

拨云见日，再寻周期定价锚

大宗农产品专题之内糖

核心观点

- 周期规律弱化，缺口决定定价锚。**由于国产糖料甘蔗的生长特性，过去的糖周期呈现出较完美的“好三年”和“坏三年”的规律，但 08/09 榨季后，食糖产能不足的问题开始凸显，年 500-600 万吨的产消缺口需要进口糖源补足，进口糖源地位的上升打破了原有的国产糖的周期规律。但受贸易保护政策的限制，国内食糖供需始终处于紧平衡状态，14/15~20/21 年度，现货价格大部分时间运行在配额外进口成本之上。
- 配额外成本倒挂，进口市场化下移糖价中枢。**2020 年，3 年保护措施关税到期，同时配额外进口从分配转为备案，进口食糖正式进入市场化阶段，进口量攀升至 500~600 万吨高位，国内糖价不再以“缺口定价”驱动至行业最高成本线上方，而是通过寻找补足缺口的最后一块“拼图”作均衡价格。近年来，外盘糖价的走高导致配额外进口成本与国内现货价明显倒挂，目前国内现货价格运行在 6255 元/吨，而配额外进口成本已经超过 7000 元/吨，国内制糖成本在 5500 元/吨左右，进而现货价格运行在国内制糖成本与配额外进口成本之间。
- 国内减产确立，缺口驱动下糖价前景向好。**国产糖的产量和消费中枢分别在 1000、1500 万吨，由于产能增长潜力有限，消费稳步提升，国内食糖产业始终面临着近 500 万吨的产销缺口。22/23 榨季，国产糖产量预计减产 2.4% 至 933 万吨；消费量预计增长 1.3% 至 1560 万吨，从而产消缺口有望扩大至 627 万吨，缺口的填平一方面通过陈糖库存的消库，21/22 榨季受到疫情冲击的影响，结转工业库存 89 万吨，处于历史偏高水平；另一方面仍然需要进口外糖源持续补充，本榨季以来累计食糖进口量达到 265 万吨，同比减少 0.4%，缺口扩大会驱动进口利润修复，国内糖价前景预计向好。

投资建议与投资标的

- 2022/23 榨季国内食糖的减产相对确立，叠加需求的恢复性增长，国内食糖的产消缺口预计进一步扩大，库存压力有望持续释放，进口糖仍然作为补充缺口的重要糖源，预计配额外进口利润的修复将带动国内糖现价中枢的上移，糖企有望实现业绩弹性，关注南宁糖业、中粮糖业。

风险提示

- 天气风险，地缘冲突、疫情等事件风险，政策风险，汇率风险，需求增长不及预期，假设条件变化影响测算结果风险等。

行业评级

看好（维持）

国家/地区

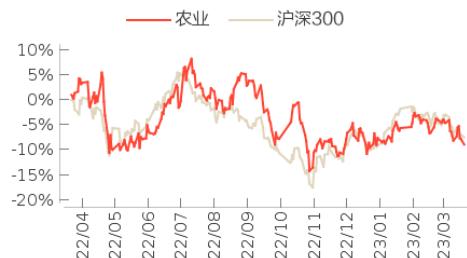
中国

行业

农业行业

报告发布日期

2023 年 03 月 23 日



证券分析师

张斌梅

021-63325888*6090

zhangbinmei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860520020002

香港证监会牌照：BND809

联系人

樊嘉敏

fanjiamin@orientsec.com.cn

肖嘉颖

xiaojiaying@orientsec.com.cn

相关报告

新作增产预期减弱，旧作高企库存难解：	2022-09-21
大宗农产品专题之油脂	
产需矛盾升级，供应风险集聚：大宗农产	2022-03-07
品专题之二	
火山喷发与农产品生产	2022-01-23

目 录

周期规律弱化，定价锚点易变	4
复盘：中枢上移，周期渐稳.....	4
规律：缺口扩大，价锚切换.....	4
国产糖定价时代	4
进口糖定价时代	6
现状：内外倒挂，锚点松动.....	8
国内缺口扩大，关注去库节奏	10
产量：增产潜力有限，本季减产落地.....	10
需求：消费再创新高，销糖同比偏快.....	11
库存：陈库结转偏多，关注去库节奏.....	14
投资建议	14
风险提示	15

图表目录

图 1：食糖产区现货价复盘	4
图 2：08/09 榨季前产消缺口在 300 万吨以下	5
图 3：08/09 榨季前产消缺口与供需缺口一致	5
图 4：国内主要糖料种植区域分布	5
图 5：甘蔗糖是国内主要食糖品种（22/23）	6
图 6：国内糖料产量变化具有连续性	6
图 7：国内制糖成本远高于其他主产国	7
图 8：国内糖价定价锚变化情况	8
图 9：配额外进口进入亏损区间	8
图 10：主产区现货价运行在国内制糖成本与配额外进口成本之间	8
图 11：22/23 榨季累计进口量持平略减	9
图 12：非常规糖累计进口量持续上升	9
图 13：非常规糖进口来源国结构（2022）	9
图 14：糖浆折糖价格与现货价格对比	10
图 15：2022/23 榨季播种面积同比上升 7.8% 至 136.2 万公顷	10
图 16：单产和糖份变化区间	10
图 17：国产糖已连续 2 个榨季处于减产	11
图 18：22/23 榨季全国累计产糖量同比增加	11
图 19：22/23 榨季广西榨糖速度快于同期	11
图 20：22/23 榨季消费量预计创历史新高	12
图 21：国内食糖消费结构（20/21 榨季）	12
图 22：国内居民户内人均食糖消费量较为平稳	12
图 23：1-2 月累计餐饮收入 8429 亿元，同比增长 9.2%	12
图 24：主要含糖食品含糖比例（2022）	13
图 25：主要含糖食品理论需糖量（2022）	13
图 26：主要含糖食品理论需糖量增速变化	13
图 27：当月销糖情况	13
图 28：累计销糖情况	13
图 29：2 月全国新增工业库存 455 万吨，同比+2.3%	14
图 30：2 月全国食糖库存 1616 万吨，同比-5.4%	14
 表 1：食糖进口政策变化	7
表 2：中国食糖供需平衡表	14

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

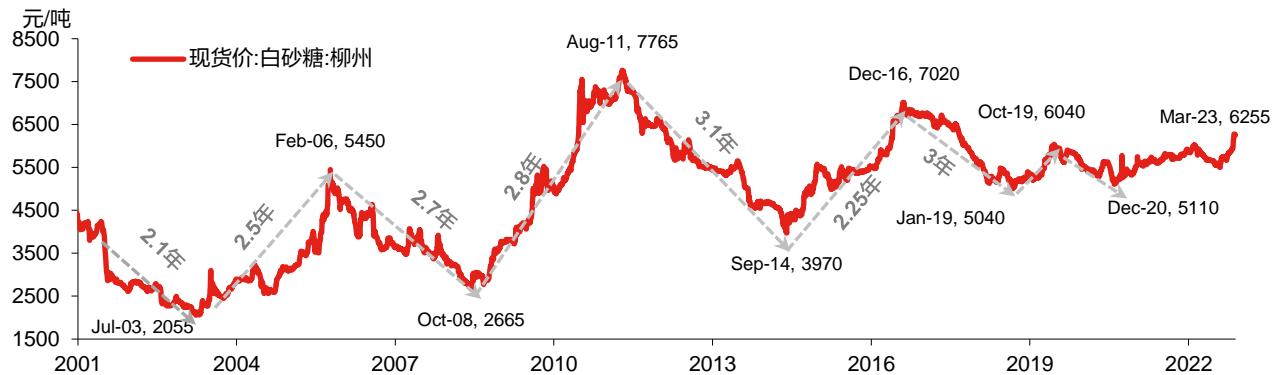
周期规律弱化，定价锚点易变

复盘：中枢上移，周期渐稳

2000 年至今，我国食糖共经历了 2 轮完整的周期，2020 年疫情影响打断第 3 轮周期的上升期，转头进入下降期：

- **2003-08 年（62 个月）**：上升期为 2003/07 至 2006/02（30 个月），幅度 165.2%；下降期为 2006/2 至 2008/10（32 个月），幅度 51.1%。
- **2008-14 年（71 个月）**：上升期为 2008/10 至 2011/08（34 个月），幅度 191.4%；下降期为 2011/08 至 2014/09（37 个月），幅度 48.9%。
- **2014-19 年（51 个月）**：上升期为 2014/09 至 2016/12（27 个月），幅度 76.8%；下降期为 2016/12 至 2019/01（24 个月），幅度 28.2%。
- **2019-至今**：周期性渐稳，食糖价格在 5000~6300 元/吨箱体区间震荡。

图 1：食糖产区现货价复盘



数据来源：广西糖网，东方证券研究所

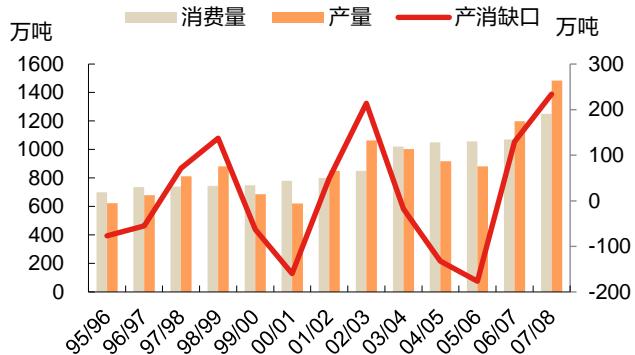
规律：缺口扩大，价锚切换

由于国产糖料甘蔗的生长特性，过去的糖周期呈现出较完美的“好三年”和“坏三年”的规律，但近年来这种规律被打破，其背后是国内食糖定价锚的切换。

国产糖定价时代

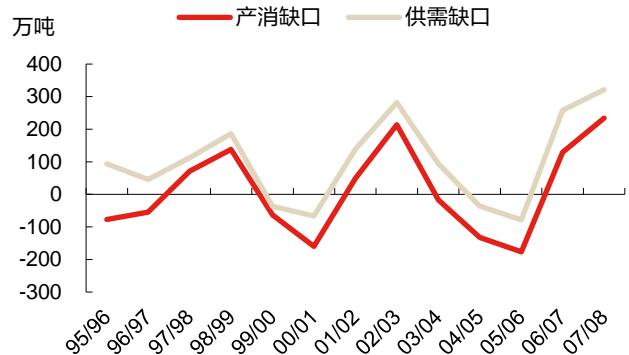
08/09 榨季前，国内糖产需格局由国产糖为主。进口量基本在 150 万吨以下，不具备扭转国内产销缺口的能力，因此国产糖的生产周期成为定价的核心因素。

图 2：08/09榨季前产消缺口在300万吨以下



数据来源：Bric，东方证券研究所

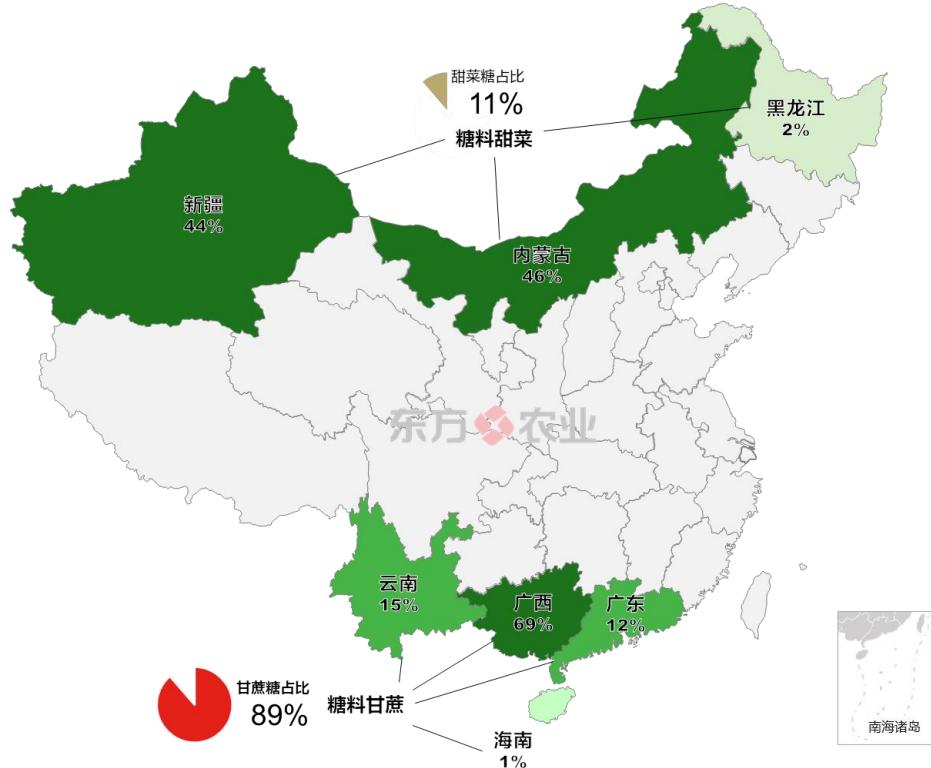
图 3：08/09榨季前产消缺口与供需缺口一致



数据来源：Bric，东方证券研究所

国内食糖产业满足周期形成条件。周期形成的本质在于生产的时滞和决策的短视。对于生产的时滞而言，国内食糖以甘蔗糖为主，占比达到约 89%，甘蔗的宿根年限一般为 2-3 年，因此增种和减种会带来产量的规律性变化；对于决策的短视而言，我国的甘蔗产业集中于广西，广西虽然气候适宜甘蔗生长，但多丘陵、少平原，不适合机械化种植和收获，进而造成了甘蔗种植难以集中，农户往往根据当期价格进行分散的生产经营决策，从而导致周期形成。

图 4：国内主要糖料种植区域分布



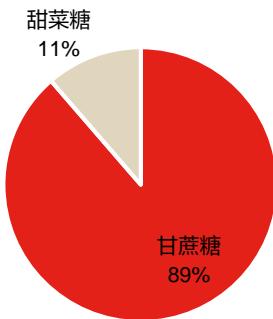
数据来源：国家统计局，东方证券研究所

注：受限于作图版面，中国地图仅为示意图，中国香港、中国澳门、中国台湾、南海诸岛等比例请以正式地图为准。

注：产糖占比为 22/23 榨季农业部数据，糖料种植面积区域占比为 2021 年统计局数据

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

图 5：甘蔗糖是国内主要食糖品种（22/23）



数据来源：农业部、东方证券研究所

图 6：国内糖料产量变化具有连续性

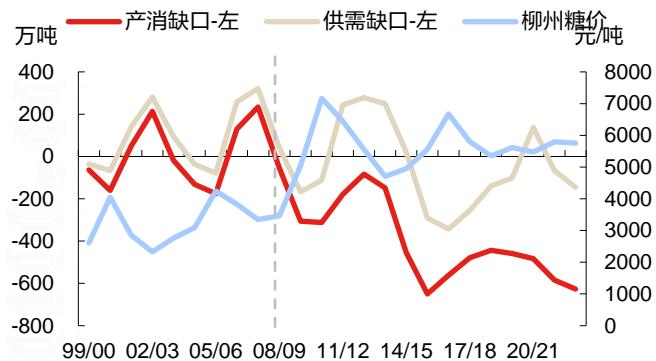


数据来源：国家统计局，东方证券研究所

进口糖定价时代

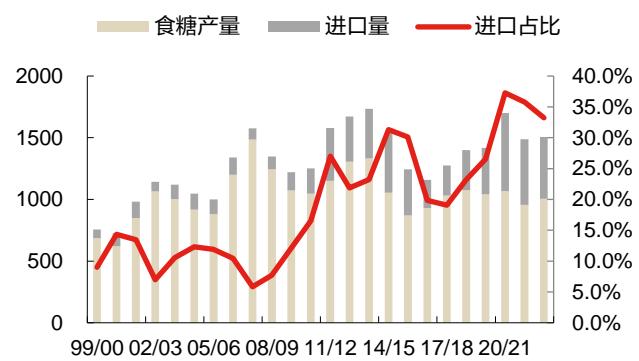
08/09 榨季后，食糖产能不足的问题开始凸显，内糖供需持续出现缺口，国内年产消缺口从 300 万吨一路增加至 650 万吨，由于缺口持续，进口成为平衡食糖供需的重要途径。

图 4：产需缺口明显放大，主导糖价走势



数据来源：农业部、中国饲料工业协会、USDA FAS、东方证券研究所

图 5：糖进口占比不断扩大

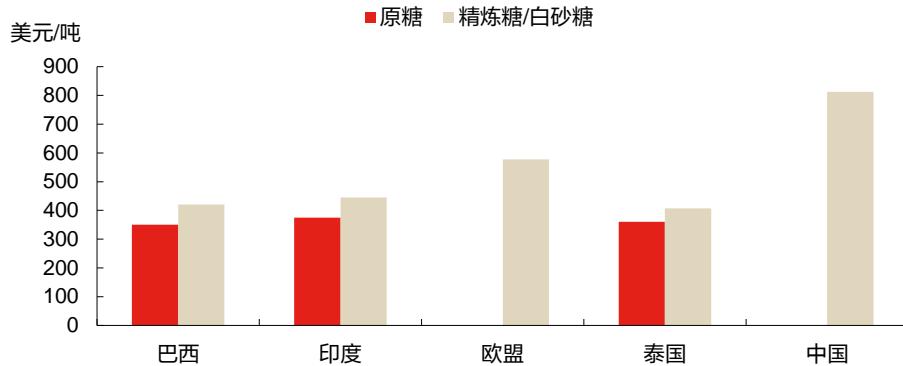


数据来源：农业部、中国饲料工业协会、USDA FAS、东方证券研究所

进口政策和缺口的变化是换锚的核心驱动因素。随着国内食糖缺口的显性化，填平缺口的进口糖源是定价的关键，而进口量的变化伴随着进口政策的变化。入世以来，我国对食糖进口实行关税配额管理制度，2004 年起配额总量始终保持在 194.5 万吨，关税为 15%，配额内的政策变化较小，核心的政策变化在关税为 50% 的配额外进口。

制糖成本缺乏国际竞争力促成进口市场化的渐进式放开。我国的制糖成本并不具备国际竞争力，目前国内的白砂糖制糖成本约为 812 美元/吨，而主要产糖国的成本约为 400~450 美元/吨，低于国内水平近 1 倍，因此即使配额外关税在 50%，国外糖依然具备较大竞争力。

图 7：国内制糖成本远高于其他主产国



数据来源：Czapp，东方证券研究所

为了保护国内制糖业，控制进口量和进口成本成为阶段性的政策议题。以进口政策变化为线梳理国内食糖定价锚的转换可以分为以下几个阶段：

- **08/09~13/14：关税配额制阶段。**配额外进口并没有限制，进口糖经历了从 200 万吨的配额内量级向 400 万吨超额进口的状态，进而国内糖价从锚定配额内进口成本逐步上移至配额内外进口成本之间。
- **14/15~16/17：进口许可证阶段。**超量进口后，糖市进入阵痛期，2014 年中国糖业协会通过了《原糖进口加工企业（集团）自律公约》以行业自律的方式控制进口总量；同年 11 月起食糖纳入自动进口许可管理，商务部负责发放配额外进口许可证，政策实施下进口量降至 200 万吨水平。
- **17/18-20/21：保障性关税阶段。**为进一步保护国内制糖业，我国在原有的关税配额管理制度上对食糖增加了保障措施关税，从 2017 年 5 月 22 日起连续 3 年分别在原有 50% 配额外关税上增收 45%、40%、35% 关税。增税后国内进口量水平增加至 300 万吨以上。
- 在总体进口量级受到掣肘的状态下，进口糖数量并不能填平国内的产消缺口，因此缺口驱动糖价运行至配额外成本线上。
- **21/22-至今：备案制管理阶段。**2020 年 6 月 30 日，配额外进口从分配转为备案制，进口放开信号明显，近 2 个榨季，进口量在 500~600 万吨高位，国内糖的缺口不断收窄，糖价运行至配额外成本线上下。

表 1：食糖进口政策变化

时间	政策公告	政策内容
2014.03.19	《原糖进口加工企业（集团）自律公约》	组织原糖进口加工企业实施行业自律
2014.11.01	《纳入自动进口许可管理货物目录（食糖）》	配额外进口食糖纳入自动进口许可管理
2017.5.22	《关于对进口食糖采取保障措施的公告》	对配额外进口食糖征收保障措施关税，实施期限为 3 年，自 2017 年 5 月 22 日至 2020 年 5 月 21 日，每年分别为 45%、40%、35%。
2020.5.22	《对进口食糖采取贸易保障措施》三年时限到期	
2020.6.30	调整《实行进口报告管理的大宗农产品目录》目录	配额外进口从分配转为备案

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

2020.12.21

《关于 2021 年关税调整方案的通知》

糖浆品类由 1 项明细至 3 项

数据来源：商务部，国家关税税则委员会，中国糖业协会，东方证券研究所

图 8：国内糖价定价锚变化情况

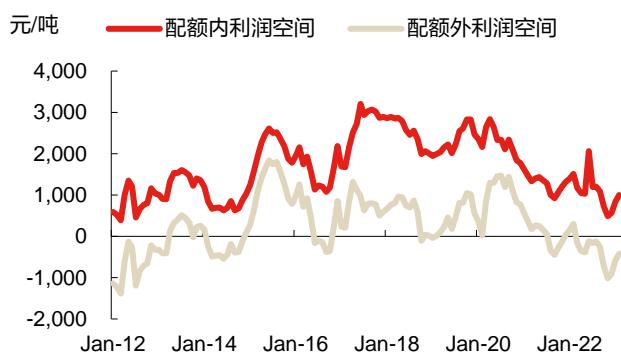


数据来源：广西糖网，中国糖业协会，东方证券研究所

现状：内外倒挂，锚点松动

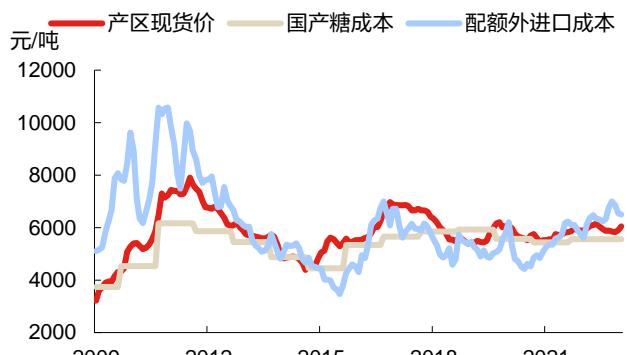
食糖进口利润倒挂，定价锚向下松动。进口市场化以来，进口量级明显上升，从而国内糖价不再以“缺口定价”驱动至行业最高成本线上方，而是通过寻找补足缺口的最后一块“拼图”作均衡价格。近年来，外盘糖价的走高导致配额外进口成本与国内现货价明显倒挂，目前国内现货价格运行在 6255 元/吨，而配额外进口成本已经超过 7000 元/吨，国内制糖成本在 5500 元/吨左右，进而现货价格运行在国内制糖成本与配额外进口成本之间。

图 9：配额外进口进入亏损区间



数据来源：Bric，东方证券研究所

图 10：主产区现货价运行在国内制糖成本与配额外进口成本之间

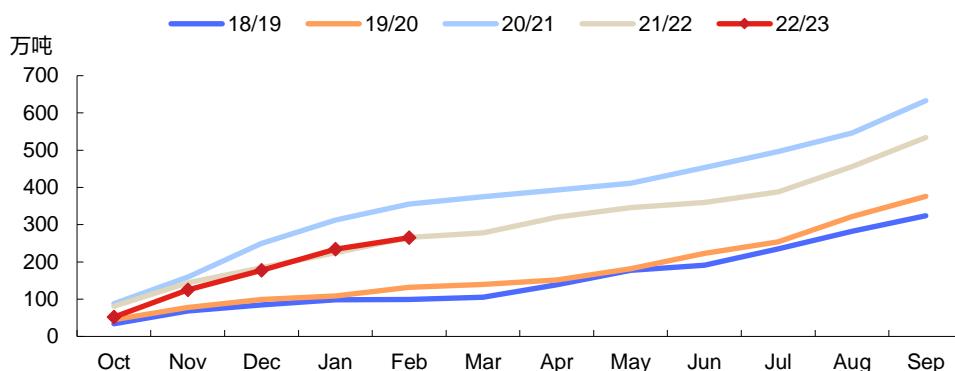


数据来源：Bric，广西糖网，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

利润虽然倒挂，但价格的驱动依然依赖进口成本。进口利润倒挂的背景下，糖价的走势有 2 种可能：1) 贸易商和加工厂进口意愿降低，通过产需缺口传导至糖价上涨，进而打开进口利润空间，通过进口补足缺口。2) 加工厂为了维持开工率，保持进口，进口成本通过产需缺口向现货价传导，最终表现为均价上升。本榨季以来，累计进口量达到 265 万吨，同比减少 0.4%，高进口成本虽然没有明显冲击到食糖进口量，但国内现货价保持上行。

图 11：22/23 榨季累计进口量持平略减

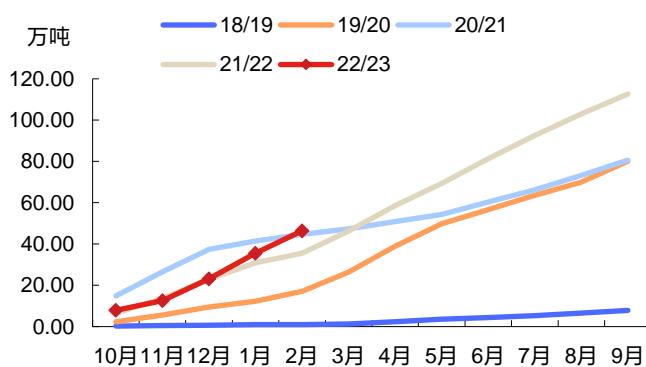


数据来源：海关总署，东方证券研究所

其他非常规糖进口不容小视。2021/22 年度国内进口食糖 534 万吨，同比减少 15.6%，进口似乎减少近 100 万吨，但同期糖浆和预拌粉的进口则有所增长，21/22 年度累计进口量达到 112.7 万吨，同比增加 39.7%，假设按照 65% 的折糖率计算，则折糖 73 万吨。

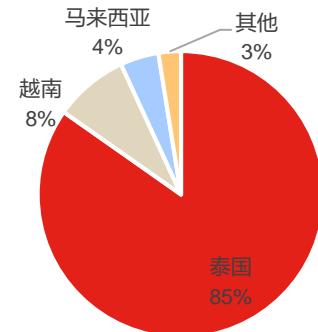
为了明确进口糖浆和预拌粉的关税政策，《国务院关税税则委员会关于 2021 年关税调整方案的通知》，自 2021 年 1 月 1 日起对部分商品的进口关税税率等进行调整，但是我国进口糖浆的主要国家是泰国、越南、马来西亚，适用东盟 0 税率，相对于 50% 的配额外进口糖，非常规糖具备明显套利空间，一旦过量进口，则会拉低国内均价水平。

图 12：非常规糖累计进口量持续上升



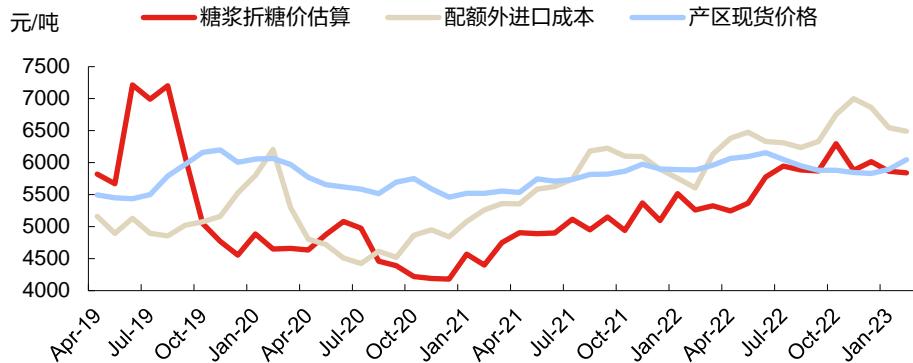
数据来源：海关总署，东方证券研究所（非常规糖统计口径为 HS 17029011\17029012\17029090）

图 13：非常规糖进口来源国结构（2022）



数据来源：海关总署，东方证券研究所

图 14：糖浆折糖价格与现货价格对比



数据来源：海关总署，Bric，广西糖网，东方证券研究所测算

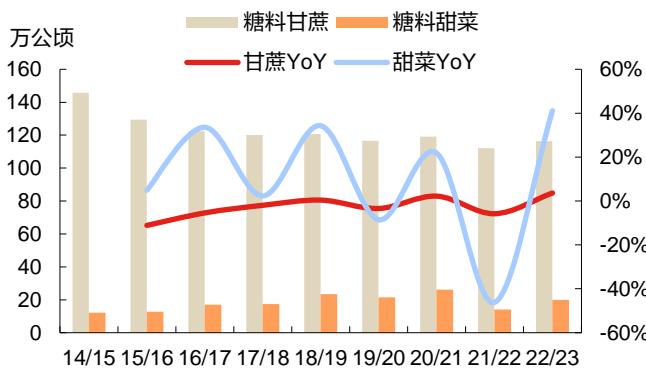
国内缺口扩大，关注去库节奏

产量：增产潜力有限，本季减产落地

国产糖整体产量中枢在 1000 万吨左右，增产能力有限。国内食糖的生产主要由糖料播种面积、单产、糖份三个因素决定。

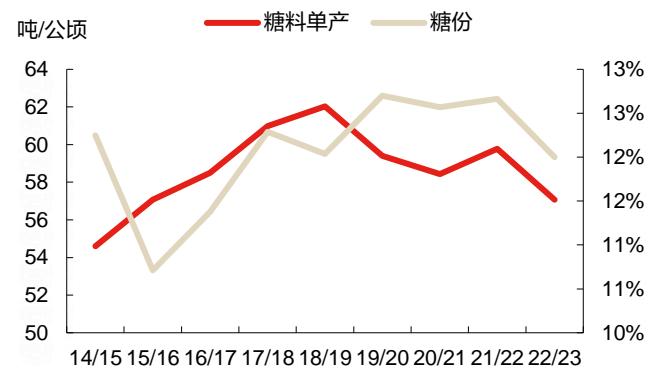
- **面积：**国内糖料主要有甘蔗、甜菜两个品种，由于对生产区位的要求，糖料的种植面积相对稳定，近年来保持在 140 万公顷左右，部分年间还会受与其他经济作物的比价劣势出现减种。2022/23 榨季播种面积同比上升 7.8% 至 136.2 万公顷，其中甘蔗 116 万公顷、甜菜 20 万公顷。
- **单产、糖份：**会受天气变化出现一定的区间波动，单产的变化区间在 59 ± 3 吨/公顷；糖份变化区间在 $12 \pm 1\%$ ，对应糖产量的变化区间可以达到 $\pm 50\sim 70$ 万吨。由于广西前期受不利天气影响，甘蔗单产降幅高于预期，3 月农业部将甘蔗单产下调 4.8 吨/公顷，至 60 吨/公顷，同比下降 12.5%，从而本榨季糖料整体单产近 57.08 吨/公顷，下降 4.5%。

图 15：2022/23 榨季播种面积同比上升 7.8% 至 136.2 万公顷



数据来源：农业部，东方证券研究所

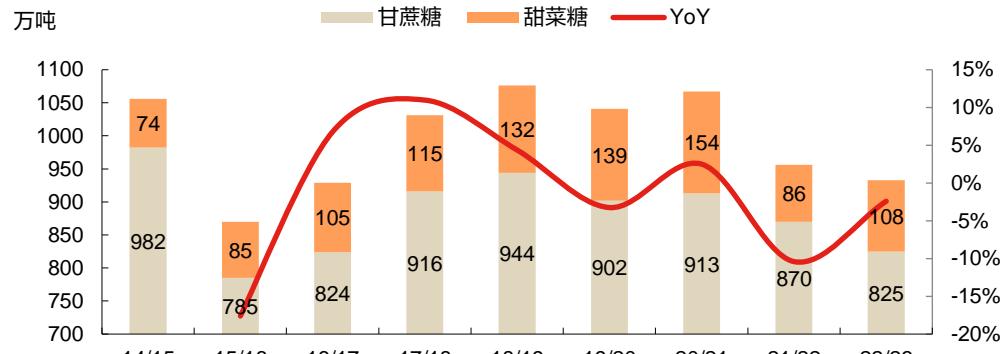
图 16：单产和糖份变化区间



数据来源：农业部，东方证券研究所

综合来看，22/23 榨季国产糖产量预计减产 2.4% 至 933 万吨，其中甘蔗糖减产 5.2% 至 825 万吨、甜菜糖增产 25.6% 至 108 万吨，国产糖已连续 2 个榨季处于减产状态。

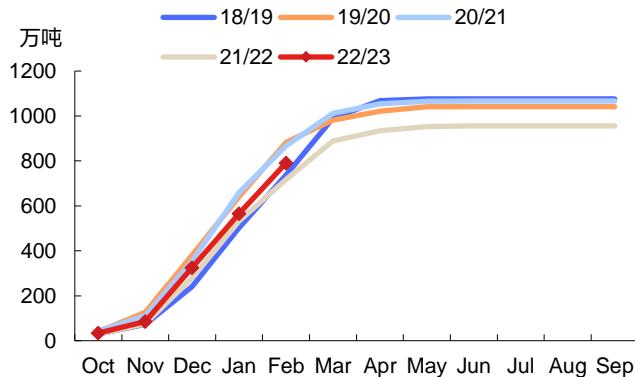
图 17：国产糖已连续 2 个榨季处于减产



数据来源：农业部，东方证券研究所

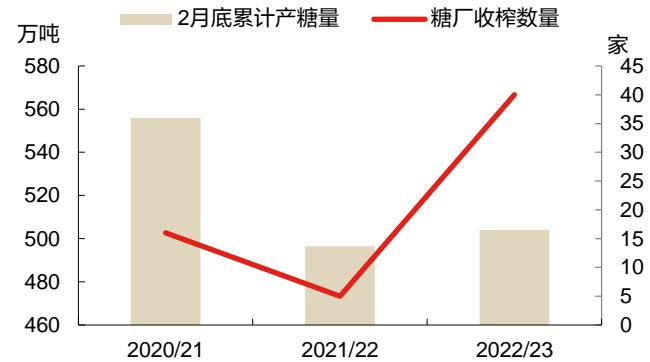
全国榨糖速度加快，广西糖厂提前收榨。截至 2 月底，全国累计产糖量 791 万吨，同比+10.2%，但是，糖厂收榨速度加快，根据广西糖协，广西 2022/23 榨季（截至 2 月底）已收榨糖厂达 40 家，同比增加 34 家，较 2020/21 榨季增加 24 家；未收榨糖厂 33 家，糖厂的快速收榨侧面反应出后续甘蔗入榨量的减少。

图 18：22/23 榨季全国累计产糖量同比增加



数据来源：中国糖业协会，东方证券研究所

图 19：22/23 榨季广西榨糖速度快于同期



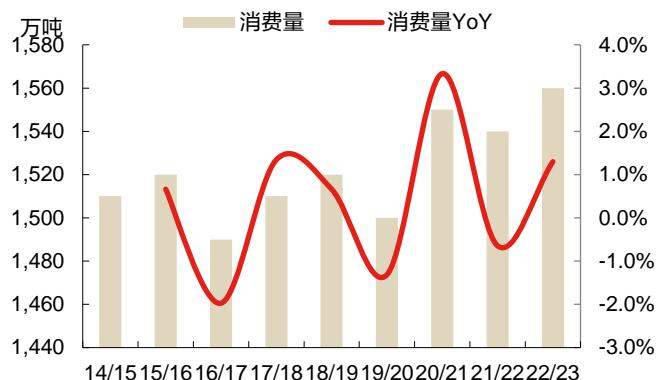
数据来源：泛糖科技，东方证券研究所

需求：消费再创新高，销糖同比偏快

国内糖整体需求中枢在 1500 万吨左右，消费量缓慢增加。22/23 年受国内经济形势好转等因素拉动，食糖需求逐渐恢复，预期食糖消费量达到 1560 万吨，同比增长 1.3%，达到近年来新高。

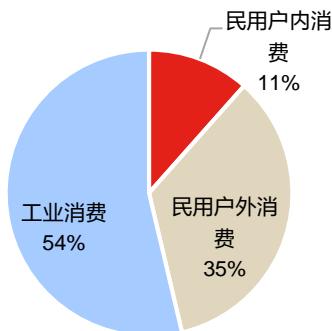
我国食糖消费大致分为工业消费和民用消费 2 个部分，其中工业消费占比约 54%，民用消费占比约 46%。

图 20：22/23 榨季消费量预计创历史新高



数据来源：农业部，东方证券研究所

图 21：国内食糖消费结构 (20/21 榨季)



数据来源：中国轻工业年鉴，国家统计局，东方证券研究所

户内消费相对平稳，餐饮消费预计恢复。民用端来看，随着居民对减糖和健康意识的提升，全国居民人均户内食糖消费量近几年保持在 1.3 公斤的平稳状态，但是户内消费占国内食糖消费总量的比例仅 11%，民用消费变化更多取决于户外餐饮的增长。随着疫情管理的优化，国内餐饮消费的恢复态势良好，1-2 月累计餐饮收入 8429 亿元，同比增长 9.2%，预计全年餐饮的恢复性增长可以正向驱动食糖需求的增加。

图 22：国内居民户内人均食糖消费量较为平稳



数据来源：国家统计局，东方证券研究所

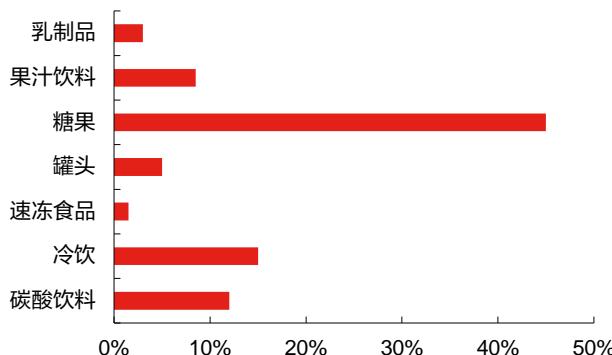
图 23：1-2 月累计餐饮收入 8429 亿元，同比增长 9.2%



数据来源：国家统计局，东方证券研究所

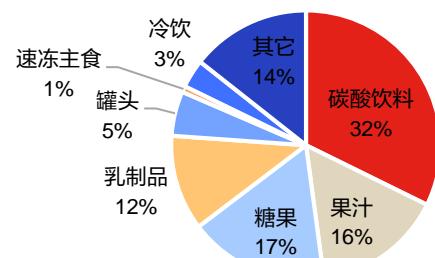
含糖饮料销量有望恢复，工业消费预期增长。工业端来看，根据食品加工用糖的含糖比例，主要在糖果 45%、冷饮 15%、碳酸饮料 12%、果汁 8.5%、罐头 5%、乳制品 3%、速冻主食 1.5%，结合产品产量测算，碳酸饮料、果汁、乳制品、糖果是用糖量最高，分别占 32%、16%、17%、12%，饮料端的消费场景主要在户外，因此在 2022 年碳酸饮料、果汁需糖量下降明显，分别达到 5.7%、11.1%，带动整体工业用糖下降 5.7%；乳制品、糖果表现较为稳定，分别增长 3.3%、0.7%。疫情管理的优化将带动居民外出活动的增加，有望促进饮料端增长，2023 年预期工业消费有望增加 7.6% 至 882 万吨，其中碳酸饮料、果汁、乳制品分别增长 11.3%、3.9%、7.4%。

图 24：主要含糖食品含糖比例（2022）



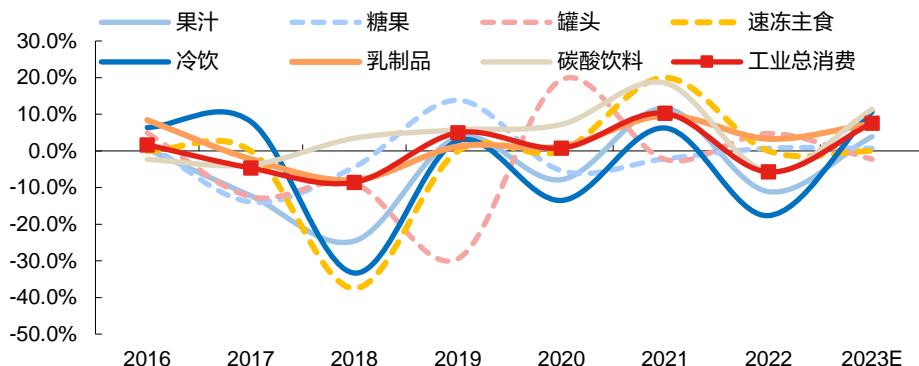
数据来源：泛糖科技，东方证券研究所

图 25：主要含糖食品理论需糖量（2022）



数据来源：泛糖科技，东方证券研究所

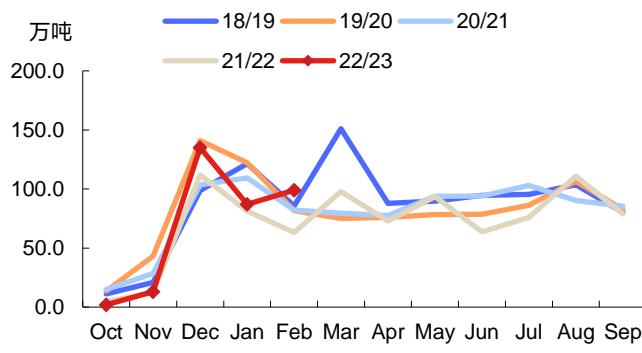
图 26：主要含糖食品理论需糖量增速变化



数据来源：泛糖科技，东方证券研究所

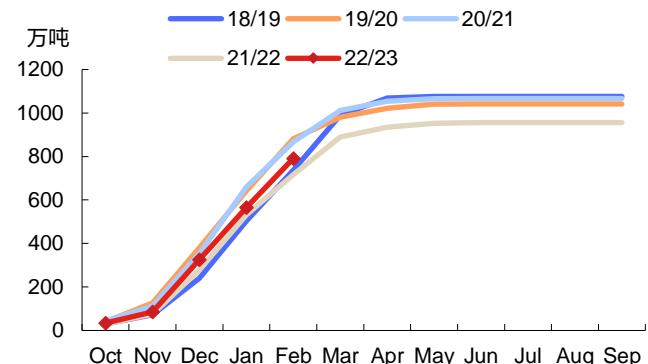
春节后淡季不淡，销糖率略高于历史同期。食糖的消费会受到工业消费的影响出现季节性变化，如碳酸饮料、冷饮在夏季（6-9月）产量较高、糖果在冬季产量较高、罐头在8-9月产量较高。2022/23榨季以来，食糖销售景气上行，2月当月销量99万吨，同比+56.9%，累计销量336万吨，同比+23.1%，销糖率42.5%，同比增加4.5pct，节后传统淡季下表现明显好于历史同期。

图 27：当月销糖情况



数据来源：中国糖业协会，东方证券研究所

图 28：累计销糖情况



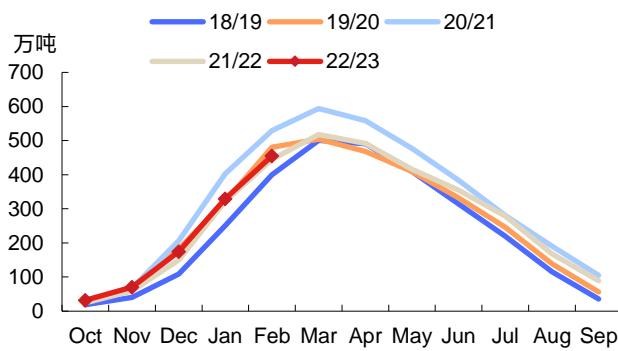
数据来源：中国糖业协会，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

库存：陈库结转偏多，关注去库节奏

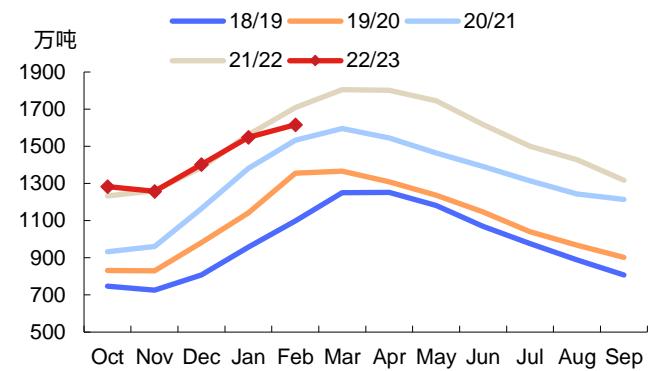
陈糖结转库存偏高。21/22榨季受到疫情冲击的影响，销率仅90.7%，虽然糖产量下滑，但依然结转工业库存89万吨，处于历史偏高水平，2月全国新增工业库存455万吨，同比+2.3%；全国食糖库存1616万吨，同比-5.4%，目前食糖正处于季节性累库过程中，虽然库存水平同比下降，但处于历史中位线以上，关注季节性累库结束后的去库节奏。

图 29：2月全国新增工业库存455万吨，同比+2.3%



数据来源：中国糖业协会，东方证券研究所

图 30：2月全国食糖库存1616万吨，同比-5.4%



数据来源：Bric，东方证券研究所

投资建议

2022/23榨季国内食糖的减产相对确立，叠加需求的恢复性增长，国内食糖的产消缺口预计进一步扩大，库存压力有望持续释放，进口糖仍然作为补充缺口的重要糖源，预计配额外进口利润的修复将带动国内糖现价中枢的上移，糖企有望实现业绩弹性，关注南宁糖业(000911，未评级)、中粮糖业(600737，未评级)。

表 2：中国食糖供需平衡表

	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22 Est. Mar	2022/23 Proj. Feb	2022/23 Proj. Mar	月度调整	同比变化
糖料播种面积(千公顷)	1,441	1,380	1,453	1,263	1,362	1,362	0.0%	+7.8%
糖料单产(吨/公顷)	62	59	58	60	59	57	-4.2%	-4.7%
糖份	12%	13%	13%	13%	12%	12%	-0.4%	-0.6%
单位：万吨								
食糖产量	1,076	1,041	1,067	956	1,005	933	-7.2%	-2.4%
食糖进口量	324	376	634	533	500	500	0.0%	-6.2%
食糖消费量	1,520	1,500	1,550	1,540	1,560	1,560	0.0%	+1.3%
食糖出口量	19	18	13	16	18	18	0.0%	+12.5%
结余变化	-140	-100	138	-67	-73	-145		
国内食糖价格(元/吨)	5253.0	5565.0	5378.0	5706.0	5650-6000	5650-6200		
配额外进口成本(元/吨)	5229.5	5056.0	5422.2	6137.6	6090-6920	6090-7197		

数据来源：农业部，Bric，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

风险提示

天气风险

糖料种植和生产过程对天气变化较为敏感，天气导致的产量变化存在不确定性，可能存在天气导致的产量变化幅度不及预期的可能。

地缘冲突、疫情等事件风险

食糖依赖进口，若发生地缘冲突、疫情，则可能导致国家港口关闭、贸易中断从而导致进口量与预期产生较大差异。

政策风险

主产国的贸易保护主义会改变大宗农产品的真实供给，进而改变价格趋势。

汇率风险

汇率是进口糖定价的关键因素之一，若汇率出现大幅波动，则可能会影响到进口糖的成本。

需求增长不及预期

食糖消费依赖餐饮消费和含糖产品加工，一定程度受下游消费需求影响，如若经济景气度下滑、户外消费降低，则可能导致食糖需求不及预期。

假设条件变化影响测算结果风险

文中部分测算基于设定的前提假设基础之上，存在假设条件发生变化导致结果产生偏差的风险。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在 -5% ~ +5% 之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在 -5% 以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在 -5% ~ +5% 之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在 -5% 以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业 的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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、意见及推测只提供给客户作参考之用，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作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。