

莫说青山多障碍，阶段性行情可期待

半年报 | 白糖
发布日期：2020-7-1
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

- 长期，2020/21 榨季巴西糖产量预计大幅增加 900 万吨至 3500 万吨；印度因季风雨气候正常，降雨充沛，产糖量恢复性增加至 3050 万吨；泰国维持 830 万吨；全球糖产量预计增加，供需偏宽松。上半年原糖价格已经跌破 2018-2019 年间的价格低点，原糖或已反映产量增长的预期，底部确立。长期暂没有牛市基础，下半年向上还有空间，空间有限，下半年整体或宽幅震荡。三季度，是巴西生产高峰期，关注原油价格、巴西制糖比。四季度关注印度和泰国生产情况。
- 国内 2019/20 榨季因疫情导致的国内消费减少量或大于产量减幅，供需缺口减少。新作糖料种植面积微增，目前作物生长正常，2020/21 榨季食糖产量预计持稳微增。5 月份以来，贸易保护关税到期，关税降为 50%，进口成本大降，5 月进口食糖开始增加，后期国内食糖面临到港压力，近期加工糖产出增多，挤占部分国产糖销售。盘面内外价差高企，高价差压制国内糖价。6 月食糖销售环比好转，销售情况还需继续关注，下游含糖食品产量从 4 月份开始快速恢复性增长，后期食糖价格有中秋国庆消费旺季支撑。下半年多空博弈，暂不具备牛市基础，郑糖或宽幅区间震荡，可以关注阶段性行情。短期，利空的边际效用递减，利好不足，低位区间调整。中长期，因远期价格处于国内制糖成本以下，回落企稳后可轻仓做多布局。下半年整体宽幅震荡，三季度关注食糖销售情况和进口量，四季度新作生产情况。
- 基差上，目前基差（柳州-郑糖 9 月）在 400 左右，基差相对高位，糖厂暂无抛售食糖的资金压力，现货价格相对坚挺，下游食糖需求企业，可根据自身生产经营情况进行买入套期保值或建立

期貨原料虚拟库存。

- 价差上，9-1 价差看，因基差高位，9 月有消费旺季支撑，9-1 价差偏强运行。1-5 价差看，目前几乎平水，5 月传统上供应压力大于 1 月，1-5 价差走强的概率高。仍需关注产业变化。

目 录

1	2020 年上半年行情回顾	4
1.1	疫情进展.....	4
1.2	国内期货和现货价格回顾.....	4
1.3	原糖期货回顾.....	5
2	2020/21 榨季全球糖市产量恢复增加	8
3	巴西基本面.....	9
3.1	巴西 2020/21 榨季预计食糖大幅增产	9
3.2	巴西乙醇产需受制于糖醇比价和石油价格.....	10
3.3	新榨季巴西可供出口量将增加.....	12
4	印度新作种植面积增，产糖量预计恢复性增加.....	13
4.1	2019/20 榨季：印度消费因疫情受损，放松管制后逐步恢复	13
4.2	2020/21 榨季：种植面积增加，天气配合，糖产量将恢复性增产	14
4.3	新榨季预期仍需要出口食糖.....	15
5	泰国新榨季产量恢复不乐观.....	16
6	原糖或已反应产量增长预期.....	17
7	国内基本面.....	17
7.1	2019/20 榨季供需缺口调减.....	17
7.2	新作种植面积微增，产糖量预期小幅增加.....	18
7.3	糖业种植政策导向	20
7.4	下半年仍面临到港压力.....	21
7.5	白糖销售.....	22
7.5.1	本榨季食糖销售和去库存进度偏慢	22
7.5.2	下游含糖食品软饮料和乳制品恢复性增长快	23
8	综合分析.....	24

1 2020 年上半年行情回顾

1.1 疫情进展

2020 年，突如其来的新冠肺炎疫情在全球扩散蔓延，引发全球公共卫生危机。全球商品跟随疫情的爆发、发展、控制、复工复产，而波动。

（1）国内疫情发展：2020 年 1 月-4 月

2020 年 2019 年 12 月以来，湖北省武汉市发现多起病毒性肺炎病例，1 月 7 日，实验室检出一种新型冠状病毒。1 月 12 日这种新型病毒被世界卫生组织暂命名为“2019-nCoV”。随后，国内从武汉开始蔓延新冠疫情，全国各省进入紧急防控状态。3 月初国内疫情发展达到高峰，3 月底基本得到控制。

（2）海外疫情发展：2020 年 2 月 24-至今：

2 月 24 日，以欧洲、日本、韩国为主的国家新冠肺炎疫情开始爆发，同时引发全球股市暴跌。

3 月 11 日，世界卫生组织总干事宣布，新型冠状病毒已构成全球大流行。

3 月底，欧洲新冠疫情迎来拐点；美国开启无限量量化宽松（QE）模式，国内大宗商品贵金属和有色金属触底反弹。

5 月底，欧洲各国逐步放松管制，复工复产预期，化工能源类商品触底反弹。

目前，海外疫情仍未有控制之势，截至北京时间 2020 年 6 月 28 日，全球新冠肺炎累计确诊达 1015 万例，累计死亡超 50.9 万例。6 月 28 日全天，全球新增新冠肺炎确诊病例 15.894 例。全球日新增病例呈上升趋势，美国、巴西、印度日新增病例继续呈上升趋势，特别是印度疫情形势严峻。

1.2 国内期货和现货价格回顾

2020 年上半年，疫情和基本面叠加，白糖价格震荡下跌，在 4800 附近企稳。回顾 2020 年年报，因为 2020 年 5 月份进口保障关税的到期，预期糖价会下跌，突如其来的疫情加速了价格的下跌。

1 月：原糖涨势强劲，国内春节备货、资金看涨情绪推涨郑糖涨至 5900 一线，随后国内交易所节前提保，多头获利平仓，郑糖价格回落至 5600 附近。

2 月：受春节期间新冠肺炎疫情影响，经济消费令市场担忧，导致节后开盘大跌，随后市场

由担心消费转向担心生产,加之对未来国内疫情控制和消费恢复的预期,糖价反弹至 5800 附近。

3 月-4 月底:全球食糖消费受损、原油价格大跌,导致原糖一路下跌,国内疫情后报复性消费落空,5 月底进口保障性关税政策到期,进口关税大幅降低导致进口成本大降。国内糖价震荡下跌至 4800 附近。

5 月-6 月底:原糖企稳反弹,国内食糖进口政策落地,利空逐步兑现,糖价底部调整。

截至 6 月 24 日,郑糖指数为 5040 元/吨,上半年下跌 546 元/吨,跌幅 9.7%。

现货价格走势与期货趋势相同,较期货相对抗跌。截止 6 月 24 日,柳州白砂糖价格为 5435 元/吨,较去年底跌 300 元/吨;云南昆明报价 5290 元/吨,较去年底跌 445 元/吨;乌鲁木齐报价 5760 元/吨,较去年底涨 105 元/吨;主销区郑州白砂糖报价 5760 元/吨,较去年底跌 290 元/吨;成都报价 5490 元/吨,较去年底跌 470 元/吨;日照报价 5540 元/吨,较去年底跌 340 元/吨。

基差走强,截至 6 月 24 日,基差(柳州-9 月)为 346,较去年底涨 192。

期货仓单增加,截至 6 月 24 日,郑商所白砂糖仓单数量(含有效预报)为 11710 张,较去年底增 580 张。

1.3 原糖期货回顾

国际市场方面,2020 年上半年,原糖震荡下跌,至 9.5 美分,随后触底小幅反弹。

1 月-2 月 21 日:原油大涨,巴西在 2019 年快速收榨,市场对印度和泰国作物减产担忧,原糖在全球食糖供需缺口逐步上调的预期下,价格一路走高至 15 美分。

2 月底-4 月底:疫情导致全球石油和食糖消费量下调,原油下跌导致的巴西 2020/21 榨季预期增产。原糖一路下跌至 9.5 美分。

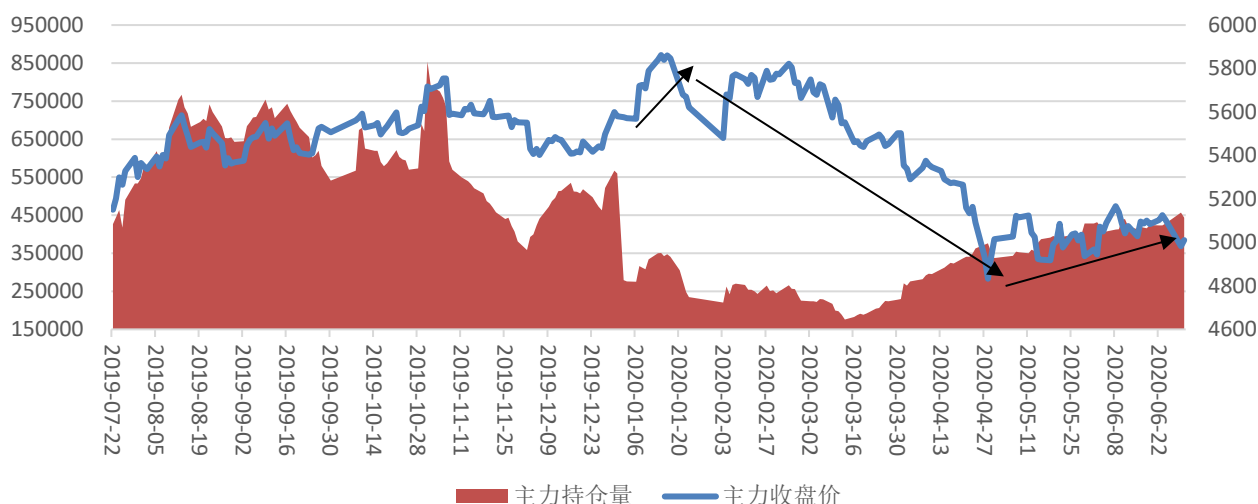
5 月-6 月底:原油触底反弹,全球逐步复工复产,原糖消费将逐步恢复,原糖跟随原油反弹,涨至 12 美分,后承压。

截止 6 月 24 日,ICE 原糖指数价格为 11.82 美分/磅,较去年底下跌 12.8%。折算 50%关税进口价估算为 4050 元/吨,与郑糖主力(9 月)价差为 940 元/吨,处于历史较高位置。

美国商品期货交易委员会(CFTC)报告显示,截止 6 月 23 日当周,ICE 原糖期货非商业净多持仓较前周增 20430 手至 132594 手。非商业多头持仓为 219511 手,较上周增 13502 手;空头持仓为 86917 手,较上周减 6928 手。非商业空头连续七周减仓,净多连续八周增加。

截止 6 月 23 日当周，ICE 原糖期货商业多头持仓 580595 手，环比周减 3644 手；商业空头持仓为 730189 手，环比周增 10788 手。

图 1 白糖期货价格



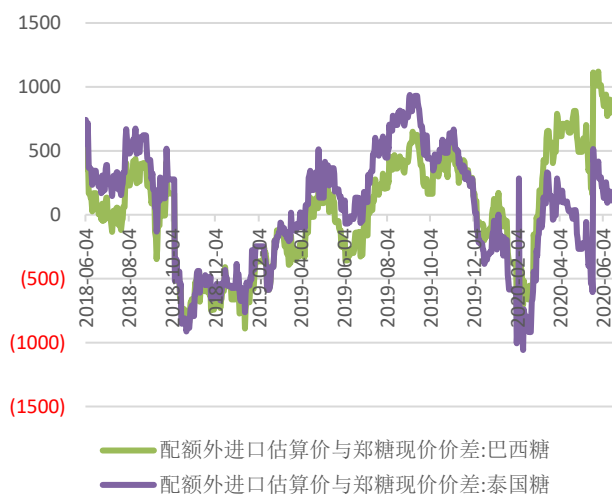
资料来源：Wind 中原期货

图 2 原糖价格



资料来源：Wind 中原期货

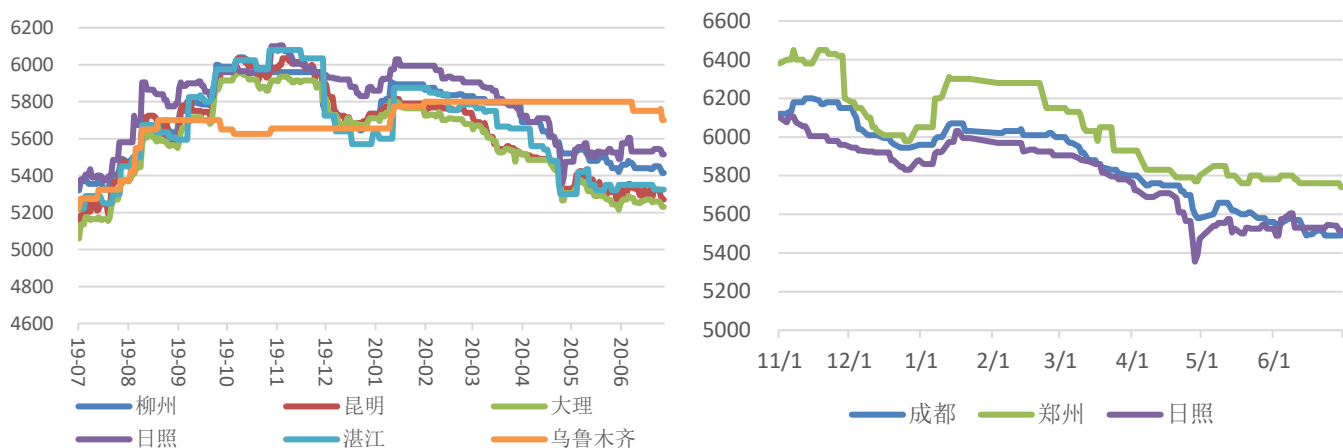
图 3 配额外白糖进口利润



资料来源：Wind 中原期货

图 5 白糖主销区现货价格（元/吨）

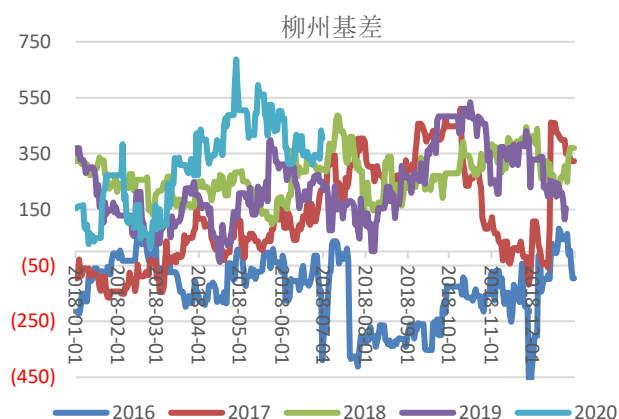
图4 白糖主产区现货价格（元/吨）



资料来源：Wind 中原期货

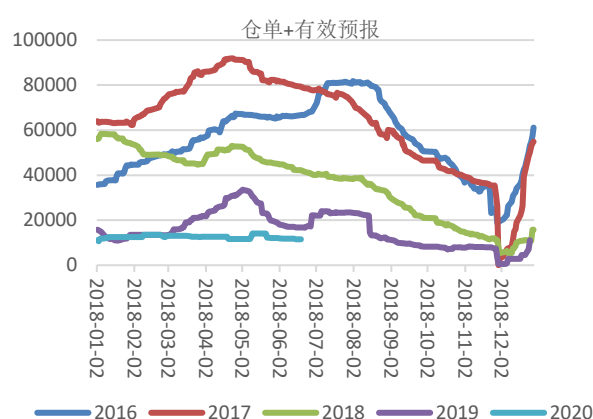
资料来源：Wind 中原期货

图6 白糖基差



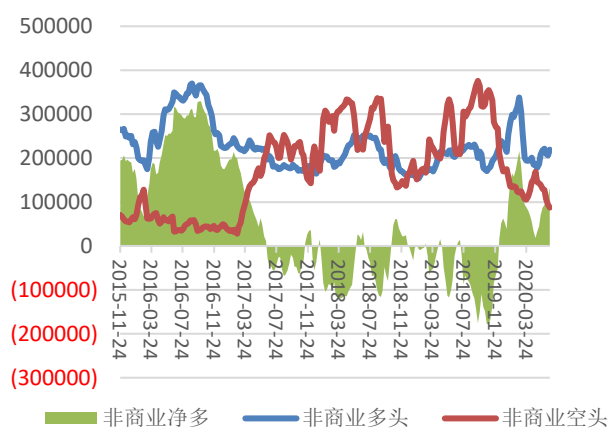
资料来源：Wind 中原期货

图7 白糖期货仓单



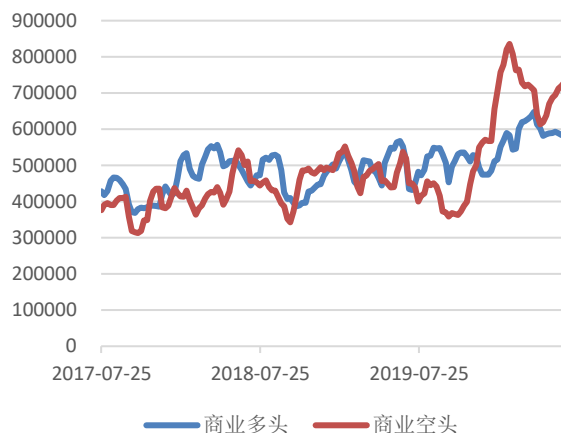
资料来源：Wind 中原期货

图8 CFTC 11号原糖非商业持仓



资料来源：Wind 中原期货

图9 CFTC 11号原糖商业持仓



资料来源：Wind 中原期货

2 2020/21 榨季全球糖市产量恢复增加

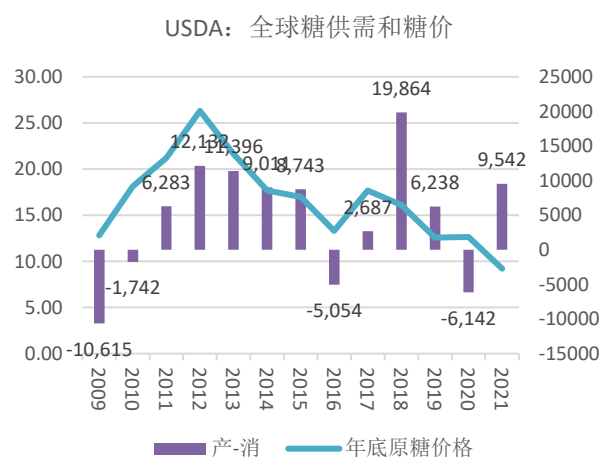
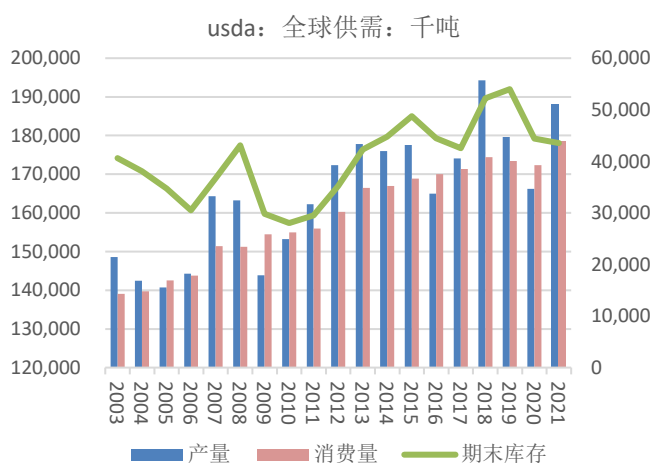
全球主要产糖国是巴西、印度、泰国、中国、欧盟、美国；主要出口国是巴西、泰国、澳大利亚。2020/21 年度，因为原油下跌，巴西预计提高制糖比，产糖量大幅增加；印度因为今年季风雨气候正常，降雨充沛，产糖量恢复性增加，所以，全球糖产量预计增加。

表 1：国际机构对新年度食糖产量预估

FCStone	2020.6.5
2019/20	供给缺口 310 万吨 (-550)；消费量 1.84 亿吨 (-240 万吨)；
2020/21	供给过剩 50 万吨；产量 1.85 亿吨 (+2.5%)。
ISO	2020.6.4 未考虑疫情
2019/20	供给缺口 930 万吨 (-14)；产量 1.67 亿吨 (-4.4%)；消费 1.76 亿吨 (+1.3%)；期末库存 8426 万吨 (-9.6%)。
2020/21	短缺 690 万吨
USDA	2020.5.25
2020/21	产量 1.88 亿吨 (+13%)；消费 1.778 亿吨 (+3.6%)；期末库存 4350 万吨 (-2%)

图 10 全球供需（千吨）

图 11 全球食糖缺口（千吨）



资料来源：usda 中原期货

资料来源：usda 中原期货

3 巴西基本面

3.1 巴西 2020/21 榨季预计食糖大幅增产

上半年，由于石油价格大幅下跌，拖累巴西乙醇价格，同时乙醇消费受到影响，生产食糖较乙醇收益高，国际机构预计 20/21 榨季巴西制糖比大幅提高。国际机构预计巴西 2020/21 榨季糖产量在 2950-4100 万吨之间，较上年度大幅增产。

巴西国家商品供应总局（Conab）5 月 5 日预估，巴西 2020/21 榨季（4 月-次年 3 月）糖产量预计达到 3530 万吨，较上一年度增加 18.5%，因糖厂将更多甘蔗分配于产糖，并减少乙醇的产量。该国甘蔗作物总产量料为 6.307 亿吨，较上一年度减少 1.9%。乙醇产量料为 320 亿公升，较上年下滑 10.3%。

巴西圣保罗糖和乙醇咨询机构 JOB ECONOMIA 4 月 28 日的研究结果表明，巴西 2020/21 榨季糖产量预计为 4100 万吨，出口量预计从上年的 1944 万吨增加至 2980 万吨，甘蔗制糖比预计为 48.4%。

巴西咨询公司 Canaplan 4 月 28 日预计巴西中南部 2020/21 榨季糖产量为 3394 万吨。

美国农业部 4 月 22 日公布的巴西食糖半年报显示，巴西 2020/21 榨季甘蔗种植面积预计为 990 万公顷，同比持平；甘蔗产量预计达到 6.5 亿吨，同比提高 2.4%；因 2020 年 1 月-3 月降雨良好，甘蔗糖分预计为 136.7 公斤/吨，同比下降 1.3%；糖产量预计 2948 万吨，同比增 34.5%；甘蔗制糖比预计达 46%，同比提高 11 个百分点。乙醇产量预计 280 亿升，同比下降 19.8%。食糖出口量预计 2885 万吨，同比增 54.9%；消费量预计 1065 万吨，同比持平；期末库存预计 17.5 万吨，同比减少 41.7%。

咨询及经纪公司福四通（INTL FCStone）3 月 18 日预测新榨季中南部糖产量为 3310 万吨，同比增 650 万吨，糖厂料将 42.1% 的甘蔗用来榨糖，高于 2019/20 榨季所创下的 34.1% 的历史低位。

巴西咨询机构 Datagro 预计南巴西 20/21 榨蔗量预计达 5.96 亿吨，同比增长 1700 万吨；糖产量预计达 3250 万吨，同比增长 600 万吨；甘蔗制糖比预计达 41.5%，同比提高 7.1 个百分点；食糖出口量预计达 2362 万吨，同比增长约 500 万吨。

巴西 20/21 榨季 4 月开始，通常在 7 月-10 月处于高峰期，12 月收榨。巴西甘蔗行业协会报告，截至 6 月 16 日，中南部累计压榨甘蔗 1.86 亿吨，同比增 8.77%；累计产糖 1056.9 万吨，同

比增 57.09%；甘蔗制糖比 46.17%，去年同期为 33.94%；累计产乙醇 80.4 亿公升，同比降 3.69%。

6 月上半月产糖 254.9 万吨，同比增 36.28%；甘蔗压榨量 4174 万吨，同比减 1.91%；甘蔗制糖比 47.11%，高于去年同期的 35.69%。乙醇产量 18.34 亿公升，同比减 13.77%。

图 12 巴西中南部食糖产量（吨）

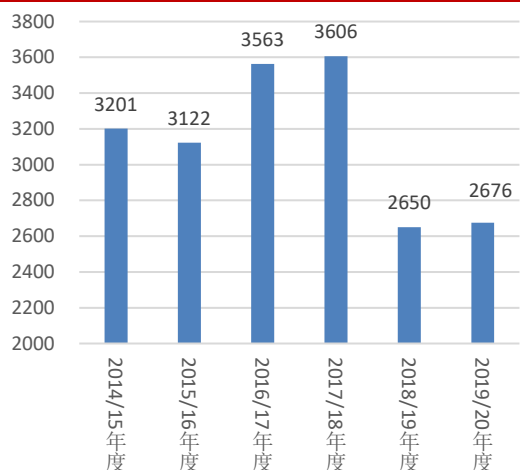
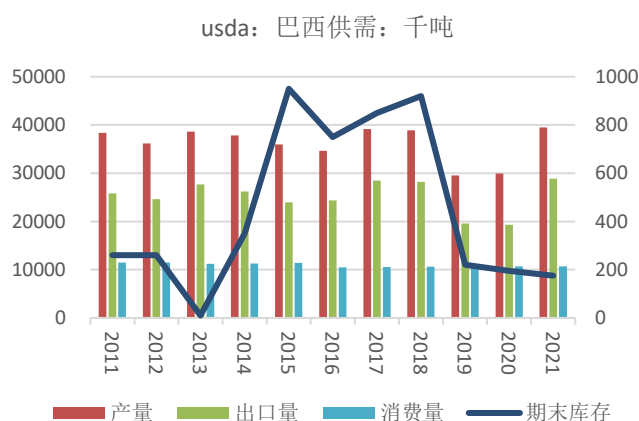


图 13 巴西食糖供需（千吨）



资料来源：Unica 中原期货

资料来源：usda 中原期货

图 14 巴西中南部累计产糖量（万吨）

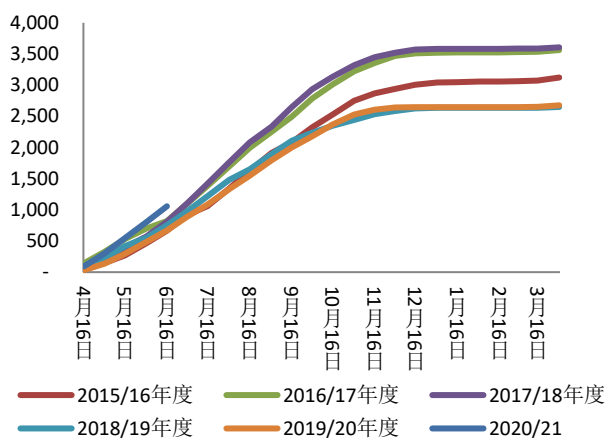
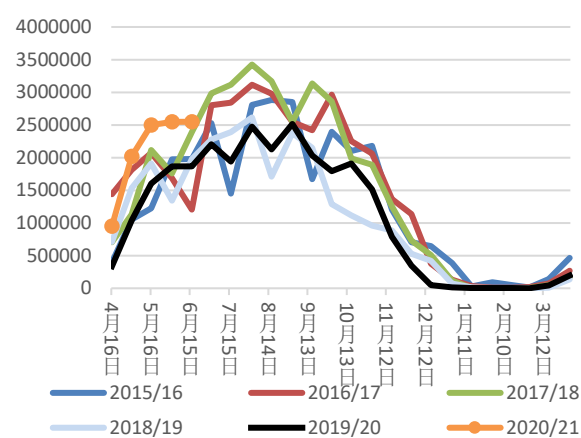


图 15 巴西中南部双周产糖量（吨）



资料来源：巴西蔗产联盟 中原期货

资料来源：巴西蔗产联盟 中原期货

3.2 巴西乙醇产需受制于糖醇比价和石油价格

巴西燃料乙醇的发展主要源于巴西庞大的甘蔗产业，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。

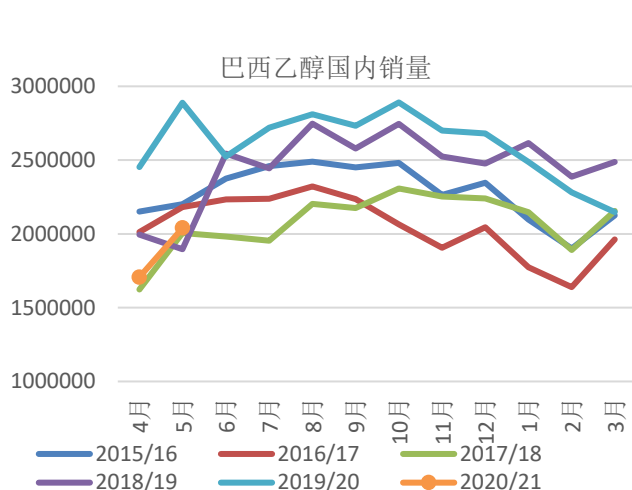
糖醇比价看，近五年历史价格显示，乙醇/原糖价格的波动区间在[7,13]，在 13 附近，糖厂生产乙醇的比例处于高位，糖厂倾向于生产乙醇，产糖量低。如 2019 年 5-10 月份，乙醇/原糖比价在 12 以上，2019/20 年度的甘蔗制醇比达到了 64.64 的历史高位，制糖比例仅 34.32。2020 年 4 月份左右，乙醇/原糖价格跌至 8 附近，生产食糖的收益优势明显，产醇收益相对低。20/21 榨季截至 6 月 16 日，中南部累计产乙醇 80.4 亿公升，同比降 3.69%。6 月上半月乙醇产量 18.34 亿公升，同比减 13.77%。目前，比价在 10 附近，基本处于中间区域，乙醇的价格优势不明显，糖厂可能延续倾向于多生产食糖。

巴西燃料乙醇分为无水乙醇和含水乙醇两种，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。2020 年上半年，由于原油价格大幅下跌，汽油挤占了乙醇消费。20/21 榨季截至 6 月 16 日，巴西国内乙醇消费量 48 亿公升，同比减少 27%。

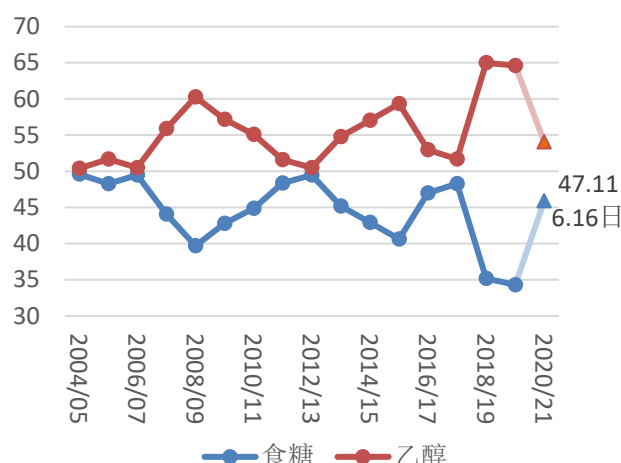
乙醇/汽油价格比看，两者价格临界点大约为 0.7，当比价在 0.7 附近时，考虑燃料乙醇的热值为汽油的 2/3，且保存期较短，又容易造成发动机拥堵等缺点，消费者会倾向于使用汽油作为车用燃料；当比价低于 0.65 时（2/3 时），消费者更加倾向于使用乙醇来替代汽油作为车用燃料。如果醇油比价持续低于 0.65 一段时间，那么市场上乙醇消费增加的趋势会更加明显。通常出厂价格调整后传导至消费市场需要经过两周时间。如：2018 年 5 月份之后，醇油比价呈下行趋势，运行在 0.7 之下，2018 年 8 月醇油比最低为 0.58，这使得乙醇相较于汽油的需求提高，糖厂上调 18/19 榨季巴西制醇比。2020 年 6 月以来，监测圣保罗州(水合乙醇消费量最高的城市) 水合乙醇/汽油价格，由月初的 0.63 涨至 0.65，消费领域中乙醇对汽油的价格优势不延续。

图 16 巴西乙醇国内销售 (m³)

图 17 巴西糖醇比例



资料来源：Unica 中原期货



资料来源：Unica 中原期货

所以，4 月开始的巴西新榨季，制糖比逼近 50%，接近前几年制糖比高位区域，6 月上半月，巴西中南部产糖没有呈现上升趋势，同前两周产糖量相当。6 月份，原油涨势趋缓，在 40 美分承压，从 6 月份的乙醇/原糖价格比和乙醇/汽油价格比看，乙醇的生产优势并不明显，未来一两个月巴西或继续延续之前的高制糖比例生产。雷亚尔贬值，间接提振生产糖的积极性。6-10 月是巴西甘蔗压榨生产高峰期，产糖情况仍需密切关注。

3.3 新榨季巴西可供出口量将增加

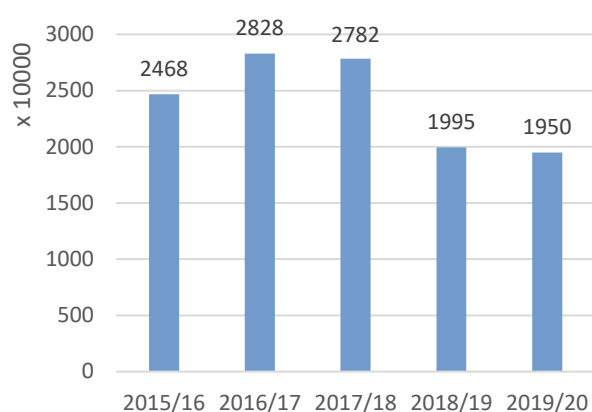
巴西白糖出口量占产量的 70% 左右，主要以出口原糖为主。2018/19 年开始，由于产量下滑、国际糖价低迷、印度泰国出口增加，巴西出口被挤压，出口量减少。2019/20 榨季累计出口 1950 万吨，同比减 2.27%。

按 2020/21 年度 3500 产量算，全年出口量约在 2450 万吨。20/21 年度 4-5 月累计出口 426.8 万吨，同比增加 143 万吨。

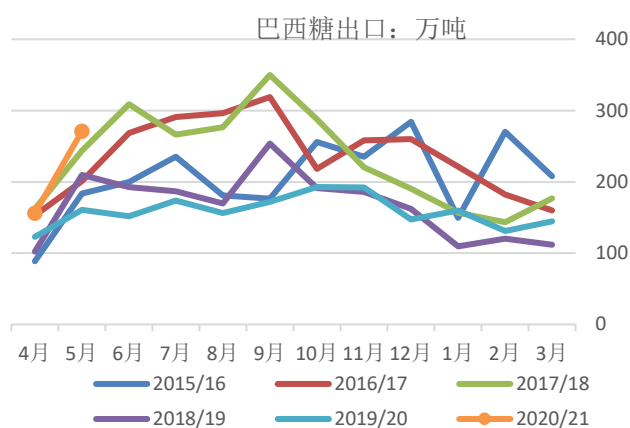
巴西雷亚尔汇率对出口有一定的影响，进而影响到原糖价格。虽然原糖价格在上半年一路下跌跌破 10 美分，但是巴西出口食糖获得的雷亚尔收入不减，使得本国出口积极性很大。雷亚尔汇率变动情况一般与原糖价格走势呈反向相关。2020 年上半年巴西雷亚尔一直呈现贬值趋势，美元兑雷亚尔汇率在 5 月中旬逼近 6 后开始下降，6 月雷亚尔重启贬值。

图 18 巴西糖年度出口量 (万吨)

图 19 巴西糖月度出口量 (万吨)

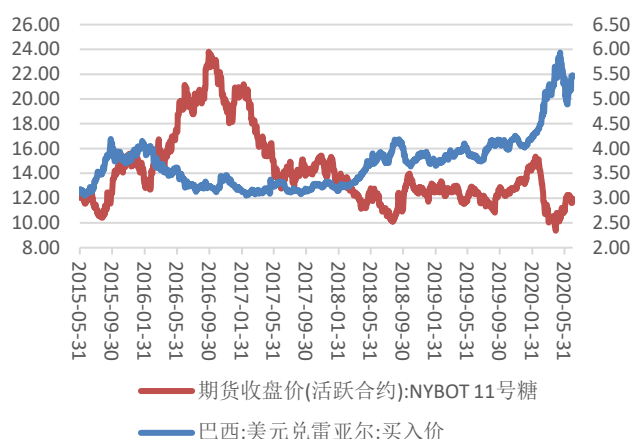


资料来源: Wind 中原期货



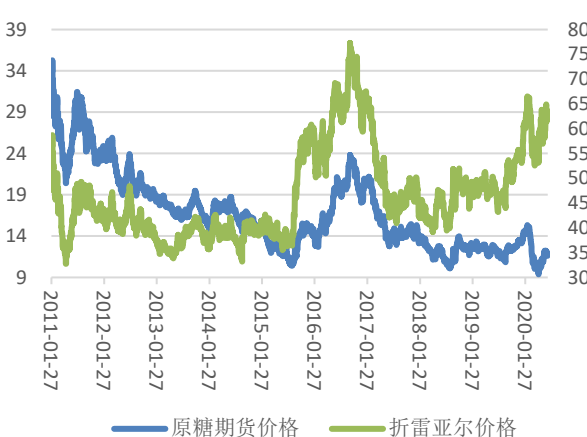
资料来源: Wind 中原期货

图 20 原糖与雷亚尔



资料来源: wind 中原期货

图 21 原糖折雷亚尔价格



资料来源: wind 中原期货

4 印度新作种植面积增，产糖量预计恢复性增加

4.1 2019/20 榨季：印度消费因疫情受损，放松管制后逐步恢复

印度糖业协会（ISMA）报告显示，2019/20 榨季截至 5 月底，印度累计产糖 2682 万吨，低于去年同期的 3280 万吨；预估全年产量 2700 万吨，高于早前预期的 2650 万吨。印度主要产糖区集中在三个邦，分别是北方邦、马哈拉施特拉邦以及卡纳塔克邦。北方邦，产量创纪录为 1254 万吨，高于去年同期的 1180 万吨；马邦累计产糖从去年同期的 1072 万吨锐减至 609 万吨，卡邦累计产糖 338 万吨。2019/20 榨季减产的主要原因是甘蔗生长期受到了干旱的影响。

印度国内食糖需求因新冠疫情受到了损失，该国政府自 3 月 25 日开始封城，直到 5 月份陆续开始解封，经济恢复，印度糖协表示，糖的需求在 5 月底恢复，目前可能已回到疫情之前的水平，冷饮和冰淇淋制造商的订单急剧增加，以满足库存和日常需求。

4.2 2020/21 榨季：种植面积增加，天气配合，糖产量将恢复性增产

印度甘蔗的种植有政府价格保护，所以种植收益较好，农民有很高的积极性。印度政府近年不断提高甘蔗的公平报酬价格。印度国内政府部门农业成本和价格委员会建议在 2020/21 年间将甘蔗的公平报酬价格(FRP)提高 10 卢比至 285 卢比。食品部长 6 月 18 日表示，政府正在考虑一项提案，将糖的最低售价从每公斤 31 卢比提高到每公斤 33 卢比，以帮助磨坊主清理给农民的约 2.2 亿卢比的甘蔗税。印度国内甘蔗种植面积由于有政府公平报酬价格的保护而保持稳定，同时食糖有最低出厂价限制。种植甘蔗的收益远高于种植其他作物，提振了农民种植甘蔗的积极性，并稳定了甘蔗的种植面积。所以，印度食糖产量主要看天气情况。

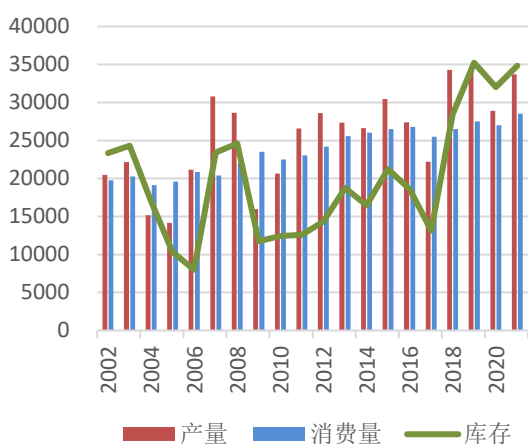
今年印度西南季风在 6 月 1 日登陆，目前正值印度甘蔗生长季，主产区看降水基本正常偏高。根据 NOAA 监控显示，6 月主产区北方邦和马邦降水充沛，高于往年正常水平；卡邦降水基本处于正常值。充沛的降雨利于印度 2020/21 年度糖产量的回升。

根据澳大利亚气象局 6 月 23 日气候监测报告，目前，厄尔尼诺-南方涛动(ENSO)和印度洋偶极子(IOD)都保持中性。然而，热带太平洋的冷却仍在继续，大多数模型预计这种冷却将在南半球早春接近拉尼娜的临界值。因此，目前全球处于拉尼娜观察阶段。三个模型表明拉尼娜可能将在南半球的冬末形成，另外两个模型表明阈值可能在早春接近。拉尼娜现象通常会给印度带来高于平均水平的降雨量。

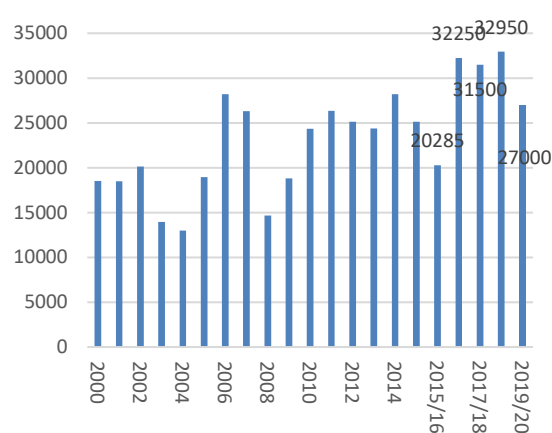
印度糖协根据 6 月下旬的卫星数据，6 月 26 日对全国各地的甘蔗种植、产糖等做了一个初步评估，考虑到土糖、乙醇生产的部分，糖协预估 2020/21 年度，期初库存预计 1150 万吨；甘蔗种植面积预计增 8%，北方邦的甘蔗种植略微减少，但马哈拉施特拉邦和卡纳塔克邦的种植面积大幅增加，其中马邦增 43%；糖产量预计增 13%至 3050 万吨；出口预计 600-700 万吨。第一次估产将在今年 9 月份公布。

图 22 印度白糖供需（千吨）

图 23 印度糖协：食糖产量：千吨



资料来源：usda 中原期货

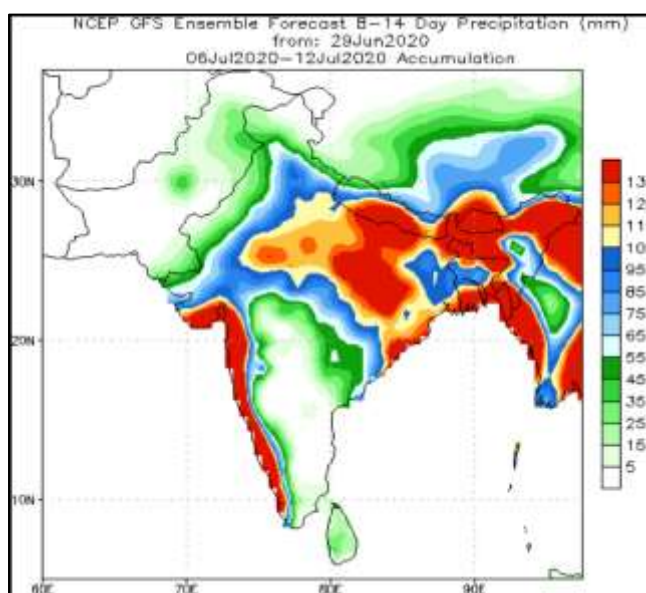


资料来源：ISMA 中原期货

图 24 印度甘蔗公平价格 (FRP) : 卢比/吨

图 25 印度降水情况

印度甘蔗公平价格 (FRP) : 卢比/吨	
2012/13	1700
2013/14	2100
2014/15	2200
2015/16	2300
2016/17	2300
2017/18	2550
2018/19	2750
2019/20	2750



资料来源：广西糖网 中原期货

资料来源：NOAA 中原期货

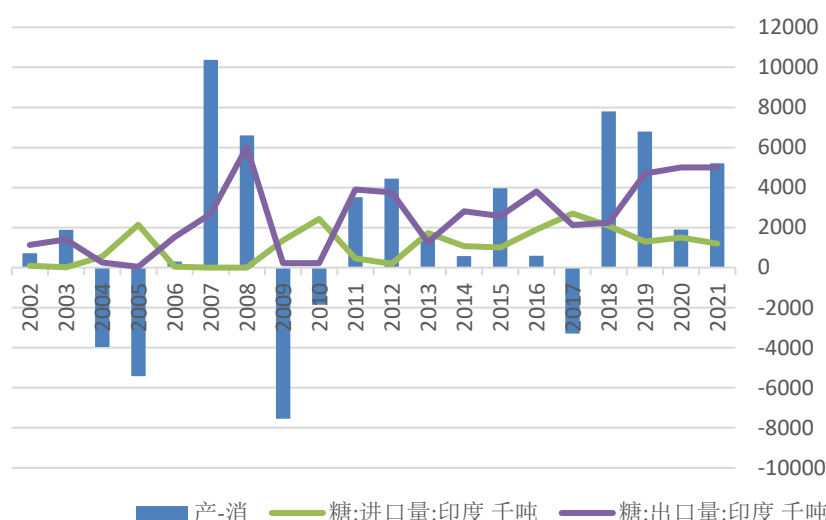
4.3 新榨季预期仍需要出口食糖

印度根据食糖的产需结构调整进口和出口，面对糖产量过剩，印度政府鼓励出口、生产乙醇、建立缓冲库存。2018/19 年度，印度计划出口 500 万吨，实际出口了 380 万吨；2019/20 年度计划出口食糖 600 万吨，目前已经签订 420 万吨合同，下年度开始前预计再出口 100 万吨。2020/21 年度由于恢复性增产，按消费量 2500 万吨算，国内产需过剩 500 万吨，仍需要出口以缓解国内供应压力。

为鼓励出口，印度政府给 600 万吨食糖出口提供平均 10448 卢比/吨的补贴，补贴直接发放给农民作为蔗款。印度国内糖的最低售价为每公斤 31 卢比，糖厂会比较国际市场价格与国内售

价，国内最低售价加上出口补贴，国际原糖价格必须要达到 12.2 美分/磅以上，印度糖厂才有出口收益。所以，印度未完成出口计划时，原糖在 12 美分之上会有压力。

图 26 印度白糖进口和出口（千吨）



资料来源：usda 中原期货

5 泰国新榨季产量恢复不乐观

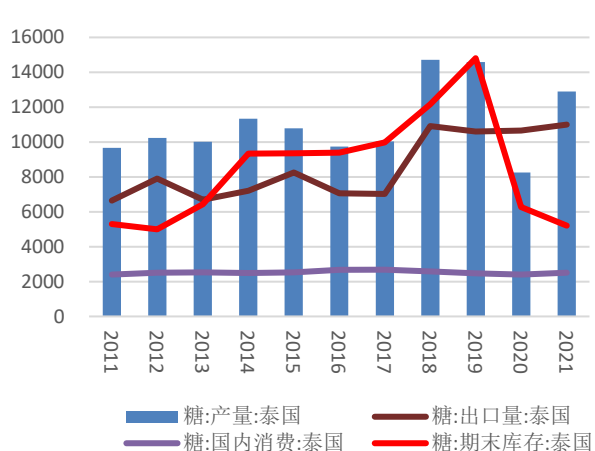
泰国是全球第二大市场出口国。2019/20 年度甘蔗前期遭遇干旱，泰国的甘蔗产量为 7490 万吨，总计产糖 827 万吨。

泰国国内的食糖年消费量约为 250 万吨，虽然供应减产，国内需求因政策因素也将下降。2019 年 10 月 1 日起泰国政府将开始第二轮提高对苏打水、即饮绿茶、咖啡、功能性饮料及果汁等含糖饮料征税。第一轮增税是从 2017 年 9 月-2019 年 9 月底，而第三轮含糖饮料增税时间定于 2021 年 10 月 1 日。

泰国产量中约 80% 用于出口，出口量自 2018 年快速增长，并保持在 1000 万吨左右。2018/19 榨季出口 1005.84 万吨，同比增 6.95%，为史上最高榨季出口水平。泰国增产带来的国际贸易流压力同样是压制国际糖价的主要力量。2019/20 榨季（10 月-4 月）累计出口 571.74 万吨，同比增 9%。

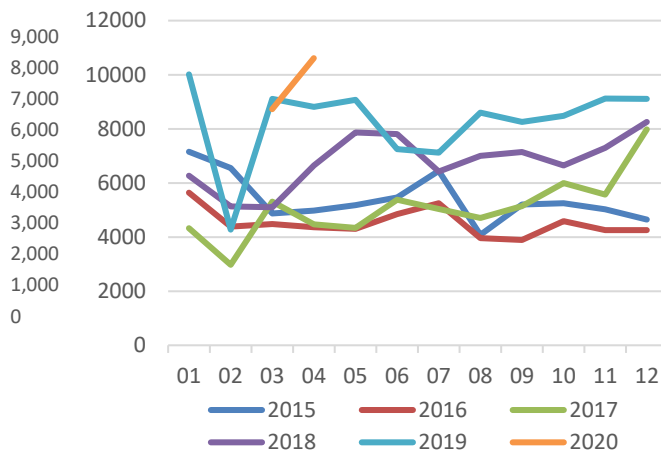
泰国东北部是主要的甘蔗产区，泰国只有 30% 的蔗地依靠水利措施，剩余的需要依靠雨水。东北部自今年 3 月以后降水基本位于正常附近，6 月份中旬出现一段时间的干旱。未来一个月东北部大概率降水偏少。5 月上旬，泰国的制糖厂发布预警，干旱仍可能会影响 2020/2021 年榨季泰国的食糖产量。

图 27 usda: 泰国供需 (千吨)



资料来源: usda 中原期货

图 28 泰国糖月出口金额 (千美元)



资料来源: wind 中原期货

6 原糖或已反应产量增长预期

2020/21 榨季全球食糖产量预期增加，供给进一步宽松。由于原油价格下跌，巴西糖产量预计大幅增加，印度季风降雨利于甘蔗生长。假设新年度巴西产量 3500 万吨，印度 3050 万吨，泰国维持 830 万吨，合计增产 1300 万吨，对比 2017/18 年度三大主产国产量(巴西 3600 万吨，印度 3100 万吨，泰国 1450 万吨)，目前原糖价格已经跌破 2018-2019 年间的价格低点，原糖或已反映产量增长的预期，底部确立。长期暂没有牛市基础，下半年向上还有空间，空间有限，下半年整体或宽幅震荡。

7 国内基本面

7.1 2019/20 榨季供需缺口调减

2019/20 年制糖期生产已经结束，截至 2020 年 5 月底，本制糖期全国共生产食糖 1040.72 万吨（上制糖期同期产糖 1076.04 万吨），比上制糖期同期少产糖 35.32 万吨，其中，产甘蔗糖 901.44 万吨（上制糖期同期产甘蔗糖 944.5 万吨）；产甜菜糖 139.28 万吨（上制糖期同期产甜菜糖 131.54 万吨）。广西产糖 600 万吨，同比减少 34 万吨；云南产 216 万吨，同比增 8 万吨；广东产糖 71 万吨，同比减少 10 万吨；海南产糖 12 万吨，同比减 6.7 万吨；内蒙古产糖 72.5 万吨，同比增 7.5 万吨；新疆产糖 58.28 万吨，同比增 2.55 万吨；黑龙江产糖 3.4 万吨，同比减少 2 万吨。

根据中国农业农村部 6 月供需报告显示，2019/20 年度全国食糖产量预计为 1041 万吨，较上榨季减产 35 万吨。

消费上，最然近 12 年 GDP 增速下滑，但国内食糖消费量维持在高位变动不大，在 1500 万吨上下波动，消费刚性凸显。鉴于国内一季度的新冠疫情，预计会有 70-100 万吨消费量的减少，需求减幅 \geq 产量减幅，国内供需缺口较疫情前预估减少。

7.2 新作种植面积微增，产糖量预期小幅增加

2020/21 年度，中国糖料种植面积 1453 千公顷，比 2019/20 年度增加 30 千公顷，增幅 2.1%，主要是内蒙古自治区甜菜面积增加。

2020/21 年度食糖产量预计 1050 万吨，比上年度增加 10 万吨；食糖消费量 1520 万吨，比上年度增加 40 万吨，增幅 2.7%。预计 2020/21 年度食糖进口量 350 万吨，比上年度增加 46 万吨。

图 29 国内白糖产量（万吨）

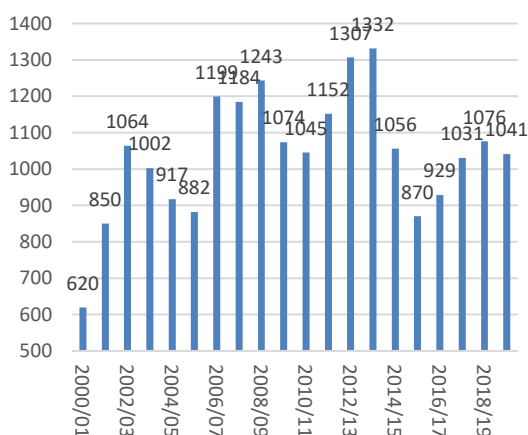
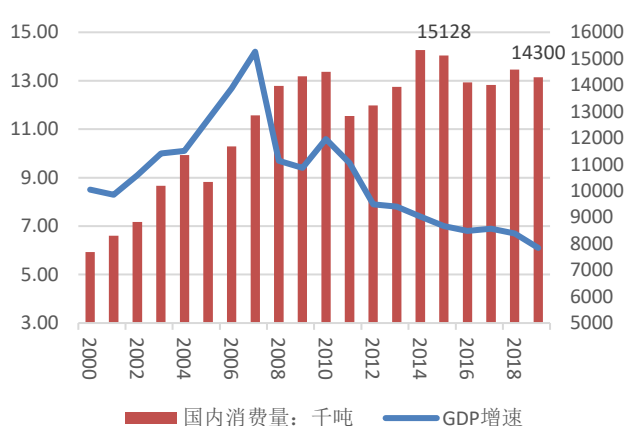
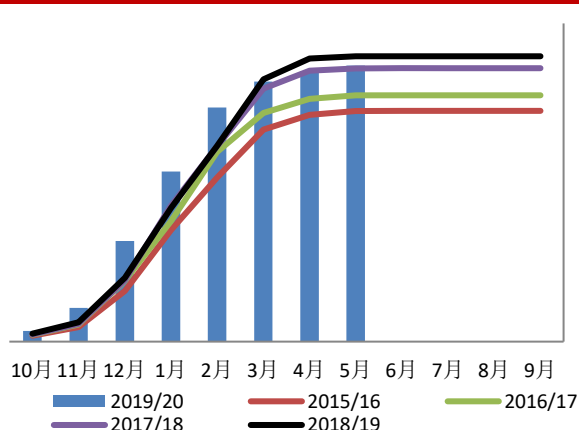


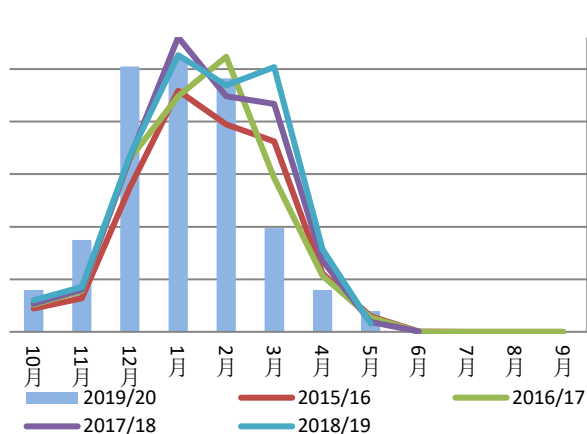
图 30 国内白糖消费量与 GDP 增速



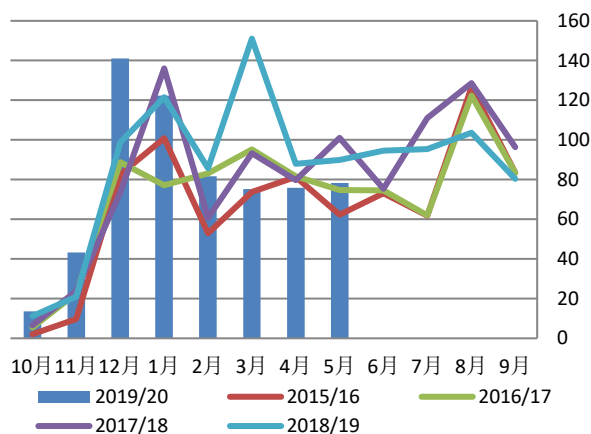
资料来源：中糖协 中原期货

图 31 国内白糖累计产量（万吨）





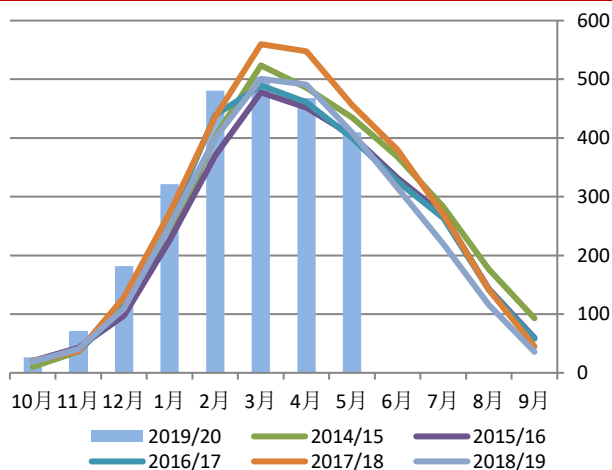
资料来源：中糖协 中原期货



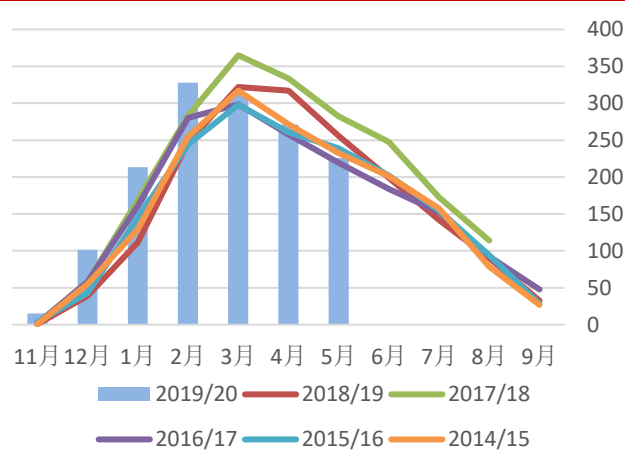
资料来源：中糖协 中原期货

图 35 全国白糖工业库存 (万吨)

图 36 广西工业库存 (万吨)



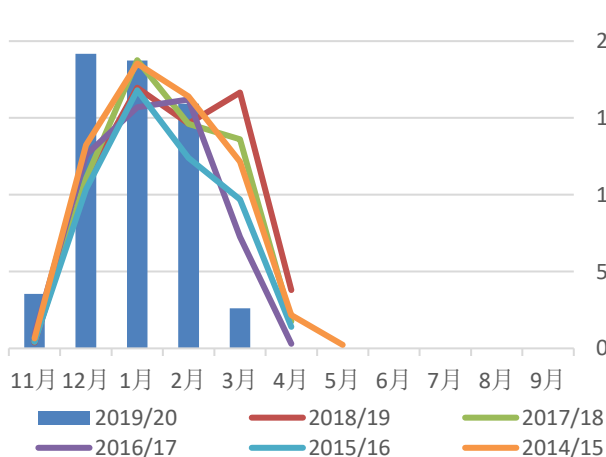
资料来源：中糖协 中原期货



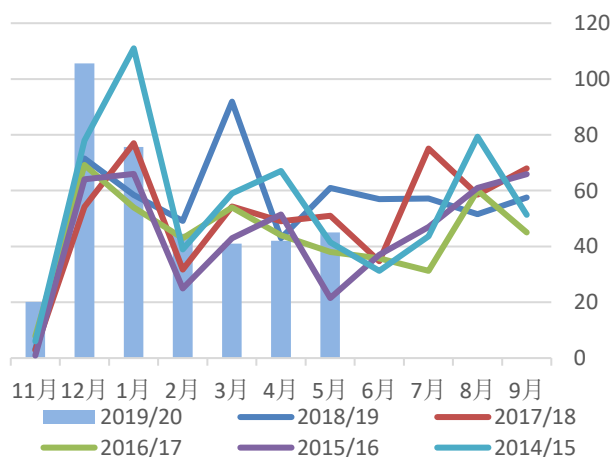
资料来源：中糖协 中原期货

图 37 广西月产糖 (万吨)

图 38 广西月销量 (万吨)



资料来源：中糖协 中原期货



资料来源：中糖协 中原期货

7.3 糖业种植政策导向

（1）广西计划 2022 年达到产糖能力 700 万吨左右

2019 年 2 月广西发布了《关于深化体制机制改革加快糖业高质量发展的意见》，规定“到 2022 年，基本建成 1150 万亩糖料蔗生产保护区。糖料蔗平均亩产达 5 吨以上、蔗糖分达 14% 以上，其中 500 万亩高产高糖糖料蔗基地(以下称“双高”基地)平均亩产 6 吨以上。糖料蔗生产能力 6000 万吨以上，产糖能力 700 万吨左右。

2019 年是广西实行甘蔗订单农业第一年，政府退出糖料蔗收购价指导管理，实行市场调节。糖厂和蔗农签订 490 元/吨，为期三年的订单合同，意味着未来三年的收购价都是维持在历史比较高位，蔗农收入得到保障，使得蔗农种植意愿更强。那么，生长期的天气对糖产量影响更大。

（2）云南计划 2023 年食糖产量达 300 万吨

2019 年 8 月 14 日，云南省相关部门发布《云南省关于推进蔗糖产业高质量发展的实施意见的通知》。《意见》指出，通过 5 年努力，到 2020 年，全省建成“双高”糖料蔗核心基地 200 万亩，到 2023 年力争建设 350 万亩，带动全省 500 万亩蔗区，平均单产达 5 吨以上，蔗糖分达 16% 以上，甘蔗产量达 2500 万吨以上，食糖产量达 300 万吨，蔗糖产业综合产值突破 300 亿元。

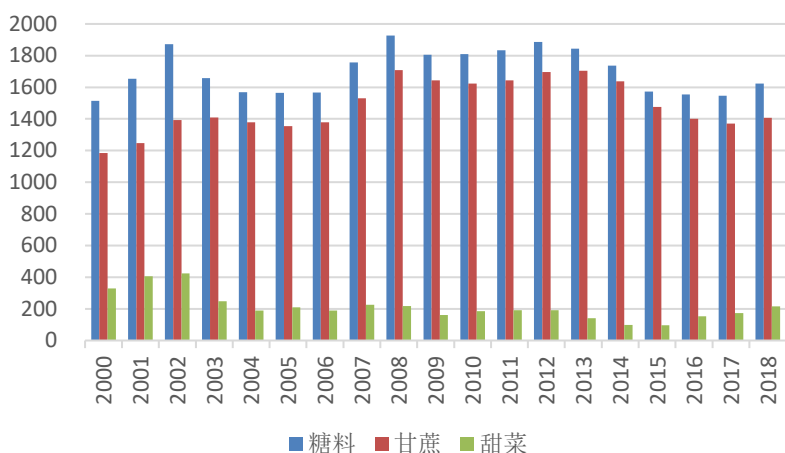
（3）甜菜糖已达到增产目标

新疆甜菜糖产量基本保持稳定略升，新疆地区日照时间长、昼夜温差大、病虫害少，甜菜出糖率 11.8%-12.3%，是国内最适宜种植甜菜的地区，但是由于深居内陆，对外运输成本较高，因此产量扩张较为缓慢。

内蒙古自治区气候冷凉，昼夜温差大，光照资源丰富，病虫害较轻，发展甜菜生产优势明显。内蒙古糖产量近五年出现快速增长，内蒙古东北部地区相比较而言更加具有运距优势，因而甜菜种植面积近五年迅速扩大。2017 年内蒙古发布了《小麦、杂粮杂豆、水稻、油料、蔬菜、甜菜产业发展指导意见的通知》：“到 2020 年，全区甜菜种植面积达到 120 万亩以上，亩产达到 3600 公斤，总产达到 430 万吨以上，产糖 50 万吨以上。”2017/18 榨季内蒙古甜菜种植面积 124 万亩，提前达到目标，产糖 48 万吨。2018/19 榨季内蒙甜菜糖产量猛增 35.4% 至 65 万吨，甜菜种植面积和产量都超过了新疆。

所以，按照糖业发展规划，往后榨季甘蔗糖仍有增产要求，甜菜糖基本完成目标。在甘蔗收购价稳定的前提下，甘蔗种植稳定，产量将受天气影响大。

图 39 国内白糖产量（万吨）



资料来源：国家统计局 中原期货

7.4 下半年仍面临到港压力

我国食糖的进口来源国主要为巴西、泰国、古巴、韩国、澳大利亚等。现行每年 194.5 万吨食糖进口配额，包含向古巴政策性进口 40 万吨原糖，古巴糖大都进入国家储备。其余是配额外食糖实行自动进口许可。进口食糖主要以原糖为主，其次是白砂糖。

2020 年 5 月 22 日开始，配额外关税保障措施到期，配额外进口关税降为 50%，进口成本大幅降低，85%的关税降至 50%的关税，进口成本大约会降 1000 元/吨，国内糖价与国际糖价联动性加大。

6 月 30 日，商务部发布《大宗农产品进口报告和信息发布管理办法》，将关税配额外食糖纳入《目录》，自 2020 年 7 月 1 日起实行进口报告管理。报告的信息有预计进口数量、预计货物到港时间、实际装船数量、装运港、原产地国（地区）、主要口岸进口情况等，信息会在商务部的“大宗农产品进口信息发布”专栏中，每半月发布一次。此项规定使得进口信息更透明，政府由管理型向管理服务型过渡。

海关统计，5 月份我国进口糖 30 万吨，同比 4 月份增加 18 万吨，同比上年 5 月份减少 8 万吨。2019/20 制糖期（10 月-5 月），全国累计进口食糖 149 万吨，较上年度同期减少 28 万吨。2020 年 1-5 月我国累计进口糖 83 万吨，同比减少 9 万吨。

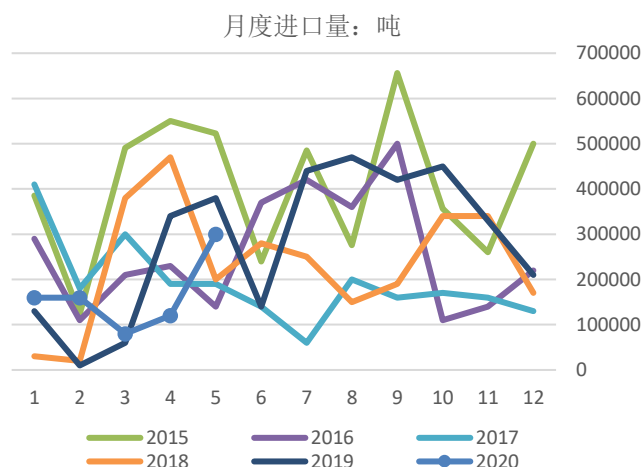
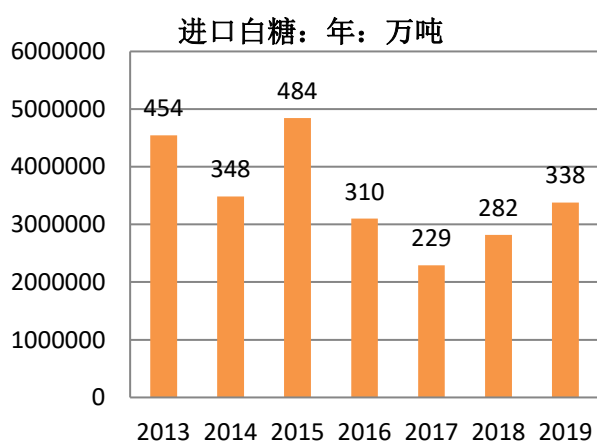
除此，去年以来进口糖浆大幅增加，间接增加了糖源供应。5 月份进口糖浆 10.9 万吨，同比增 9.67 万吨，环比减少 1.7 万吨。1-5 月累计进口糖浆 40.38 万吨，同比增 37.73 万吨。19/20 榨季截至 5 月底，累计进口糖浆 49.87 万吨，同比增 46.21 万吨，按照糖浆 0.75 的含糖度测算，相当于食糖 37 万吨。

关税降低使进口成本大幅下降，进口压力后移，下半年仍面临较大的进口食糖到港压力。

2020/7/1: 原糖价格(美分/磅)	11.74	
郑糖主力 2009 (元/吨)	4825	
配额内进口价格	原糖折算	3234
	巴西	3242
	泰国	3733
50%关税进口价格	原糖	4112
	巴西	4122
	泰国	4762
进口利润	SR9 月-原糖 (50%)	900
	SR9 月-巴西 (50%)	890
	SR9 月-泰国 (50%)	250

图 40 国内白糖进口量

图 41 国内白糖月度进口量 (吨)



资料来源：海关 中原期货

资料来源：海关 中原期货

7.5 白糖销售

7.5.1 本榨季食糖销售和去库存进度偏慢

疫情影响了社会居民的消费，1-5 月，社会消费品零售总额 138730 亿元，同比下降 13.5%，降幅比 1-4 月收窄 2.7 个百分点。社会消费在疫情后快速恢复，5 月出现了较大幅度的增长，但仍较去年有些差距。

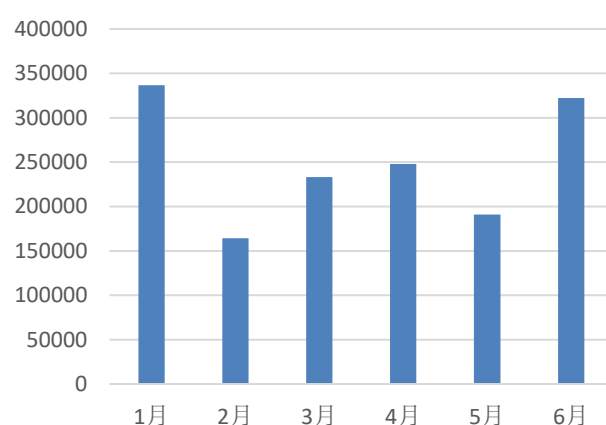
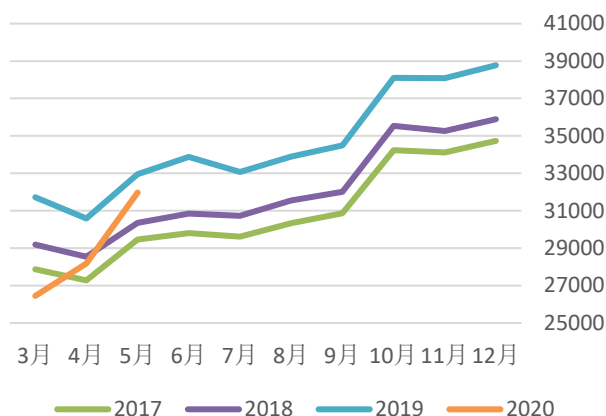
食糖销售情况看，截至 2020 年 5 月底，本制糖期全国累计销售食糖 631.09 万吨（上制糖期同期 666.77 万吨），累计销糖率 60.64%（上制糖期同期 61.97%），其中，销售甘蔗糖 535.22 万吨（上制糖期同期 565.35 万吨），销糖率 59.37%（上制糖期同期 59.86%），销售甜菜糖 95.87 万吨（上制糖期同期 101.42 万吨），销糖率 68.83%（上制糖期同期 77.1%）。工业库存 409.63 万吨，同比增 0.36 万吨。节后食糖销售比较平淡，基本稳定在月均 75 万吨左右，疫情后报复性消

费落空，销售进度偏慢。

三季度销售情况，仍是市场关注的重点，根据天下粮仓对广西和云南 7 家糖业集团食糖销售成交情况监控显示，6 月，广西、云南 7 家糖业集团成交量合计 32.24 万吨，比上月增 13.13 万吨，销售明显比 2-5 月份好转。后期，中秋国庆双节消费高峰或将再次拉动销售。

图 42 社会消费品零售总额当月值

图 43 重点监控集团食糖月销售情况（吨）



资料来源：wind 中原期货

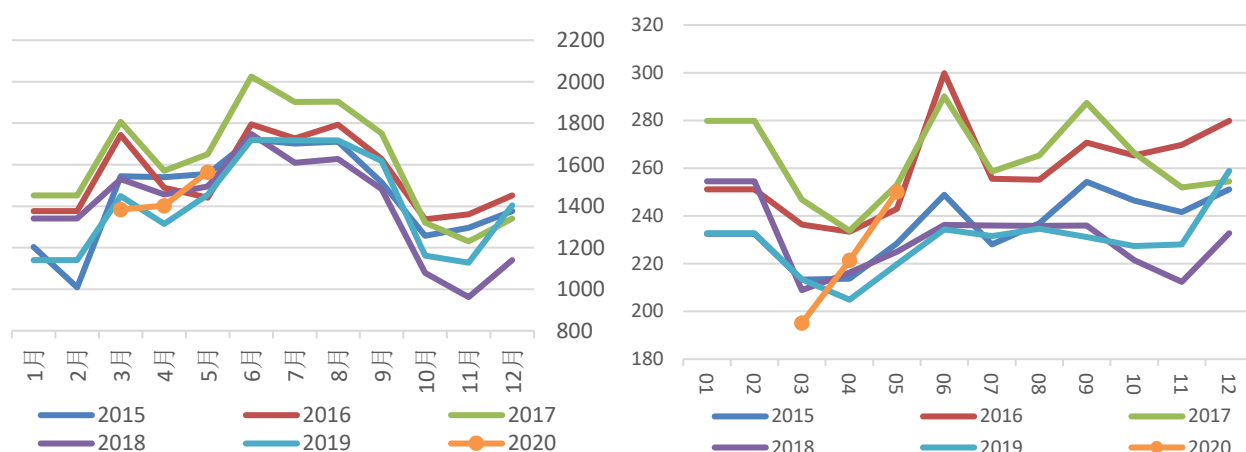
资料来源：天下粮仓 中原期货

7.5.2 下游含糖食品软饮料和乳制品恢复性增长快

2020 年前 5 个月，下游含糖食品仍然是负增长，主要是疫情影响了 3 月份产量，从 4 月份开始，产量增长。1-5 月份乳制品累计产量 2018.9 万吨，累计同比降低 3.3%；软饮料累计产量 5999 万吨，累计同比降低 12.6%，含糖产量累计产糖降幅较前几个月大大收窄。5 月份含糖食品产量数据看，软饮料、乳制品出现了较大程度的增长。其中，乳制品产量 250.1 万吨，环比增长 13%，同比增长 14%；软饮料产量 1565 万吨，环比增长 12%，同比增长 8%。下游含糖食品软饮料和乳制品恢复性增长快。

图 44 软饮料月产量（万吨）

图 45 乳制品月产量（万吨）



资料来源: wind 中原期货

资料来源: wind 中原期货

8 综合分析

长期看, 2020/21 榨季全球糖产量预计增加, 供需偏宽松, 巴西糖产量预计大幅增加 900 万吨至 3500 万吨; 印度因季风雨气候正常, 降雨充沛, 产糖量恢复性增加至 3050 万吨; 泰国维持 830 万吨。上半年原糖价格已经跌破 2018-2019 年间的价格低点, 原糖或已反映产量增长的预期, 底部确立。长期暂没有牛市基础, 下半年向上还有空间, 空间有限, 下半年整体或宽幅震荡。三季度, 是巴西生产高峰期, 关注原油价格、巴西制糖比。四季度关注印度和泰国生产情况。

国内 2019/20 榨季因疫情导致的国内消费减少量或大于产量减幅, 供需缺口减少。新作糖料种植面积微增, 目前作物生长正常, 2020/21 榨季食糖产量预计持稳微增。5 月份以来, 贸易保护关税到期, 关税降为 50%, 进口成本大降, 5 月进口食糖开始增加, 后期国内食糖面临到港压力, 近期加工糖产出增多, 挤占部分国产糖销售。盘面内外价差高企, 高价差压制国内糖价。6 月食糖销售环比好转, 销售情况还需继续关注, 下游含糖食品产量从 4 月份开始快速恢复性增长, 后期食糖价格有中秋国庆消费旺季支撑。下半年多空博弈, 暂不具备牛市基础, 郑糖或宽幅区间震荡, 可以关注阶段性行情。短期, 利空的边际效用递减, 利好不足, 低位区间调整。中长期, 因远期价格处于国内制糖成本以下, 回落企稳后可轻仓做多布局。三季度关注食糖销售情况和进口量, 四季度新作生产情况。

基差上, 目前基差 (柳州-郑糖 9 月) 在 400 左右, 基差相对高位, 糖厂暂无抛售食糖的资金压力, 现货价格相对坚挺, 下游食糖需求企业, 可根据自身生产经营情况进行买入套期保值或建立期货原料虚拟库存。

价差上，9-1 价差看，因基差高位，9 月有消费旺季支撑，9-1 价差偏强运行。1-5 价差看，目前几乎平水，5 月传统上供应压力大于 1 月，1-5 价差走强的概率高。仍需关注产业变化。

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