



中粮期货有限公司
中粮集团成员企业

中粮期货 增您所托⁺
WE GROW WHAT YOU ENTRUST

白糖年报：供应压力仍在，糖价底部震荡

国内篇

2019/01/03

白糖

研究院

报告要点

- 从2016年11月29日国内糖价创下7314元/吨的高位后，价格一路下行，正式步入熊市周期。纵观2018/19榨季：国产糖进入增产周期第三年；进口总量预计维持不变，政策存在潜在利空影响；在内外价差维持高位的情况下预计走私仍将持续打击国内市场；再加上储备糖出库的可能，总供应压力较大，糖价缺乏大幅上涨的基础。但由于全球市场预期好转，国际糖价难以再次大幅下跌，这将对国内糖价带来一定支撑。因此，2018/19榨季预计国内糖价呈现底部震荡走势，主要运行区间预计为【4500,5500】元/吨。政策风险是最大的不确定性，或将对糖价带来意外冲击，需要谨慎防范。

张欣萌

010-59136992

zhangxinmeng@cofco.com

从业资格号：F0311178

投资咨询资格号：Z0011818

国内食糖市场

一、国内糖价走势回顾

2017/18 榨季，国产糖进入增产周期第二年，糖产量同比增加 102 万吨，或 11.0% 至 1031 万吨，较 2015/16 榨季增产 161 万吨。进口量同比小幅增加 27 万吨至 257 万吨，主要因 2018 年进口许可证发放数量增加至 150 万吨，2017 年仅为 100 万吨。从 2015/16 榨季开始，由于内外价差拉大，走私利润高企，走私量常年维持在 200 万吨以上，成为了国内食糖市场供应端不可忽视的重要组成。经测算，2017/18 榨季走私糖数量预计在 280-300 万吨左右，超过官方进口数量。这与实施贸易保障措施关税，无形中拉大了内外价差息息相关。需求方面，2017/18 榨季全糖消费走出低迷态势，预计整体小幅增长。但淀粉糖替代的影响仍在不断发酵中，抹平了全糖消费增长对白糖的利好，预计 2017/18 榨季白糖消费基本持平。整体而言，2017/18 榨季国内白糖市场供应全面增加，消费无明显增长，价格在增库存的打压下一路下行。

从价格走势来看，2018 年可分为三个阶段。首先是 2018 年初至 5 月底，国内糖价在内外市场双双增产的打压下一路下行。郑糖主力合约价格从年初 5923 元/吨连续下行至 5 月底 5455 元/吨，累计跌幅达 7.9%。进入 6 月之后，随着国产糖收榨，市场焦点转向库存消化。但当时受到走私糖冲击以及消费低迷的影响，去库存进度堪忧：一方面产区库存消化缓慢，另一方面期货盘面上甜菜糖仓单流出缓慢。因此，糖价进入加速下跌阶段，主力合约价格跌破所有产区生产成本，最低跌至 4752 元/吨（7 月 13 日）。随后，国内市场开始逐渐出现利好支撑。首先，7 月 16 日商务部发布了关于取消不适用食糖保障措施国家（地区）名单的公告，从 8 月 1 日起所有配额外食糖进口关税全部为 90%，无 50% 低成本进口糖。此外，从 7 月下旬开始，政府打击走私糖力度加大。同时，8 月 17 日缅甸政府停发了白糖转口贸易的执照，从缅甸入境的走私糖明显减少，为国产糖尤其是甜菜糖的销售带来了机会。受此提振，糖价止跌反弹。但上方压力依然明显，主要受制于长期增产预期打压，糖价进入震荡阶段。

免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

图 1.1: 国产糖产量 (万吨) 与南宁地区现货价格走势 (元/吨) 对比


数据源：中粮期货

图 1.2: 郑糖主力合约 (元/吨) 与 ICE 原糖主力合约 (美分/磅) 价格走势


数据源：中粮期货

二、国内市场供求分析及展望

1、内蒙甜菜产量大幅增长，国产糖进入增产第三年

2017/18 榨季，国产糖产量同比增加 102.19 万吨，或 11%，至 1031.01 万吨，进入国产糖增产第二年。其中，广西、云南等甘蔗主产区是增产的主要来源。其中，广西增产 73 万吨至 602.5 万吨，云南增产 19.07 万吨至 206.86 万吨。糖价上涨、甘蔗收购价上调使得农民种植意

免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

愿提高、甘蔗种植面积增长是增产的主要原因。另外，良好的天气也令甘蔗单产明显提高。此外，内蒙古的甜菜糖产量由于产能受限，仅小幅增加了1.67万吨，但是在2017/18榨季内蒙古甜菜糖产能开始急速扩张。据2017年的调研资料显示，包括新建、扩建在内的新增产能预计在3.3万吨/日左右，并都计划于2018/19榨季投产，也成为了2018/19榨季国产糖增产的主要动力。

2018年9月20日，内蒙古产区率先开榨，拉开了2018/19榨季国产糖生产的序幕。2018/19榨季，内蒙总产糖量预计达到70万吨左右，增幅达46%。如此大幅的增产一方面与产能大幅扩张有关，另一方面也与甜菜的种植收益较玉米等替代作物更具吸引力，刺激了甜菜面积增长有关。甘蔗糖方面，整体呈现小幅增长的态势。其中，广西预计小幅增产1%至610万吨，云南增产2%至212万吨，广东增产3%至90万吨。综合来看，2018/19榨季，全国总产糖量预计在1069万吨左右，同比增加38万吨，国产糖进入增产第三年。

2018/19榨季，对于国产糖来说，除最终产量外，市场最关注的是直补政策。在2018年11月召开的海南糖会上多次提出了包括直补、工业临储在内的补贴政策需求。在国内、外糖价纷纷跌破生产成本的背景下，要做到保障种植面积、保障农民收益，同时又不能让糖企大幅亏损的情况下，离不开政策的支持。而且，保障措施关税还仅剩一年多的时间，结束后国内市场面临的压力将加剧。因此，市场需要直补政策保护国产糖。但从时间上来看，本榨季实施的可能性较小。

免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

图 1.3: 广西甘蔗收购价 (元/吨) 与种植面积走势 (万亩)


数据来源：中粮期货

2、进口政策存变数，走私压力持续存在

从 2017 年 5 月 22 日起，食糖配额外进口实施保障措施关税，为期三年，进口关税每年递减 5%，分别为 95%、90% 和 85%。其中，对于来自发展中国家（地区）的产品，如其进口份额不超过 3%，且这些国家（地区）进口份额总计不超过 9%，不适用保障措施。受此影响，进口糖构成比例发生明显变化。此前，巴西、泰国分别是原糖和白糖的主要来源国。但保障措施关税实施后，从两国进口糖数量明显减少，但从萨尔瓦多、南非等不适用保障措施的国家进口食糖的数量明显增多。数据显示，从 2017 年 5 月至 2018 年 3 月，从巴西进口原糖数量仅为 9.42 万吨，但从萨尔瓦多进口原糖的数量为 16.32 万吨。但从 2018 年 8 月 1 日，商务部取消了不适用保障措施的名单。预计后期巴西、泰国将再次成为进口糖的主要来源国。总量方面，2017/18 榨季由于进口许可证发放数量同比增加，进口总量同比增加 32 万吨至 257 万吨。

2018/19 榨季，配额外进口许可证发放数量还是未知数，市场普遍预计 2019 年发放的数量与 2018 年基本持平。但政策存在一定不确定性。一方面是中国是否会对印度进口糖给予一些优惠政策。由于印度国内库存压力大，甘蔗欠款问题亟需解决，印度政府曾到访中国洽谈进口事宜。现在市场上暂无明确说法，具体可分三种情景讨论。一是与印度达成进口数量约定，数

免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

量计入配额外进口许可证发放数量中，且关税按照保障措施关税收取。这种情况对国内市场影响较小，只是改变了进口糖来源结构。二是数量计入配额外进口许可证发放数量中，但关税给予优惠政策，这将增加低成本进口糖数量，对市场带来一定压力。三是数量不计入配额外进口许可证发放数量，且关税给予优惠政策，这对国内市场影响最大，等于增加额外供应。另一个政策不确定来自巴西。2018年10月，巴西已经在WTO就中国的食糖进口限制提出申诉。巴西方面表示，它质疑中国对进口食糖的“保障措施”、关税配额措施以及对额外配额“自动进口许可”等制度。若WTO最终进行裁决，那么可能会对国内现行的进口政策带来影响。整体而言，2018/19榨季进口总量预计同比基本持平，但政策端存在潜在利空影响。

走私方面，国内收紧的进口政策无形中拉大了内外糖价的价差，令走私利润维持高位。从过去三年的经验来看，只要利润存在，走私糖就很难遏制。尤其是沿海的走私出现后，打击难度大大加大。2017/18榨季，国内走私糖数量预计高达280-300万吨左右，与2015/16榨季高峰期相当。除了利润可观，走私糖来源也将更加充裕。随着印度出口预期增强，作为曾经国内走私糖主要来源地之一，对缅甸、台湾等地的出口量或将大幅增加。因此，在利润驱使、来源充足的双重打压下，2018/19榨季走私糖压力将持续存在，也将成为影响国内市场供需格局的最大不确定性因素，是决定价格底部的关键因素。

图 1.4：月度食糖进口量（万吨）



数据源：中粮期货

免责声明

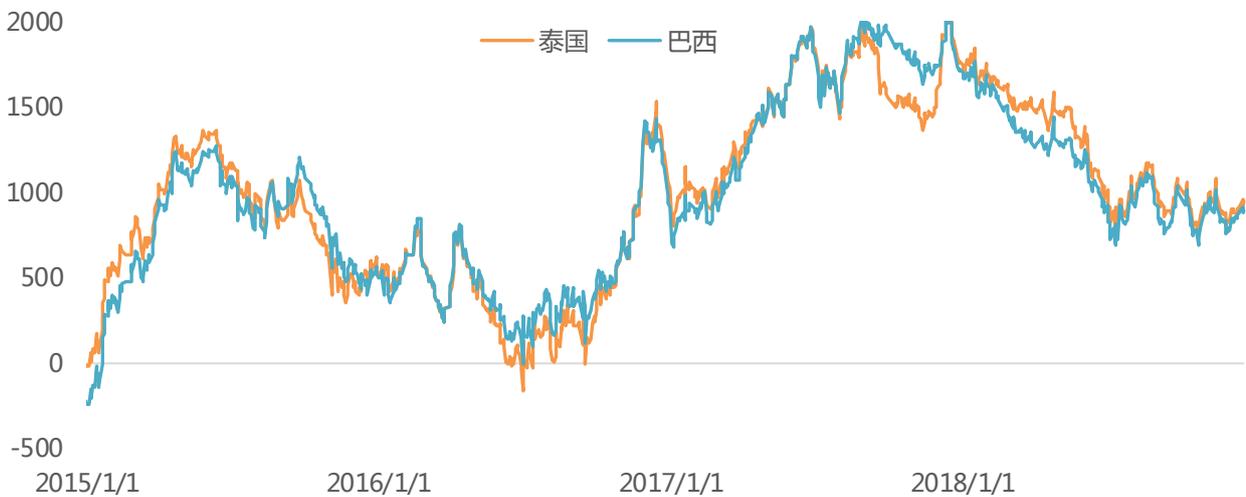
本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

图 1.5: 原糖现货进口利润 (元/吨)



数据源: 中粮期货

图 1.6: 走私利润 (元/吨)



数据源: 中粮期货

3、终端消费疲弱、消费替代持续增长

近年来进口量的增长增加了国产糖的销售压力,同时其全年连续供应的特点逐渐熨平了国内食糖采购的季节性特征。从2013/14榨季开始,政府倡导的限制“三公消费”等举措抑制了食品行业的季节性需求,导致传统的春节消费旺季、夏季饮料消费高峰、中秋消费旺季等几个关键时点的国产糖销售量并未出现明显好转。

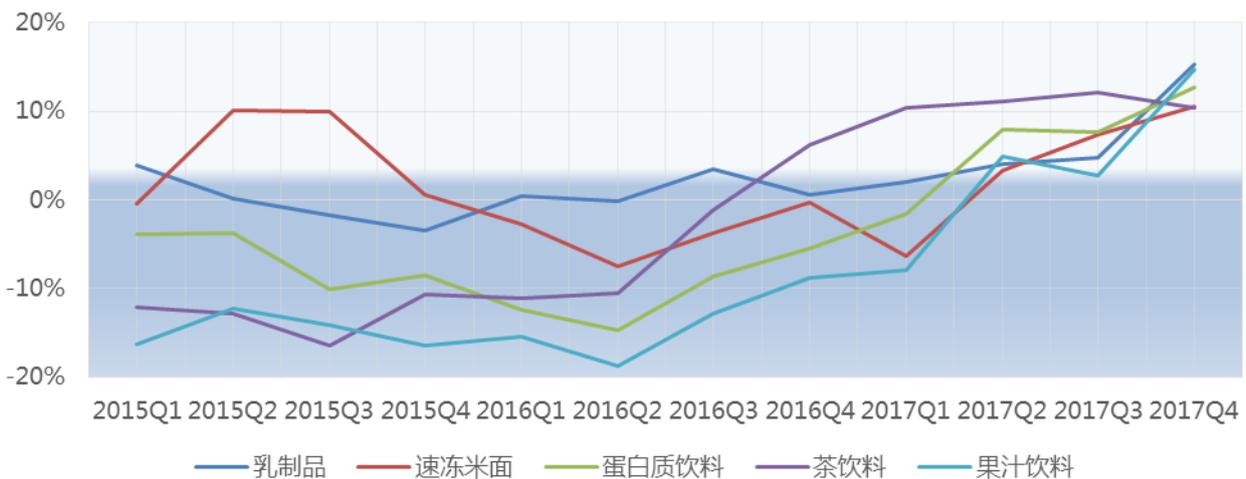
免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料,本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧,本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

过去 14 年间，随着人口增长与城镇化的推进，年均食糖消费复合增长率约为 6% 左右，但伴随人口红利消失、经济增速下滑、饮食习惯的调整，近几年国内食糖消费增速有明显放缓迹象，尤其是 2015/16 榨季和 2016/17 榨季，全糖消费呈现了持平或小幅下滑的局面。进入 2018 年，全糖消费有所回暖，预计 2017/18 榨季全糖消费小幅增长。但是从 2015 年 9 月开始，随着国内糖价步入牛市周期，淀粉糖与食糖的价差不断拉大，2016/17 榨季替代价差基本维持在 3500-4000 元/吨的高位，刺激了终端企业开始大幅用淀粉糖替代食糖未做生产原料。2017/18 榨季，虽然替代价差不断缩小，但是终端企业替代的余波依然存在。由于替代的过程涉及配方更改、新品研制等流程，有些企业的替代虽然开始于 2016/17 榨季，但是最终的替代量却体现在了 2017/18 榨季。因此，综合考虑 2017/18 榨季食糖消费预计同比持平。

2018/19 榨季，替代价差预计仍将维持低位，对替代或将带来抑制作用。考虑到全糖消费将维持小幅增长态势，食糖消费量或将再次回到小幅增长的周期。

图 1.7: 含糖饮品终端消费量季度同比



数据来源：中粮期货

免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

图 1.8: F55 折糖价与白砂糖现货价价差 (元/吨)


数据源：中粮期货

4、国储去库存或成常态

2016/17 榨季，国内糖价长期处于 6000 元/吨以上的高位，政府时隔三年再次进行了储备糖的抛售，总计抛储 8 次，共 120 万吨。从此次抛储的节奏来看，体现了政府以调节市场为目的，对抛储可能会对市场带来的利空影响十分谨慎。2017/18 榨季，国内糖价开始进入熊市周期，抛储暂缓。

进入 2018/19 榨季，政府对待储备糖抛售的态度或已发生转变。据了解，2019 年储备糖将出库 40 万吨进入市场销售。但 2018/19 榨季，不论是国产糖还是进口糖，都存在供应压力，市场不需要国储糖来补充供应。但若政府依然决定抛储，那意味着未来国储糖去库存或将成为常态。

三、国内食糖市场展望

从 2016 年 11 月 29 日国内糖价创下 7314 元/吨的高位后，价格一路下行，正式步入熊市周期。纵观 2018/19 榨季：国产糖进入增产周期第三年；进口总量预计维持不变，政策存在潜在利空影响；在内外价差维持高位的情况下走私预计仍将持续打击国内市场；再加上储备糖出库的可能，总供应压力较大，糖价缺乏大幅上涨的基础。但由于全球市场预期好转，国际糖价

免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

难以再次大幅下跌，这将对国内糖价带来一定支撑。因此，2018/19 榨季预计国内糖价呈现底部震荡走势，主要运行区间预计为【4500,5500】元/吨。政策风险是最大的不确定性，或将对糖价带来意外冲击，需要谨慎防范。此外，政策或也将成为决定国内市场能否在 2018/19 榨季结束后跟随国际市场一起走出熊市阴霾的关键因素。

免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。

更多资讯，欢迎扫描二维码！



中粮期货研究院 (Institute of COFCO Futures Co., Ltd)

地址(address): 北京市东城区东直门南大街5号中青旅大厦15层 邮政编码: 10007

15th Floor, CYTS Plaza No.5 Dongzhimen South Ave, Beijing P.C: 100007

电话(phone): 010-5913 7331 传真(fax): 010-5913 7088

中粮期货研究院是隶属于总部的研究部门，负责公司的基础研发工作，服务前台业务部门和中粮集团实业部门，承担维护公司品牌和提升公司形象的职责，同时从事高端产业客户和机构客户开发、维护和增值服务。研究领域覆盖宏观经济，农产品，化工品，金属，建材，能源等方面，拥有一只高素质的专业团队，具备丰富的行业经验，国际化的视野和积极向上的精神。研究院依托中粮集团强大的现货和期货背景，运用基本面分析和宏观分析，为高端产业客户和机构客户提供套期保值，基差套利，价差交易等咨询服务；在公司原有的经纪服务基础上，强化对客户的纵深服务和专业服务。

The Futures Research Institution is attached to COFCO Futures headquarters. It is responsible for business related research and development. Moreover, it is also engaged in high-end industrial and institutional clients' maintenance and provides them with value-added services. Macro-economy and bulk commodities, including primary products, chemicals, metals, building materials, energy, etc. are all covered in its routine. Based on COFCO Group's strong background in physical commodities and futures markets, the Futures Research Institution provides advices and reports of hedging, basis arbitrage, spread trading as well as other consulting services to our valued customers through fundamental and macro analysis. Despite of the elementary brokerage business, the Research Institution is more focused on providing specific and professional services.

【法律声明】

中粮期货有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格（证监会批文号：证监许可[2011]1453）。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料和合法渠道，中粮期货分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的真实性、准确性和完整性做出保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日对市场的判断，仅供阅读者参考。阅读者根据本报告做出的任何投资决策及其所引致的任何后果，概与本公司及分析师无关。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权归本公司所有，为非公开资料，仅供本公司咨询业务的客户使用。未经本公司书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。本公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

免责声明

本报告信息全部来源于公开性资料，本报告观点可能会与相应公司的投资发展策略或相关商品价格趋势产生分歧，本报告不对所涉及信息的准确性和完整性作任何保证。因此本报告仅可视为经济及金融信息参考但并不构成任何投资建议且不为任何投资行为负责。