



Bigger mind, Bigger fortune
智慧创造财富

南华期货研究所

边舒扬

投资咨询证号：
Z0012647

0571-89739261
bianshuyang@nawaa.com



南华期货研究 NFR

2019 商品三季报报告

白糖

见龙在田

摘要

当走私被打掉的时候，似乎整个甜蜜事业都变了，供应少了一大块导致新老交替的阶段糖都不够了，白糖三季度保持的强势能否继续维持住呢？进口因为船期问题进度比预想的慢一些，但似乎还不够，如果能够在广西糖压榨前实行抛储，那么价格还要一次回调，否则得再拖一拖。原糖探底回升以后，四季度就看印度新榨季情况怎么样了，巴西进入压榨尾声对市场的影响已经不大。

国内白糖周期性上涨的结构不变，预计四季度整体呈现先涨后跌再涨的格局，重心上移，操作上单边逢低做多为主，特别是被低估的5月合约。价差上以关注抛1买5的操作机会。期权方面，择机卖出两档虚值看跌期权。

目录

第 1 章	行情回顾及策略建议	4
第 2 章	国内白糖市场现状分析	5
2.1.	库里没糖了	5
2.2.	产量要下降	7
2.2.1.	面积缩水了	7
2.2.2.	天气也许会助推	7
2.3.	进口糖能补充多久?	7
2.3.1.	进口前多后少	7
2.3.2.	“打黑”随带扫掉走私糖	9
2.4.	1-5 价差有机会	10
第 3 章	国际食糖市场分析	11
3.1.	印度要减产	11
3.2.	南巴西产上不去了	13
第 4 章	行情展望	14
	免责声明	17

图表目录

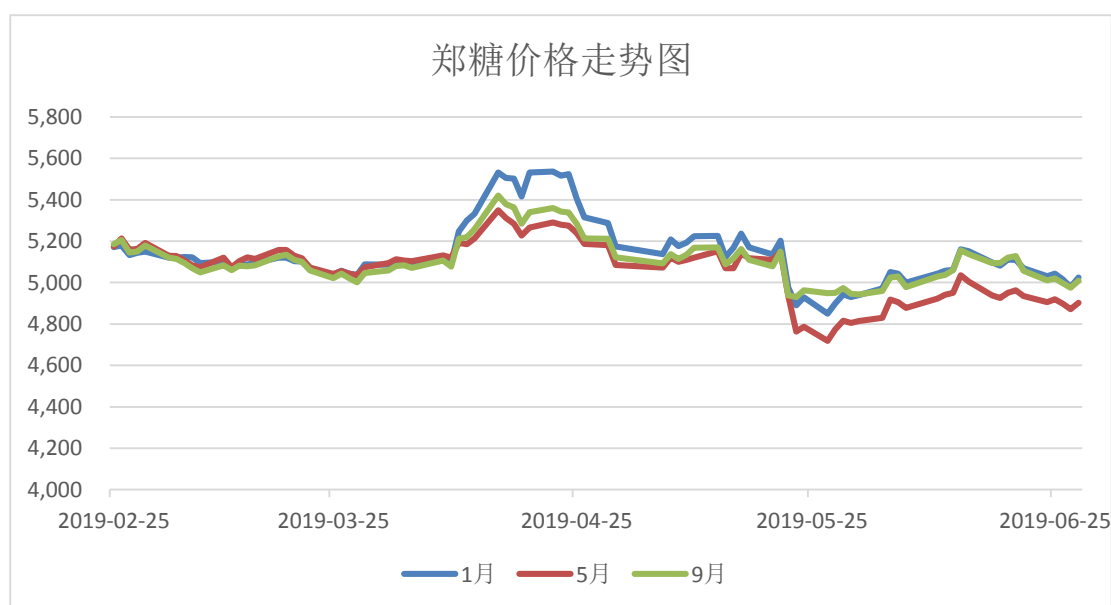
图 1：郑糖价格走势图.....	4
图 2：中国食糖供需平衡表（单位：万吨）.....	5
图 2.1.1：月度工业库存（单位：万吨）.....	6
图 2.1.2：仓单+有效预报（单位：张）.....	6
图 2.2.1：主产区种植面积预估（万亩、万吨）.....	7
图 2.3.1.1：食糖月度进口量（万吨）.....	8
图 2.3.1.2：配额外糖进口利润（元/吨）.....	8
图 2.3.2.1：泰国出口至缅甸精制糖数量（万吨）.....	9
图 2.3.2.2：泰国出口至中国台湾精制糖数量（万吨）.....	9
图 2.4：当前白糖的跨期价差.....	10
图 3.1：内外糖价对照.....	11
图 3.1.1：印度政策与天气的对照图.....	12
图 3.1.2：印度进出口情况（万吨）.....	12
图 3.2.1：巴西中南部甘蔗压榨量（万吨）.....	13
图 3.2.2：巴西中南部产糖量（万吨）.....	13
图 3.2.3：巴西中南部糖醇比.....	14

第1章 行情回顾及策略建议

2019 年三季度，白糖出现了一波超过 600 点的涨势。三季度的上涨主要源自于阶段性的供应短缺，由于今年进口许可证发放比去年更晚，导致国产糖提前消化，工业库存大幅下滑，同时由于“打黑行动”的影响，走私团伙被打掉很多，导致走私糖流入量减幅明显，也推动了本轮糖价的上涨。对于四季度而言，前期的供应紧张格局还将持续一段时间，随后如若抛储以及叠加新糖供应，其会对糖价施压，但并不改变周期性上涨的环境。

策略建议：四季度郑糖走势将呈现先涨后跌再涨的格局，整体重心将会继续上移，因此建议单边逢低做多为主，特别是被低估的 5 月合约。价差上以关注抛 1 买 5 的操作机会。期权方面，择机卖出两档虚值看跌期权。

图 1：郑糖价格走势



资料来源：郑商所 南华研究

第2章 国内白糖市场现状分析

四季度将拉开食糖 19/20 榨季，故事的重心将会转移到新榨季上。四季度我们所要关注的几大重点是，第一是新旧榨季交替阶段，食糖的供应问题。由于前期产区库存偏低，除了推迟船期的进口糖的补充外，是否会有抛储糖的补充。第二是新糖的供应。由于今年有个别甜菜糖厂提前开榨，导致前期甜菜糖整体供应要比预期更多一些，而南方开榨整体的时间及供应进度也是需要注意的，同时要关注压榨期是否会有雨水等天气问题造成的影响，如果没有受到较大天气影响今年的产量或将维持一定水准。

图 2：中国食糖供需平衡表（单位：万吨）

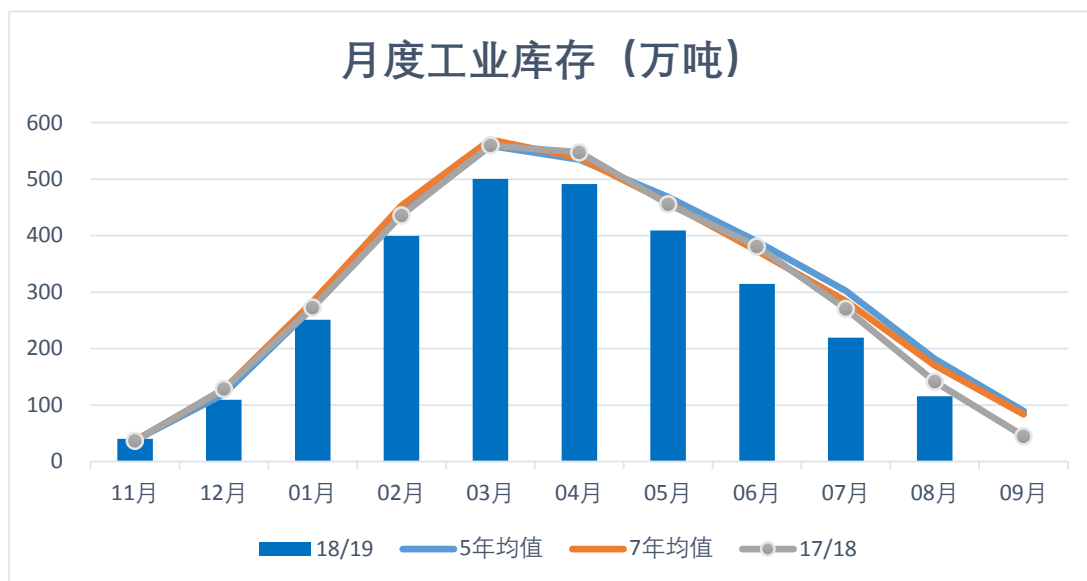
国内食糖供需平衡表（万吨）					
榨季		16/17	17/18	18/19（预估）	19/20（预计）
上季工业结转库存		59.83	57.87	45.16	50
产量		928.82	1031.4	1076.04	1050
销量		870.95	985.88	1026.04	1020
销糖率		93.77%	95.59%	95.35%	97.14%
当季工业结转库存		57.87	45.16	50	30
进出口	进口	230	243	320	320
	走私（估计）	230	200	80	80
	出口	12.49	18.4	18	18
	净进口	217.51	224.6	302	302
	净进口（含走私）	447.51	424.6	382	382
储备库	国储抛储量	98.96	0	0	0
	广西抛储量	37.27	0	0	0
	古巴糖入库	36.7	40	40	40
供给量	当年总供给	1187.99	1170.84	1288.04	1282
	当年总供给（含走私）	1417.99	1370.84	1368.04	1362
	国内总供给	1247.82	1228.71	1333.2	1332
需求量		1477.82	1428.71	1413.2	1412

资料来源：南华研究

2.1. 库里没糖了

食糖是季产年销的商品，每年的 10 月至次年的 5 年是食糖压榨期，而随后进入纯销售期，因此在每年的 3-4 月是工业库存最大的时候，三季度工业库存进入下滑期，此时的食糖新增供应主要来源于进口。由于今年上半年进口量较少，导致大量消化国产库存，这导致我国今年的工业库存水平处于历史均值的下方，在走私被打掉的情况下，进口糖的补充又不及预期导致工业库存下降较快，9 月底剩余库存或仅为 30 万吨。

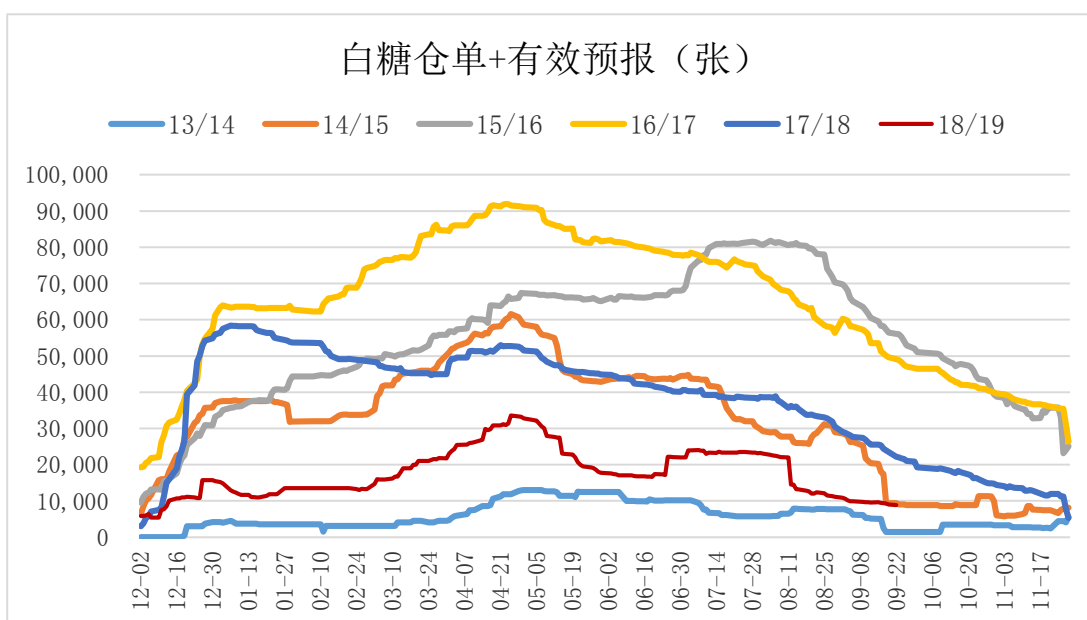
图 2.1.1：月度工业库存（单位：万吨）



资料来源：wind 南华研究

另外，我们需要注意仓单情况。由于今年前期甜菜糖，尤其是内蒙甜菜糖渠道做得比较好，销售较为顺畅，因此仓单压力大大减轻。随着9月合约的交割，目前仓单+有效预报大概处于较低水平，尽管今年11月合约的持仓比以往要高很多。19/20年度由于仓单升贴水的调整，北方甜菜糖仓单将不会有像现在一样的高升水结构，失去了原有的交货利润，目前仓单的结构将发生明显转变，下一年度的仓单压力将大大减轻。

图 2.1.2：仓单+有效预报（单位：张）



资料来源：wind 南华研究

2.2. 产量要下降

2.2.1. 面积缩水了

18/19 年度全国共生产食糖 1076.04 万吨，截至 8 月底销糖 666.77 万吨，产销率达到 61.97%，均高于去年同期。19/20 年度我国种植面积有所调降，增长量目前只有内蒙，其他地区均有不同程度的下降。根据中国糖业协会预估我们统计出，19/20 年度我国主要糖料种植区面积预估为 2058 万亩，低于去年的 2098 万亩。近些年我国的种植面积越来越稳定，除了内蒙地区因为新增糖厂的原因有所增加以外，其他地区的变化不是很大。我们在本次季报中调整了广西地区的种植面积，根据广西当地的“订单农业”所签订的订单面积进行调整。

图 2.2.1：主产区种植面积预估（万亩、万吨）

主产区种植面积预估				
地区	18/19 面积	18/19 产量	19/20 面积	面积增减
广西	1160	634	1143	-17
云南	433	208.01	410	-23
湛江	150	69.92	130	-20
海南	39	18.82	40	1
内蒙	210	65	230	20
新疆	106	55.73	105	-1
合计	2098	1051.48	2058	-40

资料来源：中国糖业协会 南华研究

2.2.2. 天气也许会助推

今年二季度云南遭遇严重干旱，对甘蔗苗的破坏尤其严重，新植蔗倒是进行了一些补种，但宿根蔗受到影响较大。直到 6 月底降雨才陆续到来，这使得今年云南的受灾影响在 20% 左右，考虑到补救措施，最终云南的减产幅度应该在 10%–15% 的水平。由于糖价过低，内蒙地区不少老糖厂调降了甜菜收购价，并且主动调降了收购面积，个别新糖厂还是上调了收购价，因此最终内蒙地区今年的糖产量应该是稳中有升。此外，就是广西了。广西今年的种植面积略有下降，“订单农业”模式使得甘蔗面积被提前稳定下来了。四季度需要关注收获期天气对出糖率的影响，这种影响主要来自于降水，如果遇到过多过长时间的降水，则对于含糖、砍收、压榨等不利。

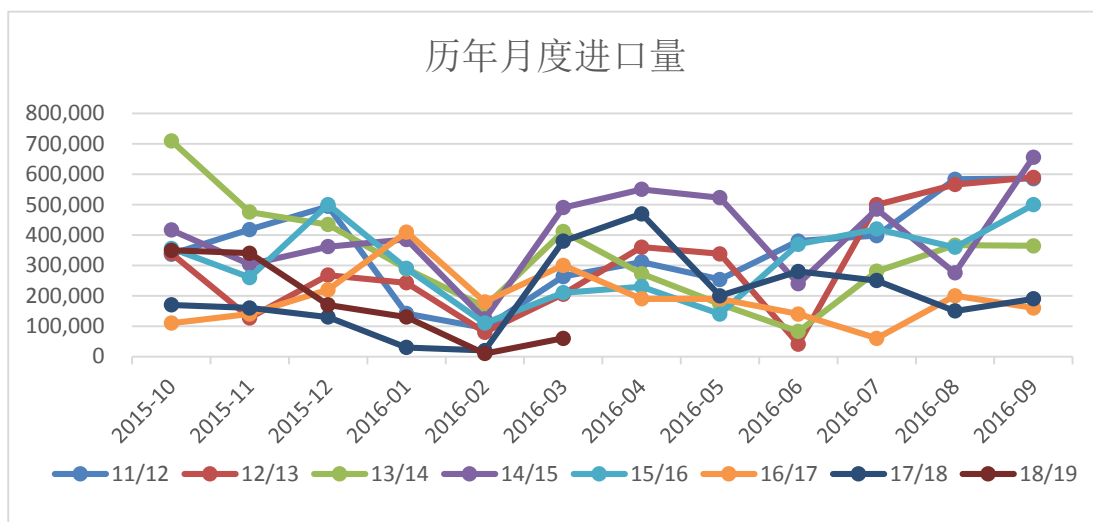
2.3. 进口糖能补充多久？

2.3.1. 进口前多后少

18/19 年度截至 8 月底累计进口 248 万吨，同比增加 7 万吨。一季度进口量低迷的主要因为前期进口利润不佳，且配额外许可证迟迟不发导致。5 月 23 日开始，配额外关税下调 5% 至 85%，配额外进口成本每吨下调了 100 多元，5 月份进口量开始增加。而由于前期进口较少导致的短期供应紧张，

引发了国内糖价开始上涨，内外价差大幅扩大，这导致了今年 7 月和 8 月的进口量分别达到了 44 万吨和 47 万吨，均大幅高于去年同期，不过尽管如此 8 月进口量仍低于市场预期，船期的延长或是进口不及预期的主要原因，因此今年 9 月和 10 月的进口量或有明显增加。

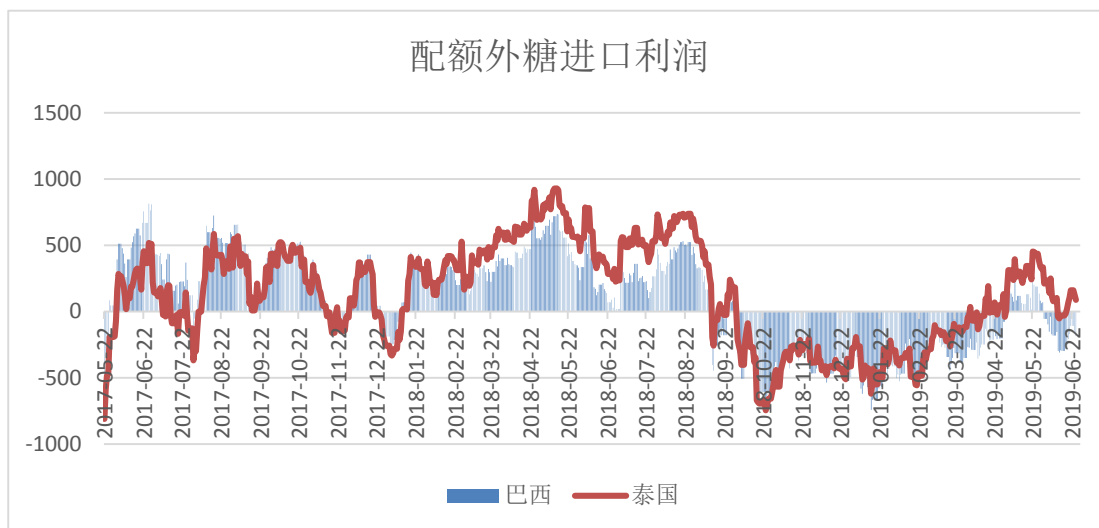
图 2.3.1.1：食糖月度进口量（万吨）



资料来源：wind 南华研究

2019 年的进口额度分别是配额内的 194.5 万吨，以及配额外的 135 万吨，因此今年的进口上限是 329.5 万吨，考虑到多国进口协议的事情，据说今年 15% 关税的配额内用量将全部用完，至于配额外，主要还是考虑进口利润，而今年 7 月以来出现了大幅的进口利润，不过到了 9 月底进口利润开始明显收窄。随着配额及许可证的大量使用，离进口上限的阀门越来越小。

图 2.3.1.2：配额外糖进口利润（元/吨）

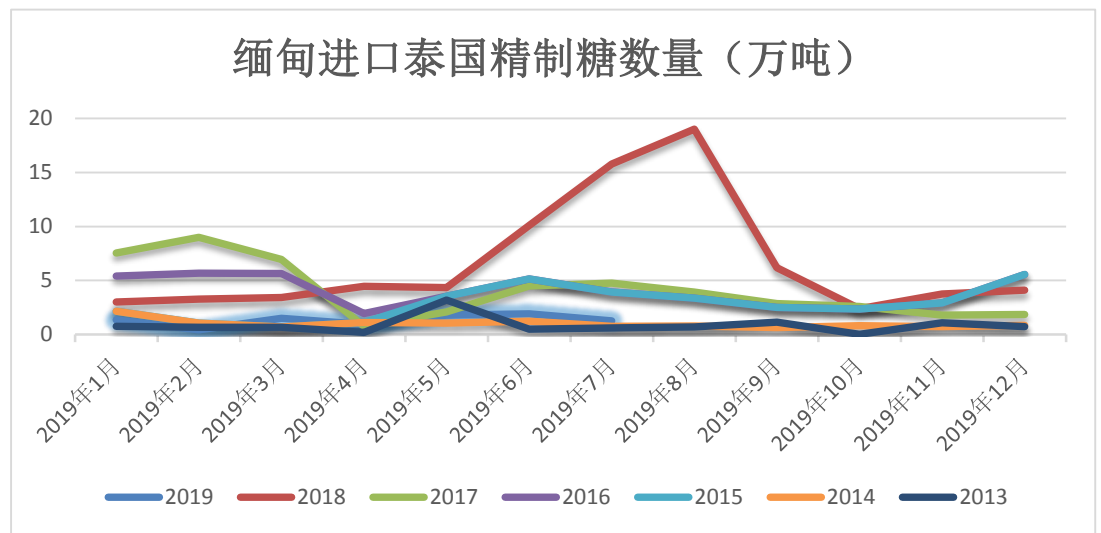


资料来源：wind 南华研究

2.3.2. “打黑” 随带扫掉走私糖

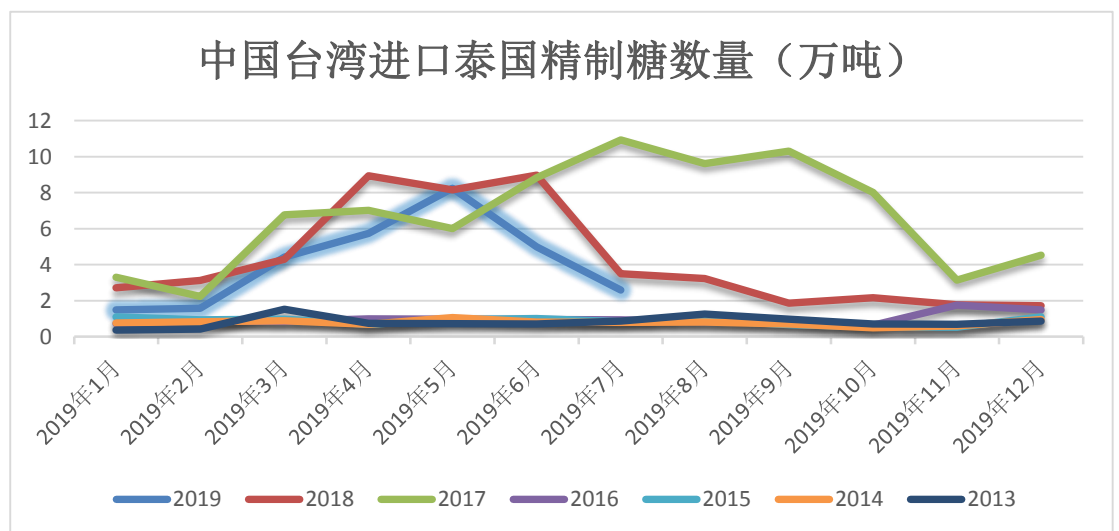
非正规进口方面，今年上半年随着我国打击走私力度加强，尤其是强力的“打黑”行动，随带打掉了不少走私团伙，大大减少了走私糖的流入。2019 年截至 8 月底，泰国出口至缅甸精制糖仅为 10.5 万吨，同比减少 83.4%，出口至中国台湾进口精制糖为 30.3 万吨，同比减少 29.3%。从主流的走私通道看，今年前 8 个月走私量下滑很多，而通过历史的信息我们也可以看到，每年的四季度走私量都是非常少的，除了 2017 年中国台湾在 10 月曾经出现了 10 万吨的进口以外，其他时期的进口基本维持在 5 万吨以下，基本符合当地食糖用量。而缅甸相比就更加稳定，没有出现更多进口的迹象。

图 2.3.2.1： 泰国出口至缅甸精制糖数量（万吨）



资料来源：泰国海关 南华研究

图 2.3.2.2： 泰国出口至中国台湾精制糖数量（万吨）

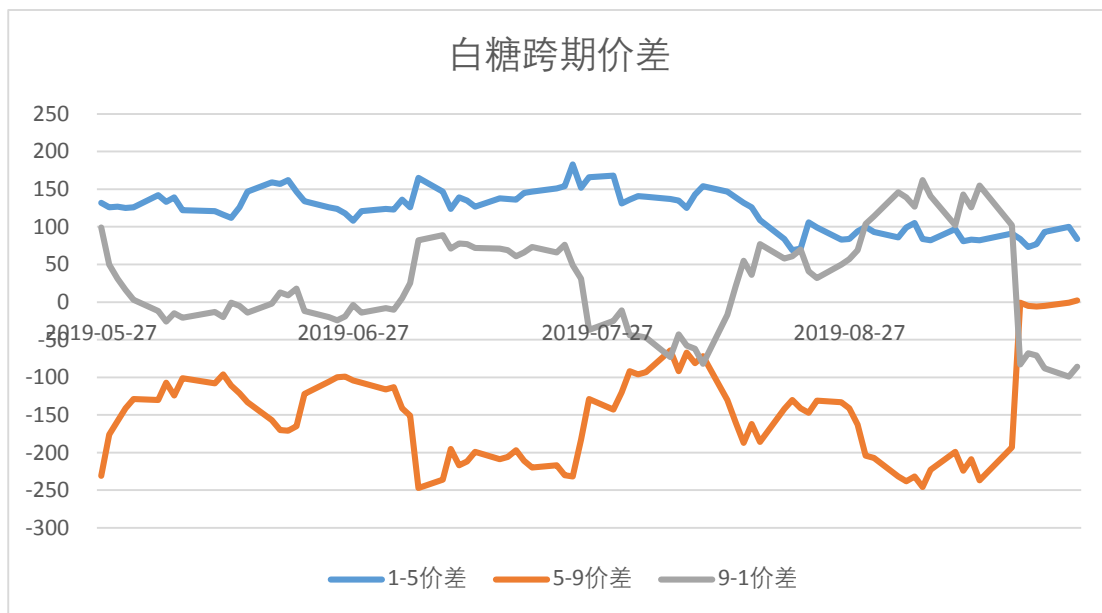


资料来源：泰国海关 南华研究

2.4. 1-5 价差有机会

商品期现价差是指商品期货与现货的价格偏离关系。这种关系包括合理和不合理情况，实际分析与操作中，我们主要关注的是不合理情况。考察期现价差的前提是要选择基准交割地与同级交割标准的现货报价进行对比，否则需要事先进行地区和等级价差调整。而期货跨期价差也可以理解为变相的期现价差关系。比如近月合约理解为现货，并以此与远月期货合约进行对比。

图 2.4：当前白糖的跨期价差



资料来源：wind 南华研究

四季度我们需要关注的是 1-5 价差。我们首先看一下现在的价差水平，截至 9 月底 5 月要贴水 1 月 90 点左右的水平。1 月合约和 5 月合约的矛盾点在明年的关税问题上。由于关税不再延期，导致 5 月以后的进口配额外关税将恢复至 50%，且由于配额和许可证发放也许会在 3 月甚至更靠后，因此 1 月升水 5 月是合理的。但 5 月合约实际上并没有处于降低关税的时间节点上，关税调降是在 5 月 22 日以后，因此实际上这个逻辑是有问题的，5 月合约实际上是偏低估的。

第3章 国际食糖市场分析

今年三季度，国际原糖的价格大致区间在 11–13 美分之间，整体重心都要低于上季度。但这并不妨碍国际机构看好 19/20 年度食糖市场。国际食糖组织（ISO）9 月的预估 18/19 年度全球食糖过剩量估值为 172 万吨，这低于上季度预估时的 183 万吨。但对于 19/20 年度则预估会短缺 476 万吨，高于上季度预估的 300 万吨。主要是基于印度 19/20 榨季产量将由上榨季的 3300 万吨降至 2830 万吨，泰国则由 1440 降至 1290 万吨。预计国际原糖价格将在四季度修复跌幅，重新站上 14 美分。

图 3.1：内外糖价对照



资料来源：ISMA 南华研究

随着产量基数的上升，印度在 18/19 年度超过巴西成为世界第一大食糖生产国，全球的供应结构与此前相比发生了巨大的变化。由于印度产量的变数极大，也加大了市场预测的难度。受到前期季风雨推迟以及后期过量降水引发的洪涝，印度 19/20 年将有较为明显的减产。不过其内外糖价倒挂的因素使得其出口依旧困难，消化库存与减产的矛盾并存。巴西去年的糖醇比已经压得很低了，但由于糖价持续低迷，其 19/20 年度依旧保持在惊人的低水平。

3.1. 印度要减产

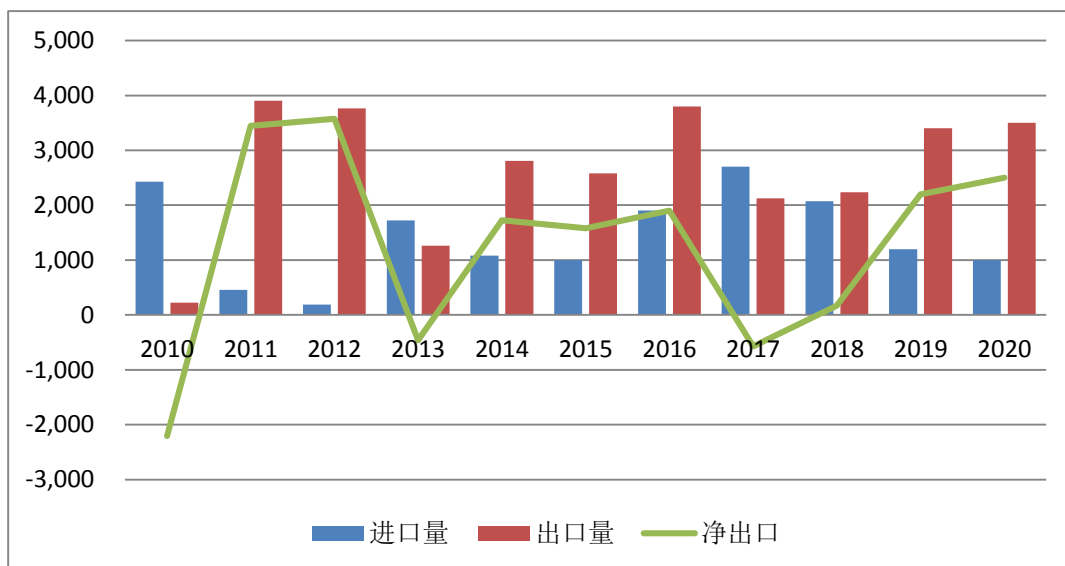
印度合作社糖厂联合会 (NFCSF) 9 月初表示, 干旱与洪水灾害或将导致印度 2019/20 榨季糖产量同比下降 20% 至 2630 万吨, 为 3 年来最低水平。印度产量的变数目前还是很大, 但马邦减产的趋势目前看已经无法逆转。马邦糖业委员会在今年 9 月下旬下修了其产量预估值 582.8 万吨, 这比此前预估的 620 万吨还要少。马邦可能有 50 家糖厂不开榨, 同时马邦的开榨时间也可能推迟。印度政府敲定了 19/20 糖出口的补贴为每吨 10488 卢比, 上限为 600 万吨, 这或许能够刺激印度尽快的消化其庞大的库存。

图 3.1.1: 印度政策与天气的对照图



资料来源：沐甜科技 南华研究

图 3.1.2: 印度进出口情况 (万吨)

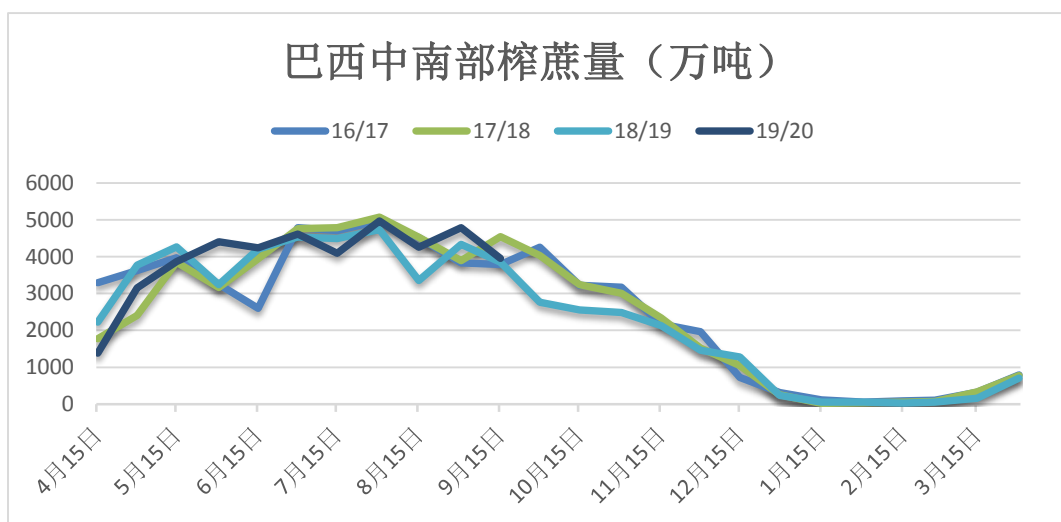


资料来源：USDA 南华研究

3.2. 南巴西产上不去

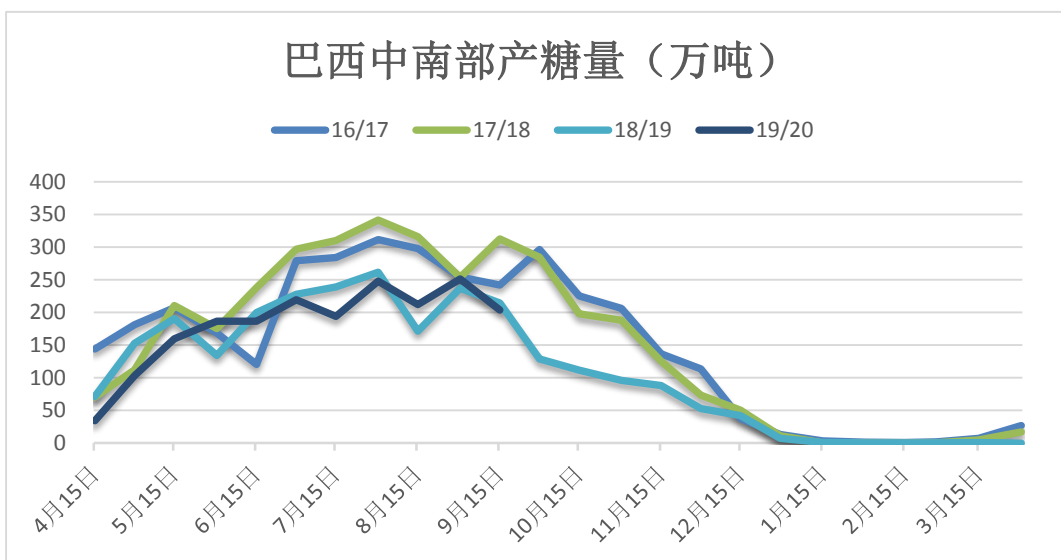
目前已经进入巴西中南部压榨后期，未来几个月产量也会明显下滑。截至 9 月中旬，巴西中南部已累计压榨甘蔗 4.38 亿吨，同比提高 1.2%，但甘蔗平均糖分为 135.19 公斤/吨，同比下降 3.2%，累计产糖 2001 万吨，同比下降 4.9%，平均制糖比仅为 35.48%，同比下降 1.07 个百分点。市场对于南巴西食糖产量的预估基本处于 2600 万吨以下，其中巴西农业资讯机构 Agroconsult 的预估为 2570 万吨，路易达孚的预估则为 2590 万吨。

图 3.2.1: 巴西中南部甘蔗压榨量 (万吨)



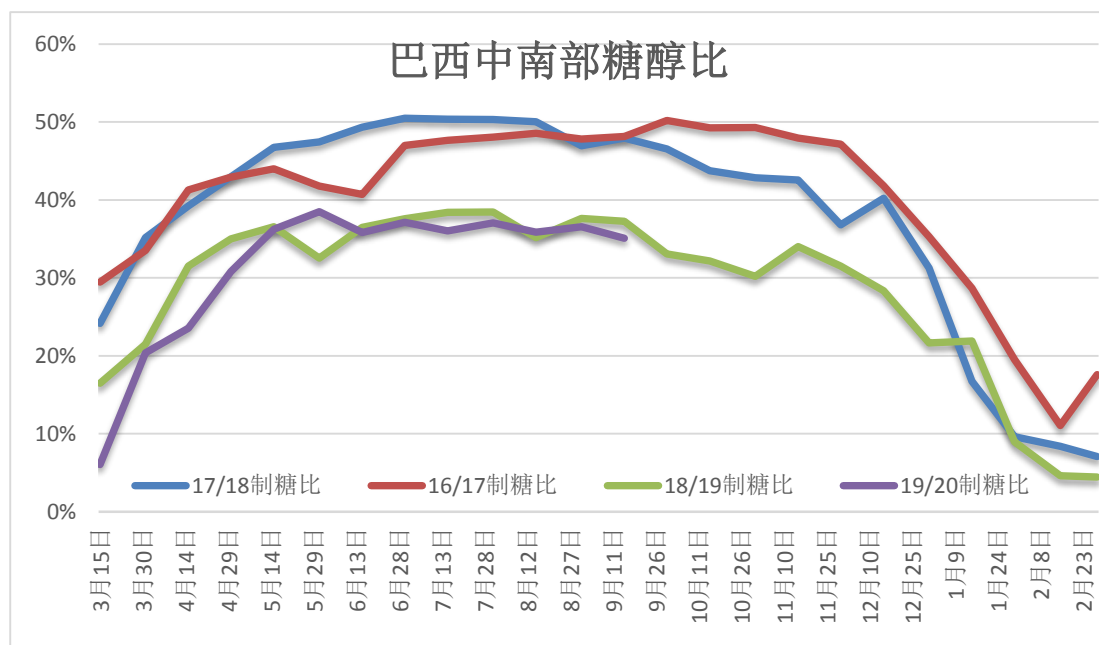
资料来源: UNICA 南华研究

图 3.2.2: 巴西中南部产糖量 (万吨)



资料来源: UNICA 南华研究

图 3.2.3: 巴西中南部糖醇比



资料来源: UNICA 南华研究

第4章 行情展望

国内市场由于走私糖被打掉,导致三季度国内食糖整体消化过快,预期四季度前期即便是进口量大幅增加的情况下,供应依旧偏紧,因此前期的走势或保持持续强势。如若出现抛储,同时叠加新糖供应,糖价将有所回落,但白糖五年周期的走势依旧不变,整体重心会持续向上。

国际市场上,原糖当前已经开始触底反弹。巴西产量已经确定的情况下,四季度产糖中心将从巴西转移到印度和泰国,我们尤其要关注印度今年的产量状况,特别是马邦的生产时间、实际开榨糖厂数量以及甘蔗供应量,以及印度出口的推进情况。

操作建议:四季度郑糖走势将呈现先涨后跌再涨的格局,整体重心将会继续上移,因此建议单边逢低做多为主,特别是被低估的5月合约。价差上以关注抛1买5的操作机会。期权方面,择机卖出两档虚值看跌期权。

南华期货分支机构

总部

杭州市西湖大道 193 号定安名都 2、3 层
客服热线: 400 8888 910

南京分公司

南京市建邺区河西商务中心区 B 地块新地中心二期 808 室
电话: 025-86209875

上海分公司

上海市浦东新区芳甸路 1155 号 803、804 单元
电话: 021-50431979

上海虹桥路营业部

上海市徐汇区虹桥路 777 号 1701、1702、1703、1708、1709 室
电话: 021-52586179

上海芳甸路营业部

上海市浦东新区芳甸路 1155 号 8 层 801 单元
电话: 021-50431979

普宁营业部

广东省普宁市中信华府南向门市东起第 3-8 间首层至二层
电话: 0663-2663855

厦门营业部

厦门市思明区鹭江道 96 号之二钻石海岸 B 栋 1903 单元
电话: 0592-2120291

南通营业部

南通市崇川区崇文路 1 号启瑞广场 20 层 2308、2309 室
电话: 0513-89011168

广州营业部

广州市天河区花城大道 68 号 2008 房, 2009 房
电话: 020-38809869

天津营业部

天津市河西区友谊路与平江道交口东南侧大安大厦 A 座 1003
电话: 022-28378072

苏州营业部

苏州工业园区苏州大道西路 205 号尼盛广场 1 幢 1202 室
电话: 0512-87660825

汕头营业部

汕头市龙湖区金砂路 103 号星光华庭商铺 112、212 号房复式

太原营业部

太原市迎泽区解放南路 2 号 1 幢景峰国际 24 层 03 室
电话: 0351-2118001

浙江分公司

宁波市海曙区和义路 77 号 901、902
电话: 0574-87280438

余姚营业部

浙江省余姚市城区余姚中国塑料城国际商务中心 3 幢 102 室、104 室
电话: 0574-62509011

永康营业部

浙江省永康市永康总部中心金州大厦一楼
电话: 0579-89292777

萧山营业部

杭州市萧山区北干街道金城路 438 号东南科技研发中心 2101 室
电话: 0571-83869601

绍兴营业部

浙江省绍兴市越城区越发大厦 905-906 室
电话: 0575-85095807

温州营业部

浙江省温州市车站大道 2 号华盟商务广场 1801 室
电话: 0577-89971808

成都营业部

四川省成都市高新区天府大道北段 1700 号 1 栋 2 单元 12 层 1209 号
电话: 028-86532609

嘉兴营业部

浙江省嘉兴市融通商务中心 3 幢 1801 室
电话: 0573-89997820

慈溪营业部

浙江省慈溪市浒山街道开发大道 1277 号 香格大厦 7 楼
电话: 0574-63925104

宁波营业部

浙江省宁波市江北区大闸南路 500 号 24 幢 1706 室
电话: 0574-87274729

电话：0754-89980339

济南分公司

济南市历下区冻源大街 102 号祥恒广场 15 层 1505
电话：0531-80998121

桐乡营业部

浙江省桐乡市梧桐街道凤鸣路 1048 号一层、七层
电话：0573-83378538

重庆营业部

重庆市江北区建新南路 1 号 20-2、20-3
电话：023-62611588

合肥营业部

安徽省合肥市蜀山区潜山路 190 号华邦世贸中心 3302
电话：0551-62586688

舟山营业部

浙江省舟山市定海区临城街道翁山路 416 号中浪国际大厦 C 座 5 层 503 室
电话：0580-8125381

义乌营业部

浙江省义乌市宾王路 208 号 2 楼
电话：0579-85201116

南昌营业部

江西省南昌市红谷滩新区中央广场 B 区准甲办公楼 1405 室（第 14 层）
电话：0791-83828829

北京分公司

北京市西城区宣武门外大街 26、28、30 号 2 幢 5 层 A502 室
电话：0451-58896635

北京营业部

北京市西城区宣武门外大街 26、28、30 号 2 幢 5 层 A501 室
电话：010-63161286

台州营业部

台州经济开发区东商务区巨鼎国际商厦 203 室
电话：0576-88539900

沈阳营业部

沈阳市沈河区北站路 51 号 15 层 C 室
电话：024-22566699

大连营业部

辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金融中心 A 座-大连期货大厦第 34 层 3401、3410 号
电话：0411-39048000

青岛营业部

青岛市市南区闽江路 2 号 1 单元 2501 室
电话：0532-80798978

郑州营业部

郑州市商务外环路 30 号期货大厦 1306 房间
电话：0371-65613227

兰州营业部

兰州市城关区张掖路街道酒泉路 437-451 号 11 层 002 号
电话：0931-8805351

哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路 93 号 801、802、810 室
电话：0451-58896607

深圳分公司

深圳市福田区莲花街道金田路 4028 号荣超经贸中心 2701、2702 室
电话：0755-82777909

深圳营业部

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2703、2705 室
电话：0755-82777909

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层 邮编：31002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net

股票简称：南华期货 股票代码：603093