

浅谈产业集中度对糖市的影响

田亚雄 吴新扬

跳出供需平衡表看糖市

当我们谈及大宗商品的行情走势，离不开的总是供需平衡表，以及对平衡表中产量、消费、进出口及库存的推断，似乎只有供需以及对未来供需的预期才是影响期货价格走势的唯一要素。

不过，笔者认为，产业集中度对大宗商品价格的影响力也是一个重要因素，产业集中度也叫市场集中度，是指市场上某种行业内少数企业的生产量、销售量、资产总额等对某一行业的支配程度，它一般是用这几家企业的某一指标（大多数情况下用销售额指标）占该行业总量的百分比来表示。由于大宗商品市场的竞争主要表现在价格上，而龙头企业凭借其生产成本优势，对 market 价格的敏感性更低，供给弹性偏小，在价格低迷的时候，减产幅度可能不及行业平均水平。如今，随着落后产能出清，行业集中度逐渐提高，整个市场的供给弹性将明显变小。

话题回到白糖市场，目前正处于糖市周期的第3年熊市阶段。在上一榨季国内外食糖增产的大背景下，国内产量供给充裕，同时外盘反弹乏力，内外价差明显，继续拖累糖价。然而，在糖价持续阴跌的背景下，糖料收购价却未见明显走低，以主产区广西为例，2018/2019榨季最低收购价仅下降10元至490—520元/吨，且随着订单农业的推进，2019/2020榨季的普通甘蔗收购价也维持在490元/吨。糖价走低，原料成本却无太大变化，糖厂普遍出现利润下降甚至亏损的情况。按照市场的思维定势，利润下降或亏损，即意味着糖厂将在压力之下做出减产决定。不过，我们需要注意到，糖市龙头企业并未反映出明显的压力。例如，中粮糖业2018年第三季度报告显示，其净利润同比增加58.21%，ROE同比提高3.43个百分点至10.75%。

龙头糖企：效率至上，资金充裕

如果要在国内糖市有所作为，甘蔗制糖业务必须重点发展，一些北方大型糖企纷纷布局南方甘蔗制糖产业。以中粮糖业为例，2010年前后，该公司在有“中国糖都”之称的广西崇左，先后建立崇左糖业和江州糖业，随后在另外两大主产区云南和广东也均有涉足。

不过，对于国内的甘蔗制糖厂来说，受国内农业种植效率偏低的影响，偏高的制糖原料成本导致了国内糖市逐渐被廉价进口和走私糖所侵蚀，糖厂自身盈利也被迫下降。为了有效降低制糖原料成本，国内一些大型糖企在寻找收购标的糖厂时，注重对负责蔗区的选择，同时积极建设甘蔗“双高”基地，逐步实现甘蔗基地经营规模化、种植良种化、生产机械化及水利现代化。保障蔗农种植利润、稳定甘蔗供给量的同时，降低种植成本。

表一：传统甘蔗种植和现代甘蔗种植成本比较

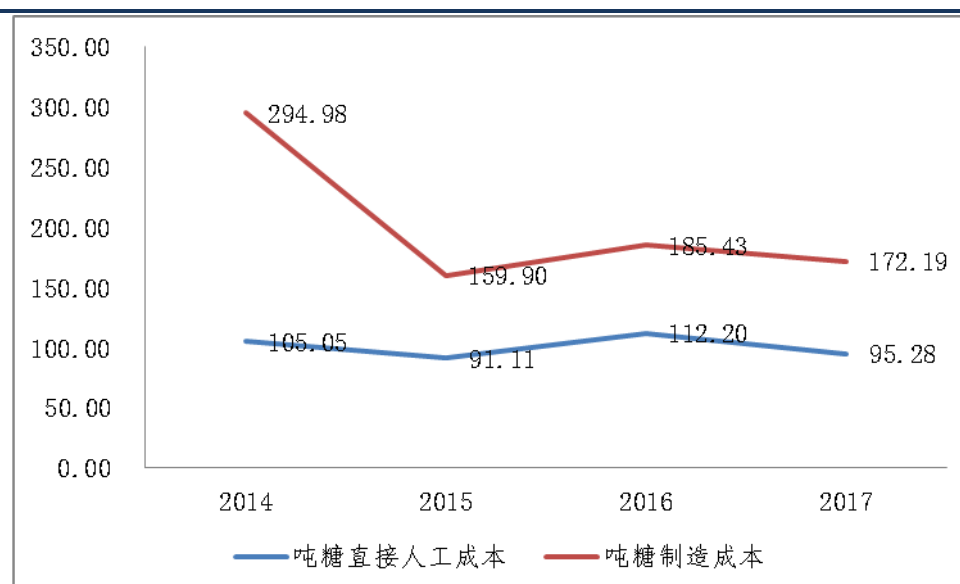
序号	项目	成本分析	
		传统甘蔗	现代农业
1	土地成本（元/亩）	300.00	300.00
2	整地（元/亩）	200.00	153.00
3	种子（元/亩）	167.00	58.00
4	地膜（元/亩）	53.00	53.00
5	种植（元/亩）	140.00	100.00
6	肥料（元/亩）	417.00	377.00
7	农药（元/亩）	130.00	130.00
8	收割费（元/亩）	600.00	360.00
9	田间管理费（元/亩）	30.00	30.00
10	成本合计（元/亩）	2037.00	1561.00
11	平均产量（吨/亩）	4.50	4.50
12	甘蔗成本（元/吨）	452.67	346.89

来源：公开信息整理，中信建投期货

国内传统制糖产业采用“一步法硫化制糖”生产，具有季产年销的特点。因原料甘蔗保存期有限，榨季初期糖厂全力产糖，造成蔗糖集中上市，出现季节性供给充裕，压低糖价，而榨季中后期因生产停滞，则容易出现季节性供给短缺，糖价翘尾。据了解，中粮崇左糖业及东亚糖业部分糖厂推行“两步法碳化制糖”生产，榨季初期生产可储存5年的原糖，避免低价抛售的局面，收榨后根据糖市供需的季节性变化来调节原糖加工产能，保证了合理的食糖销售价格。

此外，一些大型糖企也一直在推进糖厂技术改造，效果显著。例如，从中粮糖业自产糖（包含其在澳大利亚的Tully糖业）成本来看，吨糖直接人工成本从2014年的105.06元/吨降低至95.28元/吨，吨糖制造成本从294.98元/吨降至172.19元/吨。以本榨季中粮崇左糖业双高基地11.82%的累计出糖率为参考，吨糖制造成本大约在4700元左右。

图一：2014、2017年成本变化（元/吨）

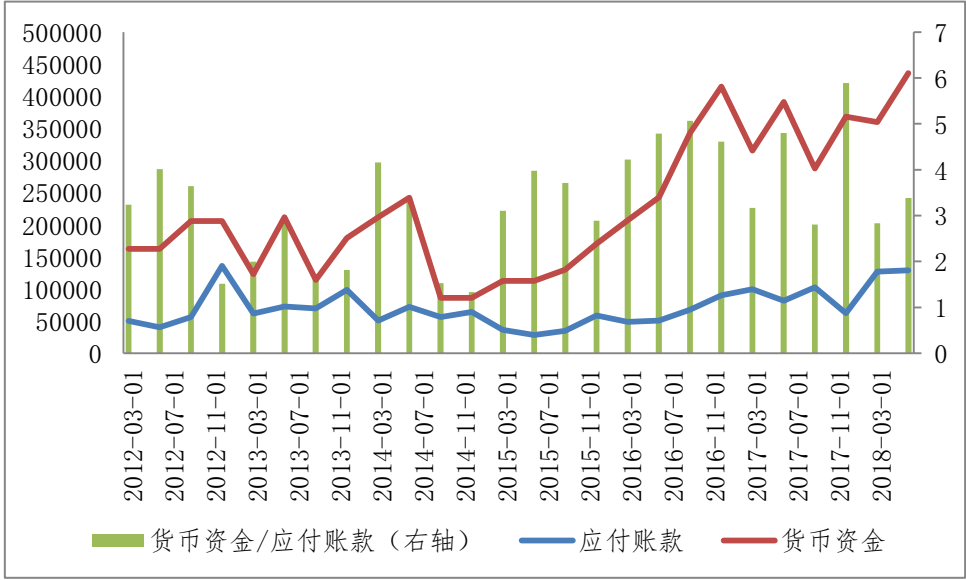


来源：中粮糖业年报，中信建投期货

为保障蔗农利益，近一两年广西政府就糖厂蔗款兑付问题提出更高标准，要求糖厂在收购甘蔗后须尽快兑付蔗农款项。能否按时兑付蔗农款项，其意义并非仅仅单纯为了完成政府要求。

就目前而言，在尽快兑付蔗款的资金压力下，诸多糖厂一改挺价态度，降价抛售食糖以回笼资金，偿付蔗款，导致糖价进一步走低。在这种背景下，拥有充足资金优势的一些大型糖企，如中粮糖业和东亚糖业，始终按时偿还蔗款。做到在降价潮中独善其身，不急于抛售，使得中粮糖业在销售新糖时无后顾之忧。另外，随着甘蔗收购价下调，蔗农种植意愿已受打击，糖料种植面积拐点恐出现。但对于供应大型糖企的蔗农来说，能够按时收到蔗款，就是吃了一粒定心丸，未来可能将继续保证对该糖企的糖料供应。

图二：中粮糖业资金压力情况（单位：万元）



来源：Wind，上市公司财务报表，中信建投期货

此外，大型糖业往往倾向于同行业并购。作为一家上市公司，中粮糖业具备强大的融资能力，在经营和行业并购稳步推进的过程中，丝毫不畏惧资金紧张的情况。

糖业“马太效应”凸显

当糖价在底部运行的时候，市场的惯性思维就是糖厂制糖亏损，要停产；蔗农种植亏损，要改种其他作物。我们应该注意到，本榨季部分糖厂因制糖亏损而停工停产，部分蔗农因收购价下调，怨声载道，但从龙头大型糖企身上我们看到了什么？

第一，从制糖成本角度来看，490—520 元/吨的甘蔗收购价，对于任何一家广西糖厂都是一样的，但对于大型糖企来说，在出糖率上尝到甜头，高的出糖率将减少吨糖压榨甘蔗重量。同时，不断进行糖厂技术改造升级，也将逐年有效降低吨糖人工成本和制造成本。以制糖成本来看，大型糖企优于部分小糖厂，在熊市周期其承压能力更强，甚至在当前市场价位依然能够保持盈利。

第二，从食糖产销角度来看，大型甘蔗糖企，通过二步法生产模式，正在逐渐改变食糖“季产年销”的特点，使得糖企更能掌控食糖生产、销售节奏。另外，大型糖企流动资金充裕，能够有效承受资金压力，不会轻易在淡季降价潮中削弱自身的议价能力。

第三，从甘蔗供给角度来看，推行双高基地，高亩产给蔗农带来高收益，推行机械化收割，有效降低蔗农种植成本。尽管本榨季甘蔗收购价有所下调，但“双高”基地的蔗农实际收益依然远高于非双高基地的农民，种植利润有所保障。同时，通过资金实力及时兑付蔗农

款项，保障蔗农利益，促进与蔗农长期合作，稳定未来糖料供应来源。

由此看来，糖价低位运行，并不是大型糖企减产停工的理由，高筑墙，广积粮，种种优势使得东亚、中粮等大型糖企承压能力增强，同时借助于雄厚的资金，在行业不景气之际以合适价位吞并优质糖厂标的，将逐渐巩固自己的食糖市场的地位，达到缓称王的目的。

从当前大型糖企的制糖规模来看，中糖协 2017/2018 榨季的排名显示，广西南宁东亚糖业集团位列第 3 位，中粮屯河糖业仅排列第 6 位。以此推测，仍有数家领先的大型糖企在糖市周期底部，凭借其优于行业的制糖成本，继续保持稳定的产量，并且在行业内的并购意愿非常强，将继续扩大自己对糖市的影响力，行业集中度将有显著提高。

随着落后产能和落后的种植蔗区将逐渐出清，糖料种植成本、制糖成本得以优化，行业总体承压能力将明显增强，供给弹性降低，糖市周期将有明显改变。糖价将保持在一个令领先龙头糖企可以盈利，但落后糖企亏损的价位区间运行，这样的运行区间恐将在中长期形成常态。