

糖价下半年先扬后抑

半年报 | 白糖

发布日期：2019-8-5

投资咨询业务资格

证监发【2014】217号

王伟

0371-68599135

0371-61732882

wangw_qh@ccnew.com

从业资格号：F0272542

投资咨询号：Z0002884



分析师微信



公司官方微信

本期要点

- 新年度巴西中南部糖产量或继续降低，本榨季目前生产进度偏慢，制糖比低于去年。印度和泰国因前期干旱，市场预估下年度产量或减少，支撑原糖价格。目前度国际仍面临巨大的印度和泰国糖库存压力。印度 2018/19 榨季丰产，产糖 3295 万吨，结转库存达 1450 万吨。泰国连续两年食糖产量创记录高位，2018/19 榨季食糖产量为 1458 万吨。
- 国内三季度处于纯销季，工业库存低，走私减少，上半年进口量减少，价格偏强趋势还将维持。四季度随着内外价差扩大刺激进口，新糖上市，四季度或回调。中长期方面，甘蔗和甜菜目前长势较好，下榨季产量持平或高于本榨季，牵制糖价，熊牛转换战线拉长。
- 策略建议：三季度糖价做多思路。价差上关注 1-5 正套机会。

目 录

1 行情回顾.....	3
1.1 国内期货.....	3
1.2 原糖期货.....	3
2 巴西基本面.....	5
2.1 新年度巴西中南部糖产量或继续降低.....	5
2.2 巴西本榨季生产进度偏慢.....	6
2.3 乙醇国内需求增长迅速.....	6
2.4 本榨季巴西出口同比减少.....	7
3 印度仍面临国内糖业高库存压力.....	8
4 泰国基本面：新榨季或将减产.....	8
5 国内基本面.....	10
5.1 截至 7 月，本榨季工业库存压力同比大幅减轻.....	10
5.2 6 月进口食糖量大幅减少，加工糖库存下降明显.....	11
5.3 下榨季或继续增产.....	12
6 综合分析.....	13

1 行情回顾

1.1 国内期货

2019 年以来，郑糖重心逐步上移，郑糖指数从熊市新低 4672 阶段性反弹，现在看来，有一种熊市尾部的特征。分阶段看，1-2 月底：国内郑糖在创新低后止跌反弹，受销糖数据利好和广西短期工业存储政策支撑。3 月：节后消费淡季，糖价回落。4 月中上旬：因 3 月产销数据利好，工业库存压力小于去年同期，糖价在基本面和资金助推下短期强势上涨。4 月下旬-5 月：糖价回调，在 5 月底受进口保障性关税调减，糖价跌至 5000 以下。6 月至目前，受进口减少，工业库存压力减小的支撑，糖价逐步上涨。截止 7 月底，收盘收于 5332 元/吨，较去年同期涨 275 元/吨，涨幅 5%。现货方面，国内产销区现货价格出现不同程度上涨，截至 7 月底，柳州白砂糖价格为 5490 元/吨，较去年同期涨 195 元/吨；云南昆明现货价为 5465 元/吨，较去年同期涨 325 元/吨；乌鲁木齐报价 5375 元/吨，较去年同期跌 125 元/吨；主销区上海白砂糖均报价 5750 元/吨，较去年同期涨 200 元/吨；商丘报价 5710 元/吨，较去年同期涨 125 元/吨。

截至 7 月底，郑商所白砂糖仓单数量（含有效预报）为 23375 张，较去年同期减少 15019 张。期货仓单压力较去年同期减小 40%。

1.2 原糖期货

国际市场方面，2019 年以来，原糖呈现区间震荡，一方面巴西因制糖比处于历史地位导致白糖减产，另一方面印度和泰国丰产增加全球压力。截止 7 月底，ICE 原糖指数为 12.67 美分/磅，较去年同期涨 15%。

图 1 郑糖主力价格和持仓

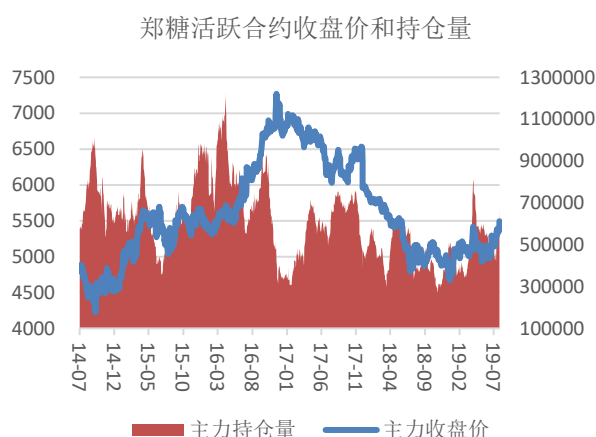
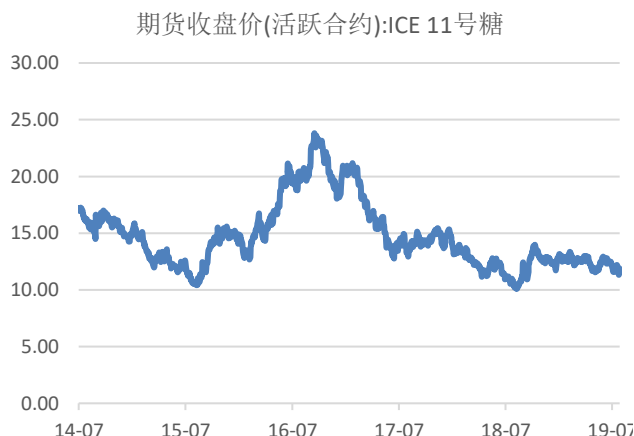


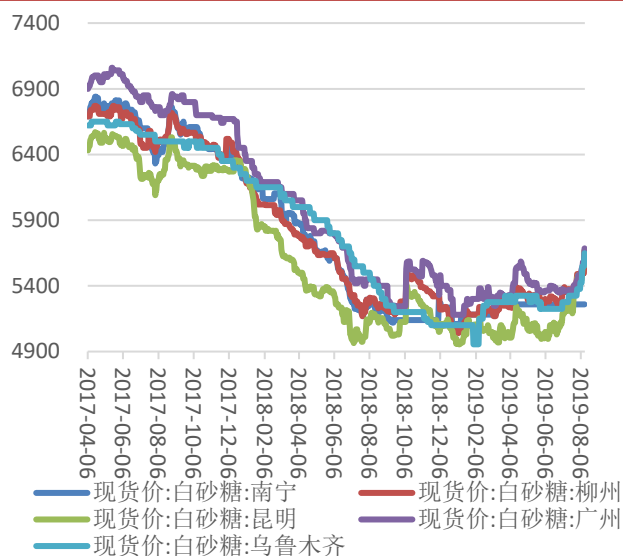
图 2 ICE 11 号原糖主力价格



资料来源: Wind 中原期貨

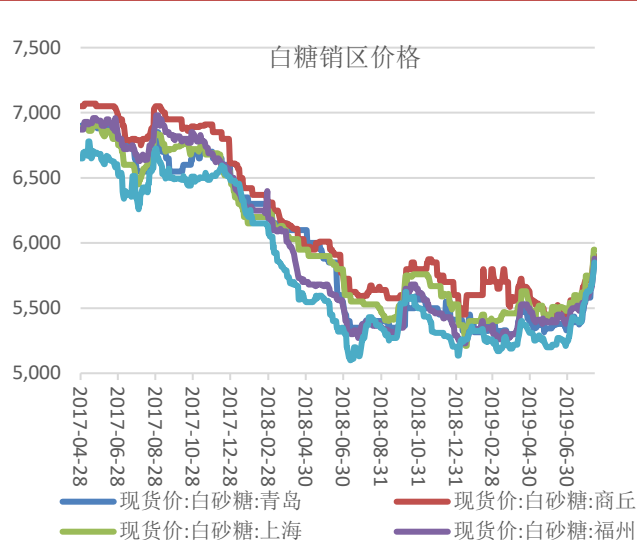
资料来源: Wind 中原期貨

图3 白糖主产区现货价格(元/吨)



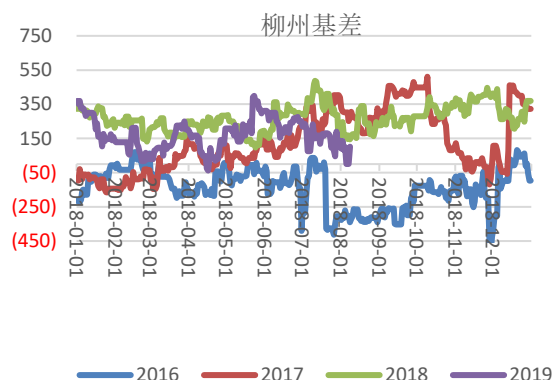
资料来源: Wind 中原期貨

图4 白糖主销区现货价格(元/吨)



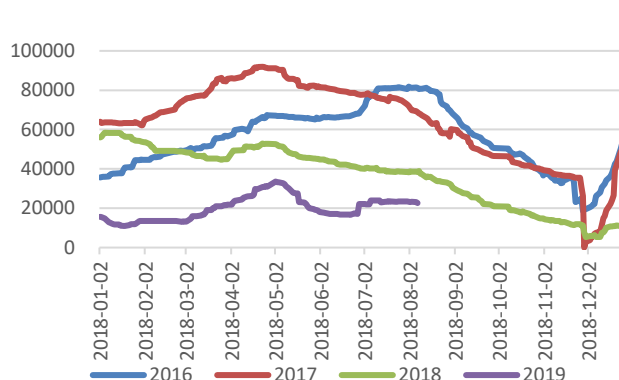
资料来源: Wind 中原期貨

图5 白糖基差



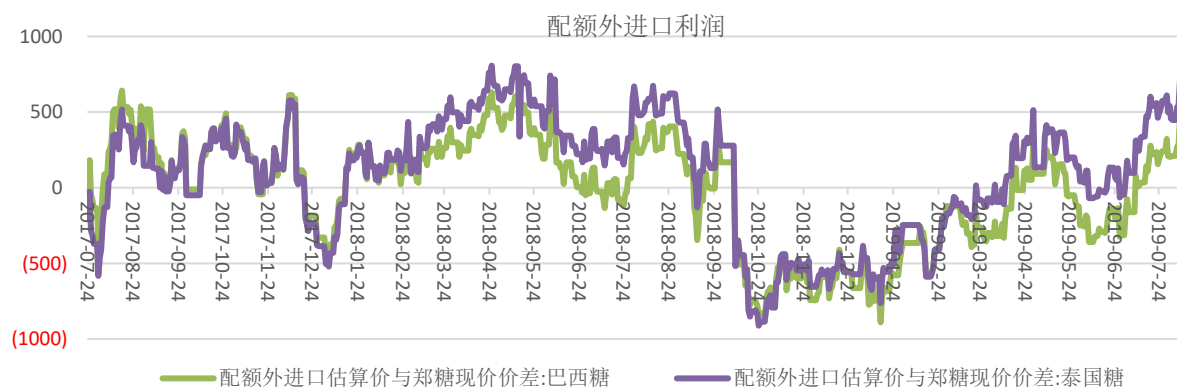
资料来源: Wind 中原期貨

图6 白糖期货仓单(仓单+有效预报)



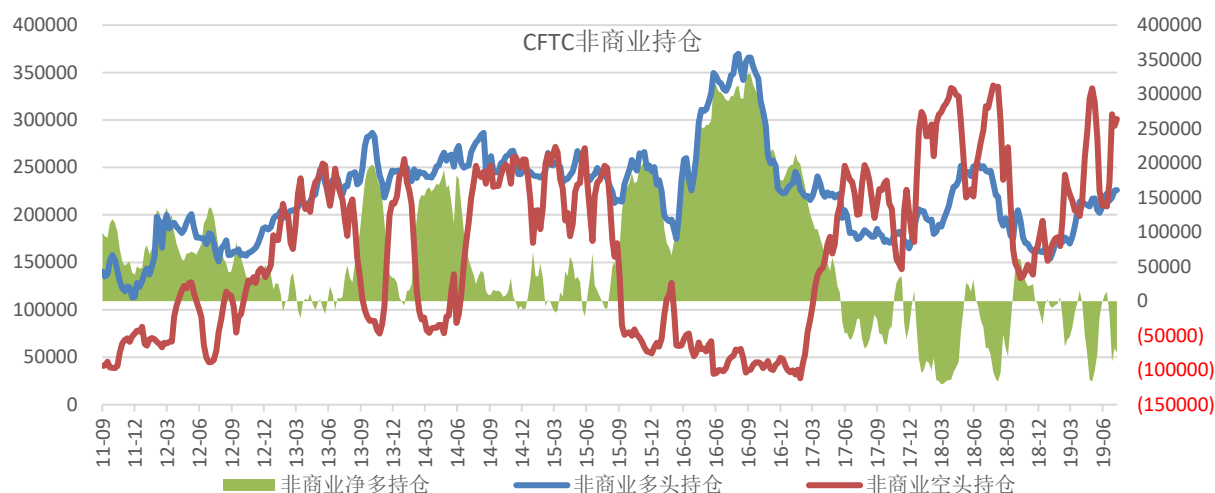
资料来源: Wind 中原期貨

图7 配额外白糖进口利润



资料来源: Wind 中原期貨

图 8 CFTC 原糖非商业持仓



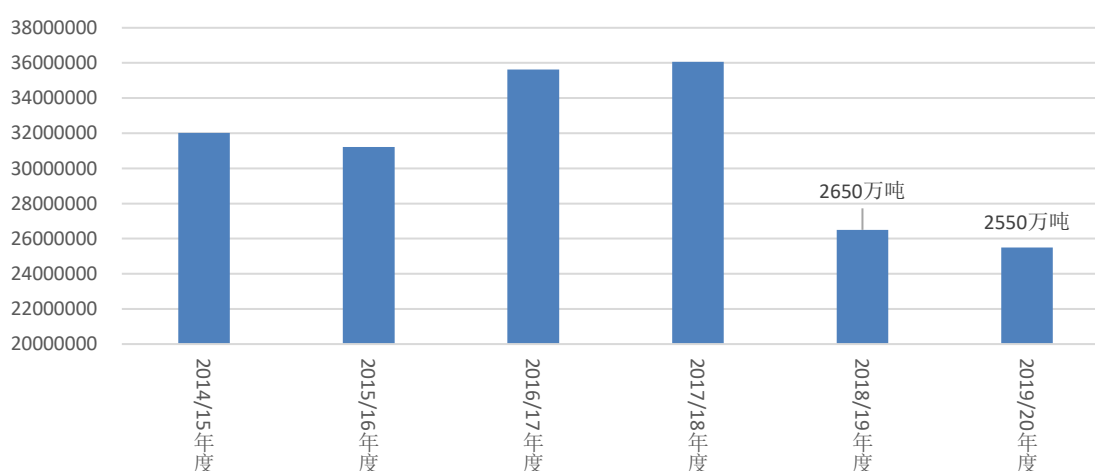
资料来源：Wind 中原期货

2 巴西基本面

2.1 新年度巴西中南部糖产量或继续降低

整个年度来看，据咨询公司 Archer Consulting 表示，2019/20 榨季巴西中南部甘蔗产量预计达到 5.82 亿吨，高于之前预估的 5.75 亿吨。中南部糖产量预计为 2550 万吨，高于之前预估的 2418 万吨，低于去年的 2650 万吨。乙醇产量预计为 298.6 亿公升，低于之前预估的 303.1 亿公升。

图 9 巴西产量（万吨）

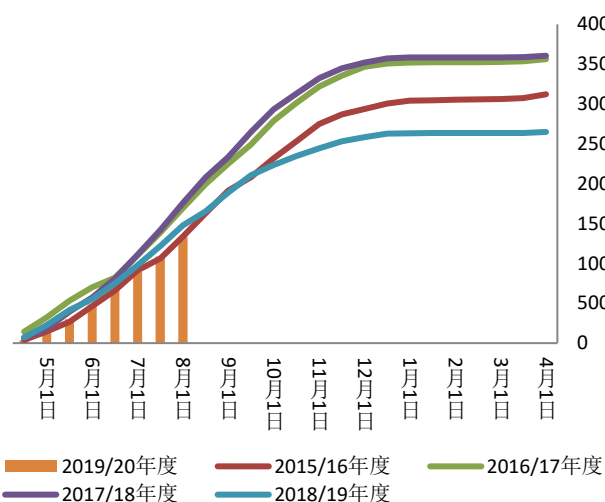


资料来源：巴西蔗产联盟 中原期货

2.2 巴西本榨季生产进度偏慢

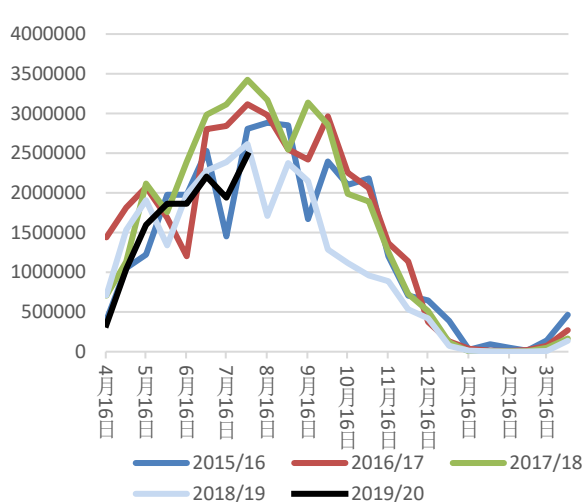
巴西新榨季于4月拉开序幕，巴西蔗产联盟 UNICA 报告显示，巴西中南部7月下半月巴西中南部甘蔗压榨量为4969万吨，同比增4.25%；7月下半月糖产量为247.8万吨，较上年同期降5.5%；产乙醇26.5亿公升万吨，同比增0.97%。甘蔗制糖比37.04%，去年同期为38.35%。2019/20榨季累计压榨甘蔗3.0781亿吨，同比减少2.75%；产糖1333.4万吨，同比减少9.87%；产乙醇154.78亿公升，同比减少4.12%；累计制糖比35.31%，低于去年同期的36.46%。2018/19榨季甘蔗制糖比是近年来最低水平，目前看今年制糖比还低于去年，支撑原糖价格。

图 10 巴西中南部累计产糖量（万吨）



资料来源：巴西蔗产联盟 中原期货

图 11 巴西中南部双周产糖量（吨）



资料来源：巴西蔗产联盟 中原期货

2.3 乙醇国内需求增长迅速

巴西是世界上第一个发展燃料乙醇的国家，其巨大优势主要源于巴西庞大的甘蔗产业。由于巴西政府大力扶植乙醇产业发展，巴西大多数糖厂都是采用糖醇联动工艺同时生产蔗糖和乙醇，甘蔗要在蔗糖和乙醇之间进行分配，所以，巴西糖产量不仅受入榨甘蔗量影响，糖醇比的变化也会使糖产量发生波动。巴西政府并没有对食糖和乙醇的用蔗比例进行强制规定，糖厂一般根据两者之间的相对价格变动来调整糖醇比，当原糖价格低迷，生产乙醇相较于生产原糖的收益比高时，糖厂就会下调制糖比，减少原糖的生产而加大对乙醇的生产。

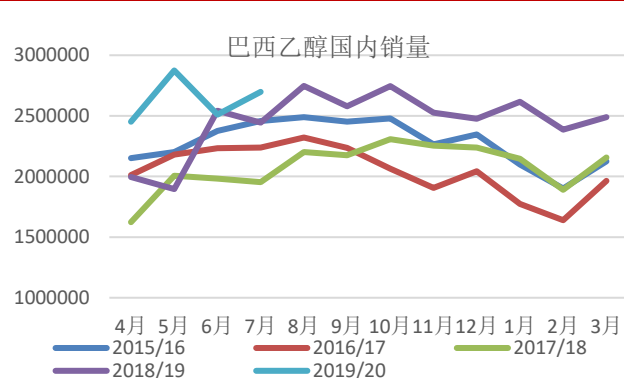
观察巴西各榨季糖醇生产比例的数据，可以发现制醇用蔗比例一直高于制糖用蔗比例，2018/2019榨季糖厂大幅下调制糖比，巴西中南部制糖比为35.3%，制醇比为65%，上一榨季分

别为 48.3%和 47%。

巴西燃料乙醇分为无水乙醇和含水乙醇两种，2018/2019 榨季，巴西中南部生产乙醇共 309.49 亿升，其中生产无水乙醇 91.41 亿升及含水乙醇 218.08 亿升，占比分别为 29%和 70%。无水乙醇可以添加到汽油中制成混合乙醇汽油，根据巴西法律规定，巴西所有品种的汽油均须掺入一定比例的生物燃料乙醇，目前巴西汽油中添加的乙醇比例高达 27%。而含水乙醇可以直接作为燃料供给专用纯乙醇燃料汽车或新型混合燃料汽车，因此含水乙醇的生产比例较无水乙醇高。

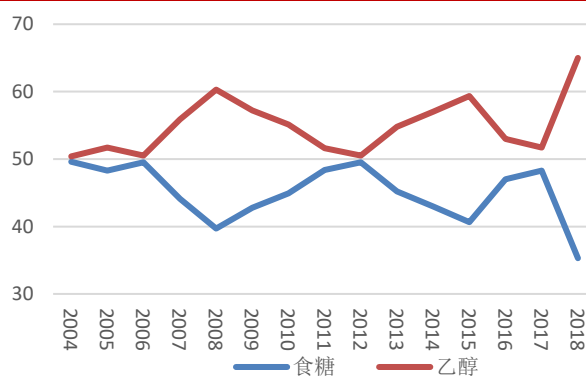
2018/2019 榨季以来，乙醇较汽油有很大价格优势，巴西国内乙醇需求强劲，2018/19 榨季，中南部乙醇销量达到了 2944 万 m³，较去年增 18%。2019 年以来，巴西国内乙醇销售再次攀升，2019/20 榨季 4-7 月巴西国内乙醇销售总量累计为 1053 万 m³，较去年同期增 18%。乙醇需求强劲，原糖价格低迷，就刺激更多甘蔗生产为乙醇。

图 12 巴西乙醇国内销售 (m³)



资料来源：巴西蔗产联盟 中原期货

图 13 巴西糖醇比例



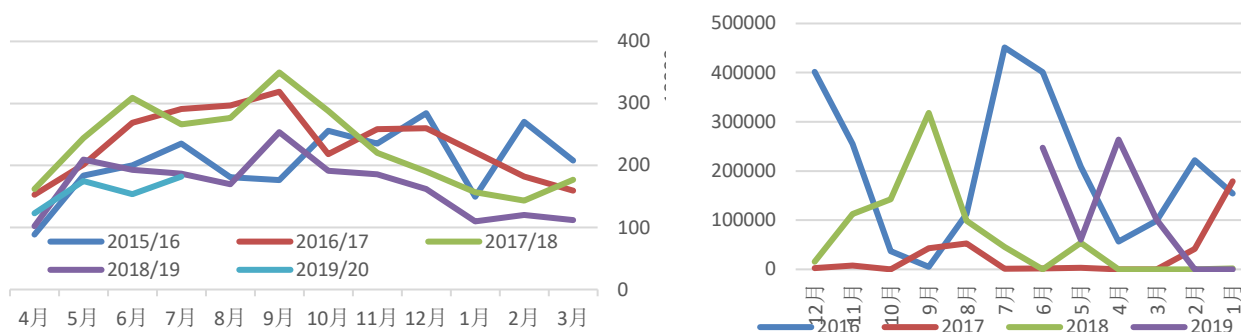
资料来源：巴西蔗产联盟 中原期货

2.4 本榨季巴西出口同比减少

巴西 2019/20 榨季(4 月-次年 3 月)截至 6 月累计出口糖 458.32 万吨，同比减少 9.14%。2019 年 6 月巴西出口糖 153.82 万吨，同比减少 20.18%，为至少近十一年同期以来最低出口水平。其中原糖出口量 139.62 万吨，同比减少 18.14%；精制糖出口量 14.2 万吨，同比减少 35.9%。

图 14 巴西糖出口 (万吨)

图 15 巴西糖出口至中国 (吨)



资料来源: Wind 中原期货

资料来源: Wind 中原期货

3 印度仍面临国内糖业高库存压力

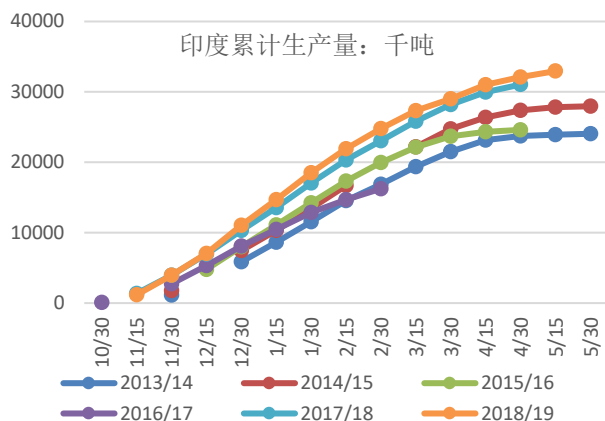
本年度初期,印度遭遇干旱,年中马邦部分地区遭遇洪水,西印度糖厂协会预计 2019/20 榨季马邦糖产量或降至 520-550 万吨,低于此前预估的 640 万吨,由于种植面积下降 30%及干旱和洪水肆虐。

目前印度国内糖业仍面临巨大的糖库存消化压力。因去年丰产压力。2018/19 榨季印度产糖 3295 万吨,较 2017/18 榨季增加 50 万吨;比榨季初预估上调 230 万吨;2018/19 榨季印度结转库存为 1450 万吨,2019/20 榨季食糖总供给量预计为 4270 万吨,远高于预估的 2550-2600 万吨的国内消费量。

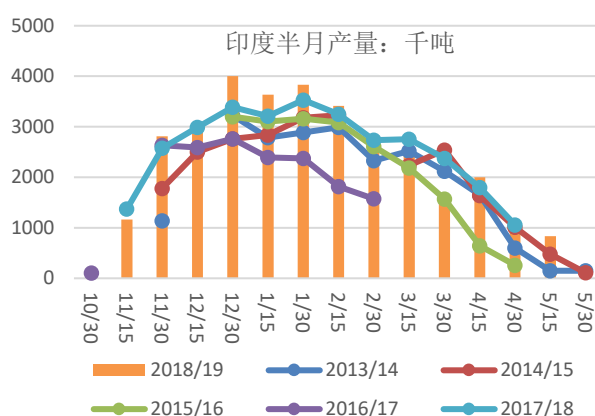
消息称,印度食品和农业部将很快将向政府申请批准,在 2019/20 榨季对高达 600 万吨糖出口提供补贴,以帮助消减国内市场过剩的食糖,并稳定国内糖价。印度农业部很可能会提议对出口的食糖提供 10.50-11.0 卢比/干克的补贴,补贴幅度在世界贸易组织 WTO 规定的范围之内。消息人士表示,补贴将包括从仓库到港口的装卸费和运输费、船舶装卸费、海运运费、保险费和手续费等。对于印度国内补贴政策,一直遭到部分国家的抗议,世贸组织(WTO)表示为巴西、澳大利亚和危地马拉的请求,将成立争端小组,对印度的食糖补贴政策进行第二次裁决。

图 16 印度年度食糖产量

图 17 印度半月生产糖量



资料来源：广西糖网 中原期貨



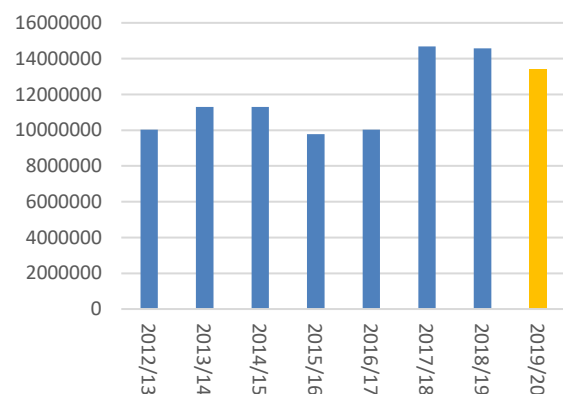
资料来源：广西糖网 中原期貨

4 泰国基本面：新榨季或将减产

泰国是全球第二大市场出口国。2018/19 年度泰国产糖 1458 万吨。新作物由于前期遭遇干旱，泰国砂糖协会表示担心，预计 2019/20 榨季全国甘蔗产量预计为 1.2 亿吨，由于近期出现的大范围干旱以及少雨情况，协会担心今年甘蔗收成和砂糖品质可能比去年稍差一点。具体还需要未来 1-2 个月的观察后才能进一步评估。

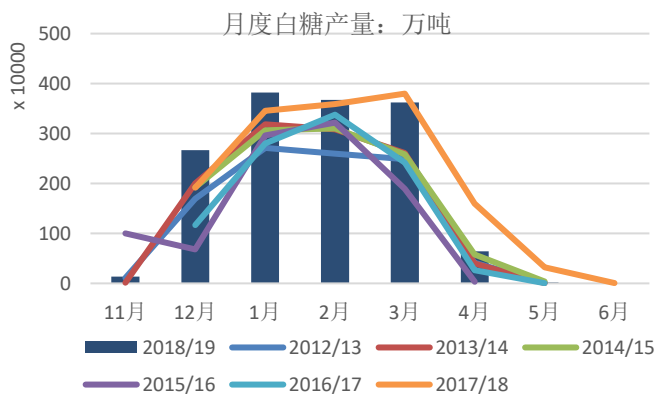
泰国 2018/19 年度连续两年食糖产量创记录高位，2018/19 榨季食糖产量为 1458 万吨

图 18 泰国食糖产量（吨）



资料来源：广西糖网 中原期貨

图 19 泰国半月生产糖量（千吨）



资料来源：广西糖网 中原期貨

5 国内基本面

5.1 截至 7 月，本榨季工业库存压力同比大幅减轻

国内白糖处于纯销季，销售量和工业库存对行情影响大。2018/19 制糖期全国产糖 1068.15 万吨，同比增加 47.01 万吨；截至 2019 年 7 月底，全国累计销售食糖 856.59 万吨，同比增加 95.62 万吨；累计销糖率 79.61%，同比增加 5.8%；工业库存 219.45 万吨，同比减 50.21 万吨。甘蔗糖工业库存 204.95 万吨，同比减少 54.29 万吨；甜菜糖工业库存 14.5 万吨，同比增 3.67 万吨。7 月全国单月销糖 95.3 万吨，比上月增 0.78 万吨，比去年同期减 15.67 万吨。7 月全国销量表现平淡，甜菜糖今年销售进度慢于甘蔗糖。历年看，8 月销量一般是仅次于春节的第二高点，国内白糖去库存将加速，支撑糖价。

图 20 国内白糖累计产量（万吨）

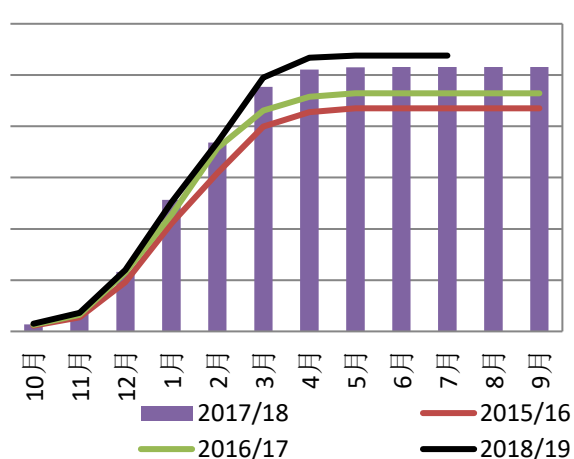
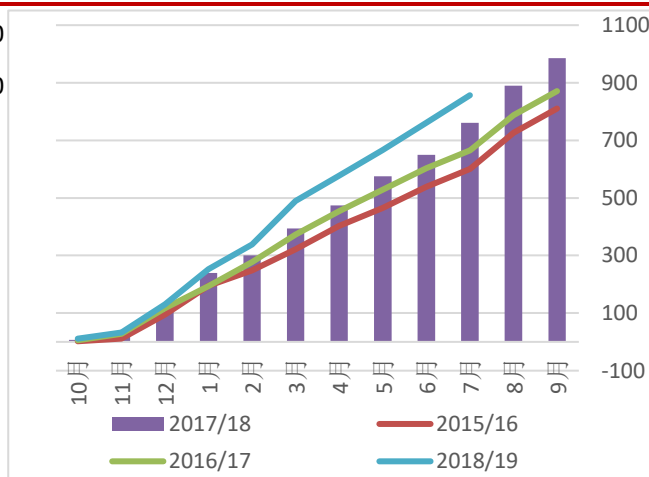


图 21 国内白糖累计销量（万吨）



资料来源：中国糖协 中原期货

资料来源：中国糖协中原期货

图 22 全国白糖单月销糖

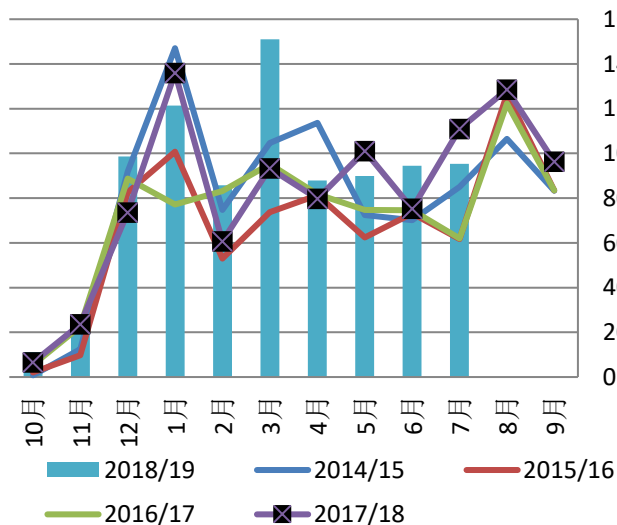
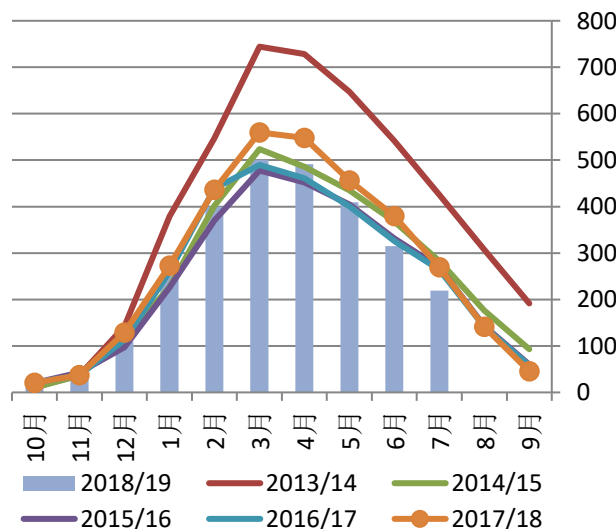
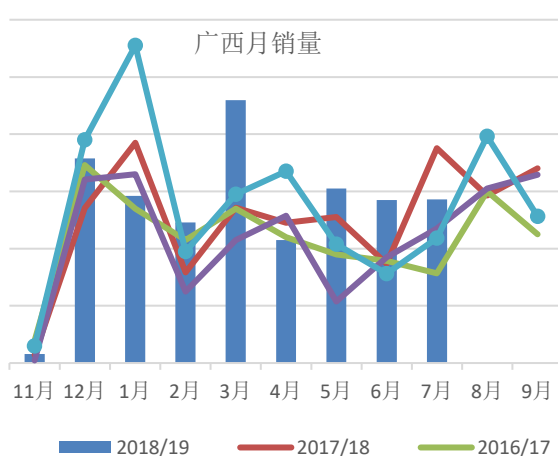


图 23 全国白糖工业库存（万吨）



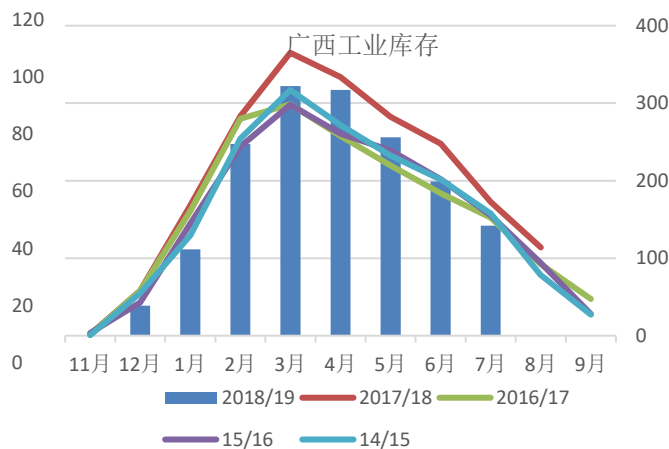
资料来源：中国糖协中原期货

图 24 广西月度销量（万吨）



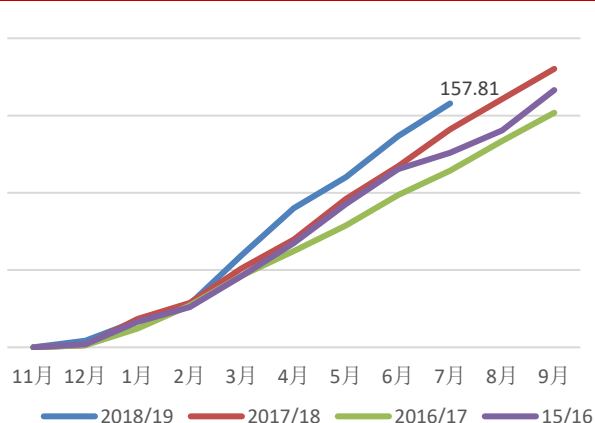
资料来源：中国糖协中原期货

图 25 广西白糖工业库存（万吨）



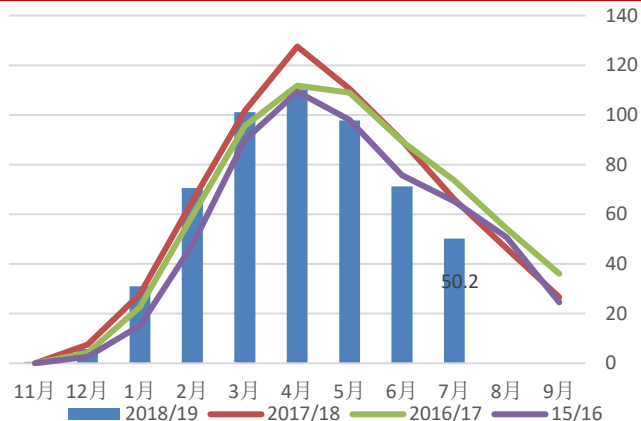
资料来源：中国糖协中原期货

图 26 云南白糖累计销量（万吨）



资料来源：中国糖协中原期货

图 27 云南白糖工业库存（万吨）



资料来源：中国糖协中原期货

资料来源：中国糖协中原期货

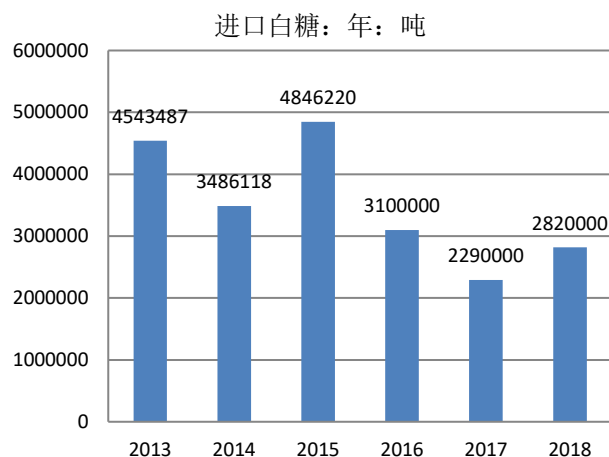
5.2 6 月进口食糖量大幅减少，加工糖库存下降明显

今年是保障性关税实施的最后一年，进口糖是市场供应的来源之一。2019 年 6 月中国进口食糖 14 万吨，同比减少 14 万吨，环比减少 24 万吨。2018/19 榨季截至 6 月底累计进口糖 191 万吨，同比增加 6.8 万吨；2019 年 1-6 月份累计进口 106 万吨，同比减少 32.19 万吨。

据天下粮仓对山东、福建、辽宁产区共 5 家糖厂调研统计，8 月 3-9 日当周国内加工糖产量 2.55 万吨，较上周增 4000 吨，较去年同期增 2500 吨。周销量为 4.2 万吨，较上周增 1.52 万吨，较去年同期增 2.85 万吨。截至 8 月 9 日，库存为 3.691 万吨，较上周降 1.65 万吨，较去年同期降 6.02 万吨。6 月进口数据同比环比大幅降低，加工糖库存下滑，支撑糖价反弹。

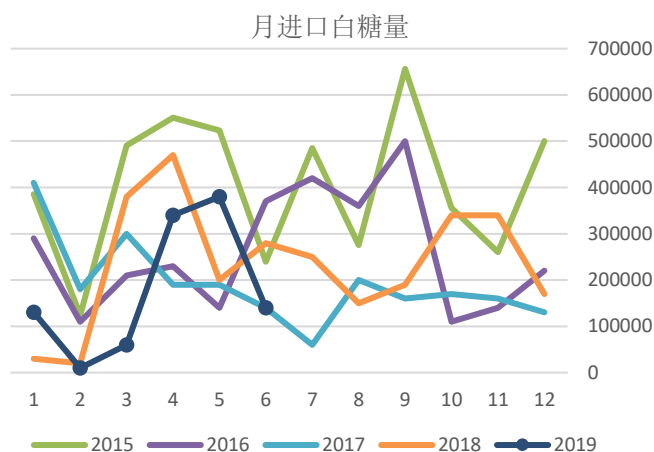
市场预期进口糖供应时期后移至三季度，本年度预期进口 290 万吨，三季度还有 100 万吨可供进口空间。6 月中旬开始，加工糖产量明显增加，8 月初加工糖产量高于去年同期 13%，近期国内反弹造成进口利润明显增加，将刺激后续供应量增加。下半年国内恐面临进口糖供应冲击。

图 28 国内白糖进口量



资料来源：海关 中原期货

图 29 国内白糖月度进口量 (吨)



资料来源：海关 中原期货

5.3 下榨季或继续增产

8 月初，中国农业农村部发布 8 月食糖供需预估报告，预估维持不变，2019/20 年度产量为 1088 万吨，同比增加 12 万吨。进口量预计为 304 万吨，同比增 14 万吨。2019/20 年度连续第四年增产。7 月份以来，广西持续光照不足，甘蔗光合作用受抑制，从而影响甘蔗拔节生长，部分地区甘蔗株高同比偏矮，云南降雨偏多，导致部分甘蔗倒伏，同时病虫害有所增加，但其具体影响程度还有待继续观察。

图 30 国内白糖预估平衡表

中国食糖供需平衡表				
	2017/18	2018/19 (1-7 月统计)	2019/20 (1-7 月预测)	2019/20 (1-8 月预测)
千公顷 (1000 hectares)				
糖料播种面积	1376	1477	1482	1482
甘蔗	1201	1243	1243	1243
甜菜	175	234	239	239
糖料收获面积	1376	1477	1482	1482
甘蔗	1201	1243	1243	1243
甜菜	175	234	239	239
吨/公顷 (tons per hectare)				
糖料单产	60.98	57.75	59.23	59.23
甘蔗	66.73	63.00	64.30	64.30
甜菜	55.39	52.30	54.00	54.00
万吨 (10000 tons)				
食糖产量	1031	1076	1088	1088
甘蔗糖	916	944	949	949
甜菜糖	115	132	139	139
食糖进口量	243	298	304	304
食糖消费量	1310	1320	1320	1320
食糖出口量	18	15	18	18
结余变化	-254	-108	-146	-146
元/吨 (cents per pound)				
国际食糖价格	12.68	11-14	12-15	12-15
元/吨 (cents per ton)				
国内食糖价格	5648	5200-5400	5300-5500	5300-5500

注：食糖市场年度为当年 10 月至次年 9 月。

6 综合分析

国际市场长期看，主产国各国新年度减产预期支撑远期价格，短期印度和泰国高库存仍然令市场担心，原糖短期仍面临去库存压力。国内下榨季增产预期偏强，目前甘蔗和甜菜长势良好，糖市熊牛过渡战线拉长。短期，本榨季国内白糖销售进度较好，工业库存压力小于去年。三季度白糖销售旺季，工业库存或进一步降低。支撑糖价偏高运行。考虑到内外价差扩大，后期 100 万吨可供进口糖空间和国储糖抛储预期限制涨幅，三季度末糖价或有回调。适合参与阶段性行情。

免责条款

此报告并非针对或意图送发给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使中原期货股份有限公司违反当地的法律或法规或可致使中原期货股份有限公司受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有此报告中的材料的版权均属中原期货股份有限公司。未经中原期货股份有限公司事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复印本予任何其它人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为中原期货股份有限公司的商标、服务标记及标记。

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中原期货股份有限公司不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被中原期货股份有限公司认为可靠，但中原期货股份有限公司不能担保其准确性或完整性，而中原期货股份有限公司不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。中原期货股份有限公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中原期货股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场。此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。此报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

中原期货股份有限公司研究所

地址：河南省郑州市郑东新区 CBD 商务外环路 10 号中原广发金融大厦四层

电话：0371-68599135

网址：www.zyfutures.com

中原期货股份有限公司

中国·郑州市郑东新区 CBD 商务外环路 10 号中原广发金融大厦四层

新乡营业部

河南省新乡市荣校路 195 号 1 号楼东 1-2 层

电话: 0373-2072881

南阳营业部

河南省南阳市人民路 175 号粮业大厦三楼

电话: 0377-63261919

灵宝营业部

河南省灵宝市函谷大道北段西侧（灵宝市函谷路与五龙路交叉口金湖公馆）

电话: 0398-2297999

洛阳营业部

河南省洛阳市洛龙区开元大道 260 号财源大厦综合办公楼 1 幢 2 层

电话: 0379-61161502

西安营业部

陕西省西安未央区未央路 138-1 号中登大厦 A 座 8 层 F7 室至 F8 室

电话: 029-89619031

大连营业部

辽宁省大连市高新技术产业园区黄浦路 537 号泰德大厦 06 层 05A 单元

电话: 0411-84807209

武义营业部

浙江省金华市武义县城脚路与新横街交叉口城角楼八幢 41、43 号

电话: 0579-87679817

上海分公司

上海市自贸区福山路 388 号、向城路 69 号 15 层 07 室

电话: 021-68590799