

2021 年白糖估值有望修复

中州期货研究所 | 深度研究，投研一体

联系人：李鲜能 邮箱：lixianeng@zzfco.net

期货从业资格号：F3078712 投资咨询资格号：Z0015868

■ 要点

- 从国际食糖市场供求平衡表来看，20/21 榨季全球食糖存在供需缺口，贸易流上因泰国、俄罗斯出口减少，南巴西当前榨季库存增量不大，且下榨季存减产驱动，国际市场需要接近上榨季出口量的印度糖补充。在此预期下，国际糖价在印度出口补贴价附近的 14 美分/磅存支撑，上方高度依赖南巴西天气、汇率、原油价格带动，有望上冲至 17 美分/磅。不过，21/22 榨季北半球大部分主产国存增产/丰产预期，消化完南巴西减产后，市场将开始交易北半球增产题材，关注三季度降雨情况，价格存回落风险。
- 国内食糖市场正经历 2020 年四季度进口大增、糖浆维持高位的阶段性利空，国产糖去库受阻，期货、现货价格承压。但就平衡表来看，期末库存增量仅 40 万吨，对于 1510 万吨消费量而言，影响不明显，差异较大的是进口节奏提前，令库存出现先偏高后下降趋于正常趋势。与此同时，随着外盘上涨，进口成本提升，意味着后期流入市场的加工糖成本增加，压力逐渐减轻。由于预期进口政策仅是放松，配额外进口成本底难以触及，但可提升价格顶。因此，以本榨季综合成本 5084 元/吨评估，供求略宽松下盘面价格底部处于 4930 元/吨，供求略偏紧下盘面价格顶部处于 5693 元/吨。
- 节奏上，节前采购助推、低温灾害担忧增加，叠加一季度许可发放暂缓，春节前受资金驱动，盘面上行驱动较强，目标价位 5350 元/吨，生产企业可根据自身成本情况，在期货上进行少量套保，或利用期权工具卖出看涨期权，增加经营利润。价差方面，考虑到当前负基差，且 9 月合约库存同比增量明显低于 5 月合约，可以关注 5/9 反套，目标-100 附近。下一轮趋势性行情的发动，或需等待 4 月降库存及外盘上涨驱动，若外盘达到 17 美分/磅，配额外进口成本将提升至 5400 元/吨上方，顶部处于逐步抬升过程。因基差出现大幅波动，增加贸易风险，贸易企业可利用期权工具卖出看跌期权，降低采购成本。

一、2020 年国内外糖市行情回顾



2020 年国内糖市与国际糖市走出联动性先强后弱的行情，可以以疫情的发生、发展作为主线条更清晰地回顾两个市场价格走势的相关性。

疫情前：情绪乐观，国内外糖市延续上年四季度的上涨行情。年初国际市场继续交易泰国、印度减产推动的供需缺口预期，ICE 原糖价格上冲，国内糖市在消化现货供应偏紧的同时，也受外盘看涨预期带动，春节前再创新高。

疫情高峰期：中国疫情发生后，国内糖市在春节后的首个交易日现跳空低开行情，但在国际糖市上破新高刺激下，依旧维持偏强震荡行情。随着海外疫情的恶化，宏观经济预期悲观，原油暴跌、雷亚尔贬值加速，南巴西产糖用蔗比预期提高，且担忧疫情冲击食糖消费，叠加市场风险偏好降低，国际糖市首先走出大幅下挫行情，ICE 原糖价格跌破 10 美分/磅，而国内糖市受我国疫情管控有效支撑，且 5 月前受贸易保障关税将到期影响，进口量偏低，国内糖价下跌幅度远不及国际市场。

后疫情时期：随着海外疫情出现拐点，市场对宏观经济预期改善，原油价格也触底反弹，国际糖市先于国内糖市走出反弹行情。此外，我国实施三年的食糖贸易保障关税到期，配额外进口关税下调导致进口成本下滑，刺激进口糖大量流入，利空国内市场的同时利多国际市场。我国进口糖浆放量，也加剧外强内弱演变。因此，后疫情时期，国际市场交易进口需求强劲，即使在印度延续出口补贴政策预期下，价格依旧向上突破，恢复疫情前水平；国内市场虽然自 8 月起受节前采购及外盘上涨带动，迎来一波反弹行情，但大量进口糖、进口糖浆流入市场，10 月中旬

现货难销开始传导，现货价格持续下跌助推期货价格加速下行，叠加进口管控放松得到验证，12月初国内白糖期货价格悉数跌破5000元/吨大关，此后受节前采购刺激止跌反弹，回升至5200元/吨附近。

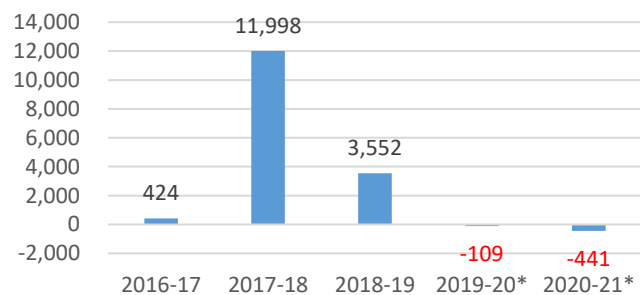
二、全球食糖市场供需格局分析

（一）2020/21 榨季全球食糖存供需缺口

国际糖业组织 ISO 于 2020 年 11 月上修本榨季食糖供需缺口至 350 万吨，远高于其三个月前预估的 72 万吨缺口。产量方面，ISO 预计本榨季全球糖产量 1.711 亿吨，低于先前预估的 1.735 亿吨，因欧盟、俄罗斯、泰国产量前景不及预期；消费量方面，ISO 预计全球糖消费量在 1.746 亿吨，高于先前预估的 1.742 亿吨，因 11 月以来疫苗的突破性进展利于消费的恢复。

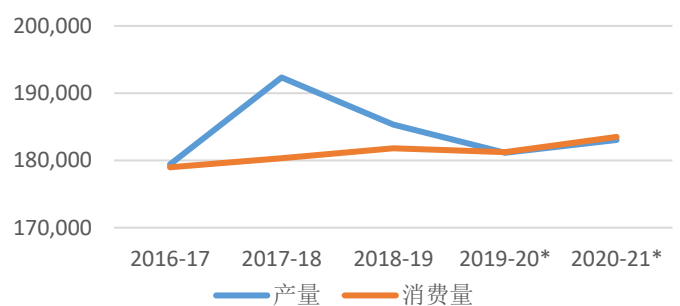
Platts 同样预计本榨季全球食糖存在供需缺口，但预测缺口幅度远低于 ISO 估值，预计为 44 万吨，较上榨季的 11 万吨有所扩大。其中，预测本榨季全球食糖产量 1.831 亿吨，同比增加 194 万吨；消费量 1.835 亿吨，同比增加 228 万吨。

图 1：全球食糖供求平衡



资料来源：Platts，单位：千吨

图 2：全球食糖产量与消费量情况



资料来源：Platts，单位：千吨

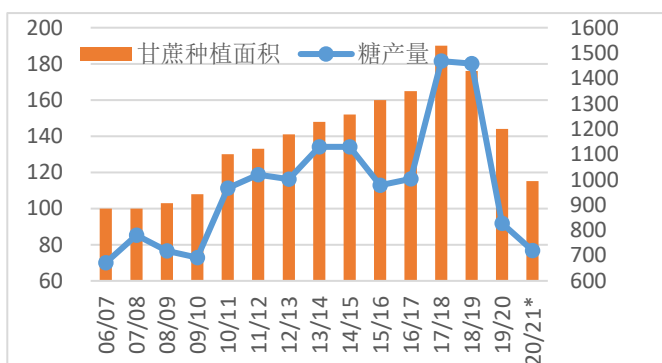
（二）泰国继续减产，出口份额减半

因天气出现两连旱影响种植，且国际糖价下跌导致泰国甘蔗价连续三年下降，刺激种植面积减少：今年蔗价已经跌至 750 泰铢/吨，较 16/17 榨季的 1050 泰铢/吨峰值低 300 泰铢/吨，减幅高达 28.6%（与负隅抵抗的印度形成鲜明对比），木薯收益超过甘蔗，吸引农民将甘蔗改种木薯，20/21 榨季泰国甘蔗面积进一步下降至 115 万公顷附近，减幅 20%。虽然今年雨季降雨较去年有所恢复，但累计降雨量仍低于正常值，甘蔗单产的提升无法弥补面积下滑导致的产量下降，叠加下榨季新植蔗种消耗，预计本榨季泰国产糖量将为十年来最低，估产 720 万吨，同比减产 107 万吨，产量较 17/18 榨季峰值减半。

近年泰国国内食糖消费较为稳定，一般在 350 万吨附近，2020 年考虑到疫情影响旅游，消费下滑至 340 万吨，但随着疫苗研发的推进及全球经济复苏，预计本榨季泰国糖消费量恢复至 350 万吨。因大幅减产，19/20 榨季泰国糖出口量已下滑至 748 万吨，同比减少 266 万吨，其中偏高的期初库存尚贡献部分可供出口量，本榨季产量继续减少，维持期末库存不变，可出口量仅 370 万吨，较上榨季减半，与 18/19 榨季的逾 1000 万吨出口量形成天壤之别。价格影响上，自泰国糖厂今年 3 月收榨确定大幅减产，泰国原糖升水大幅提高至历史新高，一度升水 ICE 原糖 3.2 美分/磅。随着新榨季减产预期的强化，即使进入 12 月生产期，报价仍维持升水 2.21 美分/磅，同比提高 1.6 美分/磅，叠加中国进口糖浆需求强劲，泰国糖高溢价将成为常态，国际市场需要泰国以外糖源补充。

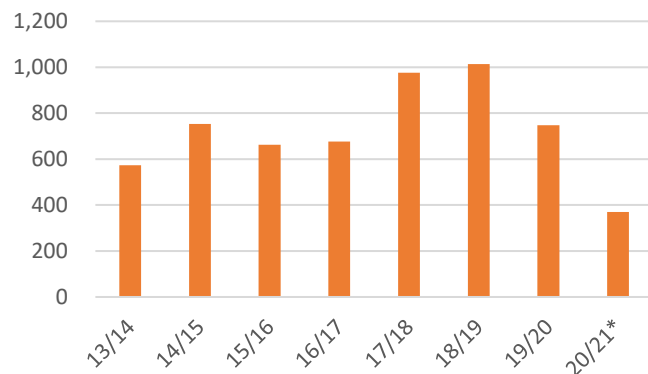
不过，21/22 榨季泰国糖存增产预期。首先，今年降雨有所恢复，土壤墒情改善，对明年甘蔗种植影响不大。其次，泰国甘蔗定价很大一部分依赖于 B 配额投标情况，受国际糖价上涨助推，今年 B 配额投标价高，下榨季泰国甘蔗价有望恢复至 1000 泰铢/吨，同比提高 250 泰铢/吨，刺激农民的种植热情。因此，21/22 榨季泰国甘蔗种植面积有望收复前两个榨季减少面积，增至 150 万公顷，产糖量接近 1000 万吨，同比增加 280 万吨。

图 3：泰国甘蔗面积与糖产量



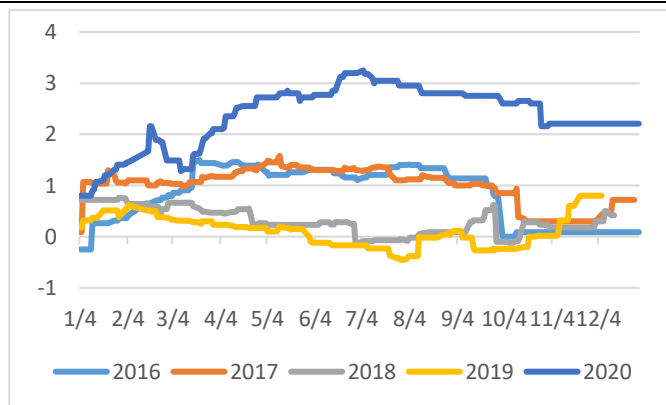
资料来源：OCSB，单位：万公顷，万吨

图 4：泰国糖出口情况



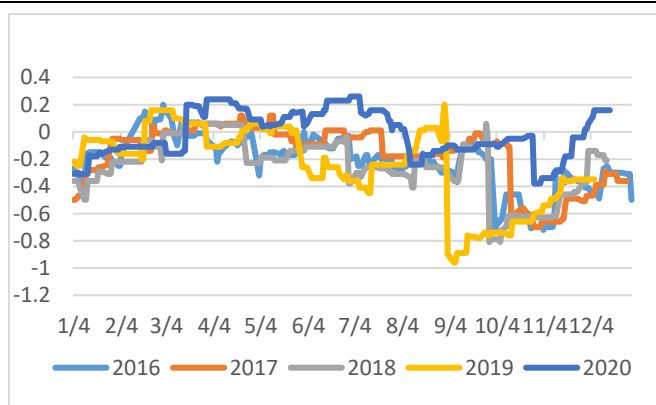
资料来源：TSMC，单位：，万吨

图 5：泰国原糖升贴水



资料来源：PLATTS，单位：美分/磅

图 6：南巴西原糖升贴水

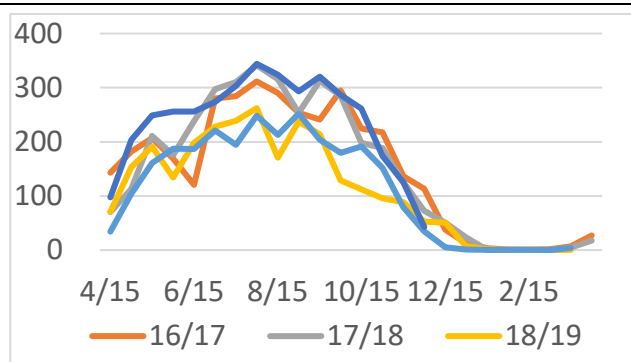


资料来源：PLATTS，单位：美分/磅

（三）南巴西中流砥柱

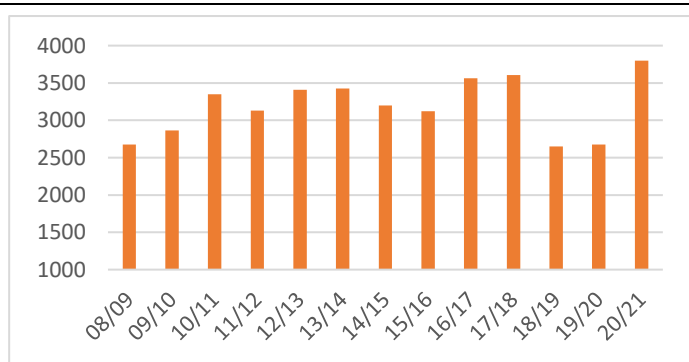
南巴西 20/21 榨季恢复糖市领军地位，主要依赖于产糖用蔗比提高，疫情、宏观影响异常明显。南巴西糖厂同时拥有产乙醇、产糖生产线，可以根据收益情况灵活调整各自生产比例，而巴西国内食糖消费相对稳定（约 1000 万吨），大量糖需要出口，乙醇则主要用于内销，过去两个榨季，因产糖收益持续低于乙醇，产糖用蔗比处于历史低位，产糖量下滑至 08/09 榨季水平。2020 年随着新冠疫情在全球爆发，原油价格暴跌，巴西主要能源之一的乙醇价格遭受牵连，此外，巴西作为新兴市场，汇率也出现大幅贬值，对出口有利。因此，自 4 月开榨以来，产糖收益总体上高于乙醇 1-4 美分/磅，刺激糖厂提高产糖用蔗比至历史高位，南巴西重新夺回全球食糖产量第一宝座。截至 11 月底，南巴西累计产糖用蔗比 46.3%，同比提高 11.71 个百分点，因此，在甘蔗榨量仅提高 3.32% 情况下，产糖量同比增加 44.16%，达到 3809 万吨。11 月底已累计收榨糖厂 214 家，高于去年同期的 206 家，预计最终产糖接近 3816 万吨，同比增加 1140 万吨，为国际市场产量增长最大的国家。

图 7：南巴西半月产糖量



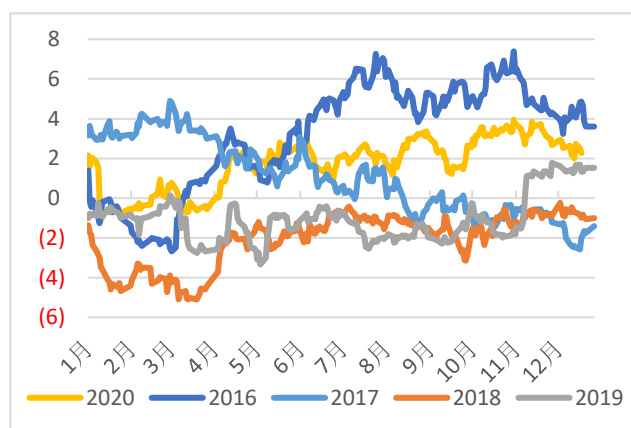
资料来源：UNICA，单位：万吨

图 8：南巴西榨季产糖量



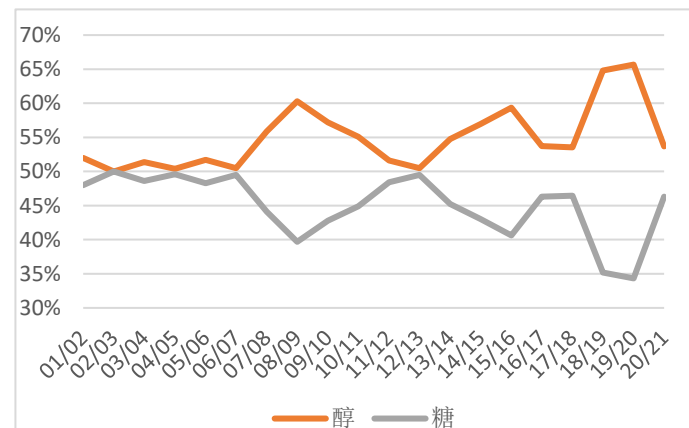
资料来源：UNICA，单位：万吨

图 9：巴西糖-乙醇溢价



资料来源：PLATTS，单位：美分/磅

图 10：南巴西产糖用蔗比例



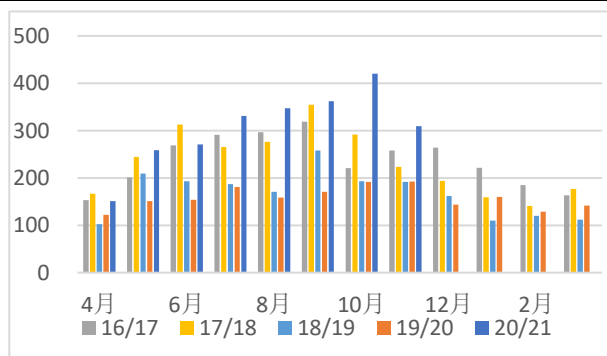
资料来源：UNICA，单位：%

高产量之下隐藏的担忧是高库存。自截至 11 月底，南巴西糖库存已降至 1219 万吨，仍为同期历史新高。不过，

库存已自 10 月中旬的 1447 万吨高点回落，且库存同比增幅较前半月的 228 万吨降至 159 万吨，意味着去库加速。此外，截至 11 月底数据，榨季生产期间产糖量同比大增 1169 万吨，但库存仅增长 159 万吨，20/21 榨季增产压力大部分消化。

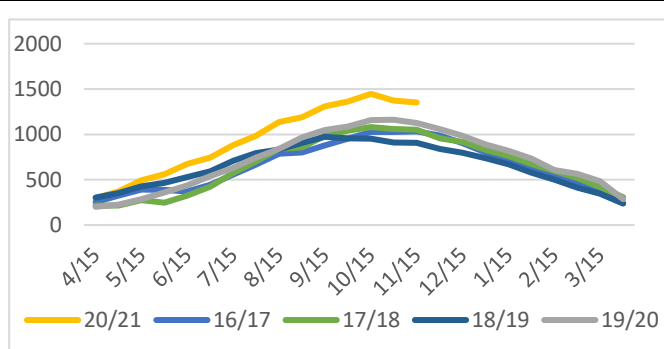
出口强势是主基调。欧盟、泰国出口市场萎缩，给予巴西抢夺食糖出口市场的良机。巴西外贸部数据显示，今年 4 月以来，巴西糖出口自过去两个榨季低位强势恢复，自 7 月开始月度出口量接近季节性历史高位。截至 11 月底，巴西本榨季累计出口糖 2368 万吨，创历史新高，同比增加 1048 万吨。出口目的地以传统进口国为主，其中，中国以超过 400 万吨的量位列出口目的地第一位，印度、孟加拉国、印尼、阿尔及利亚、尼日利亚、马来西亚的占有量均超过 100 万吨。需要特别注意的是，巴西出口市场份额的扩大，是在印度提供 6.4 美分/磅、实现近 600 万吨出口目标的环境下实现的，足以证明终端的需求刚性。此外，11 月南巴西已将原糖报价由贴水转为升水，目前升水+0.14 美分/磅，报价明显高于过去几个榨季同期水平，可以预期的是，在新榨季泰国糖出口继续缩量格局下，国际市场对南巴西糖的需求依旧强劲，明年 4 月开榨前，南巴西糖报价将维持偏高水平。

图 11：巴西糖单月出口量



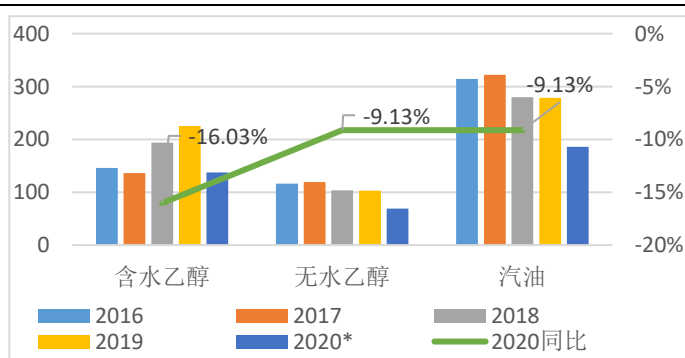
资料来源：巴西贸易部，单位：万吨

图 12：南巴西糖库存



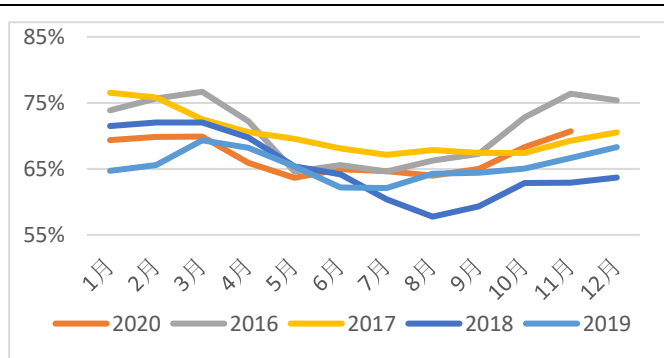
资料来源：巴西农业部，单位：万吨

图 13：巴西乙醇与汽油消费（2020 年截至 9 月底）



资料来源：UNICA，单位：亿升

图 14：圣保罗乙醇/汽油比价



资料来源：巴西农业部，单位：%

燃料消费受疫情影响减弱。巴西国内绝大部分汽车为灵活燃料汽车，可以根据车主意愿，灵活选择使用汽油还是含水乙醇。目前巴西汽油需强制性添加 27.5% 比例的无水乙醇，汽油消费量与无水乙醇相辅相成，汽油与含水乙醇深度研究，投研一体

醇消费则是相互替代。通常，乙醇/汽油价格比在 65% 下方，车主更倾向于使用乙醇。受疫情管控影响，今年 1-9 月巴西汽油及无水乙醇消费量同比下滑 9.1%，含水乙醇消费量下滑更加明显，同比减 16%，主要受乙醇/汽油比价偏高影响，乙醇消费量的下滑刺激糖厂减少产乙醇用蔗比，增加产糖压力。不过，就月度消费来看，汽油消费自 3 月份开始下滑，4 月跌至谷底，此后逐月提高，截至 9 月份，已经略超去年同期水平，随着疫苗研发的推进，预计后期汽油消费量继续恢复，全年消费减幅缩减至 5% 附近，明年消费实现正增长；含水乙醇消费总趋势趋同。

表 1：南巴西甘蔗与食糖产量变动表

甘蔗入榨量（万吨）	产糖用蔗比例（产糖率 13.6%）									
	41%	42%	43%	44%	45%	46%	47%	48%	48.5%	49%
55000	3067	3142	3216	3291	3366	3441	3516	3590	3628	3665
55500	3095	3170	3246	3321	3397	3472	3548	3623	3661	3699
56000	3123	3199	3275	3351	3427	3503	3580	3656	3694	3732
56500	3150	3227	3304	3381	3458	3535	3611	3688	3727	3765
57000	3178	3256	3333	3411	3488	3566	3643	3721	3760	3798
57500	3206	3284	3363	3441	3519	3597	3675	3754	3793	3832
58000	3234	3313	3392	3471	3550	3628	3707	3786	3826	3865
58500	3262	3342	3421	3501	3580	3660	3739	3819	3859	3898
59000	3290	3370	3450	3531	3611	3691	3771	3852	3892	3932
59500	3318	3399	3480	3560	3641	3722	3803	3884	3925	3965
60000	3346	3427	3509	3590	3672	3754	3835	3917	3958	3998
60500	3373	3456	3538	3620	3703	3785	3867	3949	3991	4032
61000	3401	3484	3567	3650	3733	3816	3899	3982	4024	4065
61500	3429	3513	3597	3680	3764	3847	3931	4015	4057	4098
62000	3457	3541	3626	3710	3794	3879	3963	4047	4090	4132

数据来源：中州期货研究所

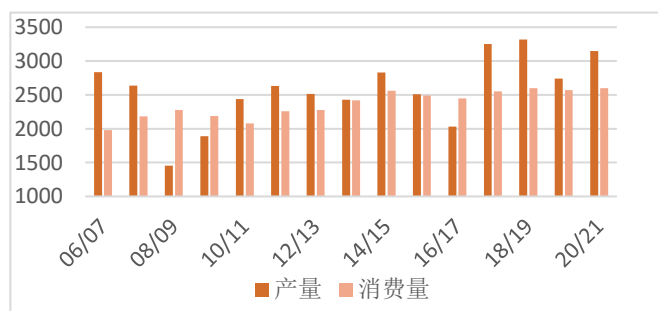
对于 21/22 榨季，预计大豆收益高挤占部分甘蔗种植面积，且南巴西今年旱季降雨偏少抑制宿根翻种，平均蔗龄增加，对天气更敏感，就降雨统计数据看，今年 9 月-12 月中旬，圣保罗累计降雨较正常值低 40%，单产下降风险高，截至明年 3 月底降雨关键，初步预计甘蔗量由本榨季的 5.95 亿吨下滑至 5.8 亿吨。相比较而言，产糖用蔗比的评估影响因素更多，需动态调整。就巴西汇率而言，疫情爆发令雷亚尔暴跌至 1994 年汇率改制以来新低，一度接近 6，目前恢复至 5.05 附近，而美元指数跌破 90，随着美国刺激政策展开、大宗商品价格上涨，对新兴市场经济复苏及货币有利，雷亚尔存在升值空间，部分分析机构预测明年雷亚尔有望恢复至 4.75 水平，若巴西改革继续发力，不排除进一步恢复至疫情前的 4.5 水平，这对糖出口不利，有助于刺激糖厂降低产糖用蔗比。乙醇消费层面，如前所述，存在恢复空间，在原油价格稳中趋涨预期下，乙醇/汽油比价倾向于降低，刺激含水乙醇消费。此外，随着乙醇库存降低，明年 4 月开榨前乙醇价格将继续上涨，刺激糖-醇溢价降低，考虑到今年的原油价格暴跌属于极端行情，明年难以重演，明年糖-醇溢价也难以维持本榨季水平，总体利于刺激下榨季南巴西降低产糖用蔗

比。目前预测南巴西新榨季产糖用蔗比下降至 44%，基于略偏高的 13.6%产糖率计算，产糖 3470 万吨，较本榨季减产 346 万吨。

（四）印度出口补贴削减，贸易流影响关键

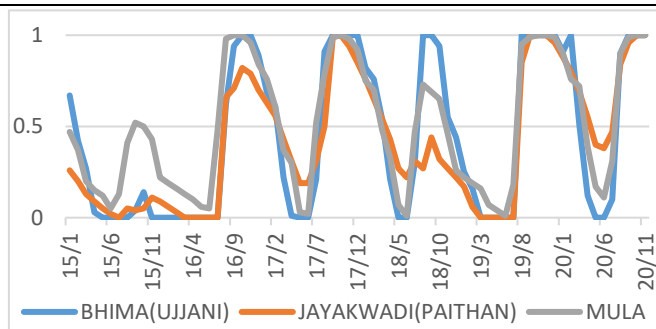
印度政府自 09/10 榨季启用新的最低收购价（FRP）制度，将甘蔗价与蔗农收益绑定，甘蔗价涨幅随之加快，十年时间 FRP 已涨 240%至 2750 卢比/吨，甘蔗是收益最好的经济作物，糖价下跌无法传导至种植端。除了蔗价，严重影响甘蔗种植的指标是西南季风降雨。印度属于典型的季风气候，6-9 月期间的西南季风降雨占全年降雨量的 70%左右，北部的北方邦灌溉系统发达，灌溉率近 80%，干旱影响相对较轻；西部的马邦灌溉率仅有 19%，而甘蔗种植时间分为 9 月、3 月、6 月，西南季风降雨关键。

图 15：印度食糖供求情况



资料来源：ISMA，单位：万吨

图 16：印度马邦水库水位



资料来源：CWC，单位：%

印度 2019、2020 年西南季风降雨连续超过正常水平，水库水位增加，利于甘蔗种植与生长，上榨季因旱大幅减产的马邦、卡邦地区，本榨季甘蔗种植面积得以恢复，预计印度全国甘蔗种植面积 527 万公顷，同比增加 43 万公顷。印度糖厂已于 11 月逐渐开榨，生产进度偏快，截至 12 月 15 日，已开榨糖厂 460 家，同比增加 48 家，产糖 737.7 万吨，同比提高 279.6 万吨，其中，上榨季大幅减产的马邦已产糖 269.6 万吨，同比增加 193 万吨，进度恢复至 17/18 榨季的丰产水平。因印度政府刺激、引导糖厂用甘蔗汁、B 糖蜜、糖浆生产乙醇，以使生产多样化，并帮助减少燃料进口，其中，马邦的糖厂就已决定增加乙醇产量，41 家糖厂已开始用 B 糖蜜生产乙醇，预计生产 3.9 亿升，9 家用糖浆生产乙醇的糖厂将生产乙醇 1.142 亿升乙醇，其他 6 家用甘蔗汁生产乙醇的糖厂将生产乙醇 3000 万升，累计折糖近 80 万吨，因此，本榨季糖厂转向生产乙醇的量增加，预计乙醇分流糖量由上榨季的 80 万吨提高至 200 万吨，最终产糖 3150 万吨，同比增产 408 万吨。

按照 1064 万吨期初库存、2600 万吨消费计算，若不考虑出口，本榨季印度糖期末库存将超过 1600 万吨，库存消费比 62%，亟需出口。19/20 榨季伊始，为解决印度国内的大量过剩糖，印度政府设定了 600 万吨出口目标并提供 10448 卢比/吨（6.4 美分/磅）的出口补贴，截至榨季末实现 565 万吨出口历史新高。也正基于此，自从进入

新榨季，市场对于印度出口补贴的猜测不绝于耳，最初补贴预期为上榨季的 10448 卢比/吨（6.4 美分/磅），但因印度经济萎缩（4-6 月 GDP 同比下滑 23.9%、7-9 月 GDP 同比下滑 7.5%）、财政困难，印度政府补贴意愿不强，食品部的补贴提案也由未考虑出口补贴-申请出口补贴 9500 卢比/吨（5.9 美分/磅）-申请削减出口补贴至 6000 卢比/吨（3.7 美分/磅）的演变，市场的补贴预期持续下修。最终于新榨季开始两个半月——12 月 16 日，印度政府批准食糖出口补贴政策，20/21 榨季补贴出口 600 万吨糖，补贴额度总量 350 亿卢比，补贴额度 5833 卢比/吨（3.6 美分/磅），远低于上榨季 10448 卢比/吨（6.4 美分/磅）的补贴，也处于市场预期低值。按照印度国内 31000 卢比/吨的政府最低售价，考虑原糖贴水 1.2 美分/磅，印度原糖补贴出口价格接近 14.4 美分/磅，属于利空不及预期。与上榨季相比，因政策出台时间后移，印度生产原糖用于出口的量将受限，白糖出口占优。高库存之下，预计本榨季印度糖厂出口意愿强，出口量有望接近 500 万吨，同比减少 65 万吨。

对于 21/22 榨季，受 2020 年 8 月印度政府将中央甘蔗指导价由 2750 卢比/吨提高至 2850 卢比/吨影响，农民种植意愿高，叠加 2020 年季风降雨充沛，水库水位高，预计甘蔗面积维持本榨季高位。因政府极力推动至 2030 年将汽油中的乙醇掺混比例提高至 20% 目标，乙醇对糖的分流将继续扩大，暂且预估产糖 3100 万吨，同比减少 50 万吨。

表 2：印度糖出口补贴政策一览

	13/14 榨季	14/15 榨季	15/16 榨季	17/18 榨季	18/19 榨季	19/20 榨季	20/21 榨季
补贴通过时间	2014 年 2 月 12 日	2015 年 2 月 19 日	2015 年 11 月 17 日	2018 年 5 月 2 日	2018 年 9 月 26 日	2019 年 10 月 1 日	2020 年 12 月 16 日
补贴数量	13/14+14/15 榨季 400 万吨	140 万吨	320 万吨	200 万吨	500 万吨	600 万吨	600 万吨
补贴力度	1.9-2.5	2.7	2.7	5.1	6.9 (运费 1.9)	6.4	3.6
ICE 主力			12.6-24.1	9.9-15.5	10.7-14.3	9-15.9	目前 14.4
最终补贴出口量	70 万吨	110 万吨	160 万吨	45 万吨	370 万吨	565 万吨	预计 500 万吨

数据来源：ISMA，中州期货研究所

（五）欧盟+俄罗斯减产，出口减少

受干旱影响，且甜菜黄化病损害超预期，预计本榨季欧盟延续减产格局，产量或降至 10 年新低 1600 万吨，同比减产 140 万吨。其中，法国新榨季甜菜产出将降至 2630 万吨，同比降 31%，产糖量减少超过 100 万吨；英国糖产量也将降至 90 万吨，较上榨季的 119 万吨减产 24.4%。上榨季欧盟食糖因减产，出口量已较 18/19 榨季的 161 万吨减半，预计本榨季出口量进一步缩减至 70 万吨，同比减少 10 万吨。不过，21/22 榨季存增产预期，因法国取

消专治黄化病的尼古丁类杀虫剂禁令有助于提高单产，但因甜菜价格低迷，种植面积的增长存不确定性。在考虑天气恢复正常情况下，预计 21/22 榨季欧盟糖产量恢复至 1700 万吨。

由于甜菜种植面积减少 19% 以及天气干旱，预计本榨季俄罗斯糖产糖量仅为 514 万吨，较上榨季的 756 万吨减少 242 万吨，不及国内消费量 610 万吨。因此，本榨季俄罗斯可出口糖量有限，其上榨季出口达到 128 万吨历史新高。展望 21/22 榨季，俄罗斯政府为稳定国内食糖价格，农业部已于 12 月 15 日出台将明年甜菜种植面积增加近 14%，达到 105 万公顷的目标，俄罗斯产糖量有望恢复至 600-610 万吨，实现供需平衡。

三、我国食糖市场供需格局分析

（一）20/21 榨季我国食糖供求平衡受政策影响大

表 3：我国食糖供求平衡表

	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19	19/20	20/21*
非储备期初库存	482	525	487	428	347	354	375
国产糖量	1056	870	929	1031	1080	1042	1050
进口量	481	373	229	243	354	375	430
走私量	70	260	190	195	90	30	20
糖浆折干					5	52	90
放储	0	0	135.7	0	40	52.7	20
收储	0	0	0	0	0	0	0
消费量	1510	1480	1490	1490	1500	1470	1510
出口量	5	14	10	18.4	19	15	15
国储糖量	652	699	606	648	651	644	669
非储备期末库存	525	487	428	347	354	375	415
非储备库存消费比	44.62%	41.06%	41.36%	34.84%	35.19%	36.83%	38.32%

数据来源：中州期货研究所

我国食糖供需格局长年处于产不足需状态，需要国外糖补充。最近几个榨季，国产糖量基本维持在 1000 万吨出头，消费量在 1500 万吨附近，国外糖的补充形式，一是正规进口糖，二是走私糖，自 19/20 榨季开始，进口糖浆成为第三类重要的国外糖补充形式。

正规进口糖分为配额内、配额外两类，配额内进口实行 15% 关税，配额外进口自 2017 年 5 月 22 日开始实行为期三年、逐年递减的 95%、90%、85% 贸易保障关税，贸易保障关税于今年 5 月 22 日到期后，配额外进口恢复 50% 关税。此外，自今年 7 月 1 日起，配额外进口糖实行进口报告管理，改为由中国食品土畜进出口商会负责，许可的发放发生改变，进口管控总体更加宽松。

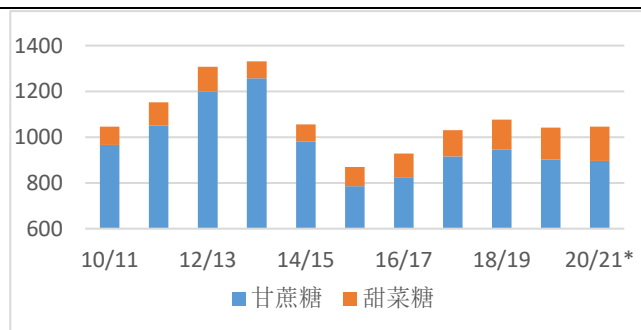
走私糖量随着 18/19 榨季打私的卓有成效，逐年减少，但又滋生了新的进口形式：糖浆。东盟国家内糖浆贸易自 2012 年开始实行零关税，且在我国不受进口许可管控，合法合规。2019 年 8 月 20 日起《中华人民共和国与东南亚国家联盟关于修订〈中国-东盟全面经济合作框架协议〉及项下部分协议的议定书》全面生效，在原产地规则、贸易通关协定、服务贸易、投资领域等方面都降低门槛，企业更易获得受惠资格。自此以后，我国糖浆进口量开始迅猛增长，今年开始更是出现质的飞越，取代走私成为补充国内缺口的第二大进口形式。RCEP 的签署，增加糖浆政策管控的难度，利润驱动下，糖浆进口量将继续增长。

总体上，20/21 榨季我国食糖供需处于平衡偏宽松格局，平衡-宽松的转变更受政策主导，其中，进口糖、放储依赖政策，糖浆进口的多寡也与政策管控紧密相关。非储备期末库存将增长 40 万吨，增至 410 万吨，不过，随着消费的恢复，非储备库存消费比仅提升 1.5%，增至 38%。

（二）国产糖供应趋于稳定

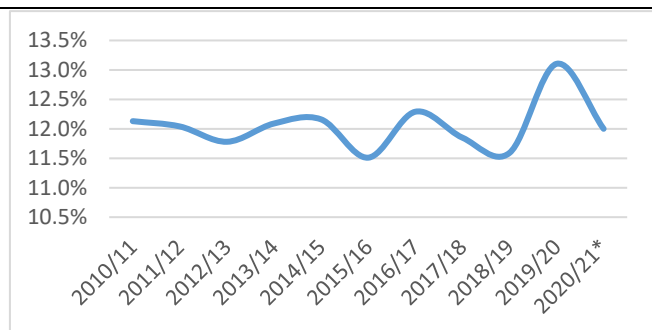
我国国产糖分为甜菜糖和甘蔗糖，近几个榨季随着内蒙甜菜糖产量的增长，甜菜糖在国产糖的占比持续提高，预计本榨季达到 14.2%，同比提高 0.8 个百分点。估产方面，预计本榨季甜菜糖产量 149 万吨，同比提高 10 万吨；甘蔗糖产量 901 万吨，接近上榨季的 902 万吨；全国食糖总产量 1050 万吨，同比增加 9 万吨。

图 17：我国国产糖产量变化



资料来源：中糖协，单位：万吨

图 18：广西产糖率变化



资料来源：广西糖协，单位：%

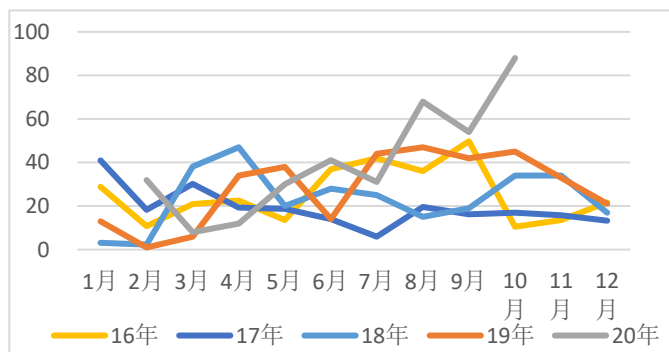
主产区细化分析。内蒙地区甜菜收购价格维持在 500 元/吨上方，农民种植积极性高，甜菜种植面积增长 15%，且今年天气总体风调雨顺，对甜菜生长有利，但收菜前降雨偏多令产糖率下降，预计本榨季产糖量 80 万吨，同比增长 7 万吨，生产成本也相应提高至 5200 元/吨。广西自去年开始实行订单农业，连续三年维持 490 元/吨甘蔗收购价+30 元/吨良种补贴，甘蔗面积得以维持上榨季的 1138 万亩，天气条件总体利于甘蔗生长，预计甘蔗单产增加，但日照不足导致甘蔗成熟晚，糖分同比低 1-1.5 个百分点，预计产糖率自上榨季的历史新高 13.1% 降至 12% 附近，产糖量接近上榨季的 600 万吨；产糖率下降导致生产成本自上榨季的 5200 元/吨提升至 5500 元/吨，糖厂成本压力增加。其余地区产量变化不大。

对于 21/22 榨季，广西、云南政府出台的 350 元/亩新植脱毒、健康种苗补贴政策或一定程度影响农民翻种热情，但受甘蔗种植人工成本提升、城镇化建设、基础设施建设及替代作物占地影响，种植面积难以出现大幅增长，而玉米价格上涨将挤占北方甜菜种植面积，全国食糖增产有限。

（三）进口糖管控趋于宽松

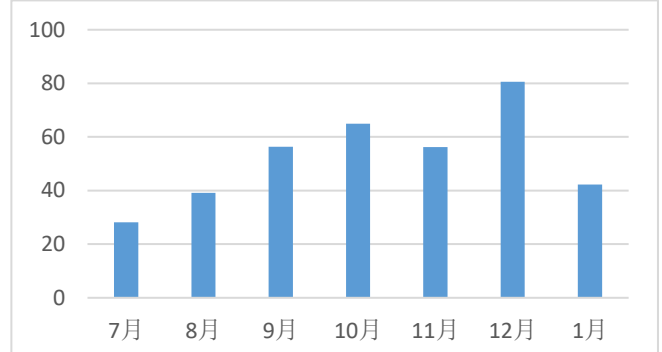
今年 5 月 22 日为期三年的食糖贸易保障到期，配额外进口关税由 85% 降至 50%，受此影响，政策到期前进口糖量低，大量进口糖集中在下半年流入，7-10 月我国累计进口糖 241 万吨，同比增加 63 万吨，其中，10 月进口量创 88 万吨历史新高。按照船运监测，11-12 月巴西糖到港量依旧居高不下，累计达到 136 万吨，即使考虑到部分 12 月监测到港量需 1 月到港，下半年进口量仍接近 370 万吨，同比增加近 140 万吨，全年进口量将接近 494 万吨，同比增加 155 万吨，表观进口压力巨大。

图 19：我国食糖月度进口量



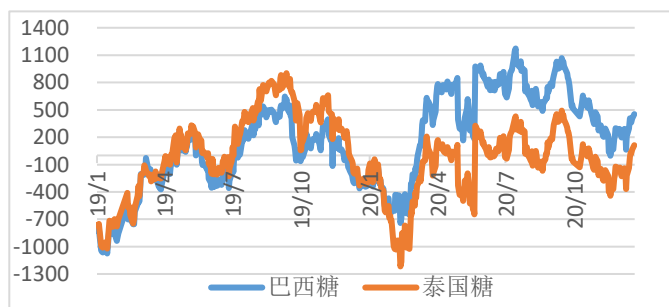
资料来源：海关总署，单位：万吨

图 20：巴西至中国月度食糖到港量监测



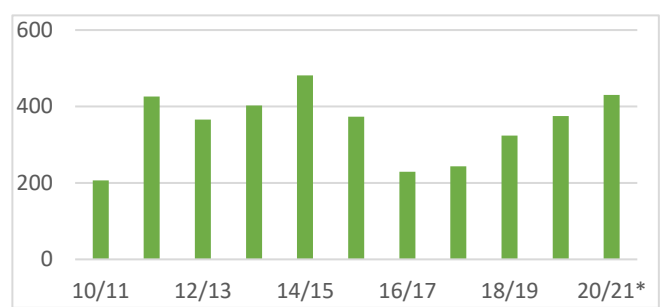
资料来源：天下粮仓，中州期货研究所，单位：万吨

图 21：配额外进口利润



资料来源：中州期货研究所，单位：元/吨

图 22：我国各榨季食糖进口量



资料来源：海关总署，单位：万吨

进口量的集中放大，除了关税降低、利润增加，还受进口政策调整影响。今年 7 月开始实施进口糖管控新政，原有的进口糖自律退出历史舞台，进口许可的管控由糖协更换为商务部下属的中国食品土畜进出口商会。进口企业需在签订进口合同、货物在装运港出运、货物抵达目的港等发生后 3 个工作日内履行进口报告义务，并在货物实际到港日后 3 个月内，按自用或销售进度填报货物流向，并提供流向相关材料。简单点理解，需先进口糖方能获得许

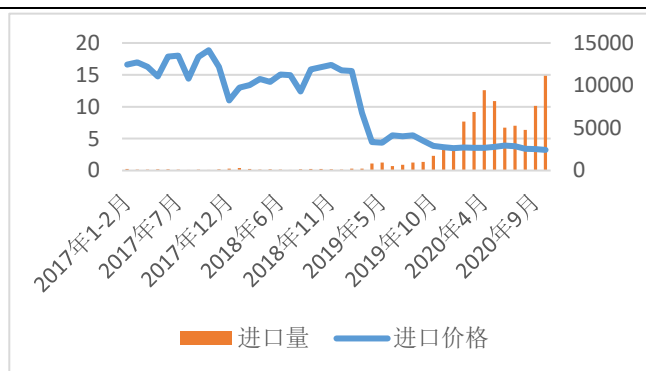
可，刺激海关进口量增加。与此同时，今年下半年加工企业按照原糖加工产能申请许可，准许半年加工产能许可，但加工产能需官方核定，导致各加工厂生产情况存差异。此外，许可的发放时间较为灵活，与以往的限定时间发放不同。因此，种种变化直接导致海关进口量放大，及阶段性加工糖供应大范围增加。

虽然阶段性进口量的放大引发市场对于进口政策继续放宽甚至放开的猜测，但进口糖依旧实行政策管控，坊间传闻 1 季度许可暂缓发放，政策调整动向值得关注。此外，就官方核定加工厂产能而言，许可也不是到港即可获批，考虑到我国糖料种植区处于老少边穷地区，防止脱贫、返贫政治任务艰巨，进口这道防线，近年依旧不可能摧毁。

进口预期上，外强内弱导致进口利润自 11 月开始缩小，排船量持续降低，船运监测 1 月到港量将降至 40 万吨附近，则本榨季 10-1 月进口量将接近 260 万吨，大量囤糖及成本提升至 4750 元/吨附近后，后期进口更依赖进口利润，进口量趋少，预计整个榨季进口量接近 430 万吨，同比增加 55 万吨。

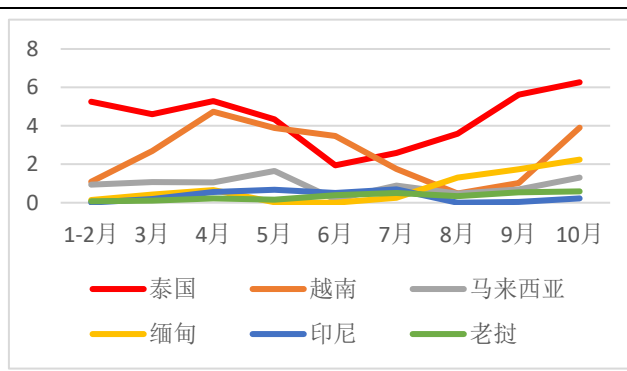
（四）政策管控艰难，糖浆进口维持高位

图 23：进口糖浆量价变化



资料来源：海关总署，单位：万吨，元/吨

图 24：糖浆进口来源国



资料来源：海关总署，单位：万吨

今年我国糖浆进口量延续去年三、四季度的增长态势，并出现实质性的飞跃，4 月份的月度进口量已超过 10 万吨，达到 12.6 万吨，5 月进口量回落至 10.9 万吨，6-8 月进口量进一步下滑至 7 万吨附近，但 9 月开始又突破 10 万吨，10 月进口量创 14.9 万吨新高。今年 1-10 月我国累计进口糖浆 85.52 万吨，同比增加 75.98 万吨，按照 65% 浓度折算，相当于 49.4 万吨糖增量。

突飞猛进的糖浆进口，究竟缘自何方？先看看泰国的精制糖进出口数据。过去几年，泰国向缅甸和台湾出口的精制糖通过边境贸易最终以走私糖形式转运到我国，2020 年我国加强边境执法，缅甸也对糖实施额外的进口限制，极大限制运往我国的走私糖量。2020 年 1-10 月泰国对台湾和缅甸的精制糖出口量分别下降 54% 和 34%，而期间泰国开始进口 4.4 万吨白糖，主要来自印度。泰国糖浆出口方面，2015 年至 2018 年间，泰国平均糖浆出口量仅 6.9 万吨，2019 年出口量增长两倍，达到 15 万吨，2020 年 1-10 月出口量已高达 45 万吨，同比增长 37 万吨，其中，出口中国 41 万吨，同比增长 35 万吨。与此同时，越南 2020 年初开始履行《东盟货物贸易协定》（ATIGA）的承诺，

将关税削减至零。自取消关税配额以来，越南进口泰国糖量迅速增长，2020 年前 10 个月达到约 130 万吨，部分以糖浆形式出口至我国。

东盟国家是我国主要的糖浆进口来源国。今年 1-10 月，我国的糖浆进口来源国中，排名前二的为泰国和越南，分别高达 39.5、23.1 万吨，马来西亚以 8.3 万吨排名第三，值得注意的是，排名第四的缅甸，8 月以来增量明显，单月进口量已超过马来西亚。就糖浆的进口趋势来看，自去年 8 月 20 日《中华人民共和国与东南亚国家联盟关于修订〈中国-东盟全面经济合作框架协议〉及项下部分协议的议定书》全面生效后，我国进口区域内零关税糖浆的量开始迅猛增长，今年 11 月又签署 RCEP 协议，实施糖浆进口管控（改税号、征收从糖税）难上加难，短期内实施管控的概率相对有限。

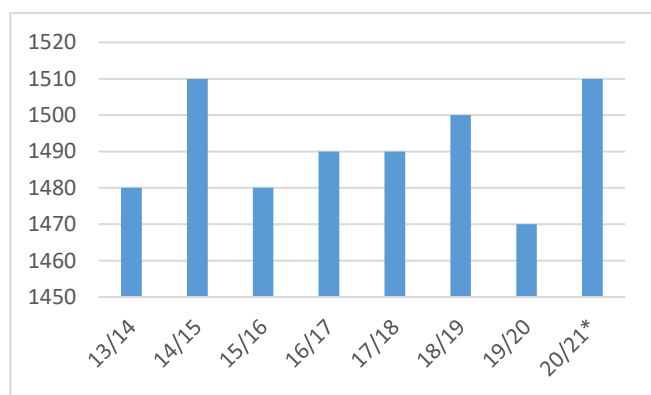
目前在泰国、越南的出口加工区已建有糖浆厂，国内下游销售渠道也逐渐铺开，低成本下不仅冰糖厂使用糖浆，部分工厂也加入此行列，利润驱动下，糖浆进口量仍将维持高位。不过，糖浆存在运输成本高、保质期短等问题，预计进口量不会泛滥。19/20 榨季累计进口糖浆 80 万吨，折糖 52 万吨，预计本榨季糖浆进口量达到 138 万吨，同比增加 58 万吨，折糖 90 万吨，同比增加 32 万吨。

（五）消费趋于恢复

国家统计局数据显示，2020 年 1-10 月，三类含糖食品产量实现正增长，包括乳制品、碳酸饮料和速冻米面食品，四类含糖食品产量负增长，包括糖果、罐头、冷冻饮品和果蔬汁饮料。疫情一定程度影响含糖食品产量，速冻米面食品增长符合预期，居家模式刺激速冻米面食品消费，人员流动减少抑制糖果消费，依赖出口的罐头则更受国外疫情限制。综合评估，预计 19/20 榨季食糖消费量减少 30 万吨。

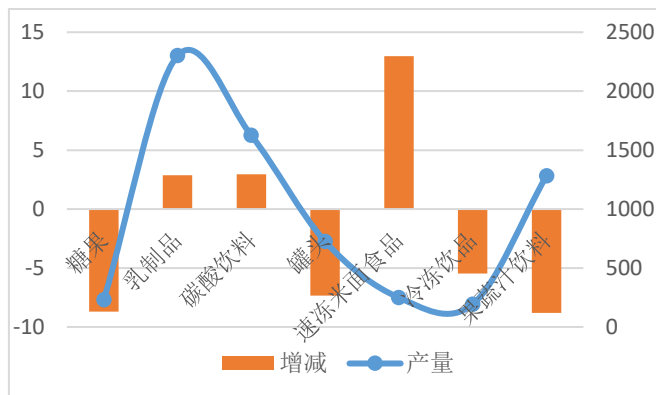
预计 20/21 榨季，疫情可控对人员流动限制降低，且我国经济增长将恢复至正常水平，刺激食糖消费，消费量有望达到 1510 万吨，同比增长 40 万吨。

图 25：我国食糖消费情况



资料来源：中糖协，单位：万吨

图 26：1-10 月我国七类含糖食品产量增减

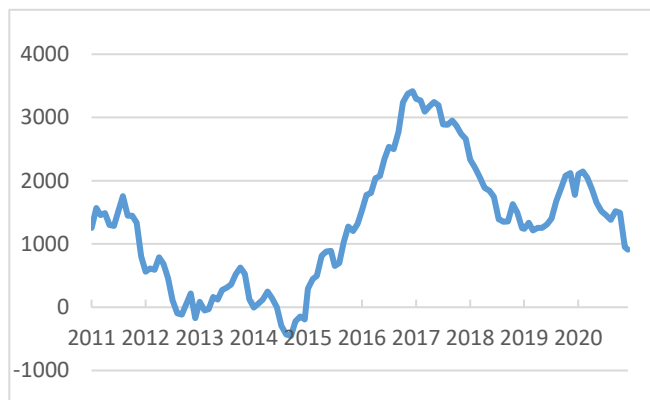


资料来源：统计局，单位：%、万吨

（六）白糖与替代品果葡糖浆价差缩小

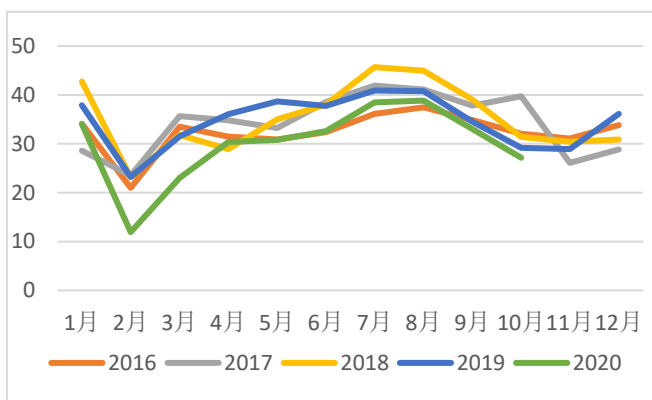
2020 年我国临储玉米去库明显，叠加东北地区玉米遭受连续三次台风袭击，玉米减产成定局，玉米供需转入紧平衡阶段。受此影响，今年下半年玉米价格飙涨至历史新高，以玉米为原材料的果葡糖浆价格水涨船高，以山东日照地区的 F55 果葡糖浆报价为参考，自 9 月份以来，价格已涨 250 元/吨，报价达到 2950 元/吨，白糖与等甜度 F55 果葡糖浆价差自 9 月份的 1520 元/吨跌至当前的 910 元/吨，接近 2011 年同期水平。此外，今年 1-10 月果葡糖浆产量下降了 50 万吨，相当于 30 万吨左右糖减量，果葡糖浆通常按需生产，就含糖食品产量来看，减量无法完全用疫情影响消费解释。果葡糖浆对糖的大量替代，始于 2011 年，因超过 1500 元/吨的价差刺激终端更改甜味剂配方，用果葡糖浆替代白糖。虽然果葡糖浆的使用已经成熟，但若白糖与果葡糖浆低价差延续，不排除糖实现部分反替代。

图 27：白糖与等甜度 F55 果葡糖浆价差



资料来源：卓创，单位：元/吨

图 28：果葡糖浆月度产量



资料来源：卓创，单位：万吨

四、估值与驱动

（一）国内综合成本价估算

国产糖量占新榨季供给接近 65%，本榨季国产糖产糖率下降导致成本有所提升，其中，最明显的为广西成本较上榨季的 5200 元/吨提升至 5500 元/吨，国产糖成本均在 5200 元/吨上方，处于成本顶部。进口糖浆价格处于成本底部，但供应占比不足 6%，无法单独作为定价基准。配额外进口糖作为供应占比 15% 的糖源，成本跟随外盘动态调整，对价格的指引相对更合理。综合考虑各类糖源供应量及成本价，利用模型估算出本榨季综合成本价 5084 元/吨，在供求宽松-略偏紧格局下，期货价格波动区间在 4930-5693 元/吨，基本平衡价格在 5184 元/吨。

表 4：20/21 榨季食糖成本与价格估算

	成本	产量	占比
广西	5500	600	37.31%
云南	5200	222	13.81%
海南	5600	12	0.75%
广东	5200	65	4.26%
甜菜糖	5200	149	9.27%
配额内	3900	190	11.82%
配额外 50%	4800	240	14.93%
储备糖投放	5600	20	1.24%
非正规进口	4750	20	1.24%
糖浆	4700	90	5.60%
综合成本			5084.45
总供给		1608	
总需求		1510	
供求定性	略宽松	基本平衡	略偏紧
波动幅度	-5%	0%	10%
价格区间	4830.228	5084.45	5592.895
期货价格？	4930.228	5184.45	5692.895

数据来源：中州期货研究所

（二）现货价格与库存

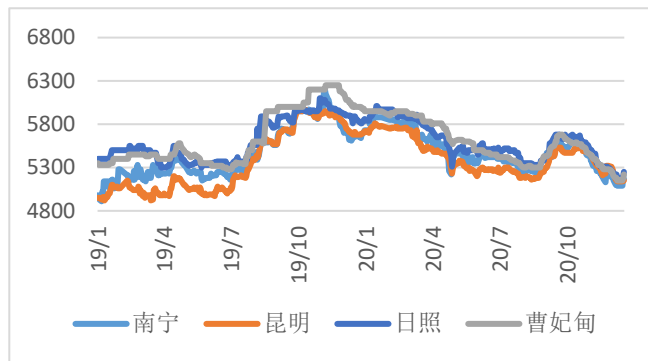
受四季度进口糖大增、糖浆供应高位、国产糖陆续上市、陈糖去库缓慢影响，10 月中下旬国内白糖现货价格跌幅加速，截至 12 月 16 日，广西糖价已降至 5090 元/吨附近，开榨初期即远离生产成本，近日受盘面上涨带动及节前采购助推，恢复至 5170 元/吨。单就库存层面看，因 10 月-12 月进口居高不下，期间库存同比增加明显，12 月将偏高 195 万吨，1 月进口虽减但仍高于去年同期，库存同比增量达到 210 万吨峰值；随着进口糖回落，2 月开始库存同比增量将逐渐缩小，广西 3 月份又迎来收榨高潮，库存水平将自 4 月开始下降，此后库存同比增幅继续缩减，9 月库存增量降至 40 万吨。不过，需注意进口糖报关量与实际流入市场量的区别，因官方核定加工厂产能，且部分加工厂基于进口成本低提前进口，部分进口糖依旧存放于保税库，且 1 季度许可存在缓发可能，意味着加工糖流入市场的量将低于预期，1 季度库存压力虚高，且低价糖供应占比下降，现货价格长期远离国产糖生产成本不合理。

（三）基差与仓单

阶段性现货供应增加，且最关键的是低价进口糖占比提高，南宁基准基差自 10 月新榨季开始以来由高位逐渐收窄，12 月中旬出现负基差，目前为-25 元/吨，新榨季以来基差变动高达 470 元/吨，超过单边价格变动，如此基差变化对现货商不利。

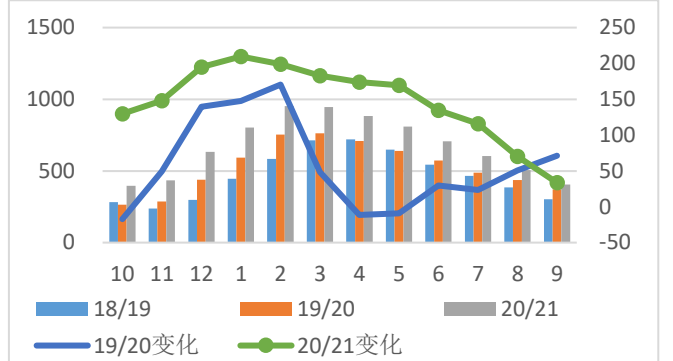
负基差下需关注现货压力向盘面转变。2020 年基差总体为正，仓单水平处于近 5 年低位。随着基差缩小，近期仓单出现明显增长，目前注册仓单+有效预报已达到 4459 张，同比增加 1559 张。不过，近几年交割库升贴水已经过大幅调整，加工糖、甜菜糖交割优势降低，且基于成本估算，仓单量明显增长需价格推动。

图 29：我国白糖现货价格



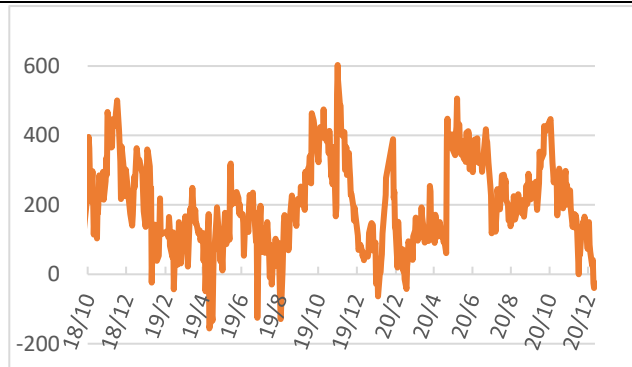
资料来源：中州期货研究所，单位：元/吨

图 30：我国食糖社会库存变化



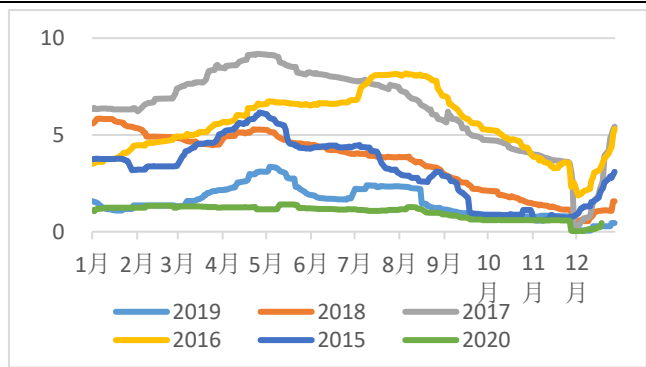
资料来源：中州期货研究所，单位：万吨

图 31：南宁基准基差



资料来源：中州期货研究所，单位：元/吨

图 32：郑商所白糖仓单



资料来源：郑商所，单位：万张

（四）进口成本依赖外盘

国际糖价对国内糖的最直接影响，即为进口成本与利润。在 20/21 榨季国际市场供需格局改善预期下，明年 10 月前外盘价格易涨难跌，10 月后受大部分主产国增产影响，价格或出现回落。ICE 价格在 14.5 美分/磅，配额外进口成本接近 4750 元/吨，ICE 价格变动 0.5 美分/磅，进口成本相应变动 133 元/吨。

表 5：ICE 价格对应进口成本

ICE 价格	巴西糖配额外进口成本
12	4090
12.5	4223
13	4356

13.5	4489
14	4623
14.5	4756
15	4889
15.5	5022
16	5155
16.5	5289
17	5423

数据来源：中州期货研究所

（五）天气风险

美国气象中心预测，拉尼娜在 2021 年 1-3 月继续发展的概率高达 95%，在此预期下，需关注我国冷冬和南巴西干旱发展。

拉尼娜通常导致我国冬季偏冷，今年 12 月全国大范围的降温天气，已有冷冬迹象，其中，贵州地区发布大量霜冻、道路结冰预警，广西桂北高寒地区也发布多个霜冻预警，冷空气威力强，12 月下旬仍将有强冷空气来袭，气候模式与拉尼娜年的 2008 年初较为相似。因 2008 年的冰冻天气对南方蔗区造成严重损害，在此先做回顾。

07/08 榨季受灾情况汇总：

2008 年 1 月 12 日至 2 月 28 日，广西出现 50 年罕见的低温冰冻灾害天气，天气影响范围广，强度大，时间长，全区甘蔗受灾面积 1050 万亩，占种植面积的 72.4%，成灾面积 640 万亩。由于灾害发生时，糖厂入榨量已超过 60%，最终因灾减收糖料蔗 400 多万吨，损失蔗种约 90 万吨，产糖率同比下降 0.44 个百分点。

冰冻/霜冻灾害除影响当年甘蔗产量和蔗糖分，还严重影响来年甘蔗单产。对于冰冻而言，若蔗茎、芽均被冻死，则无法留种，影响下一榨季的甘蔗种植，严重冰冻还导致来年宿根蔗发株推迟，苗数偏少。对于霜冻而言，若受灾严重，将导致蔗蔸地下节全部受害，严重影响来年的宿根蔗分蘖和出苗。灾害发生次年，即 08/09 榨季，甘蔗单产仅 4 吨/亩，同比下降 1.3 吨/亩。

虽然弱拉尼娜产生的干冷天气利于蔗糖分积累，存在产糖率提高可能，但若拉尼娜导致温度过低，出现冰冻或霜冻灾害，虽然随着糖厂产能的提高，处理受灾蔗能力强，对当季产量影响不大，但下榨季的损害依旧无法规避，则对远月合约影响更大。

拉尼娜通常导致南巴西降雨不足，甘蔗单产受影响。2010-12 年出现强拉尼娜，导致 2011 年南巴西甘蔗单产降至 68.7 吨/公顷最低水平，最终甘蔗榨量下滑至不足 5 亿吨，减产 11.5%，打破 01/02 榨季以来持续增产格局。虽然当前拉尼娜强度不及 2011 年，但南巴西自 2020 年旱季以来降雨持续偏低，并导致部分宿根蔗无法翻种，目前南巴西圣保罗地区降雨较正常值低 40%，蔗龄增高对不良天气更敏感，后期仍需警惕拉尼娜年降雨不足风险。

表 6：霜冻及冰冻对甘蔗损害（冰冻灾害持续 5 天或以上作为统计标准）

霜冻等级	甘蔗受害症状	最低气温(℃)
轻	叶片无明显影响，但生长点坏死、变黑	2.0~0.4
中	大多数叶片 1/2-1/3 面积的叶尖枯死，生长点及以下几个蔗芽坏死变黑，梢部蔗芽受伤，留种受到影响，甘蔗仍可光合作用，蔗茎糖分可继续上升	-0.5~-1.0
重	叶片大部枯白，梢部蔗茎及蔗芽大部分死亡，无法留种	-1.0~-2.0
严重	蔗叶全枯白，蔗茎、芽全部死亡，蔗叶流蔗汁，纵剖蔗茎呈黄色透明，蔗糖分和纯度下降较快，如果霜后天气转暖，蔗糖分损失更大	<-2.1
冰冻等级	甘蔗受害症状	最低气温(℃)
轻	生长点冻死，心叶受害呈水渍状	2.0~3.9
中	梢部侧芽冻死，生长点以下 1~3 个节受害及基部 1~3 节呈现水渍状，蔗蔸地下节未受明显伤害	1.0~1.9
重	甘蔗基部 6 节以上蔗茎呈现水渍状或蔗肉变质，蔗蔸地下 1~2 节受害，呈现水渍状	0.0~0.9
严重	蔗茎未受害节间数少于 4 个，蔗蔸地下节全部受害，并呈现水渍状	≤-0.1

数据来源：《甘蔗生产气象监测与评估》，中州期货研究所

五、总结与展望

从国际食糖市场供求平衡表来看，20/21 榨季全球食糖存在供需缺口，贸易流上因泰国、俄罗斯出口减少，南巴西当前榨季库存增量不大，且下榨季存减产驱动，国际市场需要接近上榨季出口量的印度糖补充。在此预期下，国际糖价在印度出口补贴价附近的 14 美分/磅附近存支撑，上方高度依赖南巴西天气、汇率、原油价格带动，有望上冲至 17 美分/磅。不过，21/22 榨季北半球大部分主产国存增产/丰产预期，消化完南巴西减产后，市场将开始交易北半球增产题材，关注三季度降雨情况，价格存回落风险。

国内食糖市场正经历 2020 年四季度进口大增、糖浆维持高位阶段性利空，国产糖去库受阻，期货、现货价格承压。但就平衡表来看，期末库存增量仅 40 万吨，对于 1510 万吨消费量而言，影响不明显，差异较大的是进口节奏提前，令库存出现先偏高后下降趋于正常趋势。与此同时，随着外盘上涨，进口成本提升，意味着后期流入市

场的加工糖成本增加，压力逐渐减轻。由于预期进口政策仅是放松，配额外进口成本底难以触及，但可提升价格顶。因此，以本榨季综合成本 5084 元/吨评估，供求略宽松下盘面价格底部处于 4930 元/吨，供求略偏紧下盘面价格顶部处于 5693 元/吨。节奏上，节前采购助推、低温灾害担忧增加，叠加许可发放暂缓，春节前受资金驱动，盘面上行驱动较强，目标价位 5350 元/吨，生产企业可根据自身成本情况，在期货上进行少量套保，或利用期权工具卖出看涨期权，增加经营利润。价差方面，考虑到当前负基差，且 9 月合约库存同比增量明显低于 5 月合约，可以关注 5/9 反套，目标-100 附近。下一轮趋势性行情的发动，或需等待 4 月降库存及外盘上涨驱动，若外盘达到 17 美分/磅，配额外进口成本将提升至 5400 元/吨上方，顶部处于逐步抬升过程。因基差出现大幅波动，增加贸易风险，贸易企业可利用期权工具卖出看跌期权，降低采购成本。

■ 免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券或期货的买卖出价或征价，据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布。如引用、刊发，须注明出处为中州期货公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

■ 联系我们

管理总部 200120

地址：上海市浦东新区民生路 1299 号丁香国际商业中心西楼 1502 室

Tel: 021-68395023

Email: zzzjb@zzfco.net

烟台营业部 264000

地址：烟台市芝罘区西关南街 2 号万达金融中心 20 层

Tel: 0535-6695733 传真: 0535-6692349

Email: zzyt@zzfco.net

青岛营业部 266071

地址：青岛市南京路 9 号联合大厦 19 层

Tel: 0532-85753103 传真: 0532-85753173

Email: zzqd@zzfco.net

临沂营业部 276004

地址：临沂市兰山区沂蒙路 454 号华泰(嘉锐)大厦 801

Tel: 0539-8053280 传真: 0539-8053280

Email: zzly@zzfco.net

大连营业部 116023

地址：大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座 2208 室

Tel: 0411-84806638 传真: 0411-84806338

济南营业部 250000

地址：济南市市中区阳光新路 67 号济南欧亚大观商都 A1-1105

Tel: 0531-83165837 传真: 0531-83165836

Email: zzjn@zzfco.net

广西分公司 116023

地址：广西南宁五象新区五象大道 403 号富雅国际金融中心 6512-6513 室

Tel: 0771-5505082 Email: zzgx@zzfco.net

烟台总部 264010

地址：山东省烟台市芝罘区万达金融中心 A 座 20 楼

Tel: 0535-6692646

Email: zzqh@zzfco.net

上海分公司 200120

上海市浦东新区民生路 1299 号丁香国际商业中心西楼 1503 室

Tel: 021-68580502 Email: zzsh@zzfco.net

沈阳营业部 110004

地址：沈阳市和平区三好街 100-4 号 702-704 室

Tel: 024-31258299 传真: 024-31258292

Email: zzsy@zzfco.net

烟台分公司 265701

地址：烟台市开发区长江路天马中心 1 号楼 23 层 2301 号房

Tel: 0535-2169566 传真: 0535-2169566

Email: zzlk@zzfco.net

江苏分公司 210019

地址：南京市建邺区兴隆大街 188-1 号

Tel: 025-66687725

Email: zzjsu@zzfco.net

华中分公司 430000

地址：武汉市江汉区中央商务区泛海国际 SOHO 城第 3、4、6 幢 4 号楼 9 层 7 号

Tel: 027-83555585

Email: zzhz@zzfco.net

宜昌分公司 443000

地址：宜昌市伍家岗区新外盘商业中心楼 000301-01

Tel: 0717-6229585

Email: zzyc@zzfco.net