

白糖半年报

2024 年 7 月 27 日

研究员：黄莹

期货从业证号：

F03111919

投资咨询证号：

Z0018607

联系方式：

✉:huangying_qh1@chinastock
.com.cn

郑糖 9-1 正套逻辑分析及策略回顾

第一部分 前言概要

策略回顾：

(1) 五一假期前我们就分别在早盘观察、日报及月报中推荐 9-1 正套，截至 2024 年 5 月 9 日收盘，9-1 正套已走到 303 元/吨的价格，较 4 月 24 日-4 月 25 日推荐时的价位上涨 195 点左右，收益率 63.70%。

(2) 7 月初我们分别在早盘观察、日报及周报中推荐 9-1 正套，截至 2024 年 7 月 26 日收盘，9-1 正套已走到 XX 元/吨，较 7 月初推荐时的价位上涨 195 点左右，收益率 63.70%。

第二部分 基本面情况

一、5 月策略回顾及行情分析

五一假期前我们就分别在早盘、日报及月报中推荐 9-1 正套，截至 2024 年 5 月 9 日收盘，9-1 正套已走到 303 元/吨的价格，较 4 月 24 日-4 月 25 日推荐时的价位上涨 195 点左右，收益率 63.70%。

该策略构建的核心逻辑如下：

1) 对于 01 合约而言，国产糖在 24/25 榨季有继续增产的预期，市场普遍预计产量在 1100 万吨左右。

2) 对于 09 合约而言，对应的则是进口量不足的原因，一是现在库存处于同期偏低水平，二是假设之前进口糖大部分可能进国储，相当于实际没进口，年度缺口还是很大。目前来看，内外盘反复拉扯之后内外价差走缩，09 合约对应的进口不足问题或将有所缓解。

3) 外盘——海外巴西继续丰产，三季度预期偏过剩，原糖 10 合约也有压力。

二、7 月策略回顾及行情分析

产品种类：

汽油：巴西的汽油分为 A 类汽油（不含乙醇的纯汽油）和 C 类汽油（加入乙醇的混合汽油）。C 类汽油由 A 类汽油和无水乙醇按一定比例混合而成，混合比例由政府强制规定。

乙醇：巴西的乙醇分为无水乙醇和含水乙醇两种。无水乙醇主要用于汽油掺混，而含水

乙醇则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。

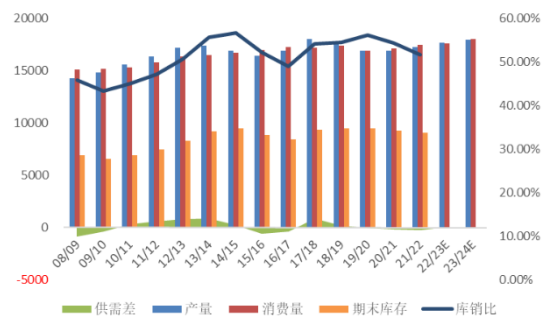
定价机制：

巴西国家石油公司（Petrobras）使用进口平价（PPI）燃料定价政策，将国内汽油价格和国际油价挂钩。这使得巴西的汽油价格相对市场化，能够反映国际油价的变化。

乙醇价格则受到多种因素的影响，包括原料成本、生产成本、市场需求等。乙醇和汽油之间的价格比（醇油比）是衡量两者性价比的重要指标。

图 3：ISO 对全球食糖供需格局的预估

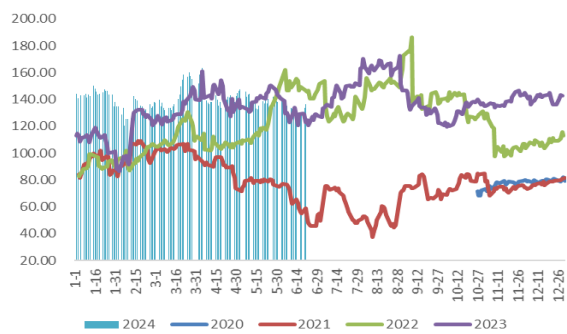
单位：万吨



数据来源：银河期货，ISO

图 4：原白糖主力合约价差

单位：美元/吨



数据来源：银河期货，ICE

三、巴西新榨季甘蔗压榨向好，关注天气风险对产量的影响

巴西 2024/25 榨季初期得益于干燥天气、甘蔗提前压榨，截至 4 月底，本榨季甘蔗压榨量及糖产都高于去年同期。5 月产量环比下滑显著，低于市场预期。5 月下半月，巴西中南部地区甘蔗入榨量为 4519.8 万吨，较去年同期的 4677.1 万吨减少了 157.3 万吨，同比降幅达 3.36%；甘蔗 ATR 为 129.85kg/吨，较去年同期的 134.95kg/吨下降了 5.1kg/吨；制糖比为 48.28%，较去年同期的 48.65%下降了 0.37%；产乙醇 21.18 亿升，较去年同期的 21.22 亿升下降了 0.04 亿升，同比降幅达 0.20%；产糖量为 270 万吨，较去年同期的 292.6 万吨下降了 22.6 万吨，同比降幅达 7.72%。2024/25 榨季截至 5 月下半月，巴西中南部地区累计入榨量为 14074.2 万吨，较去年同期的 12662 万吨增加了 1412.2 万吨，同比增幅达 11.15%；甘蔗 ATR 为 122.07kg/吨，较去年同期的 124.46kg/吨下降了 2.39kg/吨；累计制糖比为 47.88%，较去年同期的 46.68%增加了 1.20%；累计产乙醇 64.66 亿升，较去年同期的 58.56 亿升增加了 6.1 亿升，同比增幅达 10.42%；累计产糖量为 783.7 万吨，较去年同期的 701 万吨增加了 82.7 万吨，同比增幅达 11.80%。

干燥天气虽然利于甘蔗压榨，但是对于甘蔗的单产或有不影响。后续随着甘蔗压榨周期的拉长，单产数据将逐步体现，若单产受天气影响有所下降，或将导致甘蔗数量不及预期，糖厂或将面临提前收榨的情况。

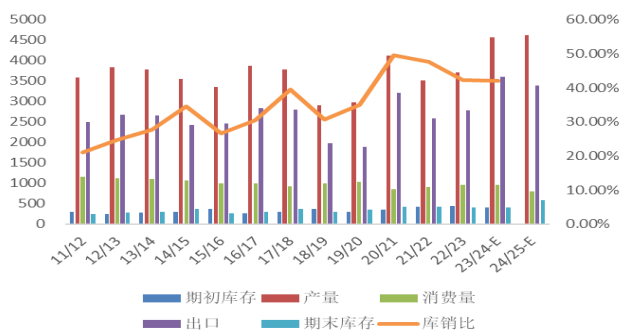
糖醇比方面，糖醇价差已经从去年同期的 9-10 美分/磅大幅缩小至 4 美分左右。考虑到

近期原糖价格一直维持偏弱震荡走势，若原糖价格继续回落，那么糖醇比或有进一步缩小的可能。虽然目前巴西糖厂在原糖套保比例高于去年同期，糖厂产糖意愿仍在，不过不排除乙醇若出现新政对制糖比的影响。

出口方面，巴西港口待运维持当前水平，据巴西对外贸易秘书处 (Secex) 公布的出口数据，巴西 5 月前四周出口糖和糖蜜 235.21 万吨，日均出口量为 13.84 万吨，较去年 5 月全月的日均出口量 10.95 万吨增加 26%。咨询公司 Datagro 预计巴西 2024/25 榨季食糖出口量将达 3428 万吨，较上榨季的 3525 万吨减少约 100 万吨，尽管出口量有所下降，但仍将是巴西历史上第二大出口量。

图 5：巴西食糖供需格局

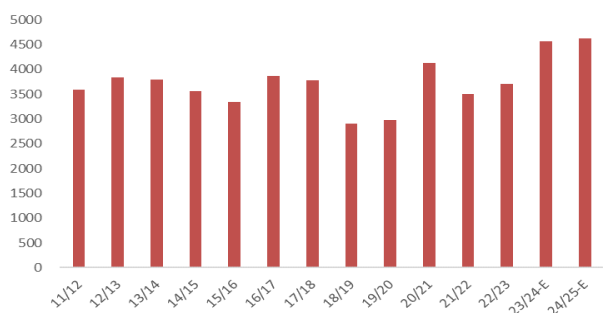
单位：万吨



数据来源：银河期货，UNICA

图 6：巴西食糖产量

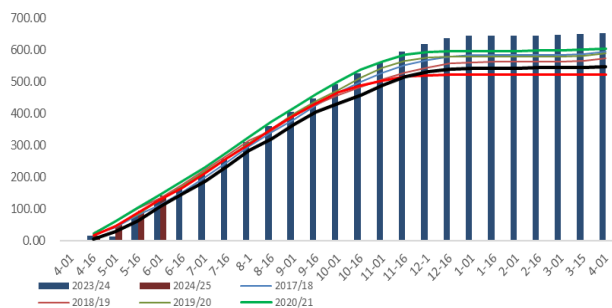
单位：万吨



数据来源：银河期货，CONAB

图 7：巴西中南部累计甘蔗压榨量

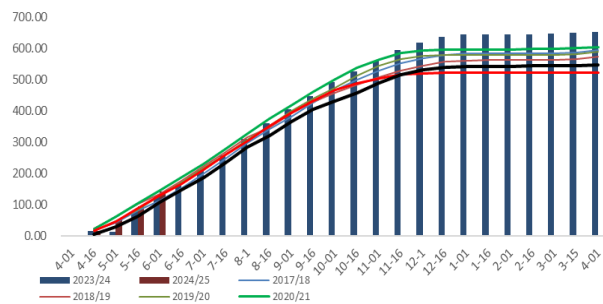
单位：百万吨



数据来源：银河期货，UNICA

图 8：巴西中南部累计产糖量

单位：万吨



数据来源：银河期货，UNICA

图 9：巴西中南部累计出糖率

单位：kg/t

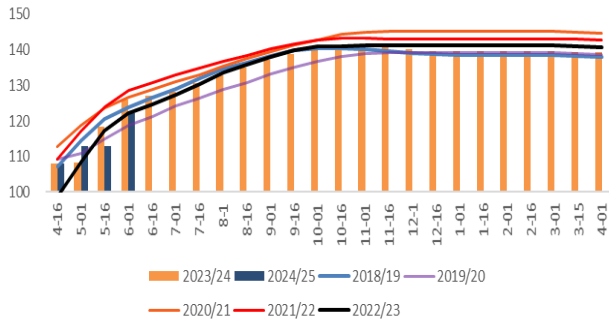
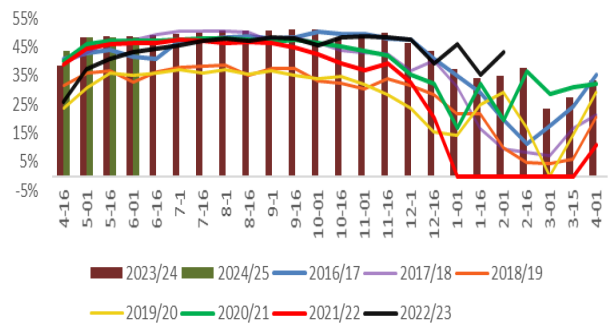


图 10：巴西中南部双周制糖比

单位：%



数据来源：银河期货，UNICA

数据来源：银河期货，UNICA

图 11：巴西出口

单位：万吨

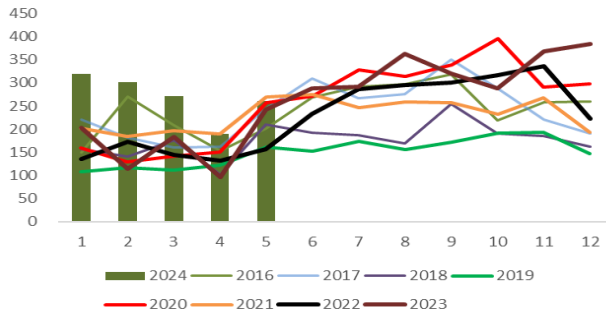
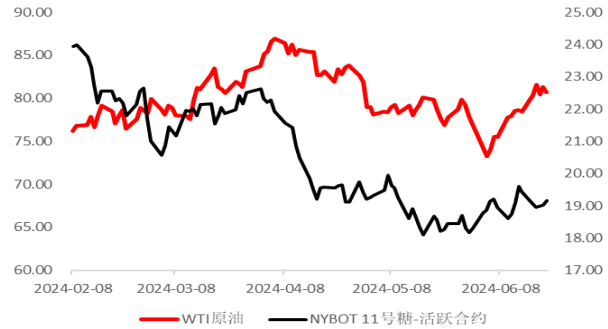


图 12：原油原糖期价走势



数据来源：银河期货，UNICA

数据来源：银河期货，WIND

图 13：巴西食糖月度出口均价

单位：美元/吨

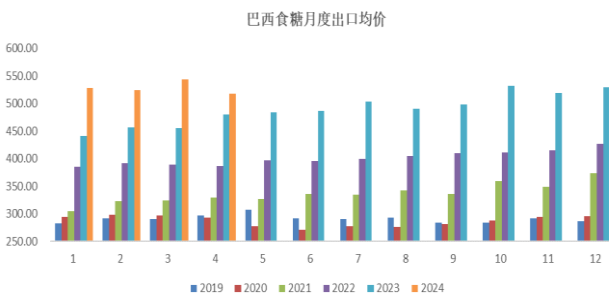
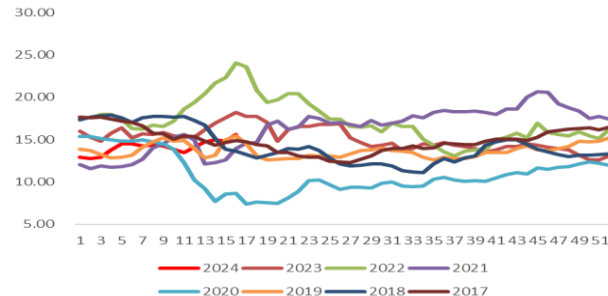


图 14：原糖与含水乙醇折糖价价差

单位：美分/磅



数据来源：银河期货，UNICA

数据来源：银河期货，UNICA，WIND

四、北半球降雨有所增加，或利于新榨季甘蔗生长

新榨季甘蔗&食糖产量与天气情况方面，季风的到来带动印度和泰国的降雨量有所增加，对新榨季甘蔗生长有一定促进作用。印度气象办公室表示，预计印度 2024 年 6-9 月的季风降雨水平将为长期均值的 106%（2023 年 6-9 月季风降雨量比平均水平低 6% 左右），但东北部地区降雨可能低于正常水平，该情况或将影响新榨季甘蔗的产量。除此以外，印度继续推行乙醇 E20 目标，新榨季甘蔗生产食糖或将受此影响。考虑到不确定因素较多，市场对于印度新榨季食糖产量预估差异较大。

印度政府提高新榨季甘蔗最低收购价，从 2023/24 榨季的 3150 卢比/吨上调至 3400 卢比/吨，创下历史新高，或在一定程度上提振蔗农种植的积极性。

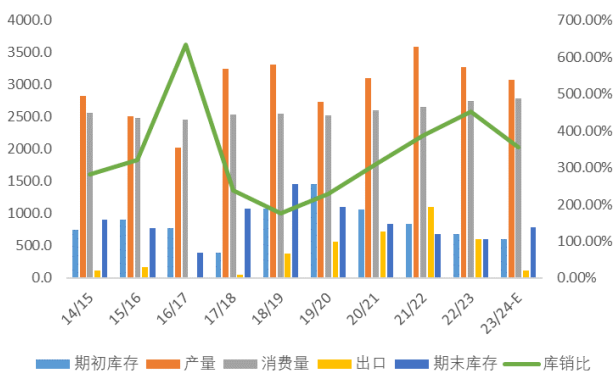
需求方面，有贸易相关人士表示，2024/25 榨季(10 月至 9 月)印度糖的净消费量增长率或稳定在 2.2%，远远高于接近 1% 的世界平均水平。达到前所未有的 3000 万吨高位（糖的净消费量不将乙醇分流量计算在内）。在将于 9 月结束的 2023-24 年度印度糖消费量创了 2900 万吨的新纪录，这是由于高温和持续的选举带来了强劲的需求。2023-24 年度，23 年 10 月至 24 年 5 月期间中央政府释放了 1960 万吨销售配额，同比增加 9%。这也意味着，2023-24 年度的头 8 个月的糖需求量大约上升了 9%。因此，2023-24 年度印度糖净产量预计为 3200 万吨，而消费量估计为 2900 万吨。

泰国方面，受干旱影响，2023/24 榨季甘蔗入榨量从上榨季的 9390 万吨下降了 1170 万吨至 8820 万吨，共产糖 877 万吨。受到甘蔗收购价上涨的提振，农民可能会从种植木薯转向种植甘蔗转换，从而增加新榨季甘蔗的种植面积。

天气方面，气象部门表示泰国主要甘蔗种植区在 4 月的平均降雨量远低于正常水平。后续还需关注北半球甘蔗主产区天气情况对新榨季甘蔗及糖产的影响。

图 15：印度食糖供需

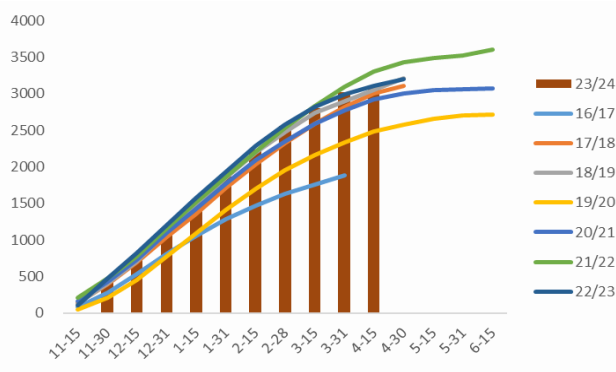
单位：万吨



数据来源：银河期货，ISMA

图 16：印度双周累计食糖产量

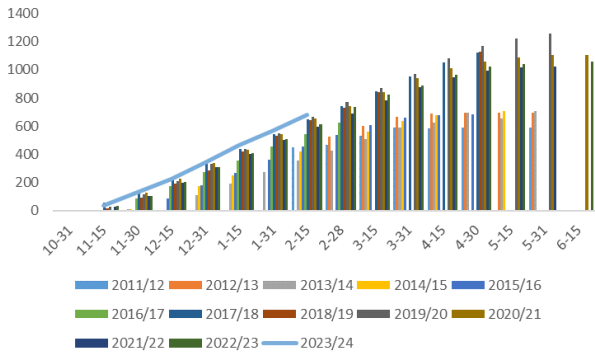
单位：万吨



数据来源：银河期货，ISMA

图 17: 北方邦双周累计食糖产量

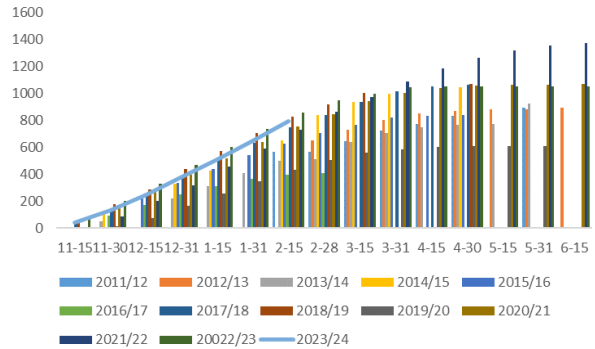
单位: 万吨



数据来源: 银河期货, OSCB

图 18: 马邦双周累计食糖产量

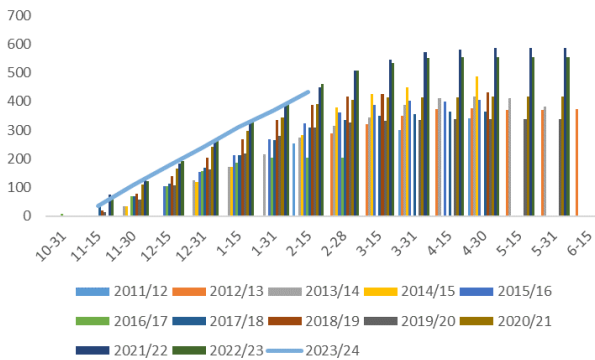
单位: 万吨



数据来源: 银河期货, OSCB

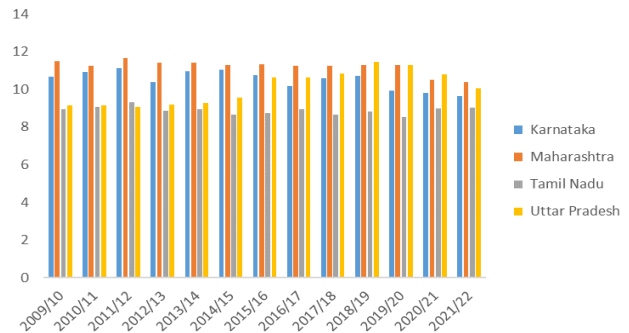
图 19: 卡邦双周累计食糖产量

单位: 万吨



数据来源: 银河期货, ISMA

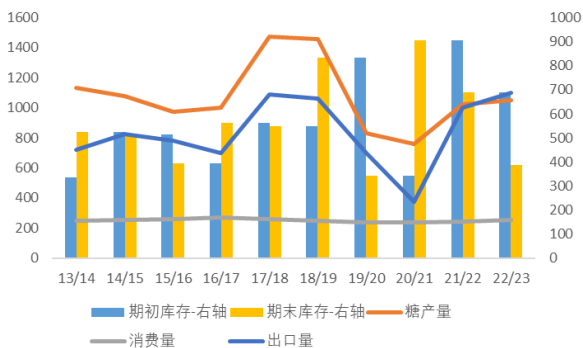
图 20: 印度各邦产糖率



数据来源: 银河期货, ISMA

图 21: 泰国食糖供需

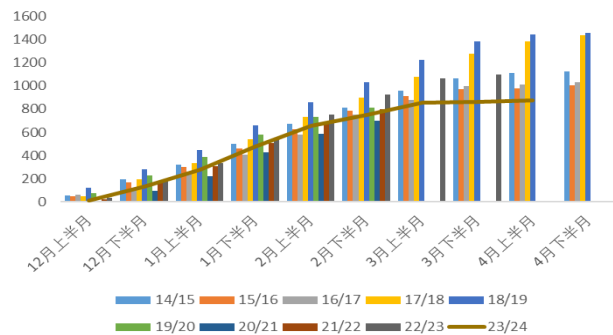
单位: 万吨



数据来源: 银河期货, OSCB

图 22: 泰国双周累计食糖产量

单位: 万吨



数据来源: 银河期货, OSCB

五、进口糖尚未大量到港，国产糖供应压力较小

截至5月底，2023/24年制糖期食糖生产已全部结束。全国共生产食糖996.32万吨，同比增加99万吨，增幅11.03%。其中，产甘蔗糖882.42万吨；产甜菜糖113.9万吨。全国累计销售食糖659.28万吨，同比增加34.12万吨，增幅5.46%；累计销糖率66.17%，同比放缓3.49个百分点。

当前进口糖供应压力还未显现。虽然原糖回落导致内外价差不断缩窄，但是从船报数据来看，目前发往我国的船较少，预计二季度平均进口量在7-9万吨左右。

由此可见，当前国产糖供应压力相对有限，集团挺价销售对郑糖盘面有所支撑，关注三季度食糖进口情况。

图 23：全国月度食糖产量

单位：万吨

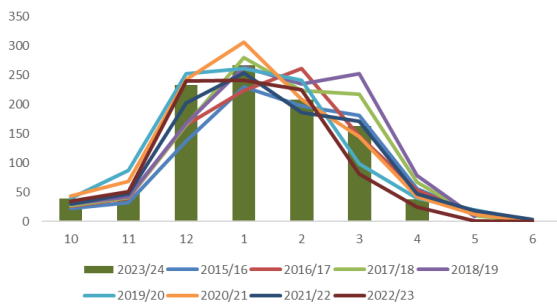
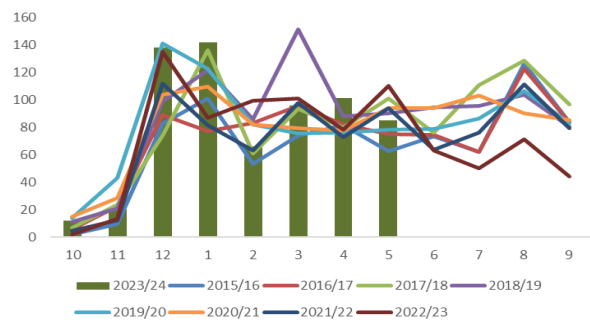


图 24：全国月度食糖销量

单位：万吨



数据来源：银河期货，WIND

数据来源：银河期货，WIND

图 25：云南第三方库存

单位：万吨

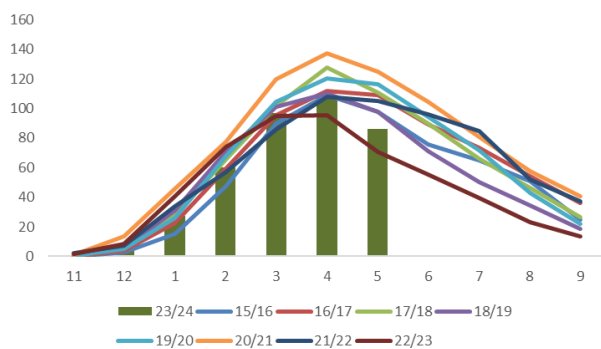
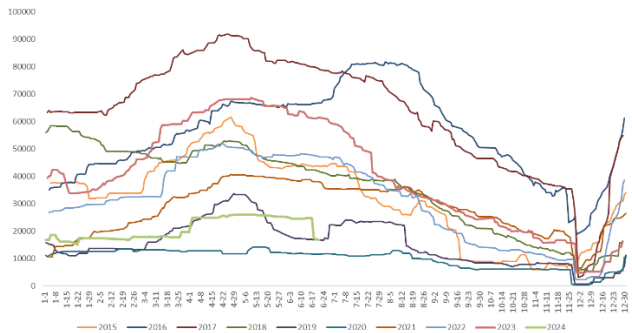


图 26：白糖仓单

单位：张

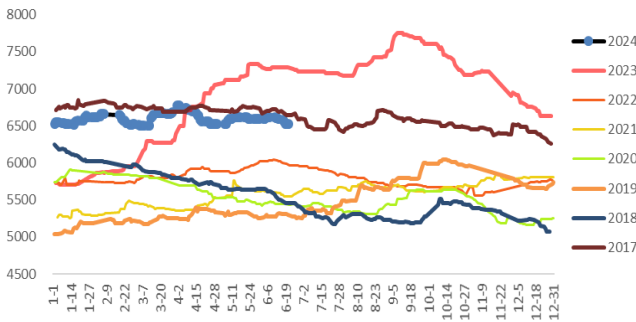


数据来源：银河期货，WIND

数据来源：银河期货，WIND

图 27：柳州白糖现货价

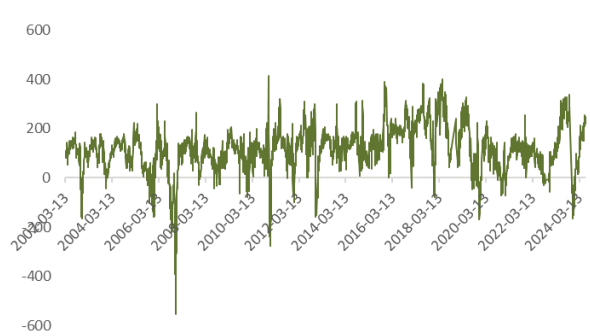
单位：元/吨



数据来源：银河期货，WIND

图 28：广西-云南现货价差

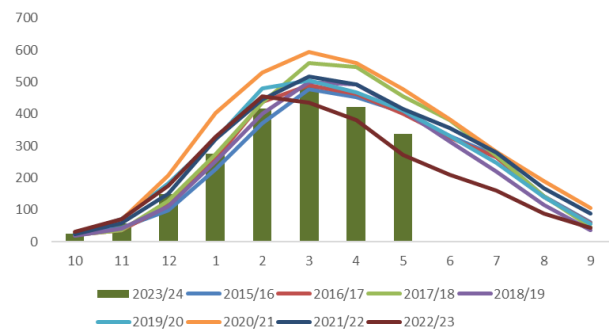
单位：元/吨



数据来源：银河期货，WIND

图 29：全国新增食糖工业库存

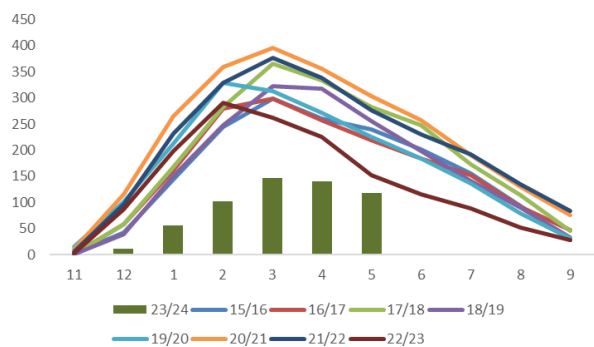
单位：万吨



数据来源：银河期货，WIND

图 30：广西第三方库存

单位：万吨



数据来源：银河期货，泛糖科技

六、内外价差缩窄，进口利润显现

食糖进口方面，考虑到当前内外价差缩小，配额外进口利润已有所显现，不排除下半年食糖大量进口的可能。据海关总署统计数据显示，2024 年 1-5 月份我国累计进口食糖 127.75 万吨，同比增长 22.06 万吨，增幅 20.87%。2023/24 榨季截至 5 月，我国进口食糖 313.74 万吨，同比增加 30.92 万吨，增幅 10.93%。

替代品方面，考虑到今年发布的公告，2024 年第 44 号文（关于调整海关特殊监管区域和区外加工贸易食糖管理措施的公告），以及财关税(2024)7 号文《关于边民互市贸易进出口商品不予免税清单的通知》，限制在保税区内加工的糖浆和预拌粉，目前暂未涉及原产地加工后出口的替代品，受此影响，本年度替代品进口尚存不确定性，后续还需关注该方面进口的限制政策。据海关总署统计数据显示，2024 年 1-5 月，我国税则号 170290 项下三类商品共进口 73.02 万吨，同比增加 9.52 万吨，增幅 15.00%。2023/24 榨季截至 5 月，我国税则号 170290 项下三类商品共进口 114.55 万吨，同比增加 32.67 万

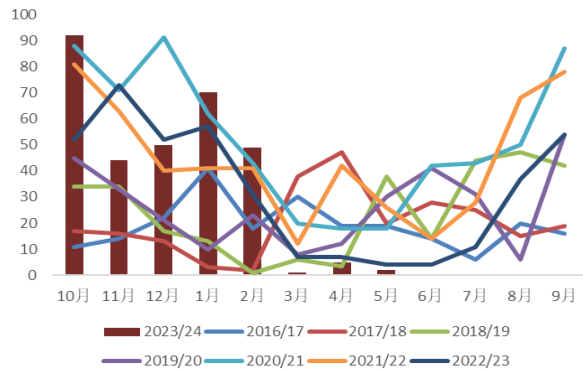
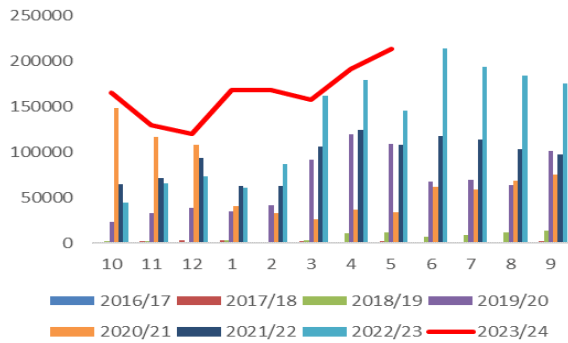
吨，增幅 39.89%。

图 31：糖浆及预拌粉月度进口量
吨

单位：万

图 32：食糖月度进口量

单位：万吨



数据来源：银河期货，新闻整理

数据来源：银河期货，WIND

第三部分 后市展望及策略推荐

国际方面，2024/25 榨季在主产国增产预期的背景下，预计全球供需格局正在向过剩转变，预计国际糖价重心或将逐步下修。本年度全球食糖贸易主要依赖于巴西，目前巴西新榨季增产预期较强，不过从 5 月数据来看，产量环比增幅已不及市场预期，若后续巴西产量受天气风险影响，不排除出现预期差的可能。反观北半球，印度食糖出口可能性不高，叠加市场普遍预期印度或将侧重于生产乙醇，后续还要关注食糖出口情况及政策变化。整体来看，虽然全球糖价重心预计下移，不过考虑到不确定因素较多，下半年糖价或有反复波动的可能。

国内方面，新榨季国产糖预计将恢复性增产，进口方面受到内外价差缩窄的影响、配额外进口利润已开始显现，预计本年度食糖及预拌粉进口数量或将有所抬升。在基本面偏弱的预期下，预计郑糖价格走势偏弱，不过近期受到现货挺价、基差修复的逻辑，以及宏观的影响，预计糖价或将维持宽幅震荡走势。

策略推荐：

虽然郑糖价格预计走弱，不过考虑到当前价格已较榨季初期大幅下降，价格易受到短期因素影响而出现反复，可考虑逢高沽空。（以上观点仅供参考，不作为入市依据）

作者承诺

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号 30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它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银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户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银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河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客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河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客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。

联系方式

银河期货有限公司 大宗商品研究所

北京：北京市朝阳区建国门外大街 8 号北京 IFC 国际财源中心 A 座 31/33 层

上海：上海市虹口区东大名路 501 号上海白玉兰广场 28 层

网址：www.yhqh.com.cn

电话：400-886-7799