

农林牧渔

白糖进入减产周期，糖价反转可期

白糖周期溯源：糖产量主导价格周期，源于甘蔗的宿根性特征。糖产量的周期性波动呈现“三年增产，两年减产”，源于甘蔗种植一次，宿根可以生长3年。减产周期，产量通常下跌较快，因而糖价抬升速度快于下跌速度。糖价变动周期通常为5-6年，呈现“涨两年，跌三年”。随着国内糖料种植面积整体呈现下降趋势，糖产量波幅受限，消费量保持平稳，因而整体糖价中枢呈现上移趋势。

政策保护国内制糖业，2019/20榨季无需过分担心外糖冲击。我国食糖年产量在1000万吨左右，消费量稳定在1500万吨左右，500万吨产量缺口依赖进口补充。我国甘蔗主要是农户栽种，机械化程度低，白糖生产成本在5200-5600元/吨，成本远高于巴西、印度、泰国等国际主要白糖出口国。为保护国内食糖业，采取进口配额政策，配额内白糖征收15%的关税，配额外白糖征收50%关税。2017年对配额外进口食糖实施贸易保障措施，在原有50%关税基础上，征收3年“贸易保障关税”，2019年5月22日-2020年5月22日是最后一年，总税率85%。当前配额外白糖进口处于亏损阶段，因而在2020年5月之前无需过分担心外糖冲击。

2019/20榨季国内、国际进入减产周期。2018/19榨季是三年增产期最后一年，截至2019年3月，本制糖期全国已累计产糖989.7万吨，同比增长3.79%。布瑞克预计2019/20榨季食糖我国产量980-1000万吨，进入减产周期。

国际主要糖供给市场 2019/20榨季出现收缩。国际糖业组织(ISO)预估2018/19榨季制糖期全球食糖供应过剩量为64.10万吨，低于此前预估的217万吨。预计2019/20榨季全球白糖产量缺口为193.4万吨。分地区来看：巴西2018/19制糖期接近尾声，甘蔗入榨总量及食糖产量双下滑；印度国内补贴致出口糖量降低；泰国2019/20糖产量预计减少10%至1200万吨。

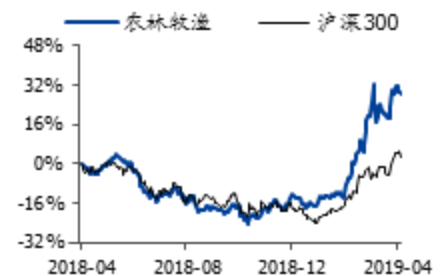
糖价处于低位，周期反转可期。全球原糖现货价自2016年10月持续下行，在12-14美分/磅低位区间运行数月。国内南宁白砂糖现货价自2016年高位7060元/吨下行至5120元/吨低位。2019/20榨季糖进口量仍将处于稳定下降状态，短期持续改善供需局面。预计此轮糖周期底部在5000元/吨，高点超过7000元/吨，上涨空间50%。随着糖价中枢上行，糖价跌幅趋缓也使得制糖企业盈利边际改善。

投资建议：中粮糖业作为糖业龙头公司，持续整合资源聚焦核心主业，周期反转有望改善公司盈利能力。

风险提示：极端天气导致糖产量不及预期，国际关税政策调整，农业政策调整影响。

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 汪玲

执业证书编号：S0680519030001

邮箱：wangling@gszq.com

相关研究

- 1、《农林牧渔：继续推荐生猪养殖板块》2019-03-13
- 2、《农林牧渔：中央一号文件点评：聚焦“三农”工作，关注政策性投资机会》2019-02-20



内容目录

溯源白糖周期	3
糖进口受到政策限制	4
国内国际共振，糖价反转可期	5
2019/20 榨季进入减产周期	5
国际主要糖供给市场收缩	6
投资建议	7
风险提示	8

图表目录

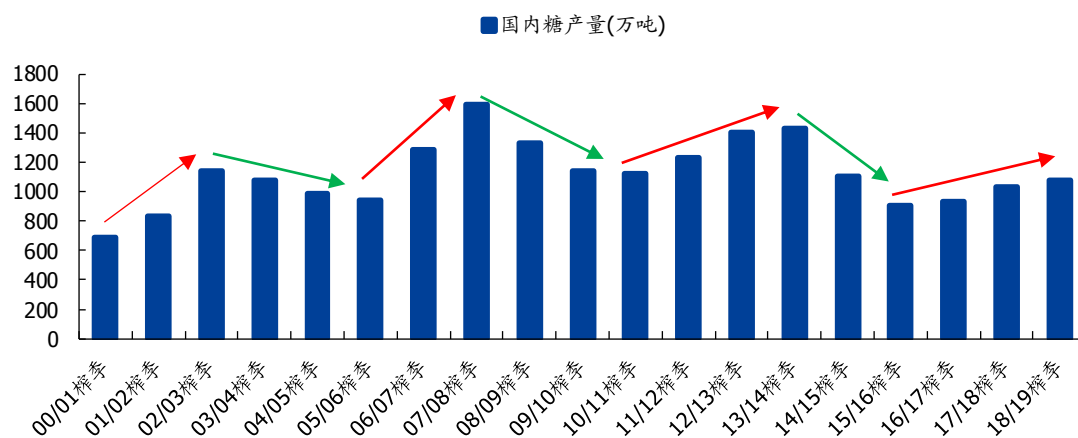
图表 1: 国内糖产量(万吨).....	3
图表 2: 南宁白砂糖现货价(元/吨).....	3
图表 3: 广西糖料播种面积(千公顷).....	4
图表 4: 国内糖产量、消费量波幅(%).....	4
图表 5: 我国糖供需平衡表(单位: 万吨).....	4
图表 6: 配额外进口估算价与柳糖现价价差(元/吨).....	5
图表 7: 国内食糖产量(万吨).....	6
图表 8: 国内食糖销量(万吨).....	6
图表 9: 原糖国际现货价处于低位	7
图表 10: 上两轮糖周期涨幅空间(元/吨).....	7

溯源白糖周期

糖产量的周期性规律为“三年增产，两年减产”。白糖周期，源于甘蔗的宿根性。甘蔗种植一次，宿根可以生长3年，甘蔗本身是一种易成活作物，除了第一年投入的生产成本外，后续两年生产成本非常低，蔗农也较少选择毁蔗而种植其他作物。因此甘蔗种植面积每增加一次就会影响后续三年的产量，因此增产通常连续三年。

在减产周期，糖价在跌至较低水平时，蔗农种植甘蔗的积极性降低，产量将快速下跌，糖价抬升速度通常快于下跌速度。在糖价拉升回较高水平后，蔗农可以随时选择增加甘蔗种植面积，减产年份将少于增产年份。

图表 1: 国内糖产量(万吨)



资料来源: USDA, 国盛证券研究所

糖价变动周期通常为5-6年，“涨两年，跌三年”。白糖产量是主导价格周期最重要的因素，白糖市场运作也遵从“蛛网模型”。白糖产量增加，供给增加从而压低价格；价格涨跌又对种植面积产生影响，糖价下跌周期，白糖产量减少，从而糖价反弹。伴随产量的“三年增产，两年减产”，糖价变动周期呈现“涨两年，跌三年”。

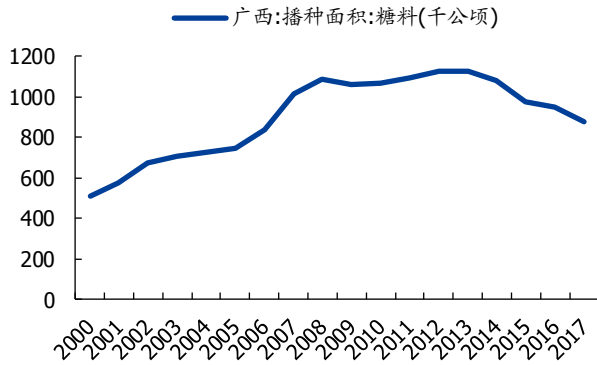
图表 2: 南宁白砂糖现货价(元/吨)



资料来源: 广西糖网, 国盛证券研究所

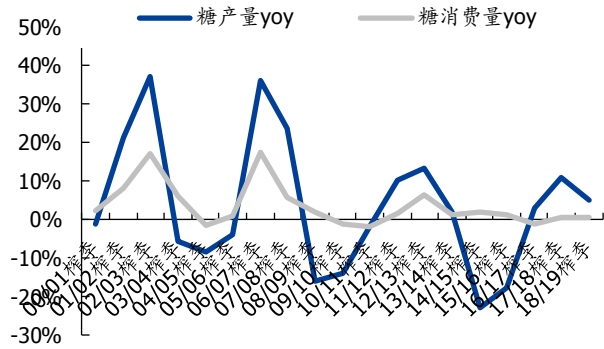
国内糖料种植面积整体呈下滑趋势，消费量平稳，因而国内糖价中枢上移。广西是国内主要白糖产区，白糖产量占到全国60%左右。自2012年以来广西糖料播种面积逐步下滑，即使在2015-2016年的糖价上升周期依然不改下滑趋势。而国内白糖消费量1500-1600万吨，需求保持平稳。糖产量波幅受限播种面积制约而缩窄，消费需求平稳，因而整体糖价中枢呈现上移趋势。

图表 3: 广西糖料播种面积(千公顷)



资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

图表 4: 国内糖产量、消费量波幅(%)



资料来源: USDA, 国盛证券研究所

糖进口受到政策限制

2018/19 榨季国内糖产量约 1080 万吨，消费量约 1580 万吨，缺口量在 500 万吨，依赖于进口补充。2018 年白糖进口量 420 万吨，占总消费量 26.8%。

图表 5: 我国糖供需平衡表(单位: 万吨)

年份	期初库存量	产量	进口量	出口量	总供应量	总消费量	期末库存
2006	176	945	123	23	1,244	1,150	70
2007	70	1,286	147	12	1,502	1,350	140
2008	140	1,590	97	6	1,827	1,425	397
2009	397	1,332	108	8	1,836	1,450	378
2010	378	1,143	154	9	1,675	1,430	236
2011	236	1,120	214	8	1,570	1,400	162
2012	162	1,234	443	5	1,839	1,420	414
2013	414	1,400	380	5	2,194	1,510	679
2014	679	1,426	428	5	2,533	1,530	998
2015	998	1,100	506	5	2,604	1,560	1,039
2016	1,039	905	612	17	2,556	1,580	959
2017	959	930	460	8	2,349	1,560	781
2018	781	1,030	420	10	2,231	1,570	651
2019	651	1,080	400	10	2,131	1,580	541

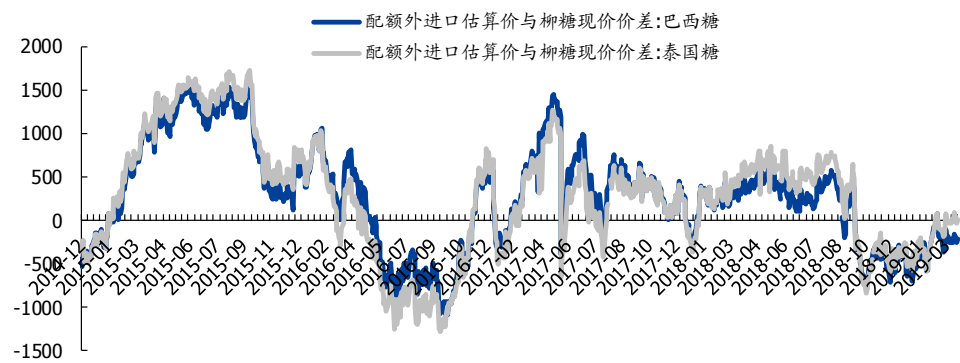
资料来源: USDA, 国盛证券研究所

为保护国内食糖产业，我国采取食糖进口配额政策。我国食糖进口配额为194.5万吨。配额内白糖征收15%的关税，配额外征收50%关税。

我国甘蔗主要是农户栽种，机械化程度低，白糖生产成本在5200-5600元/吨，成本远高于巴西、印度、泰国等国际主要白糖出口国。2011-2015年以来由于进口糖大量无序进口，广西湛江地区甘蔗糖价从7063元/吨下跌至4466元/吨，农民、制糖企业连续四个榨季亏损。这种情况下，2014年10月，商务部启动食糖自动进口许可制度，即配额外进口糖到港必须出示自动进口许可证。

2017年5月22日我国对配额外进口食糖实施贸易保障措施，在原有50%关税的基础上征收“贸易保障关税”，实施期限为3年且实施期间措施逐步放宽。自2017年5月22日至2018年5月21日税率为45%，总税率为95%；2018年5月22日至2019年5月21日税率为40%，总税率为90%；2019年5月22日至2020年5月21日税率为35%，总税率为85%。当前按照85%的关税计算，配额外白糖进口处于亏损阶段。

图表6：配额外进口估算价与柳糖现价价差(元/吨)



资料来源：Wind，国盛证券研究所

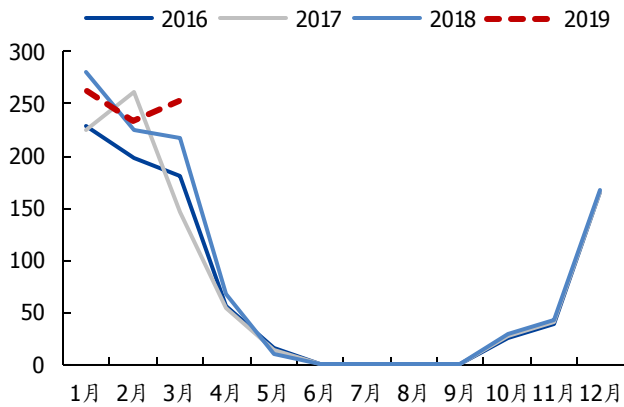
国内国际共振，糖价反转可期

2019/20 榨季进入减产周期

2018/19 榨季是三年增产期最后一年，2019/20 榨季进入减产周期。中国榨季时间是10月份到次年4月份结束。2018/19 榨季制糖期截至3月底，除广西、云南外，其他省区大部分糖厂已收榨，本制糖期全国已累计产糖989.7万吨，同比增长3.79%，累计销售食糖489万吨，同比增长24.17%。仅就三月份而言，食糖产量251.98万吨，同比增长16.20%；销量151.02万吨，同比增长61.86%。三月份销售大幅增长，受到4月1日起增值税税率下降影响。

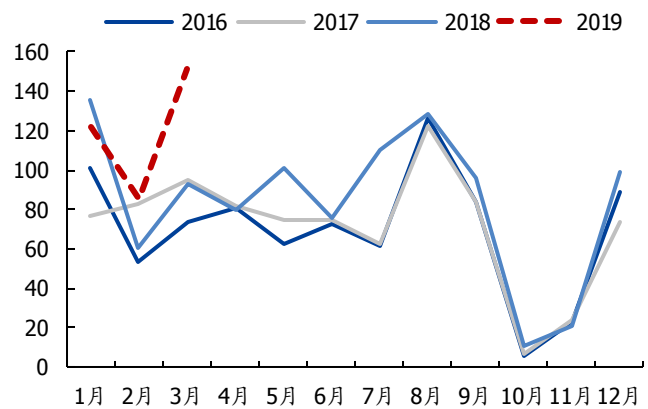
布瑞克预计2019/20 榨季我国食糖产量980-1000万吨，结束连续三年增产趋势。

图表 7: 国内食糖产量(万吨)



资料来源: 中国糖业协会, 国盛证券研究所

图表 8: 国内食糖销量(万吨)



资料来源: 中国糖业协会, 国盛证券研究所

国际主要糖供给市场收缩

2019/2020 新榨季, 预计白糖会进入减产周期, 全球目前已经有巴西、泰国、欧洲开始减产。国际糖业组织 (ISO) 预估 2018/19 榨季制糖期全球食糖供应过剩量为 64.10 万吨, 低于此前预估的 217 万吨。全球 2018/19 年度糖产量预计在 1.7868 亿吨, 低于之前预估的 1.8049 亿吨。根据 KINGSMAN 预测, 2019/20 榨季全球白糖产量缺口 193.4 万吨。

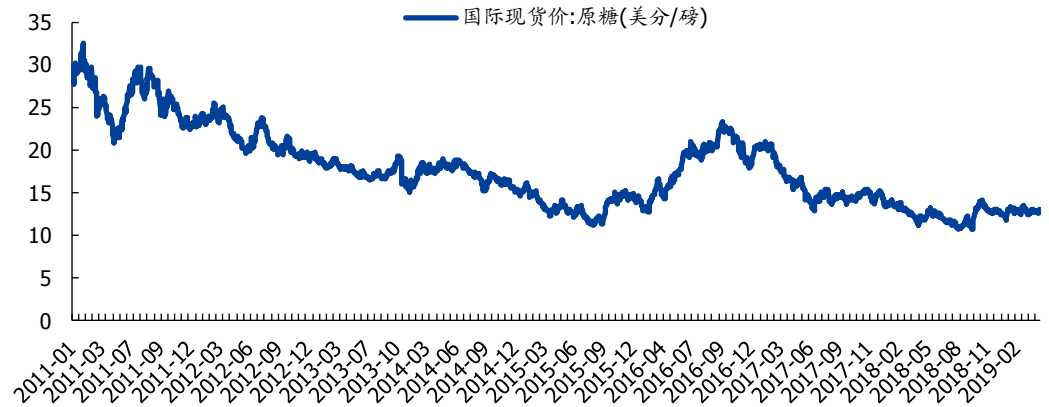
1) 巴西 2018/19 制糖期接近尾声, 甘蔗入榨总量及食糖产量双下滑。食糖产量下滑主要来自两方合力作用, 一是甘蔗入榨总量为 5.64 亿吨, 同比下滑 3.56%, 二是含水乙醇销量增长 42%, 2018/19 榨季巴西中南部制糖用蔗比例降至历史低位 35%, 二者合力拉低食糖产量至 2636 万吨, 同比下降 26.45%。

2) 印度国内补贴致出口糖量降低。尽管印度自 2018 年 11 月起新增基于港口距离的出口补贴, 补贴为 15-35 美元/吨, 合计达到约 108 美元/吨的补贴, 但政府将最低销售价自 419 美元/吨提高到 448 美元/吨, 扣除补贴后的价格仍然略高于国际价格, 农业补贴政策致使印度糖出口量连年下滑。

3) 泰国 2019/20 糖产量预计减少。糖贸易商苏克顿金融在巴西的贸易商 Eduardo Sia 在会议上称, 泰国 2019/20 年度糖产量预计减少 10% 至 1200 万吨。

全球原糖现货价自 2016 年 10 后持续下行, 已处于低位。2016/17 榨季之后, 糖产量持续增加。17/18 榨季国际食糖产量超预期增长, 达到 1.94 亿吨, 创历史新高。随之而来的是糖价的下跌, 从 16 年 10 月开始, 糖价持续震荡下行, 在 18 年 8 月达到近年新低 9.91 美分/磅, 随后一直维持低位震荡。目前国际糖价已在 12-14 美分/磅这一低位区间内运行数月。

图表 9: 原糖国际现货价处于低位



资料来源: 农业部, 国盛证券研究所

投资建议

结合国内国外食糖供需变化，**2019 年下半年糖价反转可期**。随着国外主要糖供给市场供需缺口收缩，价格稳定在 12-14 美分/磅左右。同时国内需求平稳、供给端有所收紧，且糖价长期稳定在低位，“供远大于需”转向“供略大于需”甚至“供不应求”的过程预期将引导国内糖价走出低位。同时 2019/20 榨季进口数量也处于稳定下降状态，走私糖的主要来源国缅甸近期对国内转口贸易政策做出调整，暂停 103 家公司的食糖再出口许可证，短期将改善国内食糖的供需局面。

预计本轮糖价涨幅 50%，主要制糖企业盈利能力改善。糖价反弹幅度与供应缺口大小有关。根据 USDA 数据，2009/10 年全球糖供应缺口高达 1061.5 万吨，2015/16 年供应缺口为 538.8 万吨，因而后一轮周期糖价涨幅低于前一轮。2019/20 年预计糖供应缺口约 200 万吨，低于此前缺口量，因而预计本轮周期上涨反弹幅度趋缓。

2016 年至今，我国糖价从高位 7060 元/吨跌至 5120 元/吨，跌幅趋缓。随着糖价中枢的上行，糖价跌幅趋缓也使得制糖企业盈利边际好转。通常糖价上涨区间持续 2-3 年，预计本轮糖周期底部在 5000 元/吨，高点超过 7000 元/吨，预计本轮涨幅空间 50%。建议关注中粮糖业。

图表 10: 上两轮糖周期涨幅空间(元/吨)

上行周期	低点	高点	涨幅
2008/10-2011/2	2650	7370	178.1%
2014/9-2016/11	3960	7060	78.3%

资料来源: USDA, 国盛证券研究所

风险提示

极端天气导致糖产量不及预期。糖产量主要受糖料产量的影响，而甘蔗和甜菜易受极端天气和自然灾害的影响，若发生极端天气，糖产量或不及预期。

国际关税政策调整。由于食糖具有极强的国际贸易性质，相关国家的关税政策调整将极大影响食糖的供需关系。

农业政策调整影响。各国农业政策（如最低收购价和补贴）可能影响本国糖的进出口，进而影响国际和国内糖价。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼

邮编：100033

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com