



Bigger mind, Bigger fortune
智慧创造财富

南华期货研究所

投资咨询业务资格:

证监许可【2011】1290号

边舒扬

投资咨询证号:

Z0012647

压力犹存

摘要

2021 年三季度国内白糖市场比较震荡挣扎，整体重心有所上移，2201 合约大多数时间波动区间为 5700-6000，7-8 月出现一波涨势，主要因巴西干旱导致减产影响，但 9 月出现价格回落，原因是受国内库存偏大压制。

展望 2021 年四季度，市场关注的重点从巴西转到印度，巴西的天气和糖醇比会对行情造成较大的干扰，但印度的疫情以及新榨季的开榨情况会对四季度造成较大影响。国内方面，我们仍然需要关注库存的变化以及进口节奏的变化。在供应压力依旧较大的情况下，近月合约走势依旧不会流畅。价差方面建议 1-5 反套继续持有。期权方面，不建议做买权，仍建议做卖出宽跨式期权，上下各 300 点。

风险点：巴西干旱影响加重、印度新榨季生产出现问题。

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	4
2.1.	库存压力与新榨季产量	5
2.1.1.	国产糖结转库存压力	5
2.1.2.	新榨季产量有多少?	7
2.2.	关注进口节奏	8
2.2.1.	关注进口利润	8
2.2.2.	糖浆在近期开始抬头	10
2.2.3.	终端消费季节性下滑	10
2.3.	择机继续做 1-5 反套	12
第 3 章	国际食糖市场分析	13
3.1.	关注印度新榨季生产	14
3.2.	泰国产量保持低位	15
3.3.	巴西干旱后产量几何?	16
第 4 章	行情展望	18
	免责声明	19

图表目录

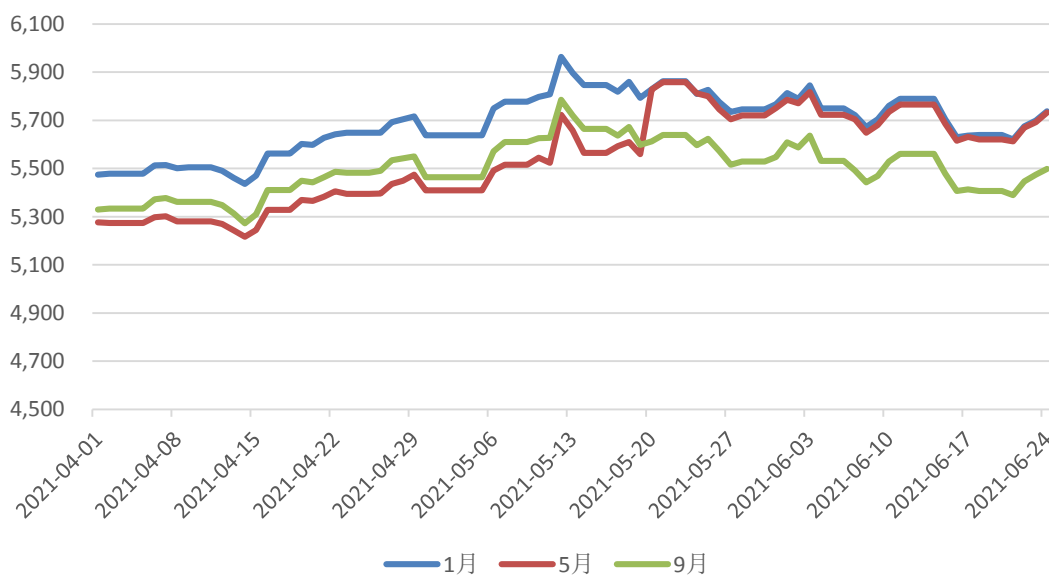
图 1: 郑糖价格走势图 (元/吨)	4
图 2: 中国食糖供需平衡表 (单位: 万吨)	5
图 2.1.1.1: 国内工业库存 (万吨)	6
图 2.1.1.2: 仓单+有效预报 (张)	6
表 2.1.1: 20/21 制糖年全国食糖产销进度 (万亩、万吨)	7
图 2.2.1.1: 食糖月度进口量 (万吨)	8
图 2.2.1.2: 配额外糖进口利润 (元/吨)	9
图 2.2.2.1: 我国进口糖浆数量 (万吨)	10
图 2.2.3.1: 碳酸饮料产量 (万吨)	11
图 2.2.3.2: 果蔬饮料产量 (万吨)	11
图 2.2.3.1: 白糖跨期价差走势	12
图 3.1: 内外糖价对照 (元/吨, 美分/磅)	13
图 3.1.1: 印度食糖生产状况 (万吨)	14
图 3.2.1: 泰国出口情况 (吨)	15
图 3.3.1: 巴西中南部甘蔗产量 (万吨)	16
图 3.3.2: 巴西中南部糖产量 (万吨)	17
图 3.3.3: 巴西中南部糖醇比	17

第1章 行情回顾及策略建议

2021 年三季度国内白糖市场比较震荡挣扎，整体重心有所上移，2201 合约大多数时间波动区间为 5700-6000，7-8 月出现一波涨势，主要因巴西干旱导致减产影响，但 9 月价格回落，受国内库存偏大压制。四季度，库存压力的问题依旧是我们关注的要点，同时新榨季的生产情况将影响市场的整体走势。

策略建议：波段操作为主，价差方面择机做 1-5 反套。期权方面，继续择机卖出宽跨式期权。

图 1：郑糖价格走势图（元/吨）



资料来源：郑商所 南华研究

第2章 国内白糖市场现状分析

我们半年报的判断看，库存问题确实是在三季度体现的较为明显。尽管巴西减产因素推动原糖价格上行，郑糖被动跟随其后，库存问题还是呈现，三季度整体的进口量也相对偏大，抑制国内糖价的上涨。四季度则是新榨季开始的时间窗口，从目前的甘蔗和甜菜生长情况看，整体的产量基数也能大致确定。

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	20/21（预计）	20/22（预估）	
上季工业结转库存	59.83	57.87	45.52	35.41	56.62	100	
产量	928.82	1031.4	1076.04	1041.51	1066.66	1031	
销量	870.95	985.88	1040.63	984.89	966.66	951	
销糖率	93.77%	95.59%	96.71%	94.56%	90.62%	92.24%	
当季工业结转库存	57.87	45.52	35.41	56.62	100	80	
进出口	进口	230	243	325	375	600	480
	走私+糖浆折算（估计）	230	200	80	80	50	50
	出口	12.49	18.4	19.2	15.85	16	16
	净进口	217.51	224.6	305.8	359.15	584	464
	净进口（含走私+糖浆）	447.51	424.6	385.8	439.15	634	514
储备库	国储抛储量	98.96	0	0	0	0	0
	广西抛储量	37.27	0	0	12.73	0	0
供给量	当年总供给	1224.69	1210.48	1346.43	1356.77	1550.66	1415
	当年总供给（含走私+糖浆）	1454.69	1410.48	1426.43	1436.77	1600.66	1465
	国内总供给	1284.52	1268.35	1391.95	1392.18	1607.28	1515
表观需求量	1456.65	1422.83	1436.54	1415.56	1557.28	1485	

资料来源：南华研究

2.1. 库存压力与新榨季产量

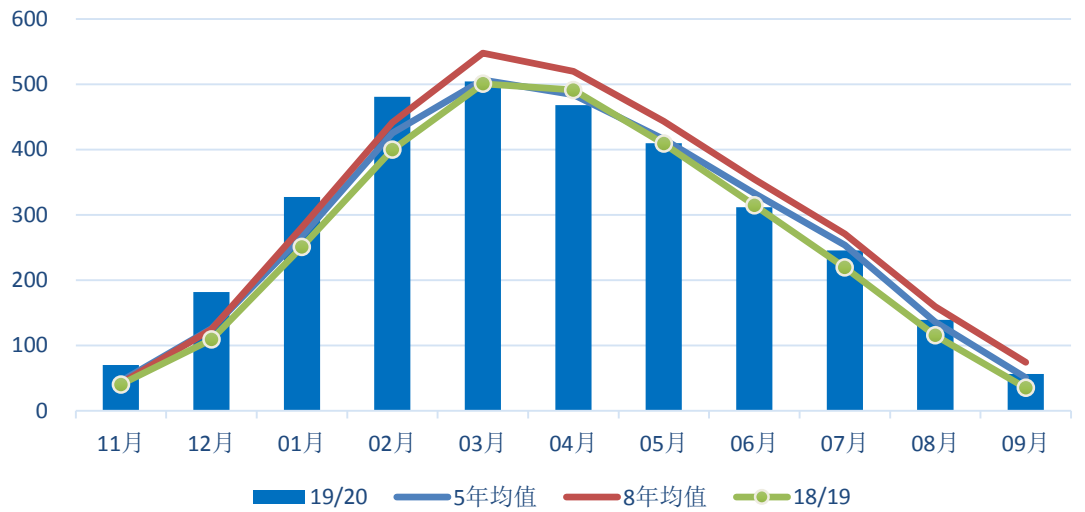
2.1.1. 国产糖结转库存压力

截至 2021 年 8 月底，全国已累计产糖 1066.66 万吨，同比增加 25.15 万吨，其中甘蔗糖 913.4 万吨，同比增加 11.17 万吨，产甜菜糖 153.26 万吨，同比增加 13.98 万吨。全国累计销售食糖 876.45 万吨，同比减少 25.69 万吨，累计销糖率 82.17%，而上榨季为 86.62%，其中销售甘蔗糖 735.49 万吨，同比减少 38.67 万吨，销糖率 80.52%，去年同期为 85.81%，销售甜菜糖 140.96 万吨，同比增加 12.98 万吨，销糖率 91.97%，去年同期为 91.89%。

因此，8 月底的工业库存为 190.21 万吨，远高于去年同期的 139.37 万吨。根据历史情况我们预估 9 月的销糖量可能在 90 万吨上下，那么最终的结转库存为 100 万吨左右，处于历史最高水平。

造成今年结转库存较大的原因有以下两方面，其一是今年产量要比去年多 25 万吨，其二是本榨季的进口量异常庞大，尤其是在去年四季度和今年一季度进口量非常大，导致进口糖过早大量进入市场挤占国产糖空间。

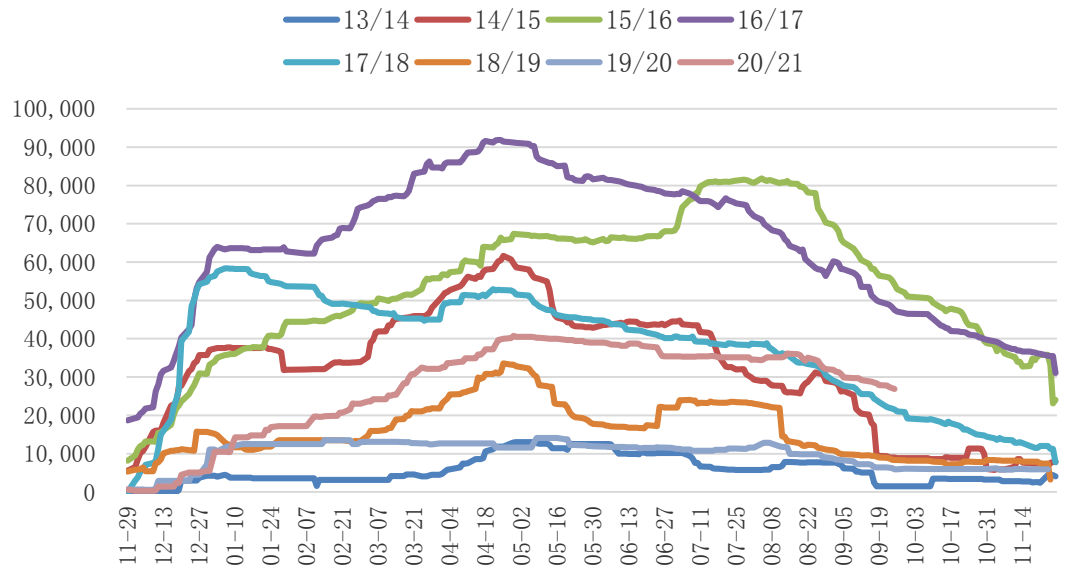
图 2.1.1.1: 国内工业库存 (万吨)



资料来源: 中国糖业协会 南华研究

仓单方面, 也可窥见一斑。截止到 9 月 27 日, 郑商所仓单加有效预报还有 26848 张, 下降幅度比较慢, 超过了过去三年同期水平。今年由于调整了仓库升贴水, 因此不会出现前几年甜菜糖冲击的影响, 反而是反映了当前的库存水平。

图 2.1.1.2: 仓单+有效预报 (张)



资料来源: 中国糖业协会 南华研究

2.1.2. 新榨季产量有多少？

9月18日，内蒙古已有糖厂开机，拉开了21/22制糖期的生产序幕，同比提前2天。由于玉米比价效率突出，替代种植发展迅猛，21/22制糖期内蒙古甜菜估产预计同比减少四成左右，导致很多糖厂推迟开机以提高糖分。

从全国范围看，今年整体产量应该有所下降，主要原因是内蒙的减产。今年的产量预计在1030万吨左右，我们采用了农业农村部给出的1031万吨的数据。新榨季各省看，广西今年种植面积有所增加，部分地区遭遇干旱，整体株高偏矮，但整体来看相比去年可能略有增产。云南由于境外甘蔗的发展，整体也是略增。而北方甜菜省份因玉米替代影响，种植面积有明显下降。内蒙预计种植面积从230万亩下降至140万亩，新疆则从102万亩下降至80万亩。

表 2.1.1：20/21 制糖年全国食糖产销进度（万亩、万吨）

省 区	截至 2021 年 8 月底累计		
	产糖量	销糖量	销糖率
全国合计	1066.66	876.45	82.17
甘蔗糖小计	913.40	735.49	80.52
广 东	53.98	52.33	96.94
其中：湛 江	47.25	45.63	96.57
广 西	628.79	498.33	79.25
云 南	221.23	163.49	73.90
海 南	8.77	5.75	65.56
其 他	0.63	0.59	93.65
甜菜糖小计	153.26	140.96	91.97
内 蒙 古	89.10	82.50	92.59
新 疆	57.61	53.40	92.69
黑 龙 江	1.45	0.96	66.21
其 他	5.10	4.10	80.39

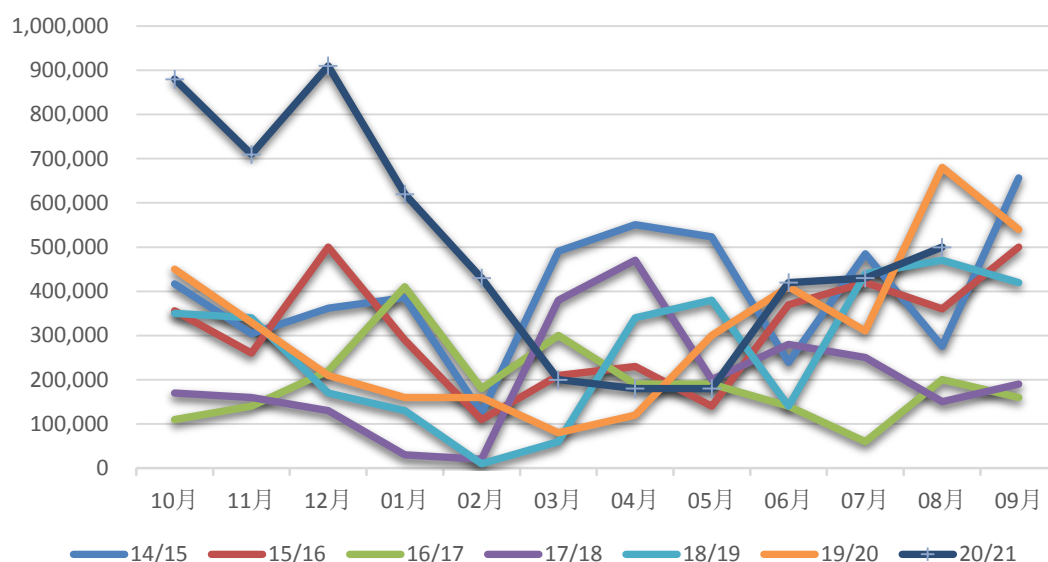
资料来源：中国糖业协会 南华研究

2.2. 关注进口节奏

2.2.1. 关注进口利润

截至 8 月底，20/21 年度（2020 年 10 月-2021 年 9 月）全国进口糖 546 万吨，同比上榨季增加 225 万吨，2021 年 1-8 月我国进口糖 296 万吨，同比增加 73 万吨。由于 2020 年配额外许可证发放量是非常大的，因此整体的进口量也很大，这就造成了去年四季度和今年一季度进口量爆表的局面。尽管二季度和三季度整体的进口量要比去年略有缩小，但前期庞大的进口使得国内食糖消化变得较为困难。

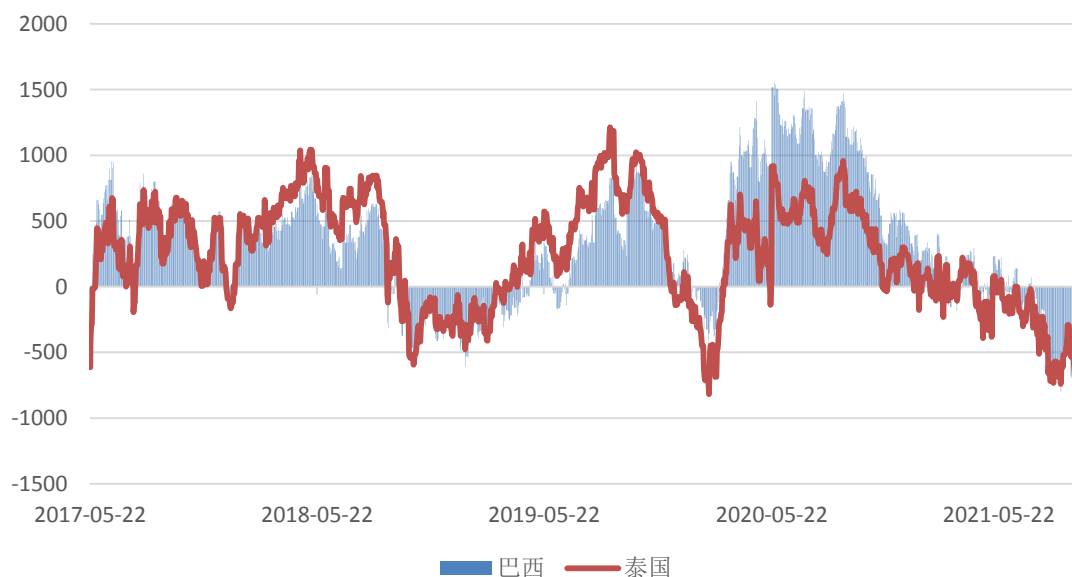
图 2.2.1.1：食糖月度进口量（万吨）



资料来源：海关总署 南华研究

2021 年我国进口配额依旧是 194.5 万吨,而配额外许可证发放量传闻为 287 万吨,2020 年全年的进口量为 527 万吨,因此 2021 年全年的进口对比下是有所减少,但是如果按照榨季计算,19/20 年进口量为 375 万吨,而 20/21 年度已经进口了 546 万吨。通过商务部的数据看,下月预报到港量为 62.24 万吨,因此对市场的压力还是非常大。

图 2.2.1.2: 配额外糖进口利润 (元/吨)



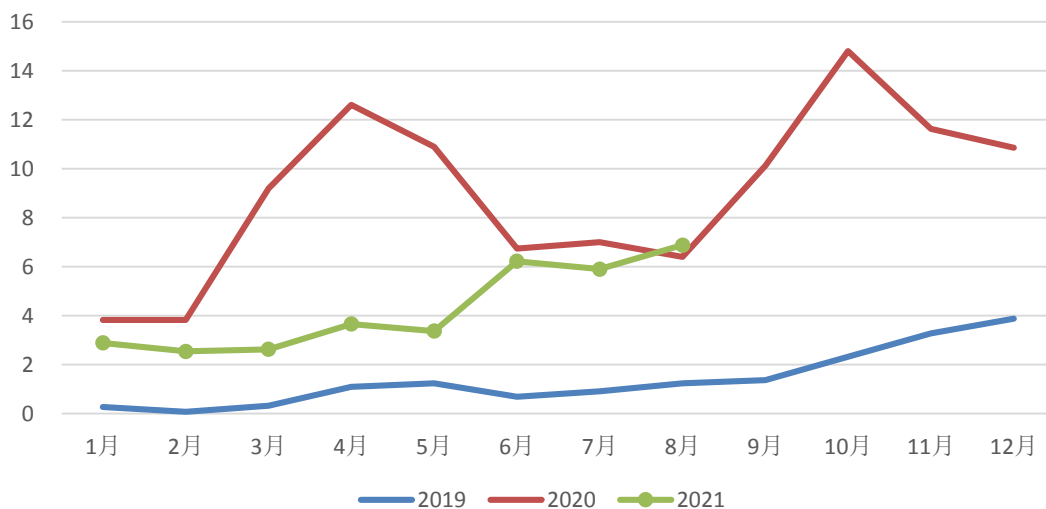
资料来源：wind 南华研究

2.2.2. 糖浆在近期开始抬头

在走私糖持续遭遇打击下，不少投机分子开始寻找新的替代品来牟取暴利，进口糖浆很快就进入他们的视野。从 2019 年底开始，我国进口糖浆的数量急剧增长。2020 年我国累计进口糖浆 107.93 万吨，同比增加 91.22 万吨。以 0.54 折算，2020 年糖浆替代食糖量为 49.26 万吨。由于进口糖浆没有关税的，因此可以看到在原本几乎没有进口量的糖浆上，出现了爆发式的增长。

2021 年海关在进口糖浆上进行了更详细的标注，甘蔗或甜菜糖水溶液被单独列出，如此一来我们可以更精准的看到进口替代糖浆的数量。2021 年 1-8 月份该细分项合计进口 35.98 万吨，同比减少 24.54 万吨，而按照榨季结算，20/21 榨季累计进口糖浆 73.33 万吨，同比增加 3.32 万吨。

图 2.2.2.1： 我国进口糖浆数量（万吨）



资料来源：海关总署 南华研究

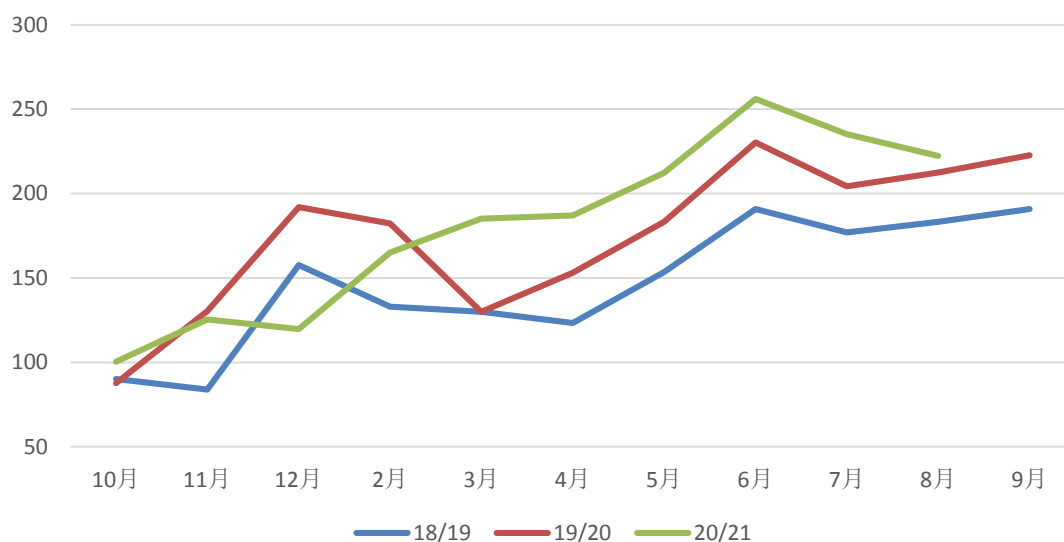
2.2.3. 终端消费季节性下滑

据国家统计局数据，2021 年 8 月份国内 7 类主要含糖食品累计产量同比均呈现

上涨趋势，上涨幅度在 1.9%-22.97%之间。其中累计上涨幅度最多的是碳酸饮料，达到 22.97%，数据显示 8 月碳酸饮料累计产量为 1627.9 万吨，其他品种累计产量分别为糖果类 189.83 万吨，上涨 10.28%；速冻米面食品类 211.5 万吨，上涨 11.25%；乳制品类 1994.4 万吨，上涨 11.75%；罐头类 526.8 万吨，上涨 7.51%；冷冻饮品类 181.38 万吨，上涨 1.9%；果蔬汁饮料类 1161.82 万吨，上涨 13.17%。

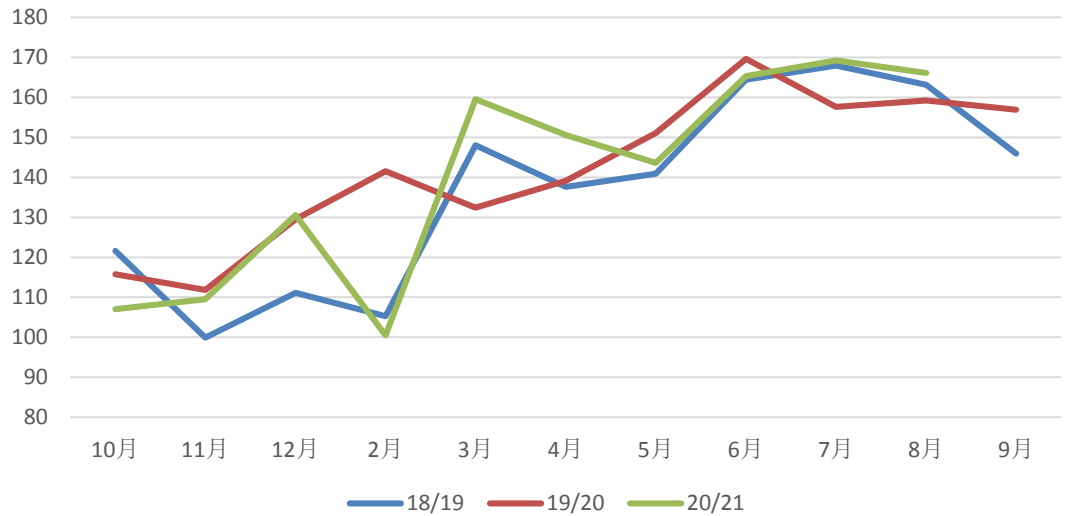
值得注意的是由于去年受疫情影响，同期累计产量太低，且大多数为负增长，所以导致今年 8 月 7 类含糖食品累计产量均为正增长，且增长幅度十分明显。

图 2.2.3.1： 碳酸饮料产量（万吨）



资料来源：海关总署 南华研究

图 2.2.3.2： 果蔬饮料产量（万吨）

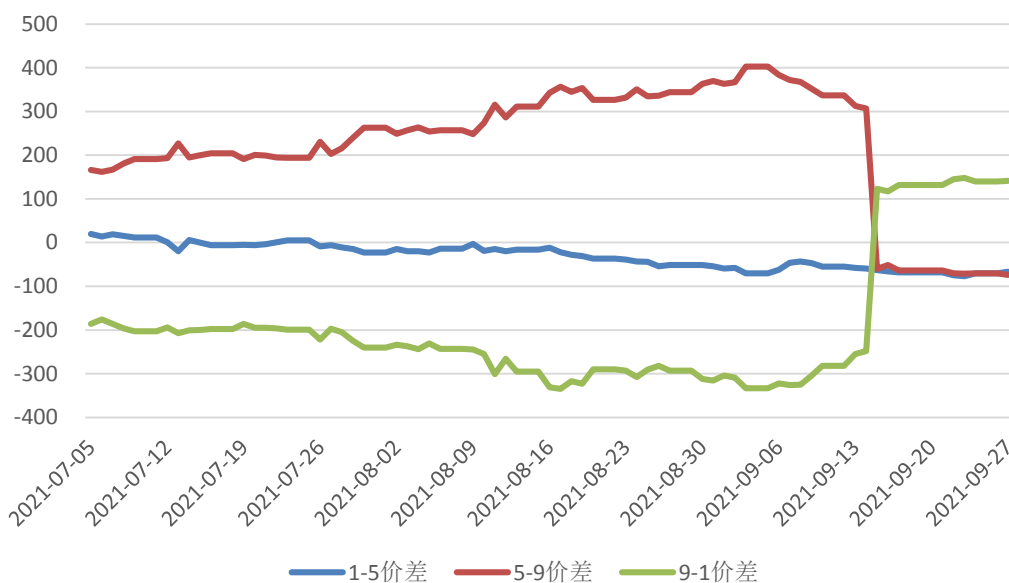


资料来源：海关总署 南华研究

2.3. 择机继续做 1-5 反套

我们半年度报告中推荐的继续持有的 9-1 反套最终价差扩大至-320 左右，获利颇丰。主要逻辑是 9 月合约库存压力更大，而 1 月是新糖合约，国内内蒙、新疆地区减产导致压力并没有特别大。而进入 9 月以后，我们推出了 1-5 反套，主要是因为结转库存过大，而遇到新糖供应下，近月的压力要大于远月，这与传统的多 1 空 5 的情况有所区别。

图 2.2.3.1：白糖跨期价差走势



资料来源：海关总署 南华研究

第3章 国际食糖市场分析

今年三季度，国际糖价整体上行，涨幅超过 10%，主要是受到巴西减产的影响。由于三季度市场的食糖供应主要来源于巴西，而巴西遭遇干旱和霜冻天气的影响，整体供应量遭遇下降，国际糖价被推动上行。

国际糖业组织（ISO）在 9 月的预估表示，20/21 榨季全球食糖短缺 380 万吨，高于 5 月份预估的 260 万吨缺口。ISO 预计下一年度全球糖产量将增加 0.2%，至 1.706 亿吨，而消费量预计将增加 1.6%，至 1.745 亿吨。

图 3.1: 内外糖价对照 (元/吨, 美分/磅)



资料来源：wind 南华研究

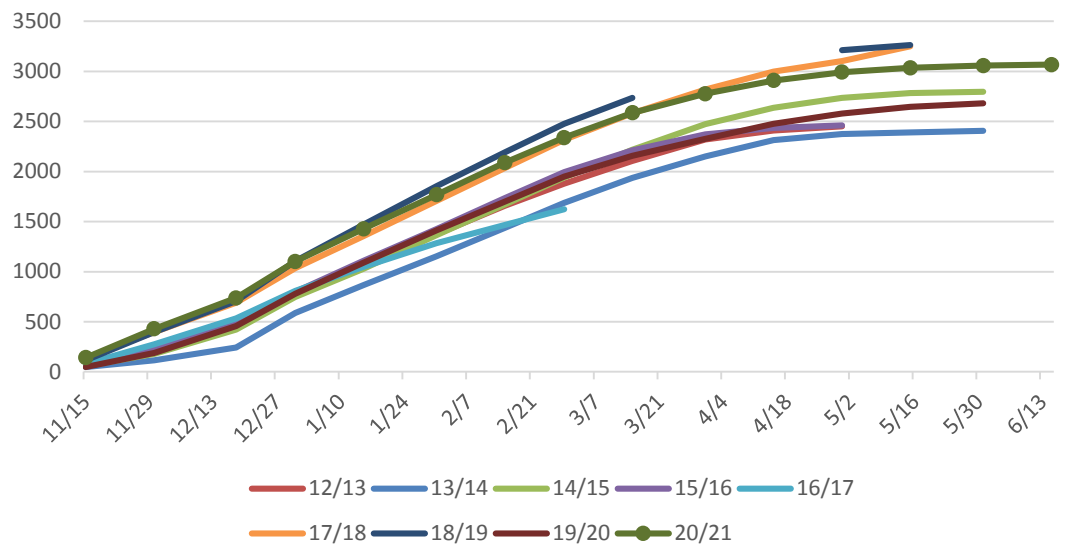
3.1. 关注印度新榨季生产

印度糖厂协会（ISMA）表示，印度 21/22 年度（10 月份开始）糖产量预计在 3100 万吨左右，基本持平于本年度的 3090 万吨，其中包括分配给乙醇生产的 340 万吨糖，另有食品部官员称糖产量将小幅下降至 3050 万吨。从各邦情况看，北方邦产量将为 1190 万吨，马邦则有 1210 万吨，卡邦为 487 万吨，其他邦总计为 546 万吨。印度新一年度甘蔗的种植面积约为 545 万公顷，较本年度面积扩大 3%，具体来看，马邦的面积扩大约 11%，北方邦微增 0.21%，卡邦增加 4.19%。

印度最近几年开始重点推出乙醇计划，20/21 年度约有 210 万吨糖分配给乙醇生产，而 21/22 年固定有 340 万吨糖继续分配给乙醇生产。在 21/22 年度，由于 10% 掺混目标预计能够实现，乙醇需求约为 45 亿公升，较去年预计供应高出 11.7 亿公升。如果为了实现目标，生产乙醇的糖供应量将在 210 万吨基础上再多 130 万吨，即 340 万吨糖被分配给乙醇生产。

21/22 年度印度期初库存预计为 870 万吨，在国内消费 2600 万吨，出口量 700 万吨的前提下，新年度期初库存较上年度下降了 200 万吨，但远高于理想水平的 400-450 万吨。消费方面，印度 20/21 年度前 8 个月同比增长 5.13% 至 1740 万吨。印度食品部官员则表示 21/22 年度印度消费将增加 30-40 万吨，至 2630-2650 万吨。因此下一年度的期末库存将会下降至 600-650 万吨。

图 3.1.1：印度食糖生产状况（万吨）



资料来源：ISMA 南华研究

出口方面，20/21 年度印度预计将出口 750 万吨糖，并且有 696 万吨已经发货，而截至 9 月初印度已经签订了 120 万吨 21/22 年度糖出口合同，印度糖厂协会 ISMA 在一份声明中称，21/22 年度将出口 600 万吨糖，因预期巴西减产将导致国际糖市供应缺口扩大。

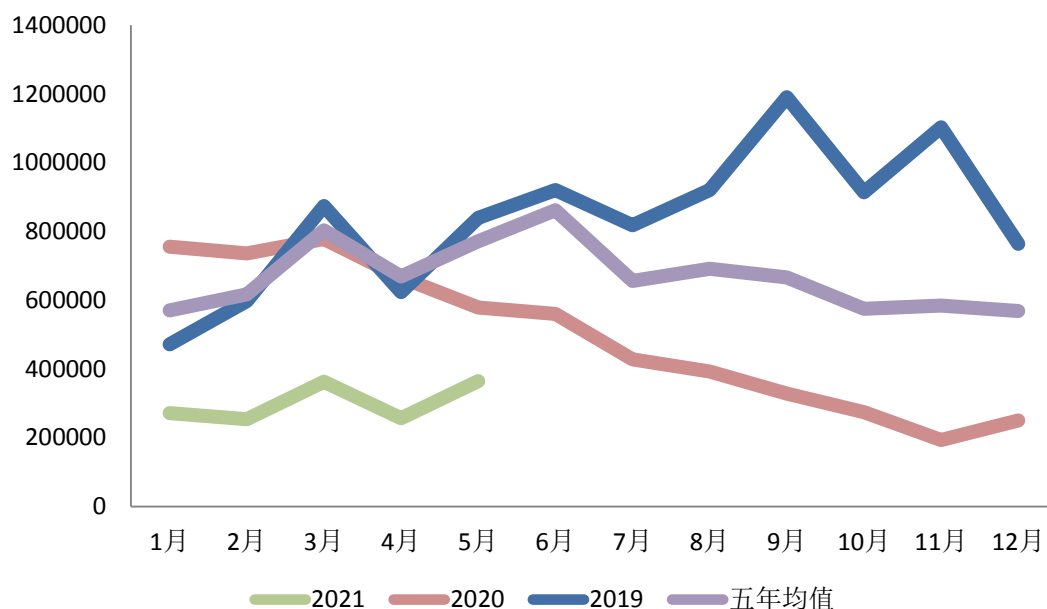
3.2. 泰国产量保持低位

泰国 3 月 31 日结束甘蔗压榨，共计压榨甘蔗 6665.88 万吨，同比减少 11%，产糖 757 万吨，同比下降 8.5%，为 09/10 榨季以来最低水平，低于此前 ISO 预估的 780 万吨。

泰国糖厂公司 TSMC 将 21/22 榨季甘蔗产量预估下调至 1 亿吨以下，因糖厂在激烈的甘蔗收购竞争中提高了收购价，将从每吨 1000 泰铢提高至每吨 1300 泰铢。泰国 21/22 年度的甘蔗产量将为 8500 万吨，而糖产量将低于 700 万吨。

出口方面，泰国作为亚洲主要出口国，因糖产量进一步下滑导致出口量有明显下降。今年 3 月、4 月、5 月分别出口糖 36.3 万吨、25.69 万吨及 36.47 万吨同比减少 65.56%，泰国去年 10 月至今年 5 月累计出口糖 234.25 万吨，同比减少 62.8%。而随后几个月泰国海关就没有公布出口数据了。

图 3.2.1: 泰国出口情况 (吨)



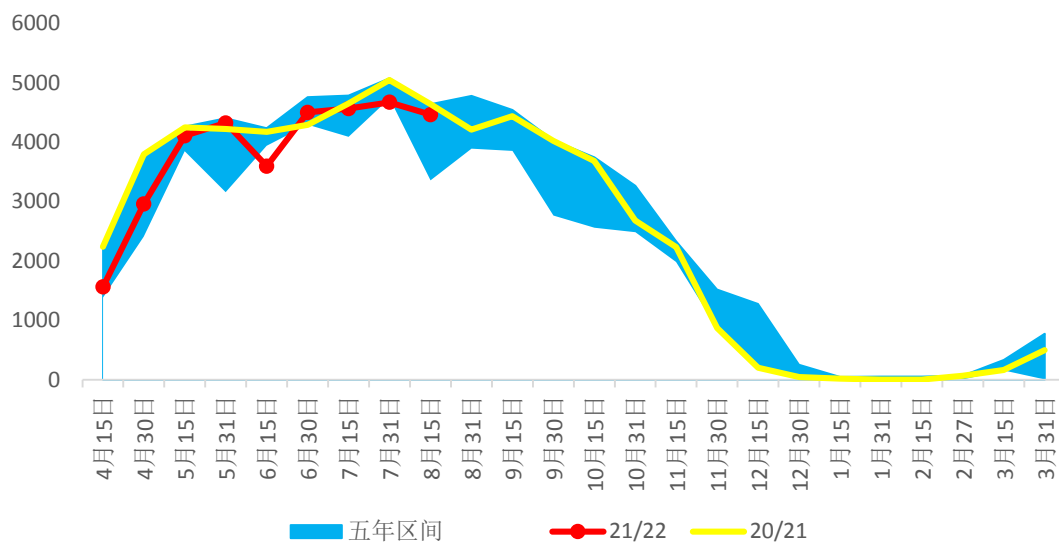
资料来源：泰国海关 南华研究

3.3. 巴西干旱后产量几何？

巴西 21/22 榨季截至 9 月 1 日 257 家糖厂压榨，同比减少 5 家，8 月下半月 1 家糖厂收榨。中南部已累计压榨甘蔗 3.956 亿吨，同比减少 5.81%，累计产糖 2427.5 万吨，同比减少 6.58%，累计产乙醇 186.47 亿公升，同比下降 2.22%，平均制糖比例为 46.27%，上榨季同期为 46.95%，平均甘蔗出糖量（ATR）为每吨 140.26 千克，高于去年同期的 139.35 千克。

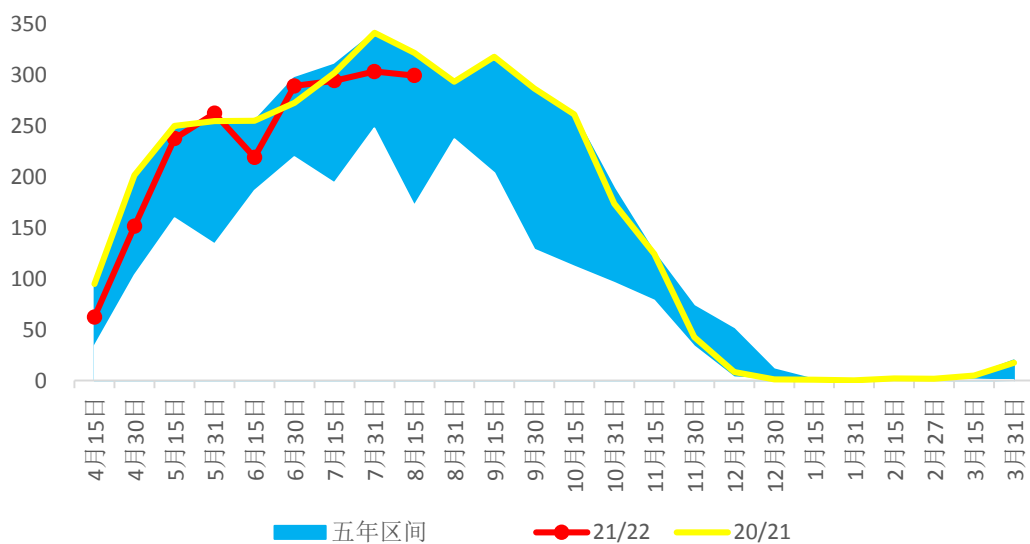
巴西产量下降主要是因为干旱和霜冻天气。6-7 月的霜冻天气冻毁了甘蔗田和植被，进一步加剧了干旱，而 8 月，在圣保罗登记的火灾次数比去年同期增加了一倍多，而 9 月上旬，巴西中南部就发生了 8300 起火灾，干燥天气的持续，增加了蔗田发生火灾的风险，根据 Unica 的数据显示，今年干燥天气已经造成了超过 15 万公顷蔗地的起火。

图 3.3.1：巴西中南部甘蔗产量（万吨）



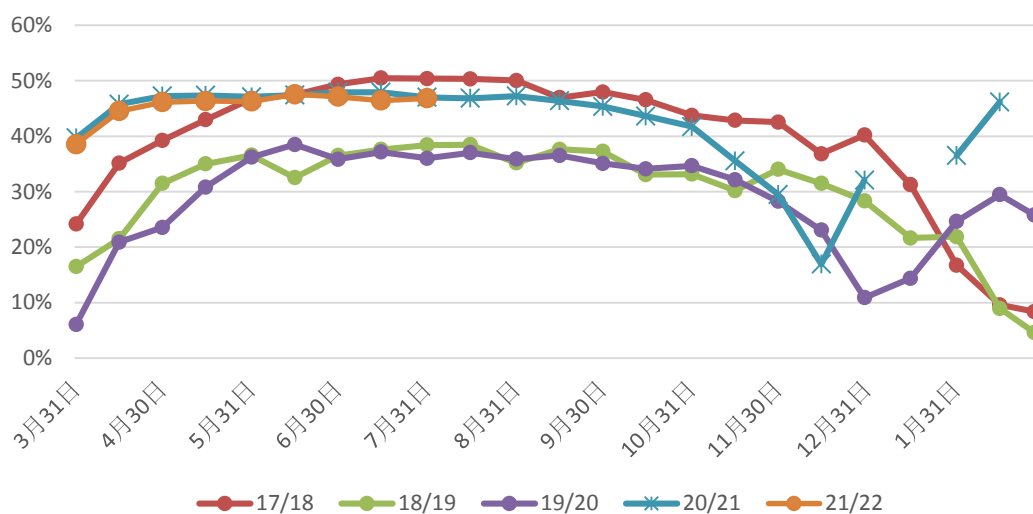
资料来源：UNICA 南华研究

图 3.3.2：巴西中南部糖产量（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

21/22 榨季, 巴西中南部产糖量要低于榨季初预测的 3840 万吨, 最终产量或为 3690 万吨。

第4章 行情展望

2021 年三季度国内白糖市场比较震荡挣扎, 整体重心有所上移, 2201 合约大多数时间波动区间为 5700-6000, 7-8 月出现一波涨势, 主要因巴西干旱导致减产影响, 但 9 月价格回落, 受国内库存偏大压制。

展望 2021 年四季度, 市场关注的重点从巴西转到印度, 巴西的天气和糖醇比会对行情造成较大的干扰, 但印度的疫情以及新榨季的开榨情况会对四季度造成较大影响。国内方面, 我们仍然需要关注库存的变化以及进口节奏的变化。在供应压力依旧较大的情况下, 近月合约走势依旧不会流畅。价差方面建议 1-5 反套继续持有。期权方面, 不建议做买权, 仍建议做卖出宽跨式期权, 上下各 300 点。

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，但我们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