

牛熊切换，看多糖价

——糖业跟踪报告

✍️ : 梁晗 执业证书编号: S1230518090004
☎️ : 021-80105915
✉️ : lianghan@stocke.com.cn

行业评级

农林牧渔

看好

报告导读

整体上，2018/19 榨季三大主产国糖产量均存在下滑预期，预计巴西中南部减产 21.8%，印度减产 7.7%，泰国减产 8.2%，据 ISO 最新预测，2018/19 榨季全球糖市供给过剩量将收窄至 217 万吨，低于其 8 月预估的 675 万吨。预计 2019/20 榨季全球食糖供需将由过剩转向不足，因此 2019 年是糖价牛熊切换，开启新一轮上涨周期的转折点，我们预计 2019 年下半年糖价或开启趋势性上涨行情，建议重点关注。

投资要点

□ 巴西：糖用蔗比大幅下滑，巴西中南部产糖量或创近 10 年来新低

2018/2019 榨季开榨以来，巴西中南部累计糖产量同比下降 26.44%。截至 2019 年 2 月 1 日，巴西中南部地区累计甘蔗压榨量 5.63 亿吨，同比下降 3.52%，糖产量 2636 万吨，同比下降 26.44%，糖用蔗比 35.44%，同比下降 11.46 个百分点。自 2018 年 4 月开榨以来，巴西中南部新榨季已接近尾声，1 月下半月仅 4 家糖厂开榨，预计整个 2018/19 榨季巴西糖产量降幅或超 20%，创 10 年来新低。我们判断，巴西糖产量下滑主要原因为：1、油价上涨致糖用蔗比大幅下滑；2、中美贸易摩擦使甘蔗种植面积下滑。

□ 印度：主产区干旱及病虫害致甘蔗产量大幅下滑，糖产量预期由增转减

预计 2018/2019 榨季印度糖产量为 3000 万吨，产量预期由同增 9.2% 下调至同减 7.7%。出口方面，因价格低迷，部分糖厂完成出口配额的意愿较低，糖出口亦低于预期。我们认为，天气因素是影响印度糖产量的最主要原因。2018 年 8 月开始，第二大产糖区马邦及第三大产糖区卡邦因降水不足，蚜虫啃食甘蔗根部，爆发大面积虫害，最大产糖区北方邦季风季的降水也低于正常水平，2018 年 6-9 月印度降水量较正常年份减少 23%，不利于甘蔗生长。

□ 泰国：预计 2018/19 榨季糖产量小幅下滑

预计 2018/2019 榨季泰国糖产量 1350 万吨，同比下滑 8.2%。甘蔗种植面积及单产的下滑是泰国糖产量预期下滑主因。受甘蔗价格较低，木薯价格恢复的影响，蔗农转向种植木薯等替代作物，且 2018 年 7-9 月降水偏少不利于甘蔗单产提高，预计 2018/19 榨季泰国甘蔗种植面积同减 2.8%，单产下滑 1.65%，甘蔗总产量减少 4.4% 致食糖减产。

□ 价格：预计 2019 年为糖价牛熊转折点，下半年或开启新一轮上涨周期

2018/19 榨季部分主产国因天气影响，食糖超预期减产，全球供给过剩量大幅收窄，但 2018 年四季度到 2019 年一季度北半球主产国集中开榨，食糖供给阶段性增多，价格或承压。展望 2019 年，东南亚或现干旱，影响印度、泰国等主产国新季甘蔗生长，油价及大豆依旧影响巴西糖产量，且两年熊市影响下，减产预期强烈，预计 2019 年甘蔗种植面积及产量下滑是大概率事件，全球糖市供给宽松格局扭转，ISO 预计 2019/20 榨季供给缺口约 200 万吨，预计糖价将于新榨季开始之际走出底部区域，步入上升通道。推荐中粮糖业、南宁糖业。

相关报告

- 1《2019 年中央一号文件前瞻：哪些内容值得期待？》2019.01.28
- 2《中国重新向美国开放鸡肉市场影响几何？——禽养殖行业跟踪点评》2019.01.22
- 3《“浙”看猪周期——浙商农业猪周期研究框架》2019.01.21
- 4《2018 年农林牧渔板块三季报业绩综述：从三季报中我们读出了什么？》2018.11.02
- 5《农产品专题之玉米：如何解读真实的玉米库存？》2018.10.28

报告撰写人：梁晗

数据支持人：梁晗

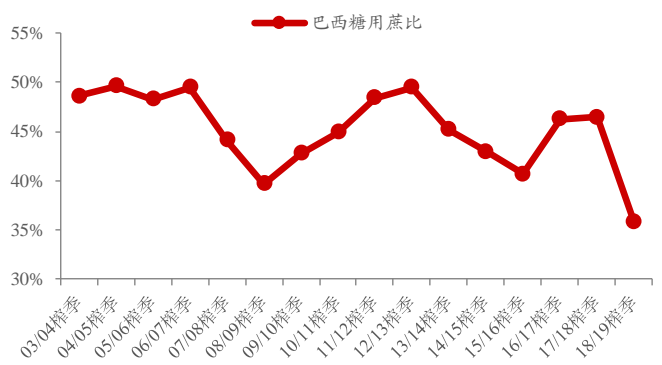
整体上，2018/19 榨季三大主产国糖产量均存在下滑预期，预计巴西中南部减产 21.8%，印度减产 7.7%，泰国减产 8.2%，据 ISO 最新预测，2018/19 榨季全球糖市供给过剩量将收窄至 217 万吨，低于其 8 月预估的 675 万吨。预计 2019/20 榨季全球食糖供需将由过剩转向不足，因此 2019 年是糖价牛熊切换，开启新一轮上涨周期的转折点，我们预计 2019 年下半年糖价或开启趋势性上涨行情，建议重点关注。

巴西：糖用蔗比大幅下滑叠加甘蔗压榨量减少，中南部产糖量或创近 10 年来新低

2018/2019 榨季开榨以来，巴西中南部累计糖产量同比下降 26.44%。截至 2019 年 2 月 1 日，巴西中南部地区累计甘蔗压榨量 5.63 亿吨，同比下降 3.52%，糖产量 2636 万吨，同比下降 26.44%，出糖率 13.86%，同比增长 0.12 个百分点，糖用蔗比 35.44%，同比下降 11.46 个百分点。其中，圣保罗地区累计甘蔗压榨量 3.29 亿吨，上榨季 3.5 亿吨，同比减少 5.8%，糖产量 1809 万吨，上榨季 2443 万吨，同比减少 25.94%，出糖率 13.9%，同比增长 0.27 个百分点，糖用蔗比 41.47%，同比下降 12.34 个百分点。其中，1 月下半月中南部地区甘蔗压榨量 56.3 万吨，上榨季 42.1 万吨，同比增长 33.73%，糖产量 5000 吨，上榨季 4000 吨，同比增长 25%。自 2018 年 4 月开榨以来，巴西中南部新榨季已接近尾声，1 月下半月仅 4 家糖厂开榨，预计整个 2018/19 榨季巴西糖产量降幅或超 20%，创 10 年来新低。

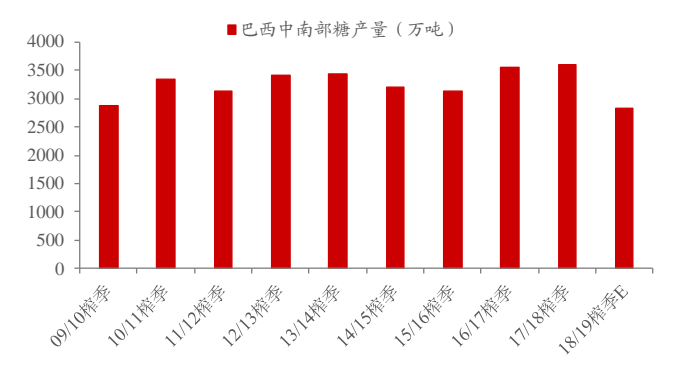
我们判断，巴西糖产量下滑主要原因为：1、油价上涨致糖用蔗比大幅下滑。巴西甘蔗用于压榨糖和生产乙醇汽油，两者比例分配取决于糖及乙醇的收益，油价上涨，燃料乙醇需求增加背景下，出于利润考量，糖用蔗比大幅下滑至 35% 左右，比 45%~50% 的平均水平低 10 个百分点以上，我们认为这是糖产量大幅下滑的最主要原因；2、中美贸易摩擦使甘蔗种植面积下滑。受中美贸易摩擦影响，中国向巴西进口大豆的需求增加，促使农户更多改种大豆，预计 2018/19 年度巴西大豆种植面积增长 3.2%，达创纪录高位，预计 2018 年巴西甘蔗产量减少 4.5%，进一步加剧糖产量减少。

图 1：2018/19 榨季巴西糖用蔗比创新低



资料来源：UNICA，浙商证券研究所

图 2：预计 2018/19 榨季巴西中南部糖产量同减 21.8%



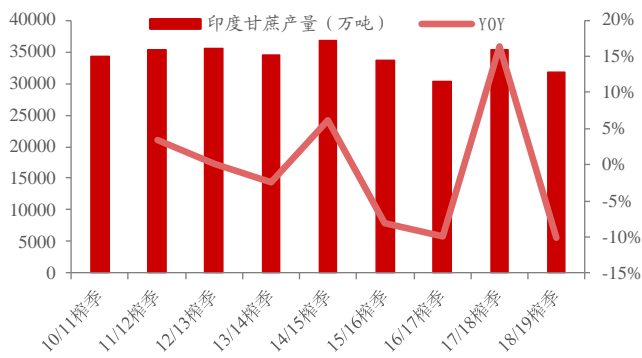
资料来源：UNICA，浙商证券研究所

印度：主产区干旱及病虫害致甘蔗产量大幅下滑，糖产量预期由增转减

预计 2018/2019 榨季印度糖产量为 3000 万吨，产量预期由同增 9.2% 下调至同减 7.7%。截至 2019 年 1 月 31 日，印度糖厂产糖量为 1851.9 万吨，尽管因糖厂提前开榨，产量与去年同期相比略有增长，但因各地糖厂欠款已达 2000 亿卢比，糖厂或无法结清蔗款，影响食糖生产。出口方面，受价格低迷影响，部分糖厂完成出口配额的意愿较低，因此印度糖出口亦低于预期。尽管受上榨季大幅增产影响，印度糖产量基数较大，但 2018/19 榨季的产量预期已由增转减，有利于全球食糖供给减少。

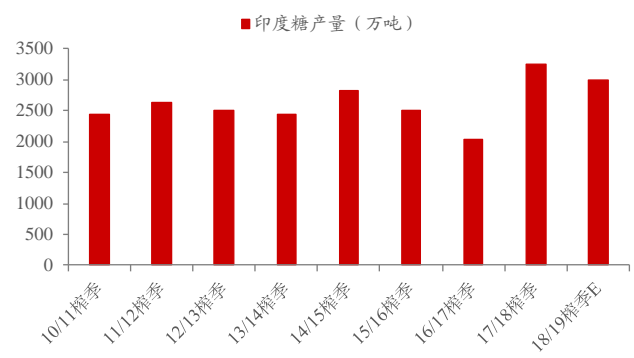
我们认为，天气因素是影响印度糖产量的最主要原因。2018 年 8 月开始，印度第二大产糖区马邦及第三大产糖区卡邦因降水不足，蚜虫啃食甘蔗根部，爆发大面积虫害，最大产糖区北方邦季风季的降水也低于正常水平，整体上 2018 年 6-9 月印度降水量较正常年份减少 23%，不利于甘蔗生长。

图 3：预计 2018/19 榨季印度甘蔗产量大幅下滑



资料来源：ISMA，浙商证券研究所

图 4：预计 2018/19 榨季印度糖产量同减 7.7%

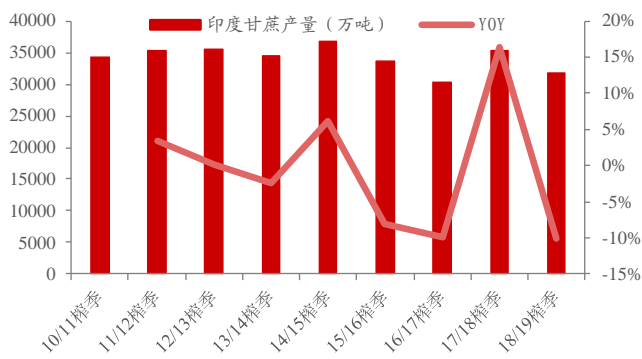


资料来源：ISMA，浙商证券研究所

泰国：预计 2018/19 榨季糖产量小幅下滑

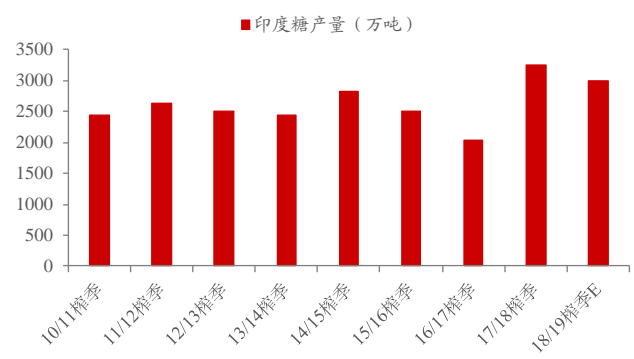
预计 2018/2019 榨季泰国糖产量 1350 万吨，同比下滑 8.2%。甘蔗种植面积及单产的下滑是泰国糖产量预期下滑主因。受甘蔗价格较低，木薯价格恢复的影响，蔗农转向种植木薯等替代作物，且 2018 年 7-9 月降水偏少不利于甘蔗单产提高，预计 2018/19 榨季泰国甘蔗种植面积同减 2.8%，单产下滑 1.65%，甘蔗总产量减少 4.4% 致食糖减产。

图 5：泰国甘蔗收购价下调影响蔗农种植积极性



资料来源：OCSB，浙商证券研究所

图 6：预计 2018/19 榨季泰国糖产量同减 8.2%

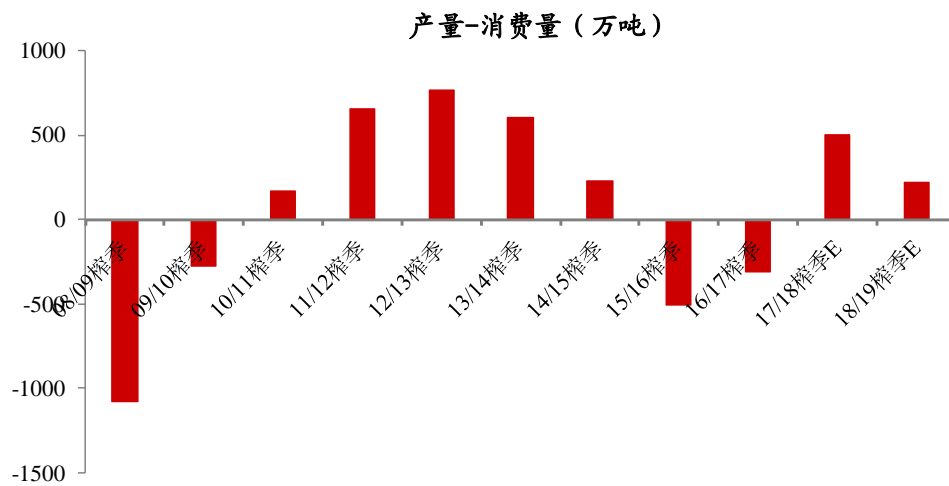


资料来源：OCSB，浙商证券研究所

价格：预计 2019 年为糖价牛熊转折点，下半年糖价或开启新一轮上涨周期

2018/19 榨季部分主产国因天气影响，食糖超预期减产，全球供给过剩量大幅收窄，但供过于求格局未改，尽管受雷亚尔汇率提振，糖价短期内反弹逾 30%，但 2018 年四季度到 2019 年一季度北半球主产国集中开榨，食糖供给阶段性增多，价格或承压。展望 2019 年，据美国气象局预测，2018 年冬季发生厄尔尼诺的概率增至 70%，受厄尔尼诺影响，2019 年东南亚或现干旱，影响印度、泰国等主产国新季甘蔗生长，巴西甘蔗或因洪涝之故出糖率降低，且两年熊市影响下，减产预期强烈，预计 2019 年甘蔗种植面积及产量下滑是大概率事件，全球糖市供给宽松格局扭转，ISO 预计 2019/20 榨季供给缺口约 200 万吨，预计糖价将于新榨季开始之际走出底部区域，步入上升通道。标的方面，推荐中粮糖业、南宁糖业。

图 7：预计 2018/19 榨季全球糖市供给过剩量大幅收窄至 217 万吨



资料来源：ISO，浙商证券研究所

表 1：全球糖供需平衡表 (万吨)

项目/年度	09/10	10/11	11/12	12/13	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19E
产量	14933.3	15492.7	16462.9	17202.9	17138.6	17118	16683.3	16837.3	18250	18000
消费量	15212.2	15325.4	15803.4	16438.4	16535.7	16889.4	17185.1	17147.8	17522	17783
供给过剩/缺口	-278.9	167.3	659.5	764.5	602.9	228.6	-501.8	-310.5	728	217
进口需求	5399.1	5387	5432.5	6060	5795.7	5545	5675.9	6004	5746.7	5660.5
可供出口	5399.7	5386.7	5432.2	6060.5	5795.8	5543	5674.9	6009.5	6109.4	6048.3
期末库存	6131.2	6298.8	6958.6	7722.6	8325.4	8556	8055.2	7739.2	8104.5	7933.7
库消比	40.30%	41.10%	44.03%	46.98%	50.35%	50.66%	46.87%	45.13%	46.25%	44.61%

资料来源：ISO，浙商证券研究所

风险提示：糖价上涨不及预期；极端天气影响。

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

邮政编码：200128

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>