



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

2020 商品季度报告

白糖

油龙戏糖

摘要

一场史无前例的新型冠状病毒疫情在全球肆虐。金融市场动荡，原油价格大幅下挫，原糖连续下跌一度打穿近 12 年的低点。国内糖价的波动要小很多，今年一季度整体维持在 300 点上下跟随原糖和大宗商品震荡，相对其他商品缺乏活力。

当前全球的供求结构出现了重大变化，19/20 年度因为印度和泰国还是减产较多导致供应缺口还是比较大，但是随着 4 月份巴西中南部 20/21 榨季的开始，乙醇竞争力缺乏的情况下，糖醇比预期会大大提高，全球的供应再度充裕，工业品属性已经超过了农产品属性的影响力。二季度巴西再度成为市场的主导，原糖价格将受到原油价格巨大的牵制。

操作建议：二季度以反弹沽空为主，套利方面建议前期 5-9 正套可以继续操作。期权方面，卖看涨的操作更为稳健。

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.	定产在即	5
2.1.1.	减产有多少?	5
2.2.	进口几许?	6
2.2.1.	进口前少后多	6
2.2.2.	走私糖松紧敞口	7
2.3.	远月投资价值显现	9
第 3 章	国际食糖市场分析	9
3.1.	印度减产并加快出口	11
3.2.	泰国产量或低至 830 万吨	11
3.3.	巴西再度成为定价中心	12
第 4 章	行情展望	14
	免责声明	15

图表目录

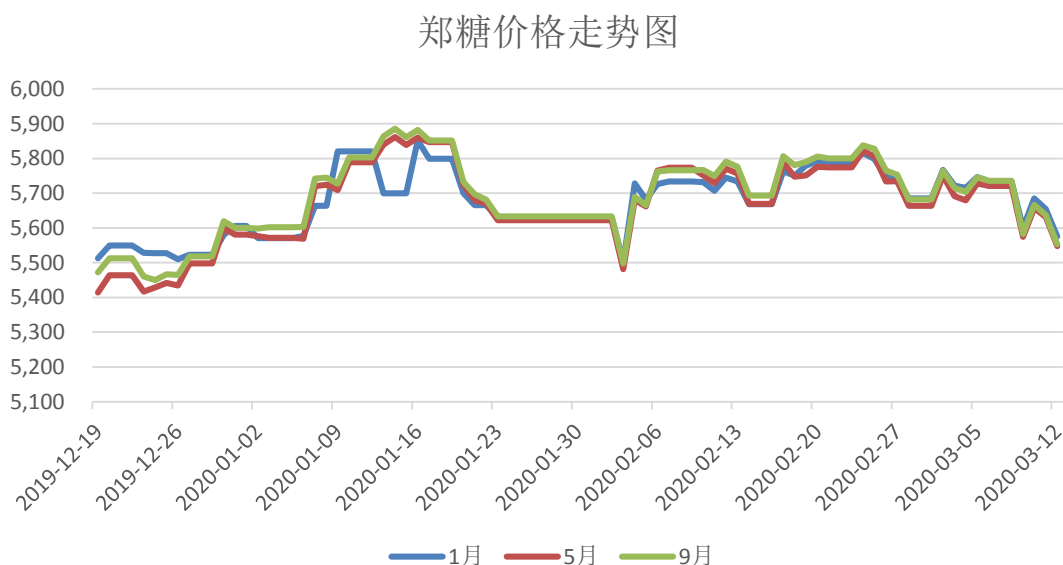
图 1: 郑糖价格走势图.....	4
图 2: 中国食糖供需平衡表 (单位: 万吨)	5
表 2.1.1: 19/20 制糖年全国食糖产销进度 (万亩、万吨)	6
图 2.2.1.1: 食糖月度进口量 (万吨)	7
图 2.2.1.2: 配额外糖进口利润 (元/吨)	7
图 2.2.2.1: 泰国出口至缅甸精制糖数量 (万吨)	8
图 2.2.2.2: 泰国出口至中国台湾精制糖数量 (万吨)	8
图 2.3: 当前白糖的跨期价差	9
图 3.1: 内外糖价对照 (元/吨, 美分/磅)	10
图 3.2: ISO 预估全球供需缺口 (万吨)	10
图 3.1.1: 印度食糖生产状况 (万吨)	11
图 3.2.1: 泰国出口情况 (万吨)	12
图 3.3.1: 巴西中南部甘蔗压榨量 (万吨)	13
图 3.3.2: 巴西中南部产糖量 (万吨)	13
图 3.3.3: 巴西中南部糖醇比	14

第1章 行情回顾及策略建议

2020 年一季度受新冠病毒肆虐，国内外大宗商品遭遇巨幅波动，白糖的供需逻辑也发生了巨大变化。受印度泰国减产影响，原糖 05 合约价格在 2 月底冲击新高的 15.29 美分，而随着疫情的全球化扩散以及原油的大幅下跌，原糖价格快速回落，不到一个月的时间跌幅达到了 31.7% 至 11 美分以下。郑糖的价格相对稳定，整体的波动区间大概在 300 点左右。这主要是受到国内疫情得到良好控制，以及春节前后进口偏少的情况下产生的。对于二季度而言，我们的重点还是要围绕疫情的发展和控制以及原油的价格波动来判断价格的走势。

策略建议：二季度以反弹沽空为主，套利方面建议前期 5-9 正套可以继续操作。期权方面，卖看涨的操作更为稳健。

图 1：郑糖价格走势图



资料来源：郑商所 南华研究

第2章 国内白糖市场现状分析

2020 年一季度，受新冠肺炎疫情影响，金融市场动荡。国内郑糖主力合约 05 价格在 1 月中旬一度上涨超过 5900，但随着新冠肺炎的扩大，春节回来第一天即打出 5300 的低点，随后因供应端停工影响价格出现大幅反弹，不过随着海外疫情的扩散，糖价再度回落。我国产量的最终数据将在二季度公布，同时二季度也是我国进口关税变化的转折期，但是我们预计二季度国内糖价还是受到全球疫情以及原油的影响更大，缺乏单边市的基础。

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	19/20（预计）
上季工业结转库存		59.83	57.87	45.52	35.41
产量		928.82	1031.4	1076.04	1010
销量		870.95	985.88	1040.63	960
销糖率		93.77%	95.59%	96.71%	95.05%
当季工业结转库存		57.87	45.52	35.41	50
进出口	进口	230	243	325	335
	走私（估计）	230	200	80	80
	出口	12.49	18.4	19.2	19
	净进口	217.51	224.6	305.8	316
	净进口（含走私）	447.51	424.6	385.8	396
储备库	国储抛储量	98.96	0	0	0
	广西抛储量	37.27	0	0	12.73
供给量	当年总供给	1224.69	1210.48	1346.43	1288.73
	当年总供给（含走私）	1454.69	1410.48	1426.43	1368.73
	国内总供给	1284.52	1268.35	1391.95	1324.14
需求量		1456.65	1422.83	1436.54	1354.14

资料来源：南华研究

2.1. 定产在即

2.1.1. 减产有多少？

19/20 年度全国产量预计会有一定幅度下滑，此前中国糖业协会的估产，我国主要糖料种植区面积预估为 2084 万亩，低于去年的 2098 万亩，糖产量为 1050 万吨，但是受到广西、云南地区的减产影响，尤其是广西地区出现的明显的提前收榨的现象，因此我们预计全国的糖产量将维持在 1000–1010 万吨上下，整体的产量变数不会很大。

表 2.1.1: 19/20 制糖年全国食糖产销进度 (万亩、万吨)

19/20 制糖年全国食糖产销进度							
单位: 万亩、万吨							
省区	2019 糖料种植面积	19/20 年度预计		截至 2020 年 2 月底累计			开榨数
		收购糖料量	产糖量	产糖量	销糖量	销糖率	
全国合计	2084	8859	1050	882.54	401.72	45.52	
甘蔗糖合计	1764	7769	911	743.26	320.02	43.06	
广东	165	760	76	58.83	41.7	70.88	11 收榨
其中: 湛江	138	652	65	53.41	37.55	70.31	9 收榨
广西	1140	5400	630	574	246	42.86	38 收榨
云南	421	1471	188	98.98	31.24	31.56	全开榨
海南	32	112	14	10.71	0.77	7.19	2 收榨
其他	6	26	3	0.74	0.31	41.89	全开榨
甜菜糖合计	319	1090	139	139.28	81.70	58.66	
黑龙江	19	30	4	3.4	2.08	61.18	全收榨
新疆	107	470	60	58.28	21.94	37.65	全收榨
内蒙古	185	550	70	72.5	54.38	75.01	全收榨
其他	8	40	5	5.1	3.3	64.71	全收榨

资料来源: 中国糖业协会 南华研究

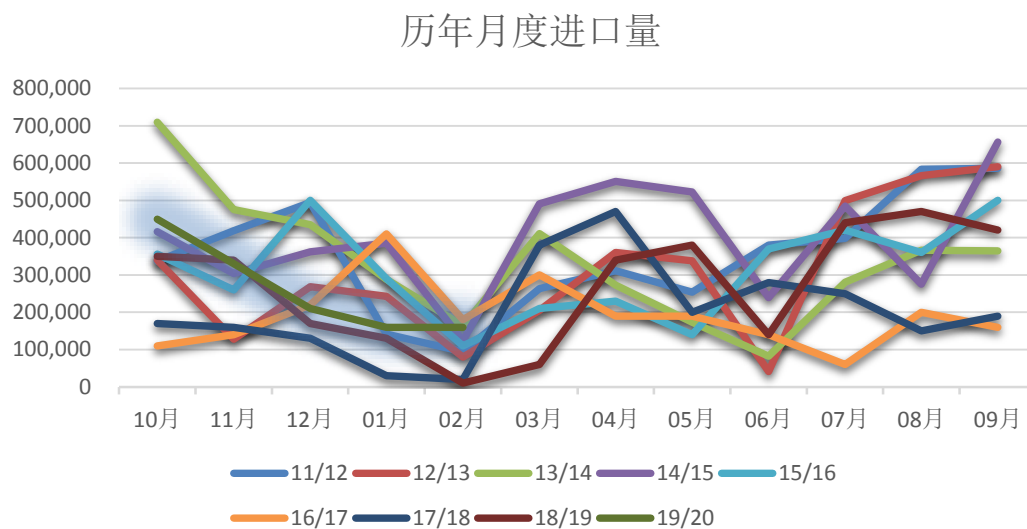
2.2. 进口几许?

2.2.1. 进口前少后多

我们在年报中曾经估计今年的进口呈现方式和往年类似, 都是前少后多的情况。不过随着新型冠状病毒疫情的持续发酵和扩散, 还是出现了一些变化。受疫情影响, 海关总署将前两个月的进口数据合并发布, 总共进口 32 万吨, 同比反而增加 18 万吨, 这比预期的要多。这是什么原因导致的呢? 我们发现, 随着国际油价的大幅下跌导致原糖价格同样大幅下挫的情况下, 配额外进口开始出现 100-200 元/吨的进口利润。但是根本原因在于今年的配额外许可证直到 3 月下旬才公布, 仅依靠配额外内的量进行进口, 因此整体进口量依旧是季节性偏小的。

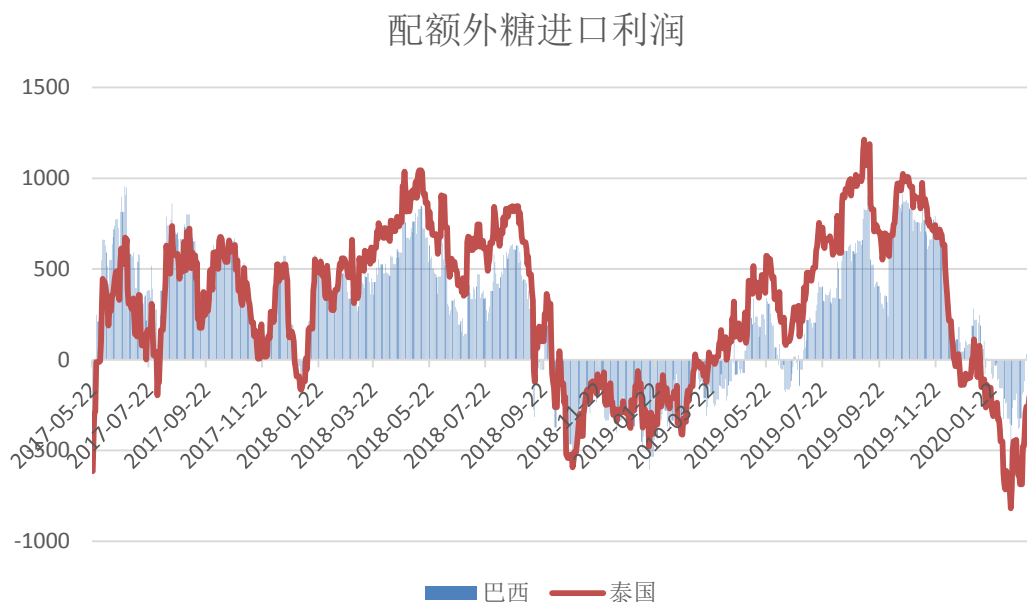
19/20 榨季我国累计进口糖 131 万吨, 同比增加 32 万吨。3 月底配额外许可证发放量公布为 135 万吨, 因此全国进口上限大概是 329.5 万吨。而进口的节奏主要取决于进口利润以及国际糖价的位置。在 5 月 22 日之前整体的进口量偏低, 主要为 15% 关税的配额外进口量, 而配额外进口主要集中在 5 月 22 日以后 (配额外关税由 85% 调整为 50%)。

图 2.2.1.1: 食糖月度进口量 (万吨)



资料来源: 海关总署 南华研究

图 2.2.1.2: 配额外糖进口利润 (元/吨)



资料来源: wind 南华研究

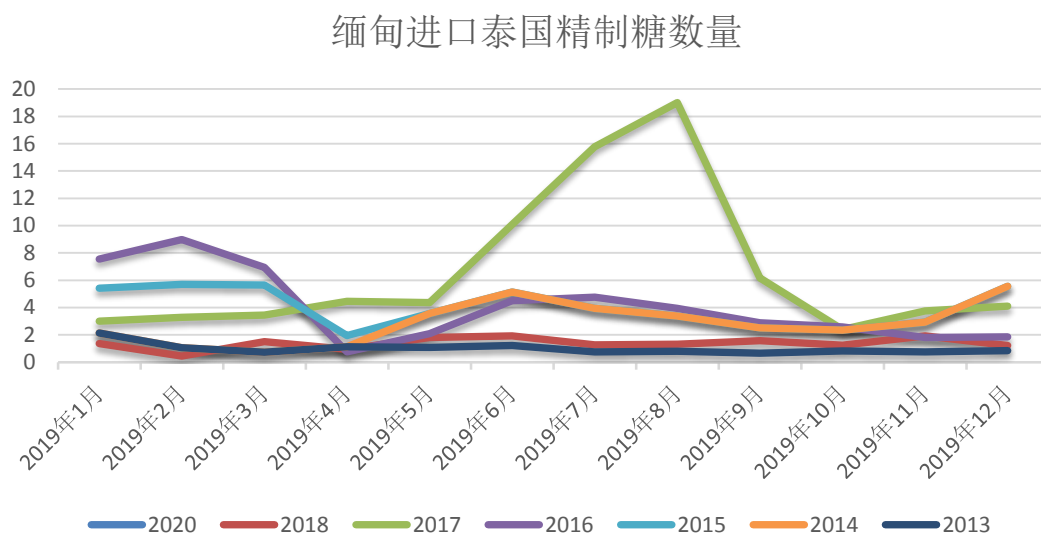
2.2.2. 走私糖松紧敞口

非正规进口方面, 随着去年我国打击走私力度加强, 尤其是强力的“打黑”行动, 顺带打掉了不少

走私团伙，大大减少了走私糖的流入。随着新冠肺炎疫情的发展，在今年的头几个月走私也受到严格的管控，总体的数量非常的少。2020 年 1-2 月泰国出口至缅甸和中国台湾的精制糖都大幅减少。

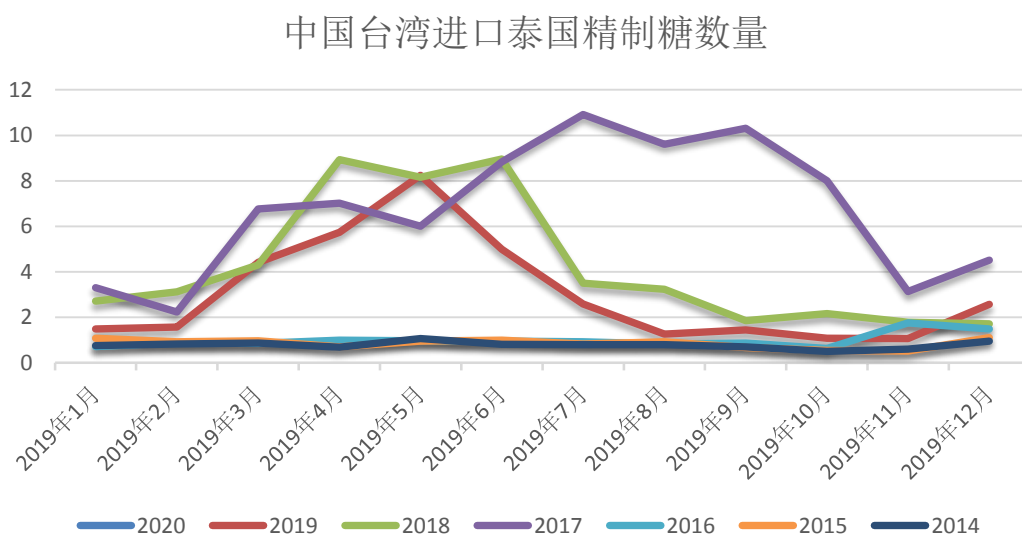
二季度和三季度是我国传统的饮料消费旺季，随着我国国内新冠肺炎得到有效控制，终端需求开始恢复，随着内外价差利润出现后需要谨防走私势力的抬头。不过这也是需要分两方面进行分析，由于海外疫情还在蔓延，因此源头走私的情况并不流畅，这就导致整体的走私数量至少在二季度应该不会很大，更多的是存量走私为主，因此预防走私势力的反弹的重心应该集中在三季度和四季度。

图 2.2.2.1： 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 2.2.2.2： 泰国出口至中国台湾精制糖数量（万吨）

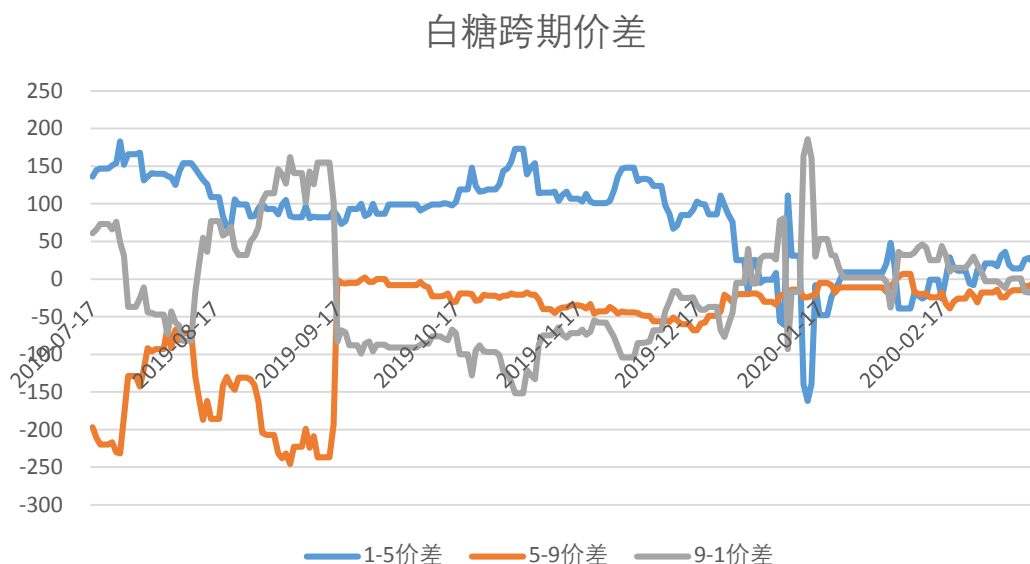


资料来源：泰国海关 南华研究

2.3. 远月投资价值显现

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。考察期现价差关系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 2.3: 当前白糖的跨期价差



资料来源：wind 南华研究

年报中我们主推的5-9正套价差成果显著。我们首先看一下现在的价差水平，截至3月底5月价格出现升水9月超过100个点的现象，这于去年12月底-30的相比，已经获利超过130点。5月合约和9月合约的矛盾点在5月22日的关税问题上。由于关税很大概率不再延期，导致5月22日以后的进口配额外关税将恢复至50%，且由于受疫情影响，今年配额外许可证发放量为135万吨，低于市场预期，也使得本次5-9价差出现了较大波动，不过进口关税的不同最终还是会导导致5-9价差的扩大。

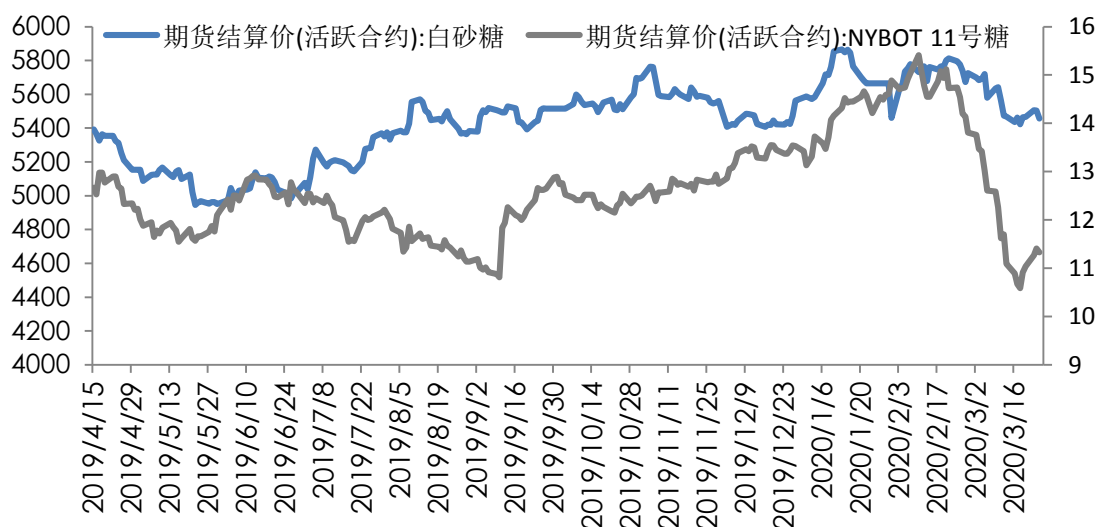
至于9-1价差的问题更多的需要考虑19/20榨季的供求结构与20/21榨季的供求结构的不同。从前期的表现看，9月比1月要强，这主要是因为原油价格的大幅下跌导致巴西生产乙醇的意愿出现重大变化，巴西20/21年度食糖产量攀升的预期引起的。未来这个价格可能会受到原油价格的变化而有所修复，本轮国际糖价的下跌主要还是因为疫情引起的，一旦疫情得以控制，原油的价格会随之修复，9-1正套的逻辑将会转化为9-1反套的逻辑，后期我们更看好01合约的表现。

第3章 国际食糖市场分析

2020年，随着新冠病毒疫情的全球化扩散以及OPEC+会议的谈崩，原油价格出现了大幅下挫，跌幅一度超过60%。尽管印度和泰国因为干旱导致两国的食糖产量普遍出现下降，但随着原油价格的

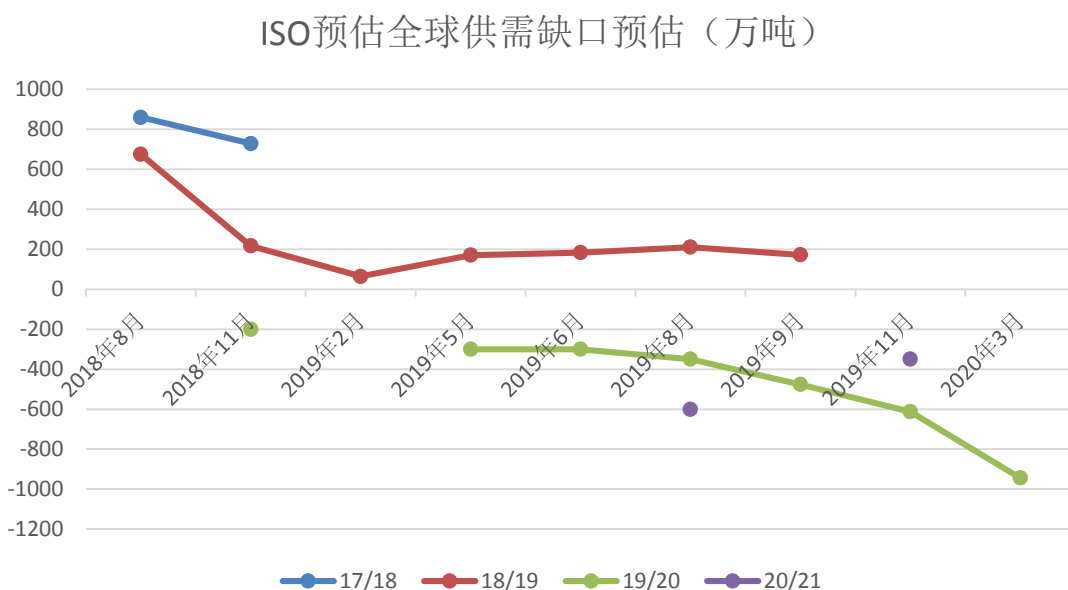
快速下滑，巴西糖产量增加的预期也使得原糖价格被迫也随之大幅下滑，并且一度跌破 2018 年的低点。市场原来对于减产的信心也因为巴西的增产和全球因疫情导致的消费萎缩而受到打击。后期原糖的价格走势将被原油价格而左右。

图 3.1：内外糖价对照（元/吨，美分/磅）



资料来源：wind 南华研究

图 3.2：ISO 预估全球供需缺口（万吨）



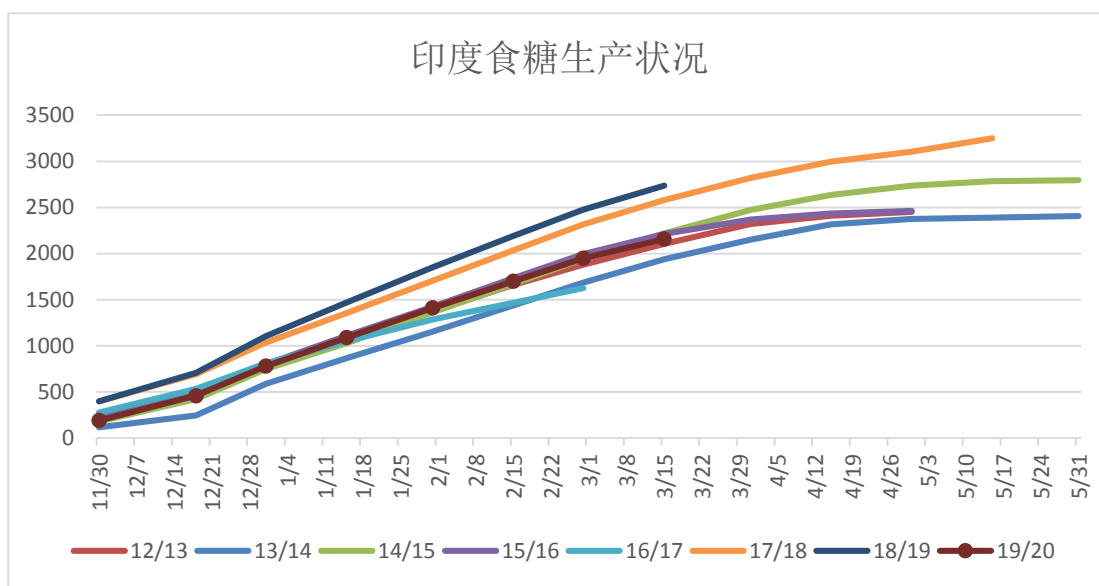
资料来源：ISO 南华研究

3.1. 印度减产并加快出口

印度糖厂协会 (ISMA) 公布的产量数据显示,截至 3 月 15 日印度 2019/20 榨季累计产糖 2158.2 万吨,同比减少 578 万吨;目前该国已有 457 家糖厂开榨,同比减少 70 家,其中 136 家糖厂已经收榨,同比减少 37 家,剩余 321 家糖厂仍在生产,同比减少 33 家。本榨季马邦与卡邦糖厂开榨时间分别推迟一个月和一周时间,此外其甘蔗出糖率也低于去年同期,主要因糖厂正在入榨因洪涝灾害受损的甘蔗。其他各邦共有 92 家糖厂开榨,累计产糖 56.5 万吨。

由于前两个榨季印度的产量过剩,导致其囤积了大量的库存。19/20 榨季截至 3 月 15 日,印度糖厂已签订 360-380 万吨 2019/20 榨季食糖出口合约。ISMA 认为,虽然新冠肺炎爆发带来的不确定性导致国际糖价下跌,但疫情的影响可能是暂时的。此外本榨季泰国食糖预计减产 500 万吨,且印尼最近决定允许从印度、澳大利亚和泰国以优惠进口税进口 ICUMSA 色值为 600 的食糖,这将使印度有更多机会向印尼出口大量食糖。上榨季同期糖厂仅签订 85 万吨出口合约。受其影响,市场预计印度本榨季将至少出口 500 万吨糖,同比提高近三分之一,这将超过该国 07/08 出口记录 (496 万吨)。由于食糖供给过剩,印度政府批准为 19/20 榨季出口糖提供 10,448 卢比/吨的补贴。

图 3.1.1: 印度食糖生产状况 (万吨)



资料来源: ISMA 南华研究

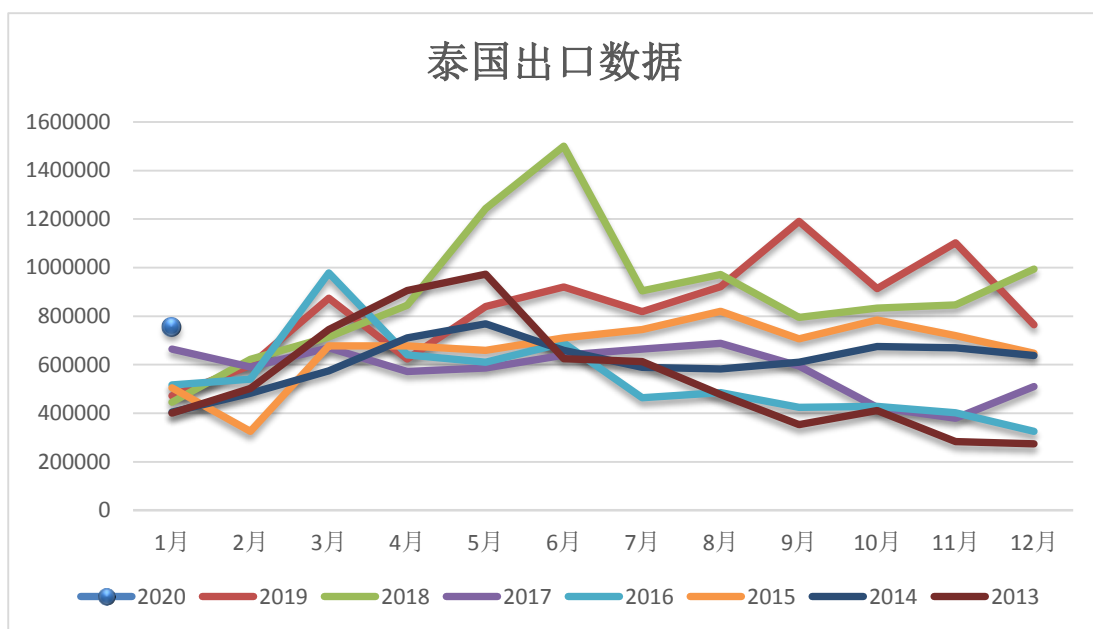
3.2. 泰国产量或低至 830 万吨

据泰国甘蔗和糖业委员会办公室数据显示,预计泰国 19/20 榨季将于 3 月 26 日收榨,且预计甘蔗压榨量为 7490 万吨,而上榨季为 1.31 亿吨;预计该国 19/20 榨季产糖量将从 18/19 榨季的 1460 万吨降至 830 万吨。

对于 20/21 榨季,泰国甘蔗联合会会长表示,甘蔗压榨量将不到 6500 万吨。虽然近期降雨可能

有助于产量恢复。12 月甘蔗与泰国蔗糖委员会会议上一致同意将今年甘蔗生产季的（甜度为 10CC）甘蔗价格定为每吨 750 泰铢（约合人民币 175 元）。但是，泰国甘蔗产量下降已经到账本榨季该国糖厂相互之间展开激烈竞争，因此本榨季的甘蔗收购价为 1100–1400 泰铢/吨，远高于官方公布的 750 泰铢/吨，这可能将促使部分农民选择种植甘蔗而不是木薯。

图 3.2.1：泰国出口情况（万吨）

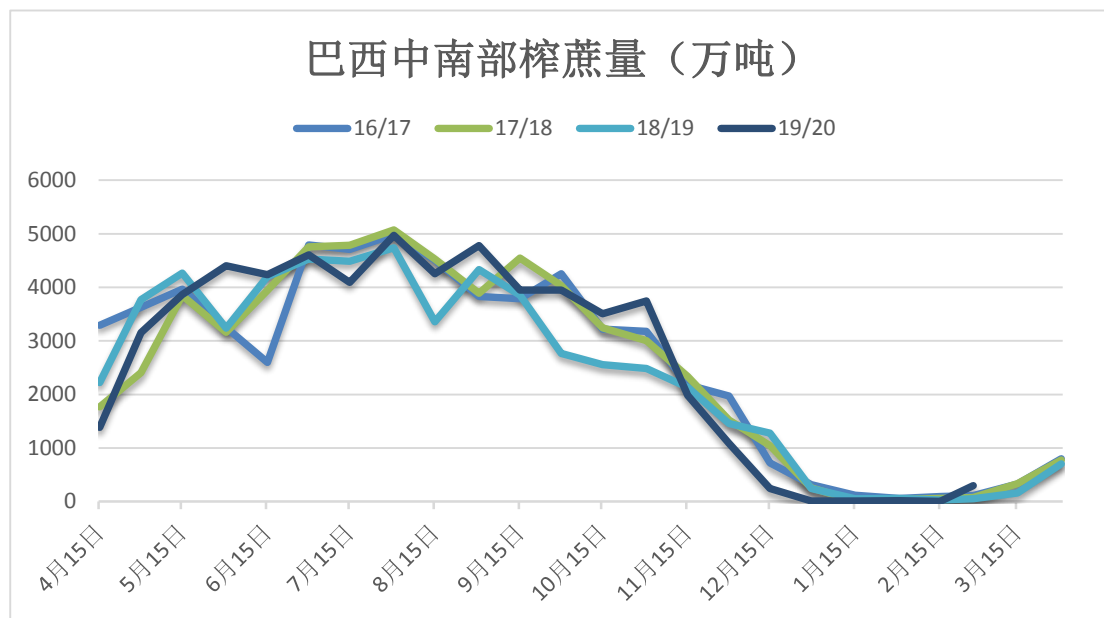


资料来源：泰国海关 南华研究

3.3. 巴西再度成为定价中心

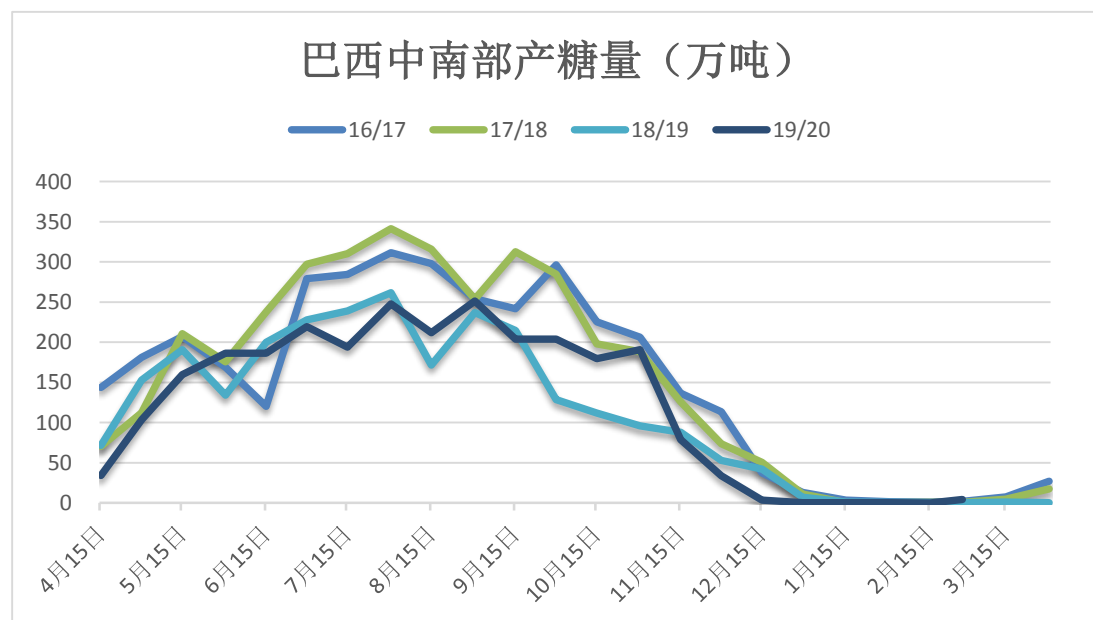
尽管巴西中南部 4 月才开始进入 20/21 榨季，但目前巴西中南部部分糖厂已经开始压榨。从历史经验看，在压榨初期，糖醇比往往会偏低，因为生产乙醇会更快地获得现金流，但是目前受到全球疫情蔓延的影响，生产乙醇相比汽油已经没有了比较优势，乙醇汽油价格比在 1 月底已经超过了 0.7，而随着原油价格的不断下跌，乙醇价格下跌的力度不及原油，乙醇的比较优势得以丧失。

图 3.3.1: 巴西中南部甘蔗压榨量 (万吨)



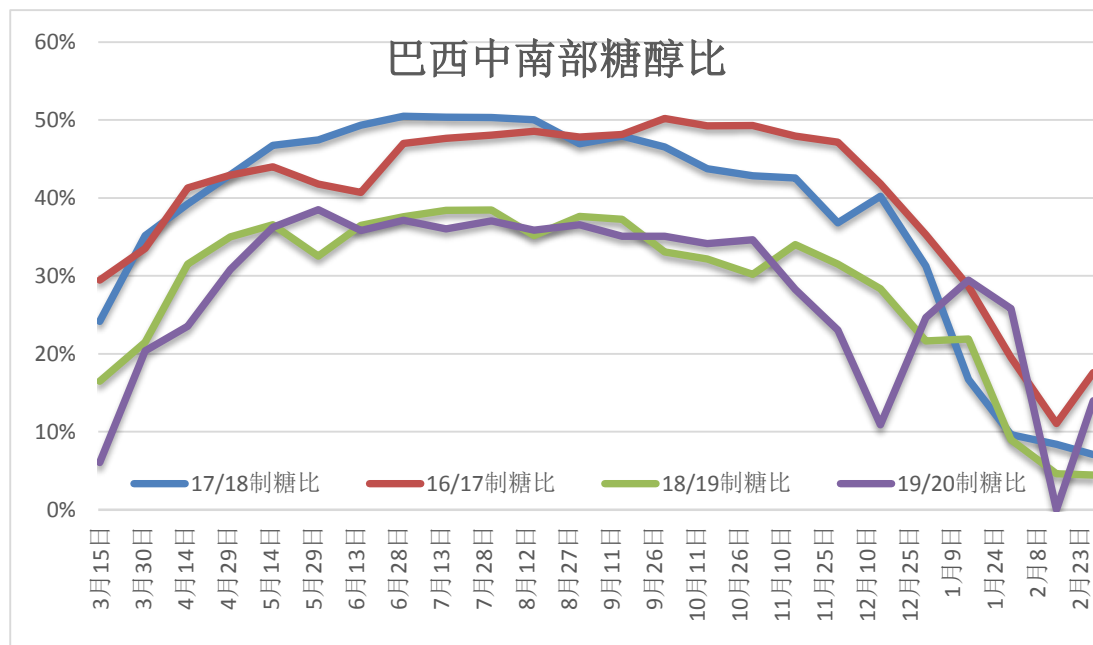
资料来源: UNICA 南华研究

图 3.3.2: 巴西中南部产糖量 (万吨)



资料来源: UNICA 南华研究

图 3.3.3: 巴西中南部糖醇比



资料来源: UNICA 南华研究

巴西 19/20 榨季食糖出界了仅为 1900 万吨,是近年来出口量最小的榨季。如果原油价格持续低迷,巴西生产乙醇的积极性就会显著下降。巴西甘蔗制糖比每增加 1%,就意味着多生产 80 万吨糖,如果巴西中南部 20/21 榨季的甘蔗制糖比提高至 46%,那么最终的糖产量可能从此前预估的 2900 万吨增至 3350 万吨,巴西出口可能要比去年增加 1000 万吨。

然而巴西甘蔗制糖比是有限度的,巴西糖厂需要利用他们所有工业产能,同时运行生产食糖和乙醇,才能够把预计 6 亿吨的甘蔗全部压榨。同时,国际原油价格也不可能持续维持在较低水平,巴西食糖产量还是具有较多变数。

第4章 行情展望

一场史无前例的新型冠状病毒疫情在全球肆虐。金融市场动荡,原油价格大幅下挫,原糖连续下跌一度打穿近 12 年的低点。国内糖价的波动要小很多,今年一季度整体维持在 300 点上下跟随原糖和大宗商品震荡,相对其他商品缺乏活力。

当前全球的供求结构出现了重大变化,19/20 年度因为印度和泰国还是减产较多导致供应缺口还是比较大,但是随着 4 月份巴西中南部 20/21 榨季的开始,乙醇竞争力缺乏的情况下,糖醇比预期会大大提高,全球的供应再度充裕,工业品属性已经超过了农产品属性的影响力。二季度巴西再度成为市场的主导,原糖价格将受到原油价格巨大的牵制。

操作建议:二季度以反弹沽空为主,套利方面建议前期 5-9 正套可以继续操作。期权方面,卖看涨的操作更为稳健。

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，如与南华期货股份有限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股份有限公司的立场，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股份有限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。未经南华期货股份有限公司允许批准，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“南华期货股份有限公司”，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



南华期货营业网点