

# 新湖农产（白糖）2024 年报

牛熊转变之路，2023 又回到最初的起点，2024 曲折向前

## 一、2023 年年度行情回顾

### 1、国际市场：ICE 原糖一路上涨，涨至 28 美分/磅后迎来暴跌洗礼

2023 年，国际原糖一路从 18.82 美分/磅上涨至最高达到 28.14 美分/磅，年底暴跌回归 21 美分/磅一线。

国际原糖全年走势可以分为两个部分来看。

第一部分，2023 年一、二季度，国际原糖期货主力合约从 18.82 美分/磅上涨至 26.83 美分/磅，最后回落至 21.88 美分/磅。一季度，正值巴西 22/23 榨季停机时期，北半球各主产国均有供应紧张消息流出，共同导致了短期内国际贸易流偏紧的市场预期，国际原糖偏强整理。二季度开始，国际原糖开启一轮暴涨，印度再次炒作减产消息，叠加巴西恢复征收乙醇联邦税消息影响，为原糖期价注入上行动力。巴西新季食糖开榨后，由于巴西前期集中降雨以及两大港口吞吐量有限造成的出口瓶颈问题，全球食糖贸易流持续偏紧，ICE 原糖期货主力合约突破 26 美分/磅。6 月，两次银行暴雷事件导致大宗市场悲观情绪蔓延，虽然糖价受宏观影响较其他商品表现滞后，并没有出现大幅波动，但是相对偏鹰派的加息模式引发市场担忧，原油走弱带动国际糖价下行，两轮下跌刺激需求国买船，但是原白价差收敛和欧洲国家央行的加息行为导致需求国进口量依然偏低，原糖失去支撑，表现疲软，回落至 21.88 美分/磅。

第二部分，2023 年三、四季度，国际原糖期货主力合约再次上冲至 28.14 美分/磅，于四季度末迎来暴跌洗礼。三季度，由于 6 月国际原糖大跌刺激了需求国买船，带动 ICE 原糖糖价回归 21-25 美分/磅区间，巴西 23/24 榨季进入高峰生产阶段，但随后北半球进入停榨期，整体来看国际食糖贸易流依然偏紧。四季度初，进入北半球 23/24 榨季后，印度和泰国新季产量偏低的预期再次带动国际糖价上涨，ICE 原糖 10 合约出现逼仓，同时受印度炒作新季超低产量和国际原油暴涨暴跌的影响，国际原糖上冲至 25-28 美分/磅区间后高位整理，最终在北半球利多消息消化后暴跌至 21 美分/磅一线。

图 1：ICE 原糖期货主力合约 2023 年盘面走势



来源：文华财经 新湖研究所

## 2、国内市场：上半年郑糖在原糖带动下上涨，下半年筑顶回落

2023 年，国内郑糖期货主力合约在原糖带动下，主连合约从 5591 元/吨上涨至最高达到 7202 元/吨，三次筑顶超过 7000 元/吨，四季度末在原糖的暴跌下，郑糖期货主力合约回落至 6200 元/吨一线。

国内郑糖全年走势可以分为三部分来看。

第一部分，国内白糖 22/23 榨季后半部分，即一、二季度。一季度，春节期间，国际原糖在原油的带动下上涨，国内郑糖年后直接高开 150 点，宣告糖价上升期的到来，在广西糖 22/23 榨季大幅减产的影响下，国内糖价持续上涨，期间，虽然经历了发改委约谈有关部门及糖企、07/09 合约调高保证金这些政策性事件影响，但国内供需偏紧的事实促使郑糖盘面持续上涨至 7202 元/吨，随后在宏观不稳定和原糖大跌带动的双重作用下，郑糖主连合约深度回调至 6606 元/吨。

第二部分，国内白糖 22/23 榨季停机期至 23/24 榨季开始前，即三季度至四季度初。虽然国际原糖大跌，但国内食糖市场供需偏紧的基本面支撑国内糖价表现相对稳定，由于前两个季度国际原糖始终处于高位，加工糖厂无法点价，三季度国际原糖大跌至 22-25 美分/磅区间后，不少国内加工糖厂进行点价，带动国内糖价重心上移。此时国内处于停机阶段，虽然消费尚未见到明显好转，但低库存支撑糖价，四季度初国内白糖 22/23 榨季最后一个月，国际原糖大幅拉涨至 28 美分/磅一线，国内糖基差达到近 1000 元/吨，在 09 合约交割的影响下，盘面持续拉涨至 7131 元/吨。情绪释放后，在新高的压力和抛储的影响下，郑糖回调至 6800 元/吨。

第三部分，国内白糖 23/24 榨季伊始，即四季度。广西糖未开榨前，印度持续炒作减产问题，国际原糖居高不下，带动国内郑糖重回 7000 元/吨一线，但是随着广西糖开榨进程推进，糖厂高位套保影响下，郑糖上方压力激增，现货端抛售带动现货价格快速回落。受新季食糖产量预期大幅增加和进口糖大量到港的双重影响，郑糖承压偏弱运行，但受原糖支撑，糖价始终在 6750-6950 元/吨区间内波动。直到原糖高位崩塌，郑糖破位下跌，主连合约一度跌至 6159 元/吨，临近新季食糖生产完税成本线。

图 2：国内白糖期货主力合约 2023 年盘面走势



来源：文华财经 新湖研究所

## 二、 国内外食糖供需情况

### 1. 厄尔尼诺天气影响

根据美国大气海洋局气候预测中心（CPC）在 2023 年 12 月 18 日的最新报告，整个太平洋中部和东部的赤道海表温度（SST）高于平均值，Niño 3.4 的数值达到 2.0，Niño 4 的数值达到了 1.4，连续 5 个月超过标准值，中等强度的厄尔尼诺现象已经形成，预计此次厄尔尼诺现象有 60% 的可能性将持续到 2024 年 4 月至 6 月。

厄尔尼诺对甘蔗产区的影响如下：

巴西：厄尔尼诺现象主要影响的是南美西海岸地区，因此巴西南北受到的影响并不同，巴西北部及东北地区将会出现降雨减少的情况，但温度会大幅上升，甚至出现干旱；而巴西南部地区则有可能出现暴雨甚至洪涝灾害，气温偏低。

印度：在厄尔尼诺发生年份里，由于沃克环流异常，印度夏季风减弱，季风雨向南偏移，从而造成印度中部、中南部和南部降雨明显增多，但是北部缺少季风则会面临高温少雨甚至干旱的情况。

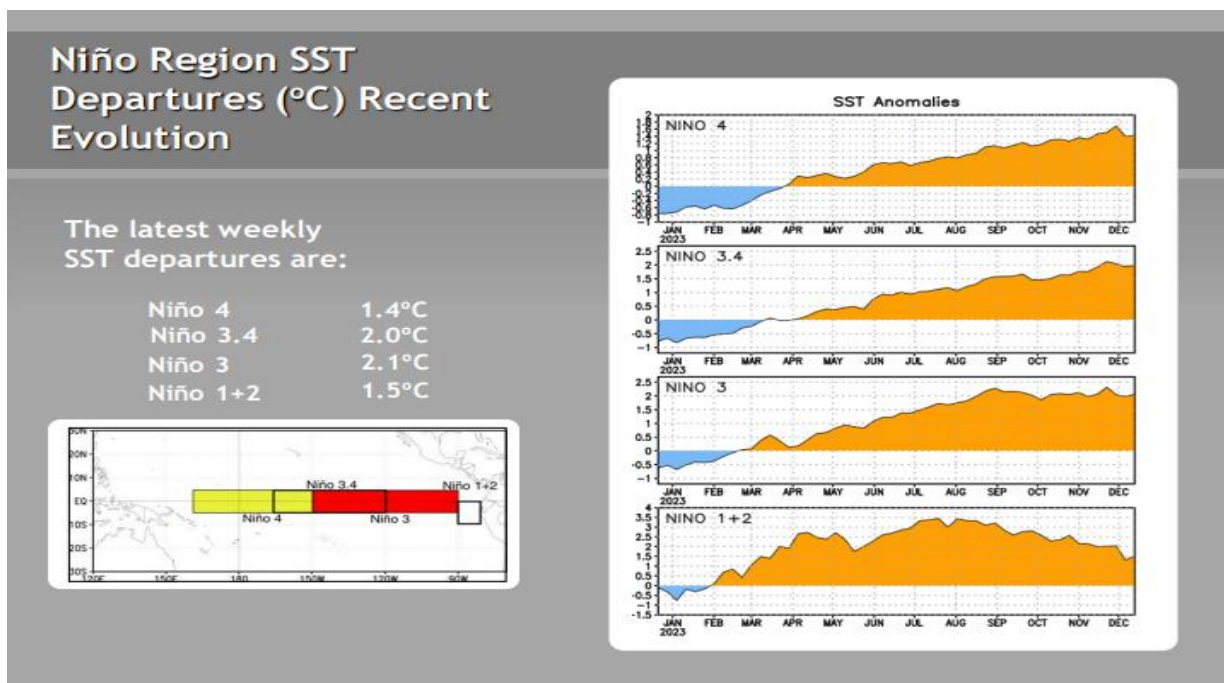
泰国：厄尔尼诺现象的变化会严重影响泰国季风降雨的变化，导致几乎泰国全境的气候都持久干旱，可能会给泰国带来非常严重的水危机，甚至出现火灾。

中国：当厄尔尼诺发生时，我国夏季南方雨水偏多，甚至出现洪涝；北方大部少雨偏干，甚至出现干旱；长江中下游地区多雨但雨季大多推迟。等到秋季时，我国降水南多北少，北方部分地区容易出现夏秋连旱的情况。

根据以往厄尔尼诺事件对全球食糖产量的影响规律来看，厄尔尼诺现象通常发生于秋季，结束于两年后的春季，将会导致发生后的两个榨季内全球食糖产量偏低，根据往年数据来看，均低于 1.8 亿万吨。通过研究我们发现，23/24 榨季处于厄尔尼诺的开始阶段，甘蔗受到的影响并不是非常大，但是如果此次厄尔尼诺强度较大，则会对 23/24 榨季食糖产量产生影响。同时，如果此次厄尔尼诺持续时间超过一个榨季，或导致 24/25 榨季全球食糖产量进一步下降。

目前来看，虽然厄尔尼诺已经宣告形成，但是对 23/24 榨季甘蔗生长的负面影响并不明显。

图 3：美国大气海洋局气候预测中心对厄尔尼诺预测



来源：CPC 新湖研究所

## 2. 国际食糖供需情况：23/24 榨季前半段维持紧平衡，后半段有转松趋势

按照主要食糖生产地区来看，当前处于南半球 23/24 榨季中后期和北半球 23/24 榨季初期，巴西食糖本榨季（23 年 4 月-24 年 3 月）产量或将超预期增产至 4600 万吨级，预计巴西下一榨季（24 年 4 月-25 年 3 月）持续增产，北半球食糖正处于本榨季（23 年 10 月-24 年 9 月）上量初期，预计中国 23/24 榨季食糖产量或达到 1000 万吨，印度 23/24 榨季食糖产量或达到 3100 万吨，泰国 23/24 榨季食糖产量或达到 920 万吨，欧盟 23/24 榨季食糖产量或达到 1650 万吨。

由于印度和泰国存在较大的减产预期，预计 23/24 榨季（23 年 10 月-24 年 9 月）前半段全球食糖供需维持紧平衡，在巴西连续两个榨季（23 年 4 月-25 年 3 月）增产的情况下，预计全球食糖 23/24 榨季（23 年 10 月-24 年 9 月）后半段供需格局将会转松。



图 4：全球食糖供需差预期

全球食糖产量预期												
(万吨)	15/16	16/17	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24 E (正常天气)	23/24 E (中等厄尔尼诺)	23/24 E (强厄尔尼诺)	24/25 E (假设厄尔尼诺现象于 2024年二季度结束)
中国	870.19	928.82	1031.04	1076.04	1041.51	1067.06	956.00	897.00	1000	960	920	1000
巴西中南部	3519.39	4053.37	4043.79	3040.79	2960.6	4205	3206.37	3372.80	4100	4000	3750	4200
印度	2512.5	2028.5	3247.9	3316.2	2741.1	3119.2	3600.00	3280.00	3150	3000	2900	3000
泰国	974.3	974.3	1471	1458.1	829.4	758.7	1023	1102.23	920	860	820	900
欧盟	1562	1562	2264	1927	1879	1472	1651	1547	1650	1650	1600	1650
全球	17424	18035	20458	19254	17530	17986	18118	17728	17950	17900	17800	18000
全球食糖需求预期												
全球	18138	18431	18551	18726	18207	17180	17637	17600	17900	17900	17900	17900
全球食糖供需差预期												
全球	-714	-396	1907	528	-677	806	481	128	50	0	-100	100

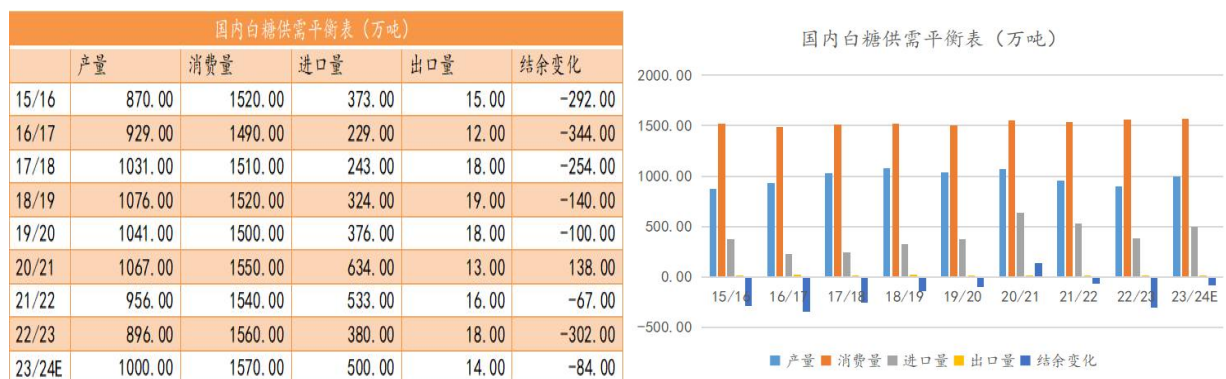
来源：中国糖业协会 ISMA UNICA 同花顺 新湖研究所

### 3. 国内食糖供需：供应增加，23/24 榨季紧平衡转向宽松

22/23 榨季：全国共生产食糖 897 万吨，同比减少 59 万吨，累计销售食糖 738 万吨，同比增加 62 万吨；累计销糖率 82.3%，同比加快 11.5 个百分点。

23/24 榨季：新季甘蔗生长阶段，国内天气较好，风调雨顺，预计广西增产幅度达到 15%—20%，云南新季产量或与旧榨季持平，北方甜菜糖产量或与旧榨季持平或小幅下滑。预计全国共生产食糖 950—1000 万吨。

图 5：国内白糖供需平衡表



来源：同花顺 新湖研究所

### 三、 基本面分析

#### 1. 国际市场——南半球：巴西

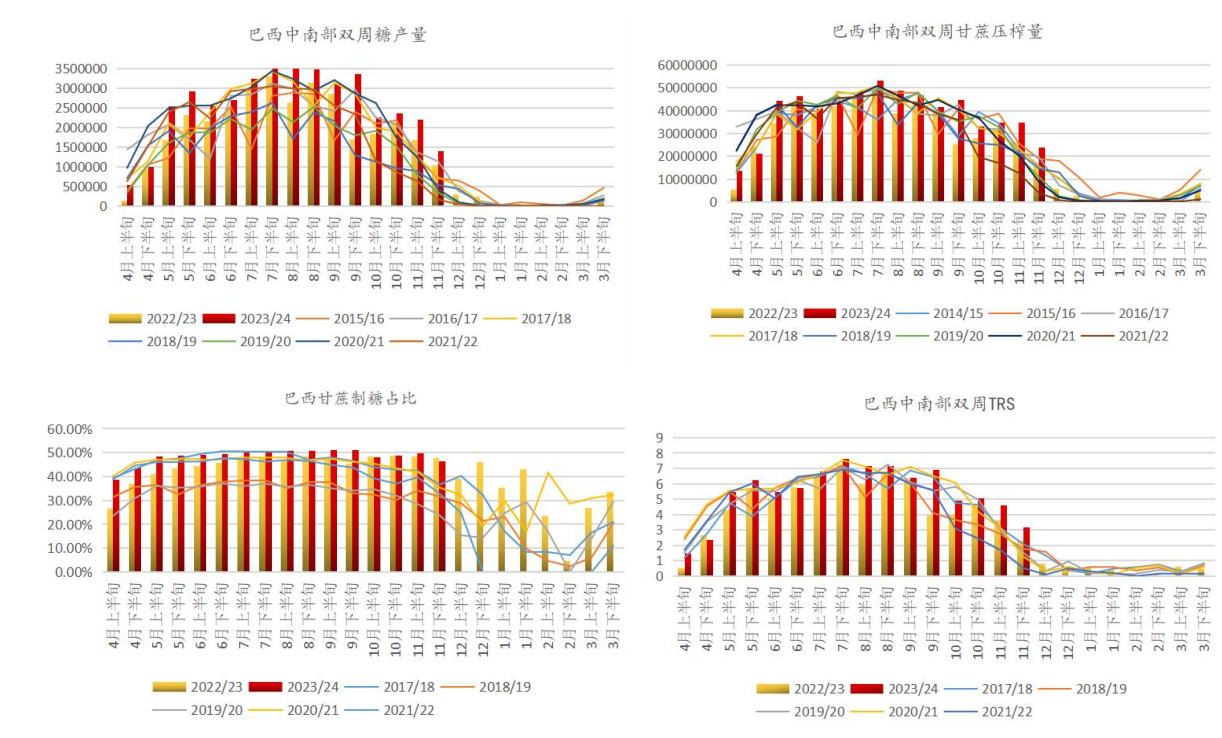
##### 1.1 巴西 23/24 榨季甘蔗入榨量明显增加，食糖产量预估提高

巴西 23/24 榨季甘蔗入榨量明显增加，榨季初期（4 月末至 6 月）巴西产区雨水充足，月降雨量均在合理范围内，有利于甘蔗生长伸长，因此甘蔗可入榨量有所增加，但甘蔗含糖量稍显偏低。7、8 月，巴西天气相对干燥，时值巴西食糖压榨高峰期，糖厂赶工压榨，甘蔗压榨量持续位于高位。9 月后巴西甘蔗压榨量保持稳定。

根据 UNICA 最新数据显示，巴西 23/24 榨季截至 11 月上旬，巴西中南部地区甘蔗入榨量达到 59540 万吨，同比上升 14.99%，产糖量达到 3941.2 万吨，同比增长 23.10%。

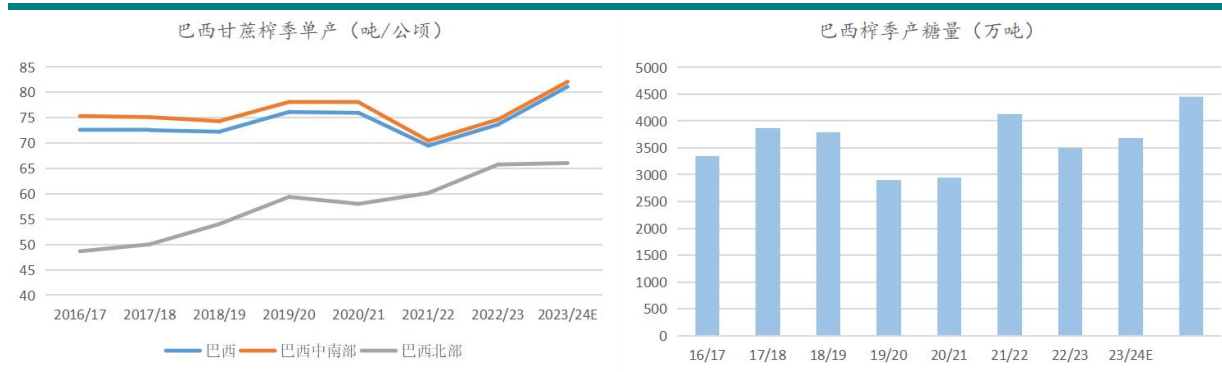
巴西国家商品供应公司（Conab）的最新蔗糖产业报告（11 月）中将巴西 23/24 榨季食糖产量预估调整到 4600 万吨级别，报告中预计巴西全境 23/24 榨季甘蔗种植面积将达到 835 万公顷，巴西甘蔗入榨量将刷新记录，或达到 6.776 亿吨，同比增加 10.9%，其中，巴西中南部地区 23/24 榨季甘蔗产量预计达到 6.1408 亿吨，同比增加 11.6%。预计巴西全境 23/24 榨季食糖产量达到 4688 万吨，同比增加 27.4%，甘蔗制乙醇产量预计达到 279.9 亿公升。这是目前市场上可以看到的巴西食糖新季产量预期中的最高值，考虑到 2024 年二季度之前仍然存在中度厄尔尼诺气候威胁，我们暂且将巴西 23/24 榨季食糖产量预估调整到 4450 万吨，后市需要观测巴西甘蔗含糖变化以及糖厂制糖意愿变化。

图 6：巴西最新双周糖产相关数据



来源：UNICA 新湖研究所

图 7：巴西甘蔗榨季单产、巴西榨季产糖量



来源：巴西农业部 新湖研究所

## 1.2 巴西糖厂制糖意愿持续偏高

根据 UNICA 的数据，巴西糖厂 23/24 榨季制糖比较前季明显提高，和近 20 年巴西糖厂制糖比横向比较来看，本榨季巴西糖厂的制糖意愿非常高，可以对标 11/12 榨季。2023 年 7 月至 9 月，巴西糖厂连续三个月将制糖比控制在 50% 以上。



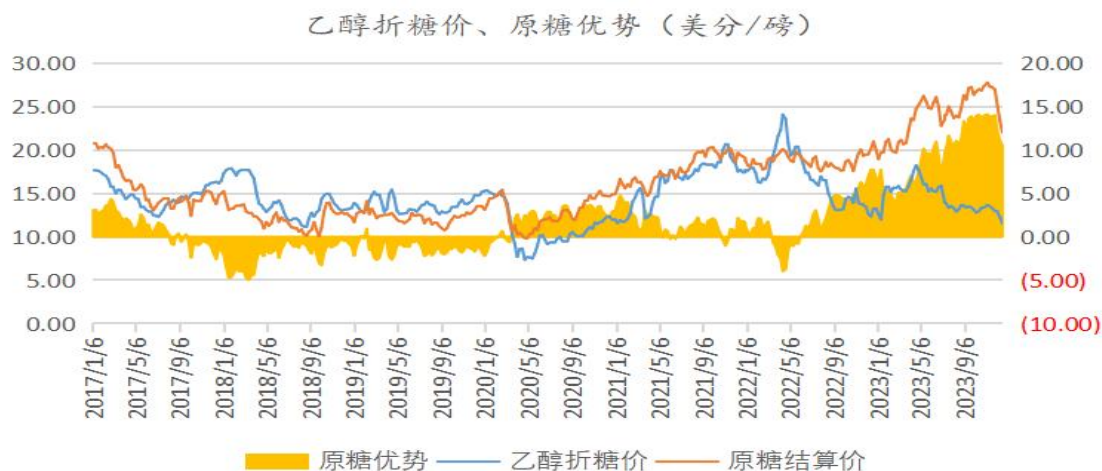
究其原因，最重要的原因是利润驱动，由于国际糖价连续三个榨季涨价，2023 年巴西原糖优势维持在 10 美分/磅以上，巴西糖厂制糖意愿强烈。

第二点需要考虑巴西乙醇糖传导机制，虽然巴西于年初 3 月恢复征收乙醇联邦税，并调整州税—燃料商品与服务流通税（ICMS）的上限，乙醇折糖价格在二季度初有所提高，但是随着 5 月中巴西国家石油公司（Petrobras）宣布对其炼油厂销售的汽油和柴油等燃料采取新的定价策略，以取代自 2016 年开始执行的与国际市场油价挂钩政策，结束了巴西数年来以美元结算的燃料进口平价策略的强制性从属地位，不过国际原油价格依旧对巴西油价产生正向影响，同时巴西国家石油公司宣布于下调汽油、柴油以及民用天然气价格，圣保罗地区醇油比从 0.7,6 跌至 0.62，使得巴西含水乙醇折原糖价格跌至 14.98 美分/磅的 7 个月最低水平，乙醇和糖之间的价差扩大至 12 年来最高水平。

第三点则需要考虑玉米制乙醇的一些变化，2023 年巴西玉米创纪录丰产，玉米价格走低，玉米制乙醇的成本较甘蔗制乙醇的成本更低，23/24 榨季以来巴西玉米乙醇产量达到 40.5 亿升，同比增长 41.98%，巴西的玉米制乙醇市场占比在逐年增大。巴西 22/23 榨季乙醇销售量同比增长了 5.25%，23/24 榨季乙醇销售量也有所增加，巴西中南部地区 11 月单月乙醇销售量同比增加幅度达到 16.1%。可以说，巴西生产乙醇的意愿并不低，但是相较于甘蔗制乙醇，我们认为后期巴西会选择继续增加玉米制乙醇的份额。在这种情况下，巴西糖厂在乙醇和食糖之间的选择，我们认为会更倾向于后者。

后市来看，目前国际原糖回落至 21 美分/磅一线，但是乙醇与原糖之间的价差仍然维持在 10 美分/磅左右，截至 12 月 15 日，巴西乙醇折糖价格约 11.53 美分/磅，ICE 原糖结算价 21.99 美分/磅，原糖较乙醇折糖有优势约 10.46 美分/磅。按照我们的预期 2024 年国际原油价格或维持 70-90 美元/桶宽幅震荡，和 2023 年的波动区间大致相符，如果巴西不调整国内油价政策，预计巴西 2024 年乙醇折糖价格波动区间将在 11—17 美分/磅，原糖优势仍然存在空间，预计巴西糖厂将会继续偏向制糖，但是制糖比将根据原糖回落幅度进行调整。

图 8：巴西乙醇折糖价、原糖优势



来源：UNICA ANP 钢联数据 新湖研究所

图 9：巴西榨季制糖比、巴西雷亚尔汇率、圣保罗地区周度醇油比价、巴西中南部乙醇月度销量



来源：UNICA Conab 新湖研究所

### 1.3 政策推动巴西糖产业稳步发展，巴西增产之路尚在开端

巴西中南部地区通常会在 11 月 20 日之前停止生产，存在一到两个月的休榨期，但是由于 23/24 榨季巴西甘蔗产量大幅增加，糖厂超负荷生产也不能完成压榨进度，所以部分糖厂选择尽可能延长生产周期。

在这种情况下，一些糖厂进行了产线调整，以便在 2024 年和 2025 年扩大食糖生产能力，据悉，24/25 榨季巴西中南部糖厂的年产能可能将会增加 400 万吨。

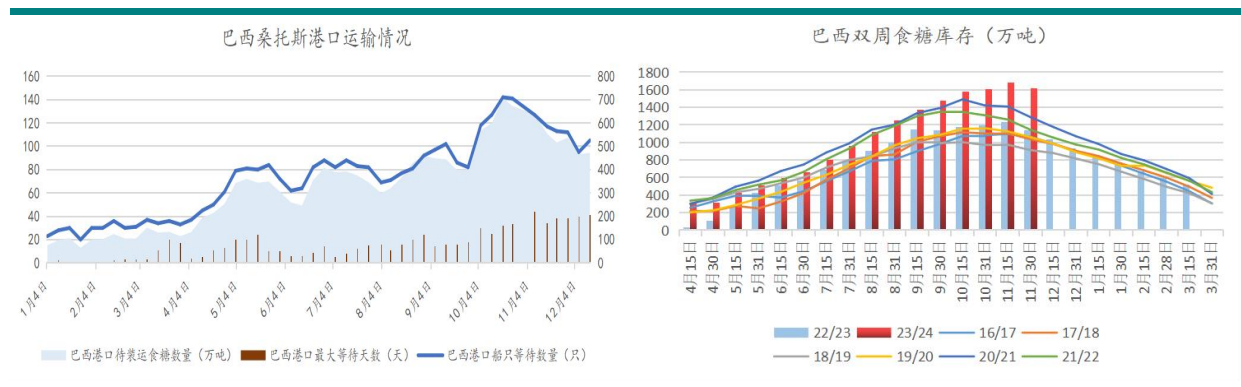
### 1.4 巴西食糖出口增加，关注港口及运输问题

随着巴西食糖超量生产，巴西糖出口量也在增加。但考虑到巴西大豆、玉米和食糖的出口周期类似，同时出口的话存在一定的堵港威胁，2023 年巴西桑托斯港的压力剧增，如果巴西糖不能顺利外运，将会造成巴西糖在其国内累库。

据悉，中粮国际于 2022 年 3 月获得 STS11 粮食专用码头的二十五年特许经营权，升级和扩建后，该码头将于 2025 年初开始运营，到 2026 年初达到最大产能，成为桑托斯港最大码头之一。届时，中粮国际在桑托斯港的年中转能力将从目前的 300 万吨增长到 1400 万吨。同时，DP World 将投资 2 亿美元用于桑托斯港的扩建和现代化项目，2024 年完工后，桑托斯港的年吞吐量将从目前的 120 万吨提高到 140 万吨，码头面积扩大 17%。

后期桑托斯港还将迎来其他的基建投资，或有效改善桑托斯港口的的外运能力。

图 10：巴西桑托斯港口情况、巴西双周食糖库存



来源：巴西农业部 Williams 新湖研究所

## 2. 国际市场——北半球：印度

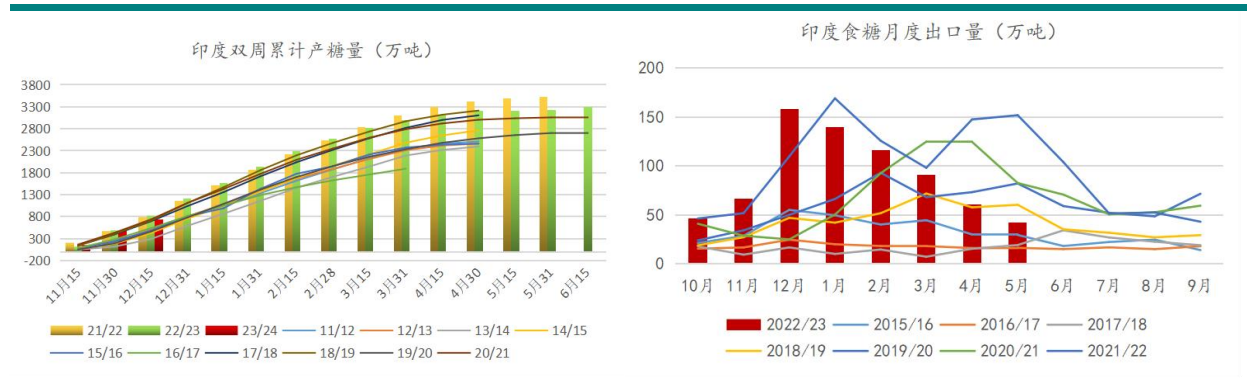
### 2.1 印度食糖产量预估同比下降，引发出口担忧

北方邦糖厂于10月份首先开始压榨，卡邦和马邦在11月1日开启榨季。由于8月印度产区比较干旱，甘蔗长势一般，今年印度部分糖厂推迟开榨。

印度糖厂协会（ISMA）公布的数据显示，2023/24榨季截至12月15日，印度食糖产量为740.5万吨，同比减少89万吨，降幅10.7%；已开榨糖厂数量为497家，与去年同期相近。其中，马邦和卡邦的糖厂开榨时间同比去年推迟10—15天。根据ISMA的数据，2023/24榨季截至12月15日，北方邦的食糖产量比去年增加了近21万吨，达到221.1万吨；而马邦食糖产量为244.5万吨，同比减少85.7万吨，降幅达到26%。

印度糖业协会（ISMA）最新报告表示，预计印度在10月日开始的2023—2024市场年度糖产量将达到3250万吨，预计2023—24年度糖消费量将达到2850万吨，剩余可供出口食糖量约400万吨。

图 11：印度双周产数据、印度食糖月度出口量



来源：ISMA 新湖研究所

### 2.2 印度 E20 计划变动，或增加食糖产量

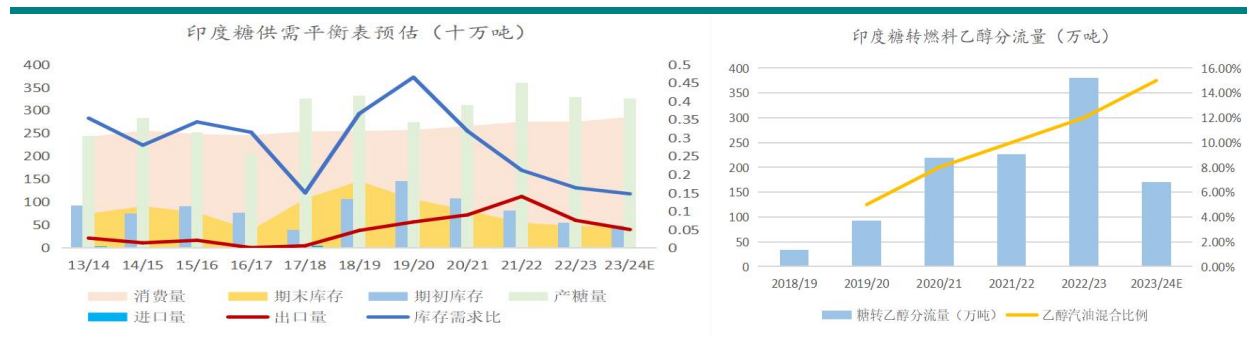
2022年5月18日，印度联邦内阁正式批准了《国家生物燃料政策》（NBP）修正案。2023年度，在印度推行的乙醇混合汽油中，乙醇所占比例均值约为12%。印度计划2025年之前实现E20目标，即印度燃料乙醇混合率将从2023年的12%增加到2025年的20%。如果印度按照之前的主流生产工艺，有三类原料可以生产乙醇，分别是甘蔗汁、B重糖蜜和C重糖蜜。

此前印度糖厂协会 ISMA 对新季食糖产量的预估是 2900 万吨，可供出口食糖仅剩下约 100 万吨，面对当时高于 24 美分/磅的国际糖价，印度官方于 12 月初公告表示不再允许糖厂使用甘蔗汁制造乙醇，但是仍旧允许以 B 重和 C 重糖蜜生产乙醇，这种情况下，预计印度 23/24 榨季将在 2900 万吨预估食糖产量的基础上增加 200-250 万吨食糖产量，新季食糖产量或达到 3100 万吨左右。可供出口食糖量或增加至 350 万吨。

12 月末，由于印度乙醇业抗议禁止甘蔗汁或糖浆生产乙醇的举措，印度食品部、石油营销公司 (OMCs) 和其他相关公司制定了一项妥协方案，允许糖厂在 2023/24 榨季将甘蔗汁和糖蜜用于生产乙醇，上限为 170 万吨，而 2023/24 榨季为 380 万吨。印度糖转乙醇用量大幅减少，因此，ISMA 在十二月下旬的最新的预估报告中，将印度食糖产量预期调高至 3250 万吨。

印度 E20 计划的变动直接影响印度可供出口食糖量，后续随着国际糖价以及印度实际食糖产量的变化，预计印度还将继续修改 E20 计划细节。

图 12：印度食糖供需平衡表预估、印度糖转乙醇分流量计划表



来源：USDA ISMA 新湖研究所

## 2.3 利润至上，印度出口政策随糖价变动而改变

2009 年至 2023 年，印度出口政策变动近十次，无一例外都是受到食糖出口利润变化驱动。

纵观印度 22/23 榨季至今，

2022 年 11 月：印度宣布 22/23 榨季出口配额为 600 万吨，低于市场预期，糖价大幅反弹，推至高点。



2023 年 8 月：市场传出印度将于 2023/24 榨季禁止食糖出口消息，国际原糖止跌反弹。

2023 年 12 月初：印度官方公告表示不再允许糖厂使用甘蔗汁制造乙醇，但是仍旧允许以 B 重和 C 重糖蜜生产乙醇

2023 年 12 月末：允许糖厂在 2023/24 榨季将甘蔗汁和糖蜜用于生产乙醇，上限为 170 万吨。同时，国际糖价跌至 21 美分/磅一线，外媒报道印度今年的糖产量将 7 年来首次落后于消费量，印度可能从食糖出口国转为进口国（等待官方验证）。

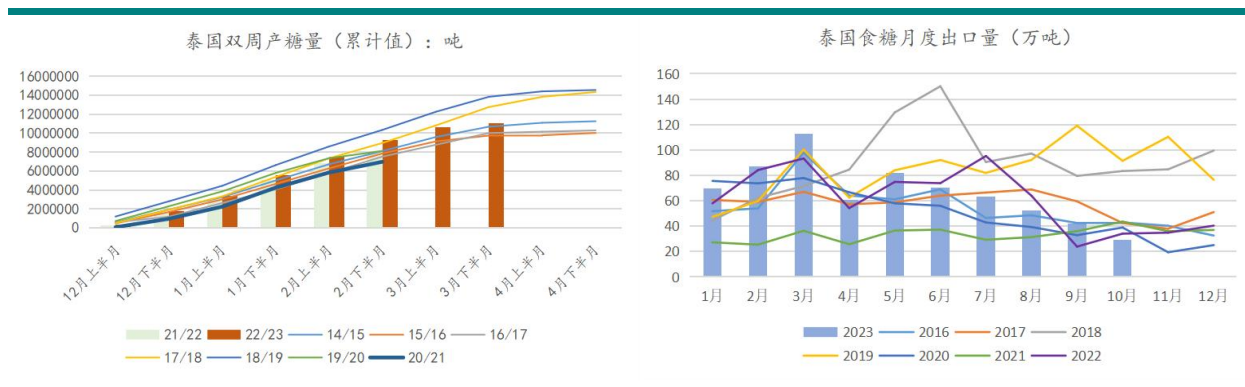
我们认为印度政策变化太快，中长期参考意义一般，仍应当以印度新季食糖实际产量为主要参考标准，并且需要考量原糖价格对印度食糖出口是否产生利润吸引。

### 3. 国际市场——北半球：泰国

泰国新季糖产量受威胁的主要原因来自天气和竞争作物，如果出现强厄尔尼诺现象，极端干旱天气或导致泰国新季单产下降，同时，木薯高昂的利润令蔗农从甘蔗转向种植木薯，导致甘蔗种植面积有所下降。原白糖价差的拉大，泰国精炼糖的比重不断加大，也会影响到泰国原糖出口量，关注后续泰国原糖升贴水变化。

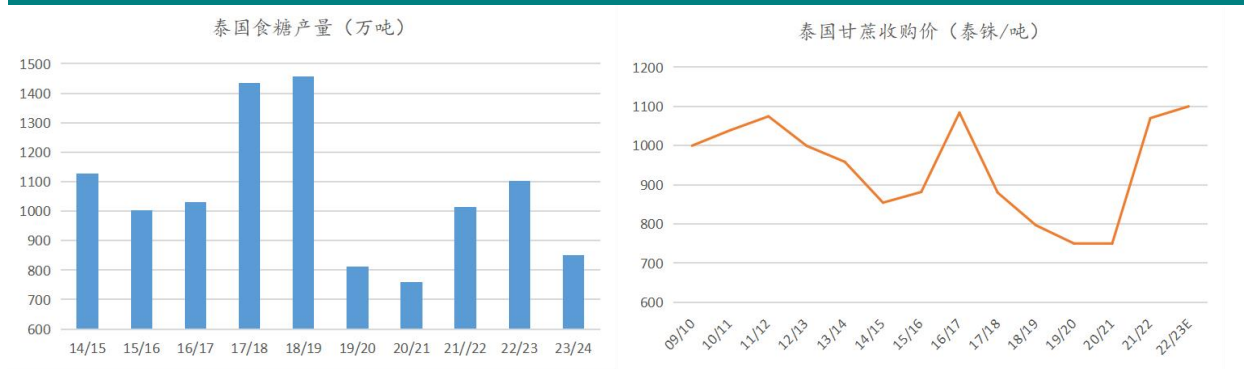
我们预计泰国 23/24 榨季的甘蔗入榨量在 7400—8400 万吨左右，产糖量或在 850—930 万吨左右。

图 13：泰国双周累积产量、食糖月度出口



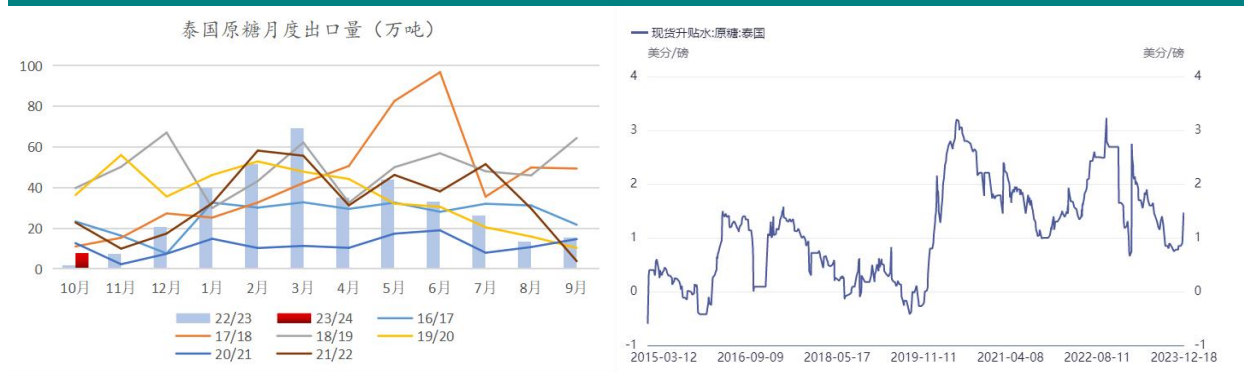
来源：OCSB 新湖研究所

图 14：泰国榨季食糖产量、泰国甘蔗收购价



来源：OCSB 新湖研究所

图 15：泰国原糖月度出口量、原糖现货升贴水



来源：OCSB 同花顺 新湖研究所

## 4. 国内市场

### 4.1 新季国内食糖或呈恢复性增产

- 国内白糖新季食糖产量或增加至 950—1000 万吨。
- 预计广西增产幅度达到 15%—20%，关注寒潮影响。
- 云南新季产量或与旧榨季持平。
- 甜菜糖产区新季食糖产量预计持平或小幅下滑。

图 16: 国内主要产区食糖产量

产区	21/22 榨季 (万吨)	22/23 榨季 (万吨)	23/24 榨季 E (万吨)
全国	956	897	950-1010
甘蔗糖	869	788	850-900
甜菜糖	86	108	100-110
广西	611.94	527.26	590-630
云南	194.13	201.1	200-205
新疆	33.75	45.58	50-55
内蒙	49	58.3	45-50

来源: 各地区糖协 新湖研究所

图 17: 国内食糖产销数据 (分榨季)

产销数据					
	产量	进口	销量	出口	工业库存
15/16	870.19	373	810.36	15	59.83
16/17	928.82	229	870.95	12	57.87
17/18	1031.04	243	985.88	18	45.16
18/19	1076.04	324	1040.63	19	35.41
19/20	1041.51	376	984.89	18	56.62
20/21	1067.06	634	961.78	13	104.86
21/22	956	533	867	16	89
22/23	897	389	853	16	44
23/24E	1000	450	900	16	100

来源: 中国糖业协会 新湖研究所

图 18：国内食糖 22/23 榨季——23/24 榨季月度供给基本面

供给						需求				库存	
		产量	进口	替代品进口	合计	国储轮抛	销量	出口	国储收	合计	工业库存
22/23	10 月	34	52	4.44	90.44		2	2		4	32
	11 月	51	73	6.62	130.62		13	2		15	70
	12 月	240	52	7.33	299.33		135	2		137	175
	1 月	241	57	14.82	312.82		87	1		88	329
	2 月	225	31		256		99	1		100	455
	3 月	81	7	16.23	104.23		101	1		102	435
	4 月	24	7	17.92	48.92		78	1		79	381
	5 月	1	4	14.54	19.54		110	1		111	272
	6 月	0	4	21.4	25.4	60	63	1		64	209
	7 月	0	11	19.33	30.33		50	1		51	159
	8 月	0	37	18.4	55.4		71	1		72	88
	9 月	0	54	17.58	71.58	40+12.67	44	2		46	44
	合计	897	389	158.61	1444.61	112.67	853	16		869	
23/24	结转										44
	10 月	37	92.48	16.55	146.03		12	1		11	25
	11 月	52	44		133		20	1		33	57

来源：新湖研究所

图 19：国内食糖 23/24 榨季生产成本

甘蔗收购价（元/吨）	510—540
出糖率	12%—13%
原料成本（元/吨）	3950—4150
辅料成本（肥料、打药）（元/吨）	100
机械成本（元/吨）	400
人工成本（元/吨）	130—150
销售成本（元/吨）	100
财务成本（元/吨）	195
其他管理费用（元/吨）	240
制糖成本（元/吨）	5115—5315
完税成本（元/吨）	5780—6005

来源：新湖研究所

图 20：国内食糖 23/24 榨季二次联动结算

白砂糖销售价格（元/吨）	联动加价（元/吨）	普通品种（元/吨）	高糖品种（元/吨）
6300	0	510	540
6400	6	516	546
6500	12	522	552
6600	18	528	558
6700	24	534	564
6800	30	540	570
6900	36	546	576
7000	42	552	582
7100	48	558	588
7200	54	564	594
7300	60	570	600
7400	66	576	606

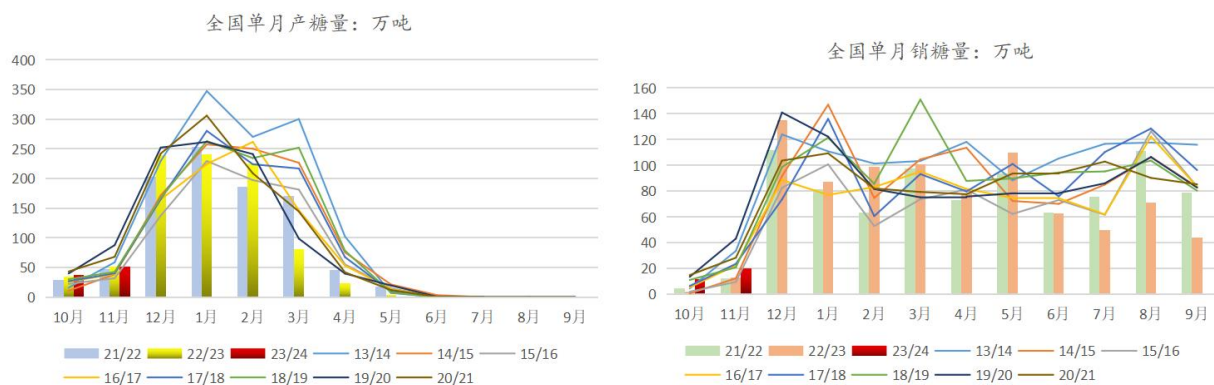
来源：新湖研究所

## 4.2 产销平衡与库存变动影响糖价节奏

22/23 榨季，全国工业结转库存仅为 44 万吨，属于历史第二低，但是高于预期。四季度至明年上半年，国内更重要的影响因素是库存变动情况如何，目前国内食糖生产上量，盘面承压，后期随着补库预期的到来，盘面反弹的可能性增加，库存的变动影响郑糖的节奏。

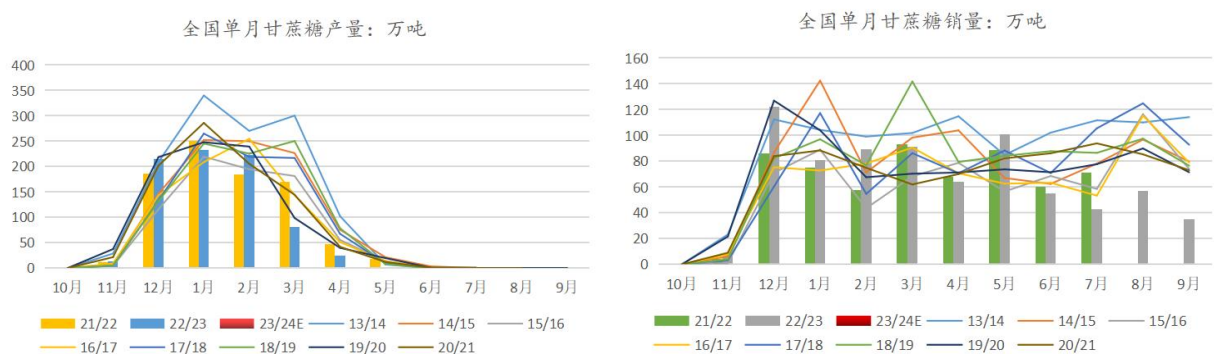


图 21：全国单月食糖产销量



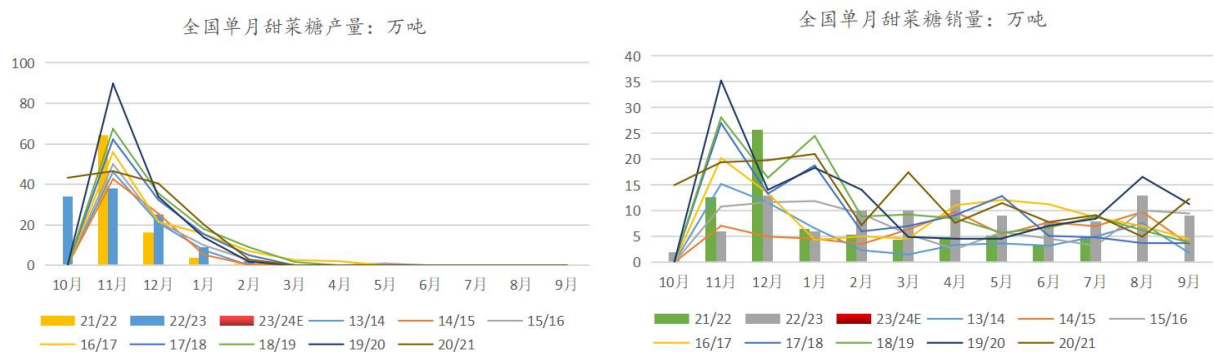
来源：中国糖业协会 新湖研究所

图 22：全国单月甘蔗糖产销量



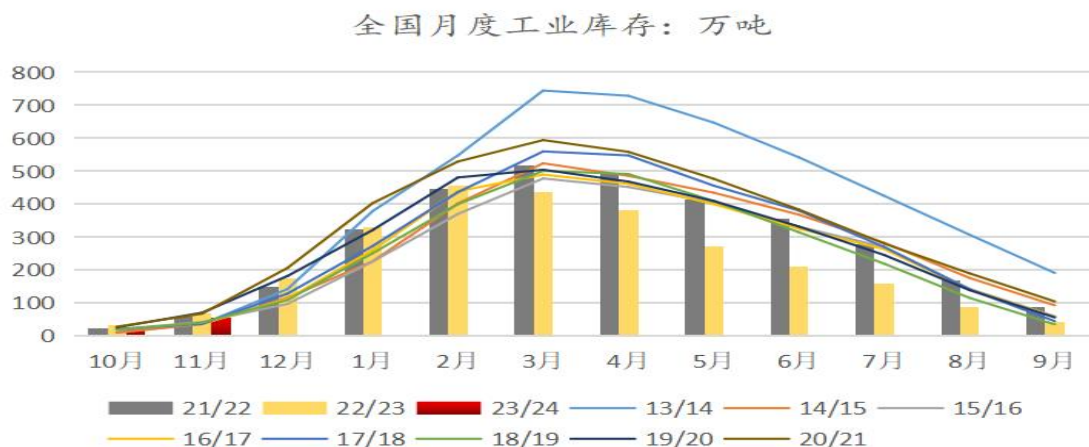
来源：中国糖业协会 新湖研究所

图 23：全国单月甜菜糖产销量



来源：中国糖业协会 新湖研究所

图 24：国内食糖库存变动



来源：中国糖业协会 新湖研究所

#### 4.3 配额外进口利润持续倒挂，关注国家进口政策变化

配额外进口利润持续倒挂，原糖暴跌之前，配额外进口窗口持续关闭，支撑国内郑糖维持高位。但现在国际原糖价格暴力下跌，给出进口空间。根据原糖结算价最新报价，配额外巴西糖加工完税估算成本为 5640 元/吨，配额外巴西糖加工完税估算成本为 7204 元/吨；配额外泰国糖加工完税估算成本为 5725 元/吨，配额外泰国糖加工完税估算成本为 7316 元/吨。

此前，10 合约交割时我国曾出现以特殊配额购买原糖约 150 万吨，大幅降低进口成本，但是尚不确定这批糖到港后是否流入国内市场，较大概率进入国储。目前，2023 年进口糖配额分配依旧是配额外 194.5 万吨和配额外 300 万吨。

如今国际原糖已经跌至 21 美分/磅一线，给出加工糖厂买船点价空间，关注国内是否买船。预计 2024 年国际原糖仍有继续向下的空间，或进一步缩小配额外进口利润倒挂。

图 25：食糖进口利润情况



来源：同花顺 新湖研究所

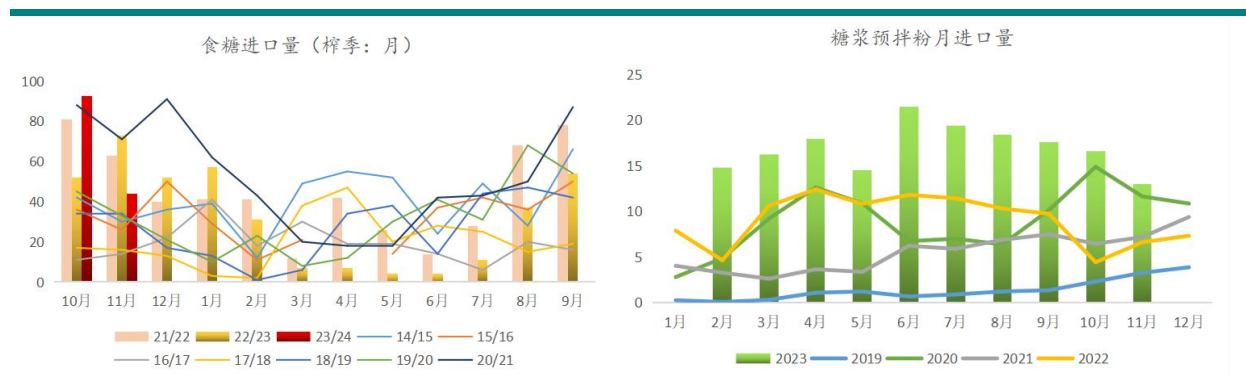
#### 4.4 替代品效应扩大，食糖终端消费一般

国内食糖需求端表现相对偏弱，历经三年疫情，国内食糖消费表现疲软，虽然年初由于疫情开放，整体食糖消费出现明显增量，但由于糖价在二三季度一路上涨，抑制了下游消费端的采购意愿，二三季度整体食糖消费不如一季度，下游采购随行就市，即用即买，并且在糖价高企的刺激下，下游消费端寻求替代品的意愿增强，淀粉糖的替代作用有所体现。

海关总署公布数据显示，2023 年糖浆预拌粉进口量远高于往年。

近期郑糖盘面大幅下挫，基差贸易商点价糖成交放量，但是市场走货情况一般，上游成交惨淡，关注基差糖消化后盘面是否出现反弹带动走货，关注春节备货期消费情况，如果节日备货期白糖消费依然不见起色，生产高峰期叠加旺季不旺影响将会造成国内食糖累库，后期更不利于市场走货。

图 26：食糖进口数据、糖浆预拌粉进口数据



来源：海关数据 新湖研究所

#### 4.5 现货价格变化带动盘面

- 现货价格引领盘面变化，制糖集团态度有所变化。上榨季末（9 月-10 月初）现货端大幅快速降价抛售陈糖，引发盘面下行，新榨季开榨后（11 月）现货市场走货情况一般，随行就市，现货基准价有所调低。12 月 19 日数据来看，广西白糖现货成交价为 6344 元/吨，下降 51 元/吨；广西制糖集团报价区间 6470-6690 元/吨，整体下调 20-30 元/吨；云南制糖集团报价区间为 6530-6580 元/吨，下调 20 元/吨；加工糖厂主流报价区间为 6680-7050 元/吨，报价下调 20-70 元/吨。

- 2023 年年初至年末，22/23 榨季基差大幅走扩，23/24 榨季初基差快速收敛。预计 2024 年基差将继续收敛。

图 27：白糖仓单、现货基差



来源：同花顺 新湖研究所

## 四、 逻辑点梳理及风险提示

2024 年，我们需要注意以下逻辑点：

1. 基本面变化是否跟上盘面变化脚步：虽然内外糖盘面在年末最后一个半月内暴跌下行，但是快速下行的结果更多的是受市场情绪和短期供需变化影响，实际基本面变化幅度并不大，产销预期仍需时间兑现，暴跌之后，糖价或进入整理阶段。

2. 巴西增产对原糖价格的影响有多大：巴西 23/24 榨季大幅增产的预期目前正在被市场逐渐消化，原糖盘面跌至 21 美分/磅一线，如果继续下跌，或导致巴西糖厂调整制糖比。因此，我们认为，巴西增产对原糖价格的短期影响一般，但是如果巴西 24/25 榨季继续大幅增产，则会给原糖糖价带来颠覆性的影响，或跌破印度出口平价（20 美分/磅），甚至存在寻底可能，下修空间或接近巴西乙醇折糖价格（13-14 美分/磅）。

3. 印度新季食糖出口政策变化影响国际糖价变动节奏：印度政策变动节奏很快，我们认为影响印度出口政策的根本是糖价变化，虽然印度每一次发布新政策后盘面都会作出反应，但是如果反复炒作同一话题，市场反应可能会延后。

4. 泰国食糖产量数据将在特定时间影响盘面：虽然目前市场对泰国糖 23/24 榨季减产的预期已经有所消化，但是东南亚地区甘蔗生长受气候影响的灵敏程度较高，目前厄尔尼诺现象预期将在 2024 年 4-6 月结束，2024 年二、三季度降雨量对泰国食糖 24/25 榨季食糖产量有影响，将会对 2024 年下半年糖价的走势作出一定指引。

5. 国内恢复性增产对新年度供需格局的影响：国内缺不缺糖是 2023 年的问题，2024 年我们面临的问题是恢复性增产下，产销平衡如何维持，2023 年食糖价格过高导致需求后移，年末糖价下跌之后能否刺激食糖消费，关注后续春节备货期市场走货情况，这将为 2024 年食糖产销平衡奠定一定基础。

6. 内外价差收敛程度：目前配额内进口利润已经出现，配额外进口利润仍然呈现倒挂，短期来看，如果国内加工糖厂在国际糖价低位买船，带动国内糖价小幅反弹，同时助力国际糖价止跌，将进一步缩小配额外进口利润倒挂幅度，长期来看，连续两个榨季的高昂糖价将催动全球产能扩大、种植意愿上升和替代概率增加，最终将改变食糖供需格局，内外糖价或将同步下行，内外价差在此过程中将走向回归。

7. 2024 年郑糖价格区间预期：根据国内食糖新季成本下沿支撑位和技术面压力位来看，我们预期 2024 年整体价格波动区间在 5800-6800 元/吨，如果成本线被打破，或将开启新一轮下跌通道（5800-5500 元/吨），走上去库存道路。



风险点提示：

1. 印度从食糖出口国转为进口国
2. 巴西食糖 24/25 榨季产量变化
3. 天气影响
4. 宏观风险
5. 国内食糖进口政策

## 五、 后市展望

2023 年终收官之际，国内外糖价重新回归年初起点。

2024 年，我们用“牛熊转变之路，曲折向前”寄托我们对未来一年郑糖走势的期待。

短期来看，国际原糖方面，南半球关注圣诞假期后巴西糖出口力度，国际需求或对原糖价格产生一定支撑，北半球关注印度出口政策变化，关注印度话题炒作是否能够让原糖“起死回生”。国内方面，临近节日备货期，补库需求或带动盘面有所反弹，市场将验证食糖消费是否有救，但是目前处于国内食糖生产上量期，预计反弹力度一般。

中期来看，4 月之前关注北半球食糖产量变化，继续去伪存真之路。4 月之后关注巴西下一榨季增产幅度能否将糖价“拍在岸上”。

长期来看，我们一直相信的是，从农产品角度来看，产业供需格局存在一定的时间变化，长时间高昂的糖价将催动全球产能扩大、种植意愿上升和替代概率增加，最终将改变食糖供需格局，无论是从产业或是个人投资者的判断角度，最终都要回归生产端。牛熊转变之路虽然曲折，但是长线主逻辑维持逢高布空不变。

最后，祝各位读者新的一年继续在甜蜜事业中感受美好！

撰稿人：新湖农产品组

陈燕杰

执业资格号：F3024535

投资咨询号：Z0012135

孙昭君

执业资格号：F3047243

投资咨询号：Z0015503

电话：0411-84807839

审核人：刘英杰

撰写日期：2023 年 12 月 20 日

## 免责声明：

本报告由新湖期货股份有限公司（以下简称新湖期货，投资咨询业务许可证号32090000）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其他法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于新湖期货。未经新湖期货事先书面授权许可，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，须注明出处为新湖期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本报告的信息均来源于公开资料和/或调研资料，所载的全部内容及观点公正，但不保证其内容的准确性和完整性。投资者不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是新湖期货在最初发表本报告日期当日的判断，新湖期货可发出其他与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新湖期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知更新情况。新湖期货不对因投资者使用本报告而导致的损失负任何责任。新湖期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于投资者，新湖期货建议投资者独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计、税务建议或担保任何内容适合投资者，本报告不构成给予投资者投资咨询建议。研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。