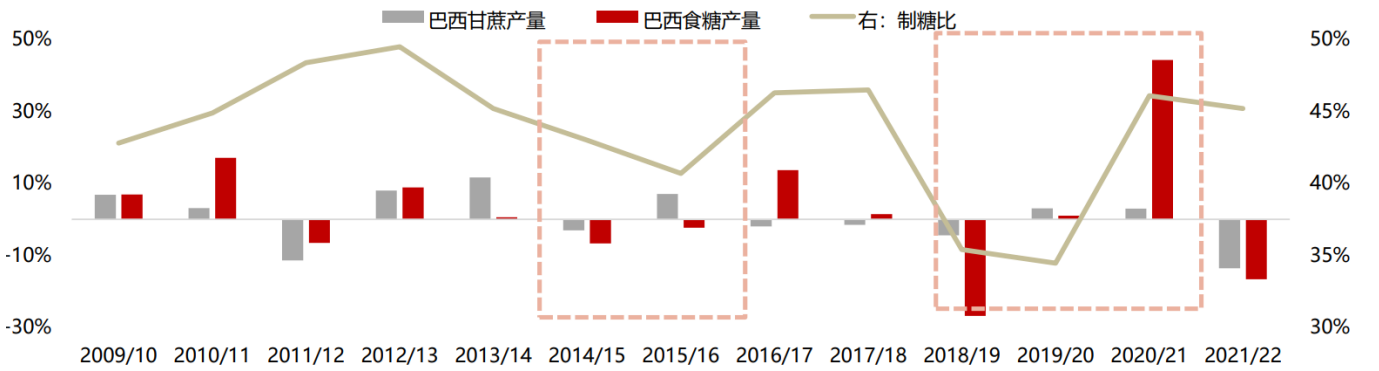
### 1.2.1 乙醇折糖价是影响巴西食糖产量的关键

影响巴西食糖产量的三大因素: 1) 甘蔗单产; 2) 甘蔗单位含糖分 (ATR); 3) 制糖比/制醇比。前两个因素主要受天气影响较大。比如, 在生长期, 干旱天气虽然会导致甘蔗单产下降, 但是有利于单位含糖分的累积; 相反, 降水过多使得甘蔗单产上升, 但是单位含糖分反而有可能下降。制糖比属于糖厂的人为调节行为。因为这一行为的存在, 巴西的食糖产量变化常常不与甘蔗产量一致。

**乙醇折糖价是影响巴西食糖产量的关键。**乙醇折糖价是巴西糖厂根据乙醇和原糖实时价格, 衡量利益最大化的重要指标。在乙醇和原糖的需求相对平衡的情况下, 糖厂会对当前国际原糖价格与国内含税乙醇折糖价进行比较, 以决定压榨时制糖/乙醇比例。乙醇折糖价取决于: 1) 含水乙醇价格; 2) 巴西货币雷亚尔;

3) 吨甘蔗含糖量；总体来看，乙醇折糖价高低与含税乙醇价格成正比，与雷亚尔价格成反比，与吨甘蔗含糖量成反比。

图10：巴西中南部地区甘蔗产量增速、糖产量增速与制糖比

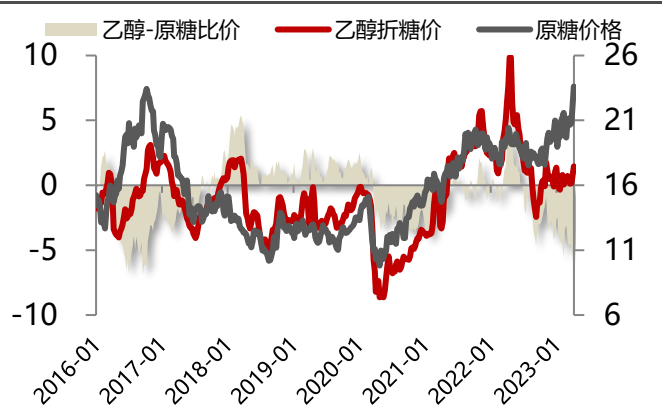


资料来源：wind，民生证券研究院

## 1.2.2 全球买家寄希望于巴西丰产预期兑现

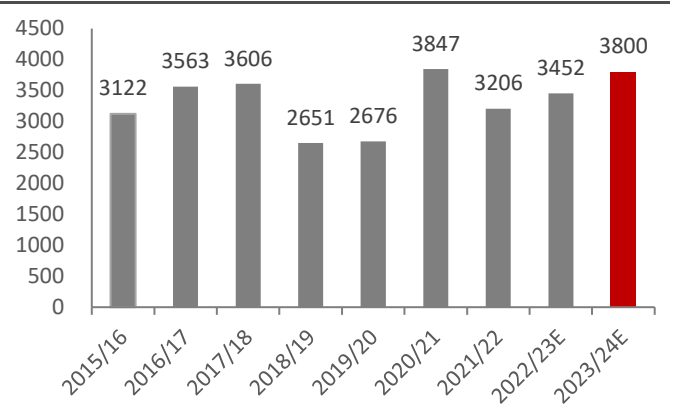
在北半球整体产量不及预期的背景下，全球市场寄希望于4月下旬即将开榨的巴西。我们认为糖厂将连续第四个年度最大限度地提高糖的产量，因为糖比乙醇的收益更高。我们计算当前巴西乙醇折糖价为17.5美分/磅，较原糖价格低6美分/磅，意味着生产食糖更加有利可图。目前市场预计巴西中南部在2023/24产季生产约3700至3800万吨糖，增产幅度在400万吨左右。该增产存在风险，取决于天气状况。如果降雨量过高、更潮湿的天气导致糖分降低，影响总产量。

图11：巴西中南部地区乙醇折糖价 (美分/磅)



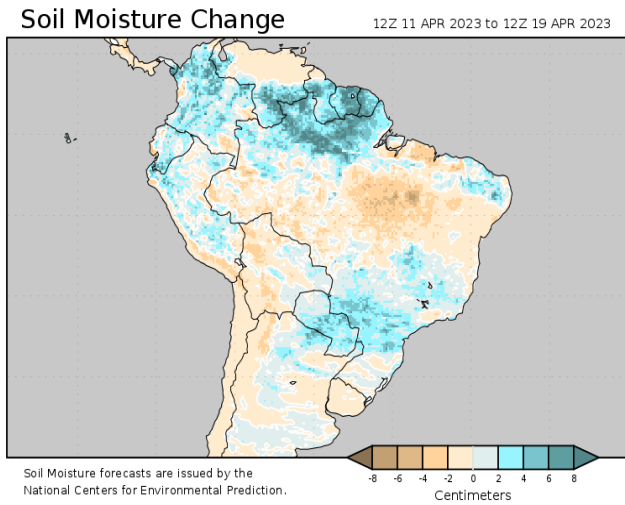
资料来源：wind，民生证券研究院（注：截至2023年4月7日）

图12：巴西食糖产量 (万吨)



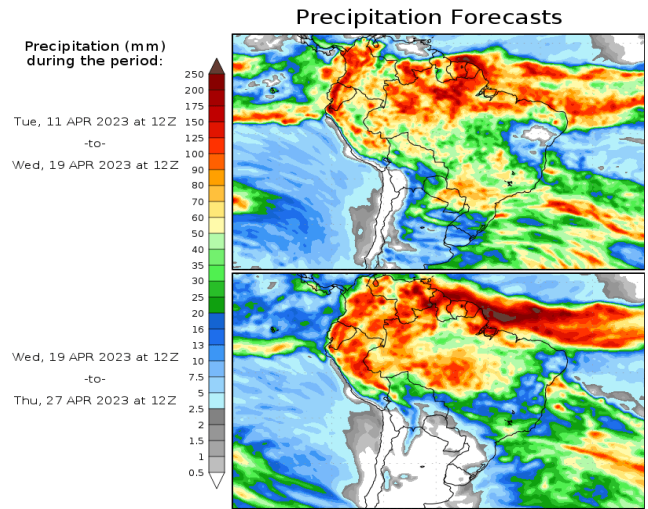
资料来源：wind，民生证券研究院

图13: 南美地区土壤湿度预测



资料来源: COLA, 民生证券研究院

图14: 南美地区降水预测

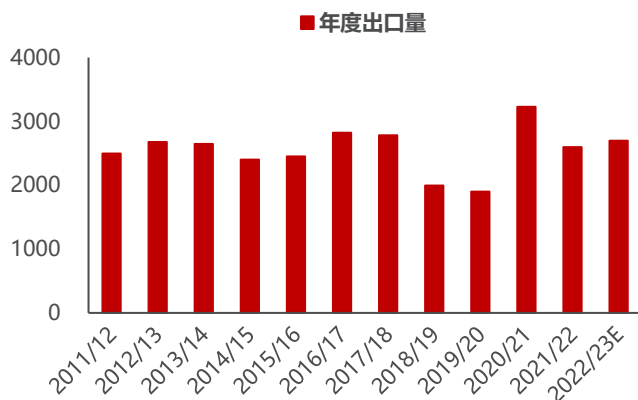


资料来源: COLA, 民生证券研究院

### 1.2.3 运力问题在本榨季会形成严峻的挑战

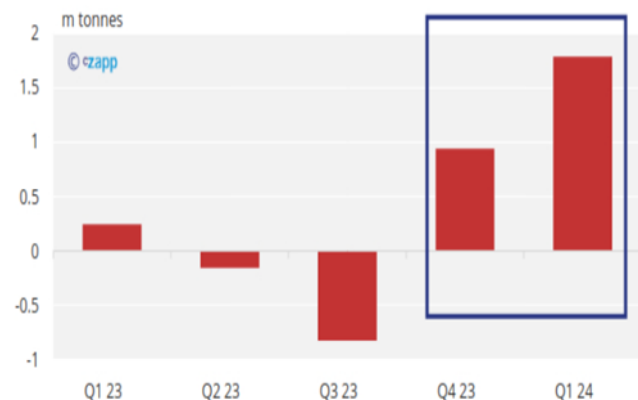
尽管巴西存在较强的丰产预期，但这并不意味着这些糖能够及时的流入国际市场。巴西的物流将是这个榨季的一个重要问题，超过 80% 的食糖通过桑托斯港出口，由于多种农产品都创纪录丰产，巴西的玉米、大豆将对糖的运力形成挤兑，叠加降雨可能会使得船只港口停泊时间延长，因此，巴西的糖能否顺利运出也成为后期关注的重点。

图15: 巴西食糖年度出口量 (万吨)



资料来源: 巴西农业部, 民生证券研究院

图16: 巴西产量调增后全球贸易流 (百万吨)

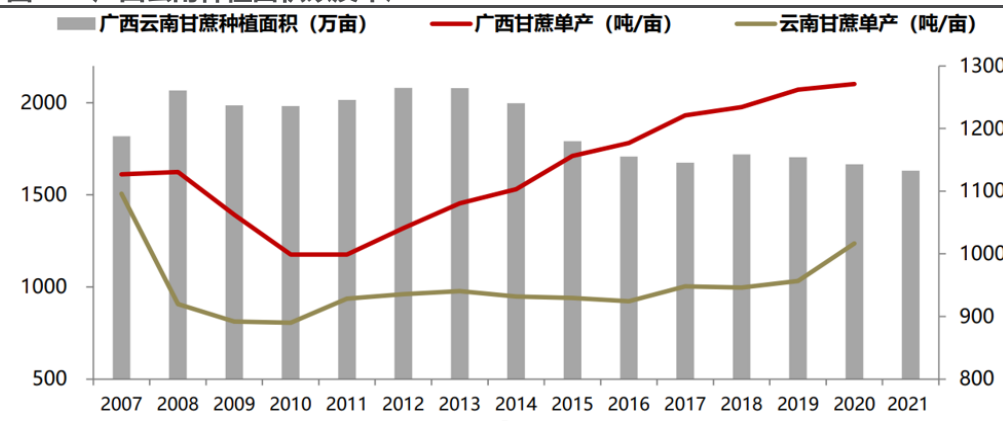


资料来源: 嘉利高 Czapp, 民生证券研究院

## 2 国内缺口放大驱动进口利润修复

长期来看，食糖在本地属于产能萎缩品种。近年来，我国广西云南地区的甘蔗种植面积持续萎缩。首先，广西、云南属于丘陵地形，难以推广机械化种植，导致生产成本居高不下；其次，农村劳动力流失严重，砍收依赖东南亚砍蔗工，疫情期间劳动力受影响；最后，柑橘、桉树是当地非常具有竞争力的经济作物，与甘蔗形成的激烈的争地关系。

图17：广西云南种植面积以及单产

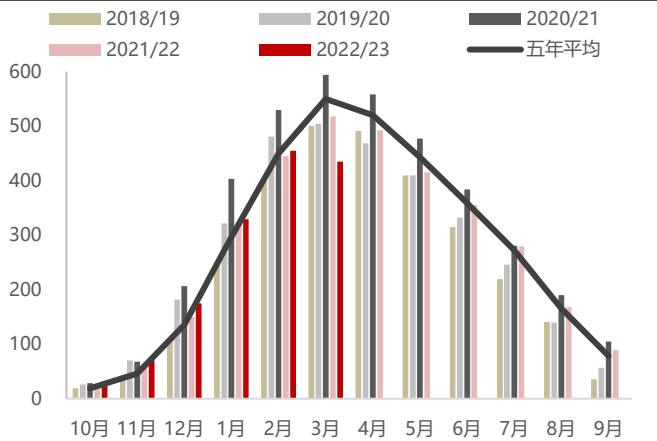


资料来源：ifind，民生证券研究院

**国内食糖供应常年存在缺口，需要进口补充。**我国常年实行进口配额管理制度，配额内进口关税 15%，额度常年 194.5 万吨不变；配额外关税 50%，数量由行业自律调整。过去在市场调节机制下，当配额外进口给出利润时，国内就会增加进口。2011-2014 年间国内进口激增，为支持本土糖业发展，我国开始对配额外进口实行进口许可证制度，许可证由政府发放。2017-2020 年我国实行高关税进口贸易保护政策，配额外进口关税高达 95%，在对进口糖严格的管控下，国内食糖库存持续消化。根据与 WTO 的协定，2020 年贸易保护政策到期，配额外进口成本骤降，与此同时进口许可制度开始转为备案管理制度，配额外额度名存实亡，**20/21 榨季我国进口了 633 万吨的低成本糖，形成了较大的库存压力，因此在此后两年间国内糖价始终呈现“外强内弱”的局面。**

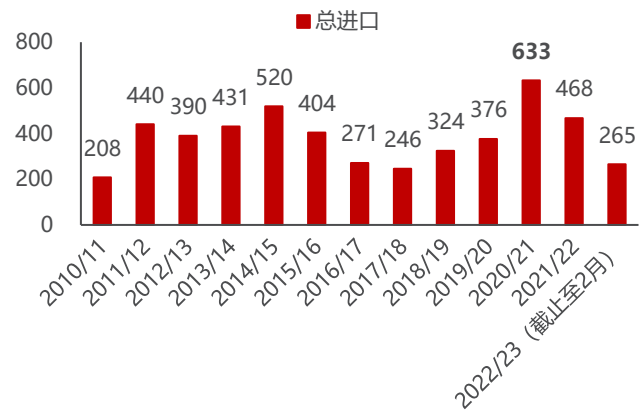
**目前国内库存已经降至合理水平，压制国内糖价最大的利空已经化解。**本榨季由于广西地区干旱，食糖产量预计不足 900 万吨，已是连续第二年减产。由于国内配额外进口利润倒挂，21/22 年度食糖进口量下降至 468 万吨。经过减产、进口下滑叠加疫情后的消费复苏，我国库存压力持续释放。截止至今年 3 月，全国累计销售食糖 437 万吨，同比增加 67 万吨；累计销糖率 50.1%，**工业库存低至 435 万吨，库存为近十年来最低水平。**

图18: 国内食糖工业库存 (万吨)



资料来源: ifind, 民生证券研究院

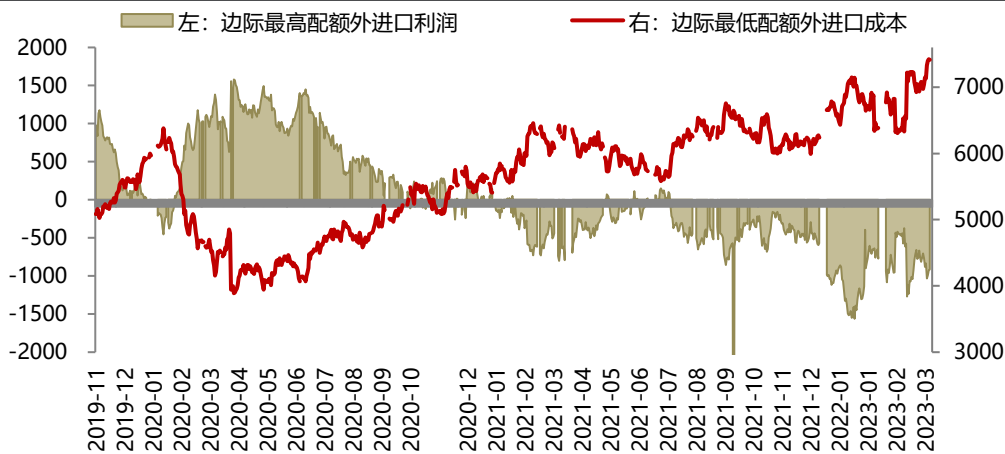
图19: 国内食糖进口量 (万吨)



资料来源: wind, 民生证券研究院

**进口利润亟待修复，国内食糖定价权进一步向进口糖转移。**今年以来国际原糖价格屡创新高，当前国内配额外进口成本为 7500-7700 元/吨，而国内现货糖价为 6500-6700 元/吨，配额外进口利润全线关闭，国内食糖供需由平衡走向短缺，将进一步使得国内食糖定价权向进口糖转移。

图20: 2019年11月-2023年3月边际最高/低配额外进口利润/成本 (元/吨)



资料来源: wind, ifind, 民生证券研究院

表2：国内食糖供需平衡表预估（万吨）

时间	期初库存	产糖量	进口量	其他(含糖浆+ 预拌粉进口)	总供给	消费量	出口量	国储 库存	国储外库存 (工业+社 会)	期末 库存	库销比
2004/05	280	917.4	131	/	1048	1050	32.0	110	136	246	13.0%
2005/06	246	881.5	118	/	1000	1070	21.0	10	145	155	13.5%
2006/07	155	1199.41	140	/	1339	1250	11.5	50	183	233	14.6%
2007/08	233	1484.02	88	/	1572	1300	5.3	215	285	500	21.9%
2008/09	500	1243.12	103	/	1346	1360	7.0	262	217	479	15.9%
2009/10	479	1073.83	147.7	/	1222	1370	8.7	150	172	322	12.5%
2010/11	322	1045.42	208	/	1253	1320	7.1	85	163	248	12.3%
2011/12	248	1151.75	440	/	1592	1340	4.8	397	98	495	7.3%
2012/13	495	1306.84	390	/	1697	1390	4.6	597	200	797	14.4%
2013/14	797	1332	431	/	1763	1460	4.7	637	458	1095	31.4%
2014/15	1095	1056	519	45	1620	1550	5.9	677	482	1159	31.1%
2015/16	1159	870	403	260	1533	1530	15.4	717	430	1147	28.1%
2016/17	1147	929	271	210	1410	1500	12.5	619	425	1044	28.3%
2017/18	1044	1031	246	180	1457	1510	19.4	659	313	972	20.7%
2018/19	972	1076	324	80	1480	1520	19.2	659	253	912	16.7%
2019/20	912	1042	376	96	1514	1485	10.0	699	232	931	15.6%
2020/21	931	1067	633	80	1780	1500	10.0	719	482	1201	32.1%
2021/22	1201	956	468	80	1504	1500	10.0	739	456	1195	30.4%
2022/23	1195	895	450	80	1425	1570	10.0	759	281	1040	17.9%

资料来源：ifind，民生证券研究院（注：数据统计截至2023年3月）

## 3 投资建议

### 3.1 行业投资建议

**国内缺口放大驱动进口利润修复，受消费提振国内食糖去库顺利。**1) **进口政策改变国内供应格局。**国内食糖供应常年存在缺口，需要进口补充。2020 年贸易保护政策到期，配额外进口成本骤降。20/21 榨季我国进口了 633 万吨的糖，形成了较大的库存压力，因此国内糖价常年呈现“外强内弱”的局面。2) **国内糖的库存压力逐渐化解。**本榨季由于广西地区干旱，食糖产量预计不足 900 万吨，已是连续第二年减产。经过减产、进口下滑叠加疫情后的消费复苏，我国库存压力持续释放。截至 3 月，全国累计销售食糖 437 万吨，同比增加 67 万吨；累计销糖率 50.2%，工业库存低至 435 万吨，库存为近十年来最低水平。3) **进口利润亟待修复，国内食糖定价权进一步向进口糖转移。**今年以来国际原糖价格屡创新高，当前国内配额外进口成本为 7500-7700 元/吨，而国内现货糖价为 6500-6700 元/吨，配额外进口利润全线关闭，国内食糖供需由平衡走向短缺，将进一步使得国内食糖定价权向进口糖转移。

我们整个二季度乃至三季度都看不到利空外盘的信号，意味着进口利润磨平大概率只能依赖国内糖价上涨，同时库存目前为近十年来最低水平，我们看好国内糖价能够创新高，关注糖周期的右侧布局机会，弹性标的关注**南宁糖业**，稳健标的关注**中粮糖业**。

## 4 风险提示

- 1) **糖价波动的风险。**若糖价大幅波动，会对业绩造成较大影响。
- 2) **汇率波动的风险。**由于食糖进口海外市场如欧盟、巴西、泰国和印度等较多，汇率大幅波动会对业绩有较大影响。
- 3) **自然灾害等系统性风险。**自然灾害会带来丰收情况受损，产量下降，带来系统性风险。

## 插图目录

图 1: 21/22 年度全球食糖产量 CR5 为 60%.....	3
图 2: 北半球主产国 21/22、22/23 产量 (万吨) .....	3
图 3: ICE11 号糖重新站上 20 美分/磅的高位.....	3
图 4: 欧盟甜菜种植面积持续下降 (万公顷) .....	4
图 5: 欧盟甜菜糖产量 (万吨) .....	4
图 6: 泰国食糖供需平衡表 (万吨) .....	4
图 7: 22/23 榨季小农和大户的甘蔗和木薯收益对比 .....	4
图 8: 印度食糖出口量 (万吨) .....	6
图 9: 印度食糖供需情况 (万吨) .....	6
图 10: 巴西中南部地区甘蔗产量增速、糖产量增速与制糖比.....	7
图 11: 巴西中南部地区乙醇折糖价 (美分/磅) .....	7
图 12: 巴西食糖产量 (万吨) .....	7
图 13: 南美地区土壤湿度预测.....	8
图 14: 南美地区降水预测.....	8
图 15: 巴西食糖年度出口量 (万吨) .....	8
图 16: 巴西产量调增后全球贸易流 (百万吨) .....	8
图 17: 广西云南种植面积以及单产 .....	9
图 18: 国内食糖工业库存 (万吨) .....	10
图 19: 国内食糖进口量 (万吨) .....	10
图 20: 2019 年 11 月-2023 年 3 月边际最高/低配额外进口利润/成本 (元/吨) .....	10

## 表格目录

重点公司盈利预测与估值.....	1
表 1: 印度出口平价.....	5
表 2: 国内食糖供需平衡表预估 (万吨) .....	11

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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。

## 评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价(或行业指数)相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026