

2024 年 10 月

永安研究

白糖

## 农产品部

路安琪

从业资格: F03087731

投资咨询: Z0019504

## 摘要

## 白糖：江雨霏霏江草齐

白糖自 8 月中探底 5500 元以来，反弹至 6000 元附近，随后偏强震荡。目前波动在 5800 元之上。外盘探底 17 美分后在巴西不断的利好预期下反弹，当前维持 21-23 美分的区间走势。

核心逻辑：

1. 全球供给走向收缩：巴西压榨高峰进入尾声，印度暂未宣布出口，泰国升贴水维持高位。
2. 国内糖浆预拌粉供给增加以及产区本年度增产大概率落地。

## 免责声明

本报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，投资者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，须注明出处为永安期货公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

综上，全球原糖贸易流偏紧的格局再现，流通货源走向集中，且泰国升贴维持高位，预计原糖市场四季度维持高位，预计在 21-23 美分波动。外盘强势为国内糖价提供一定价格支撑。与此同时，国内在增产预期以及国内糖浆预拌粉进口量同比大增的情境之下，向上阻力较大。我们预计四季度糖价在 5600-6100 元之内波动。

风险点：海外巴西天气扰动、国内增产不及预期

## 一、基本情况

国内糖价反弹至 6000 元附近后开启急速下跌，随即开启 5800 元附近的偏强运行。主要陈糖结转库存偏低所致。上方压力主要在于新年度的增产预期以及糖浆预拌粉的进口现实导致国内整体供需偏宽松。新糖大量上市适逢双节备货，或有因整体下游库存偏干而出现集中采购的情况。当前处于整体市场真空期，主力合约 SR 主力合约近期在 5800-5900 元附近小幅波动，以等待新的驱动出现。

根据市场调研情况看，24/25 年度种植面积均在“退桉还蔗”的政策鼓励或果树改种等影响下有所增加，且“退桉还蔗”政策或延续至下一个年度。部分糖厂桉树面积不大，下一个年度的增幅或有限，但甘蔗种植面积整体增加有持续性。

海外目前巴西压榨渐进尾声，北半球目前处于开榨前时间节点，尽管市场一直认为泰国产量一定会增加，但由于印度暂未计划向国际市场出口，使得全球短期贸易流偏紧的状况不一定得到好转，这使得海外当前可维持 21-23 美分的波动。

综上所述，国内处于尚未开榨的真空时间节点。海外处于南北半球转换的时间节点，且北半球未能带来更多利空的情境之中。在外盘维持 21-23 美分的背景之下，国内等到新的指引。

## 二、全球市场供给走向收缩

巴西的变量导致全球增产预期差再度出现。截止 10 月 1 日的双周报，巴西当前增产格局依旧维持，市场也早已交易了巴西的增产利空。时间进入巴西压榨末尾季后双周报压榨量同比偏低概率大幅增加。巴西的变量使得原糖自低位开始反弹后，维持高位区间震荡。

图1: Unica9 月下半月数据

Table 1. 2024/2025 harvest season: accumulated production until October 1st, 2024

Product	South-Central region			São Paulo			Others states		
	2023/2024	2024/2025	Var. (%)	2023/2024	2024/2025	Var. (%)	2023/2024	2024/2025	Var. (%)
Sugarcane <sup>1</sup>	493,501	505,082	↑ 2,35%	288,731	294,131	↑ 1,87%	204,770	210,951	↑ 3,02%
Sugar <sup>1</sup>	32,653	33,154	↑ 1,53%	21,824	21,674	↓ -0,69%	10,828	11,480	↑ 6,02%
Anhydrous ethanol <sup>2</sup>	9,621	9,092	↓ -5,50%	4,761	4,527	↓ -4,92%	4,860	4,565	↓ -6,07%
Hydrous ethanol <sup>2</sup>	13,834	16,108	↑ 16,43%	5,287	6,308	↑ 19,31%	8,547	9,799	↑ 14,66%
Total ethanol <sup>2</sup>	23,455	25,199	↑ 7,44%	10,048	10,835	↑ 7,83%	13,407	14,364	↑ 7,14%
TRS <sup>1</sup>	69,173	71,229	↑ 2,97%	40,094	41,238	↑ 2,85%	29,079	29,991	↑ 3,14%
TRS/ ton of sugarcane <sup>3</sup>	140,17	141,02	↑ 0,61%	138,86	140,20	↑ 0,96%	142,01	142,17	↑ 0,11%
Share %									
sugar	49,54%	48,85%	↓	57,13%	55,16%	↓	39,08%	40,17%	↑
ethanol	50,46%	51,15%	↑	42,87%	44,84%	↑	60,92%	59,83%	↓
Liters of ethanol/ ton of sugarcane	41,46	42,37	↑ 2,18%	34,80	36,84	↑ 5,85%	50,85	50,07	↓ -1,53%
Kg of sugar/ ton of sugarcane	66,17	65,64	↓ -0,79%	75,59	73,69	↓ -2,51%	52,88	54,42	↑ 2,91%

Table 2. 2024/2025 harvest season: BI-WEEKLY values (2nd two-week period of September, 2024)

Product	South-Central region			São Paulo			Others states		
	2023/2024	2024/2025	Var. (%)	2023/2024	2024/2025	Var. (%)	2023/2024	2024/2025	Var. (%)
Sugarcane <sup>1</sup>	44,952	38,828	↓ -13,62%	26,600	22,805	↓ -14,27%	18,353	16,023	↓ -12,69%
Sugar <sup>1</sup>	3,376	2,829	↓ -16,21%	2,270	1,832	↓ -19,32%	1,106	997	↓ -9,83%
Anhydrous ethanol <sup>2</sup>	833	792	↓ -4,89%	429	386	↓ -10,05%	404	407	↑ 0,59%
Hydrous ethanol <sup>2</sup>	1,396	1,443	↑ 3,33%	565	604	↑ 6,92%	831	838	↑ 0,89%
Total ethanol <sup>2</sup>	2,229	2,235	↑ 0,26%	994	990	↓ -0,40%	1,235	1,245	↑ 0,79%
TRS <sup>1</sup>	6,935	6,213	↓ -10,41%	4,081	3,610	↓ -11,52%	2,854	2,602	↓ -8,82%
TRS/ ton of sugarcane <sup>3</sup>	154,27	160,01	↑ 3,72%	153,41	158,32	↑ 3,20%	155,52	162,41	↑ 4,43%
Share %									
sugar	51,10%	47,79%	↓	58,39%	53,24%	↓	40,67%	40,22%	↓
ethanol	48,90%	52,21%	↑	41,61%	46,76%	↑	59,33%	59,78%	↑
Liters of ethanol/ ton of sugarcane	44,29	49,07	↑ 10,80%	37,38	43,43	↑ 16,17%	54,30	57,11	↑ 5,16%
Kg of sugar/ ton of sugarcane	75,11	72,86	↓ -3,00%	85,35	80,32	↓ -5,90%	60,27	62,24	↑ 3,28%

数据来源: unica、永安期货研究院

印度暂未计划放松出口。根据 ISMA 的数据，印度新年度增产预期下调至 3300 万吨，除去 300 余万吨用于生产乙醇，其余成为国内糖供给。印度国内供给相对宽松，在长期乙醇改革的预期下，整体库存压力不算大。印度暂未公布出口计划，一季度国际市场供给相对偏紧。

图2：印度平衡表

印度食糖平衡表（按不出口计算）											
	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24	24/25F
期初库存	750	910	774	404	1070	1456.1	1066	816	596	572	905
糖产量	2830	2510	2030	3261	3316.1	2890	3090	3600	3296	3167	2981
进口	0	0	50	0	0	0	0	0	0	0	0
出口量	110	166	0	45	380	580	710	1100	600	0	0
消费量	2560	2480	2450	2550	2550	2700	2630	2720	2720	2834	2900
期末库存	910	774	404	1070	1456.1	1066.1	816	596	572	905	986

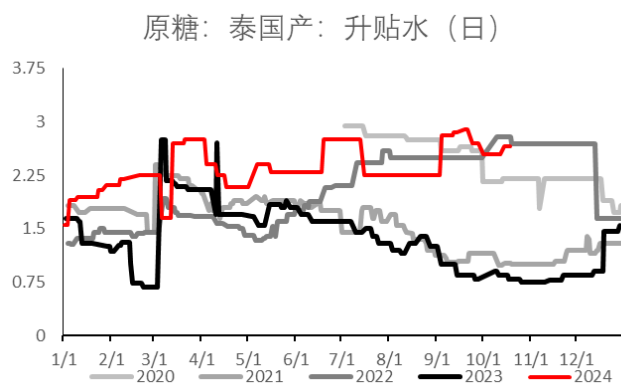
  

印度食糖平衡表（出口300万吨预估）											
	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19	19/20	20/21	21/22	22/23	23/24	24/25F
期初库存	750	910	774	404	1070	1456.1	1066	816	596	572	905
糖产量	2830	2510	2030	3261	3316.1	2890	3090	3600	3296	3167	2981
进口	0	0	50	0	0	0	0	0	0	0	0
出口量	110	166	0	45	380	580	710	1100	600	0	300
消费量	2560	2480	2450	2550	2550	2700	2630	2720	2720	2834	2900
期末库存	910	774	404	1070	1456.1	1066.1	816	596	572	905	686

数据来源：、永安期货研究院

泰国增产格局下升贴水维持高位侧面反映需求较好。泰国现货升贴水处于历史五年高位，且预计在一季度逐步抬升，也对全球糖市形成一定支撑。

图3：泰国升贴水

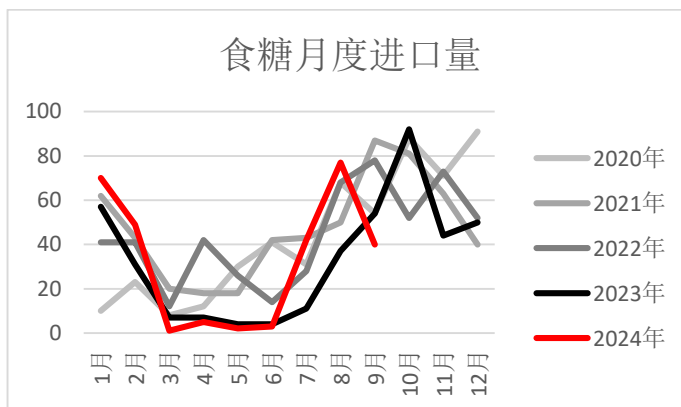
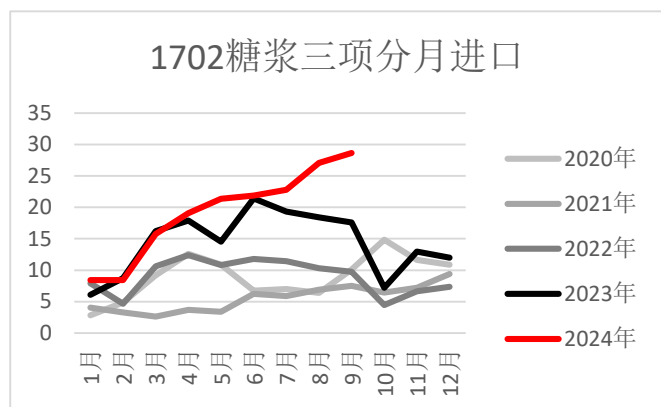


数据来源：Mysteel、永安期货研究院

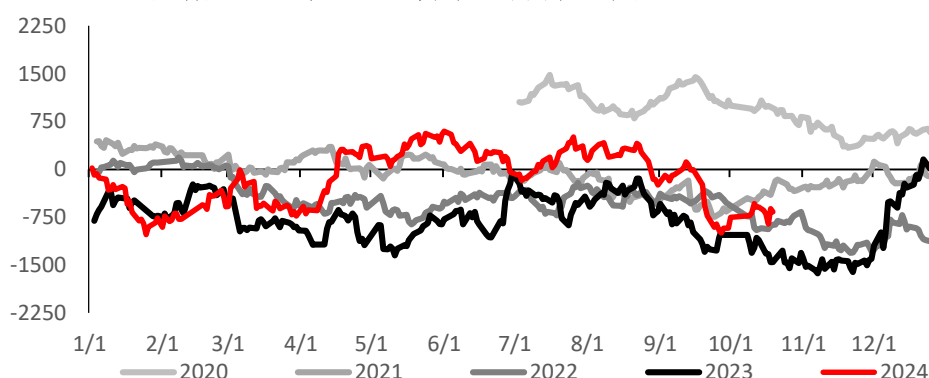
### 三、国内预拌粉冲击和新年度增产为上方带来压力

进口整体增加，糖浆预拌粉屡创新高。2024 年整体进口量同比有明显增加，得益于此前进口成本的普遍修复。2024 年 1-9 月累计进口糖 289 万吨，同比增加 77 万吨。糖浆预拌粉累计进口 173.44 万吨，折糖超过 150 万度，已经超过 2023 年全年进口量。

图4：进口量、进口利润



白糖：巴西产：配额外：利润：中国（日）



数据来源：海关总署、wind、永安期货研究院

调研结果显示，本年度广西均出现不同程度的面积增加，尽管单产因各种各样的原因或有小幅下滑，但糖分目前预期尚可，本年度糖源供给增加相对确定。值得注意的是，当前面积增加导致的增产是市场相对一致的预期，一旦开榨后糖分的增加不能对冲单产同比的下滑，可能导致增产总量带来一定的预期差。

图5：调研结果



	种植面积	单产	糖分	台风影响	开榨时间
柳州糖厂A	今年面积约 20.3 万亩，同比增加 3.8 万亩，增加面积的 90%是桉树改种甘蔗。后续种植面积增量主要看桉改蔗土地潜力，预计明年面积还将增加 4 万亩。	截至 9 月，平均株高约为 258cm，同比去年减少 20cm，但仍属于正常株高。去年单产为 4.4-4.5 吨/亩，甘蔗外流使得单产偏低。	糖分同比去年偏高，9 月底甘蔗锤度为 17-18%，我们 10 月 14 日测的锤度达到了 18.7%-21.1%。	无	开榨时间暂时未定，暂定 11.20 左右开机，与往年基本持平。
来宾糖厂B	今年面积约 31-32 万亩，同比去年增加 4 万亩，净增面积大部分是桉改蔗土地，政府清桉力度大。后续面积增幅有限，剩余桉地不多。	今年受到雨水增多的影响、出现洪涝灾害，冲走肥料，养分减少，宿根有效茎减少，预计 24/25 榨季单产不足 5 吨/亩，去年单产 5.2-5.3 吨/亩。	锤度较去年有所增加，截至 9 月底，糖厂测的锤度为 17%，较去年同期增长 2-3 个百分点。我们 10 月 14 日在田间测得的锤度达到了 18.4%-19.8%。	无	开榨时间暂时未定，预计在 11.20 左右正常开榨。
南宁糖厂C	今年面积约 22 万亩，较去年净增 3-4 万亩，净增面积大部分是由桉树改种甘蔗。后续种植面积仍有增长空间，但增幅有所减少，预计明年还会增 2 万亩左右。	23/24 榨季单产为 5.4 吨/亩，今年预计约为 5.1-5.2 吨/亩，单产同比小幅减少主要是因为：分蘖期雨水较多，分蘖较少，亩有效茎同比减少 300 株；台风影响，甘蔗倒伏面积大；虫害多，发病率 5%-6%。截至 9 月，株高约为 260cm，较去年同期增长约 25cm。	田间锤度在 18%左右，处于正常水平。去年产糖率为 11.8%，今年预计可以达到 12%。	严重倒伏面积有 6 万多亩，约占总面积的 30%，预计会使整体单产减少 0.2-0.3 吨/亩。	开榨时间暂时未定，预计在 11.10-11.20 左右。
崇左糖厂D	糖厂种植面积 8 万亩，同比增加 6 千多亩。种植面积增量主要来自于果树改种甘蔗，因近两年果树种植效益相对混乱，部分农户退出果树种植。该糖厂辖区桉树种植面积较少，预计后期种植面积没有太大的增长空间。	糖厂辖区某基地种植面积为 3 千多亩，由于前期降雨较好，株高在 300cm 左右，同比去年增加 50cm。部分农户精细化管理的蔗地单产可达 6-7 吨/亩，宿根蔗单产最低为 5 吨/亩（若出苗率不够，蔗农会补种）。	因甘蔗品种不同，锤度存在差异，9 月下旬测得锤度集中在 16-17%，调研期间测得锤度为 15.9-19.3%，总体上看锤度属于正常水平。	基于今年甘蔗较好的长势，即使部分地块出现倒伏现象，但总体产量还是呈现略增的情况。	开榨时间暂时未定，去年在 11 月 23 日开榨。
崇左糖厂E	24/25 榨季甘蔗种植面积为 40.5 万亩，较去年净增加 5 万亩，主要是桉改蔗。明年扩种面积主要看政府退桉改蔗、耕地保护政策的实施力度，扩种目标为 6 万亩，其中 3 万亩的扩种计划已基本确定。	近两年蔗区品种交杂，低糖品种占比逐年提升，蔗农种植中蔗系列（普通品种，宿根性差，但产量高，单产可达 8 吨/亩甚至 11-12 吨/亩）意愿较强。高糖品种桂糖系列占比从此前的 90%降到 23/24 榨季的 60%多，至 24/25 榨季占比不足 50%。23/24 榨季单产约 4.5 吨/亩，预计新榨季单产约 4.8 吨/亩。	23/24 榨季产糖率为 12.5%，24/25 榨季截至目前高糖品种糖分约为 13%，中晚熟品种糖分约为 9%-10%，预计产糖率在 12.5%-12.8%附近，还需观察后期糖分累积。	倒伏比例达 80-90%，其中重度倒伏 20%（约 8 万亩）。倒伏导致单产和糖分降低，不过具体影响程度要视情况而定。	预计 11 月中旬开榨，比去年提早半个月（去年 12 月 1 日），具体要看周边糖厂情况、糖协自律公约等。

数据来源：永安期货调研整理

#### 四、后市展望

综上，全球原糖贸易流偏紧的格局再现，流通货源走向集中，且泰国升贴维持高位，预计原糖市场四季度维持高位，预计在 21-23 美分波动。外盘强势为国内糖价提供一定价格支撑。与此同时，国内在增产预期以及国内糖浆预拌粉进口量同比大增的情境之下，向上阻力较大。我们预计四季度糖价在 5600-6100 元之内波动。

#### 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，投资者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，须注明出处为永安期货公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。