

**农林牧渔行业**

点评

行业公司研究—农林牧渔行业—

证券研究报告

# 糖产量或创 10 年新低

## ——糖业跟踪报告之巴西

✉ : 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

2018/19 榨季巴西糖产量降幅超过 20%，创 10 年新低，预计 2019/20 榨季糖厂仍更倾向于生产乙醇，全球糖供给持续收缩，2019 年或为糖价周期反转年份，建议积极布局糖业股，推荐南宁糖业、中粮糖业。

### 投资要点

#### □ 巴西糖产量：或创近 10 年新低

2018/19 榨季开榨以来，巴西中南部累计糖产量同比下降 26.45%。截至 2019 年 2 月 16 日，巴西中南部地区累计甘蔗压榨量 5.64 亿吨，同比下降 3.56%，糖产量 2636 万吨，同比下降 26.45%，糖用蔗比 35.43%，同比下降 11.45 个百分点。预计整个 2018/19 榨季巴西糖产量降幅或超 20%，创 10 年来新低，自 2015/16 榨季起连续 3 年增产后，糖产量首次下滑。

#### □ 乙醇替代是主因

我们判断，巴西糖产量下滑主要原因为乙醇替代：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、政策利好及灵活燃料汽车占比提升有利于乙醇需求的长期增长。政策层面，巴西政府通过补贴、设置配额、统购乙醇等措施以及运用价格和行政干预等手段，鼓励企业进入乙醇燃料生产行业；汽车方面，截至 2018 年底，巴西灵活燃料汽车的占比达 76.4%，而汽油车的占比为 22.2%，与 2007 年相比，灵活燃料汽车的占比提升了 55.1 个百分点。

#### □ 巴西糖出口：降幅大于产量降幅

2019 年 2 月，巴西糖出口量 120 万吨，同减 16.23%，为 2015 年同期以来的最低水平，2018/19 榨季截至 2 月，累计出口糖 1883.6 万吨，同减 27.7%，降幅大于产量降幅。我们判断，巴西糖出口量大幅下滑一方面是其产量大幅下滑，另一方面也因糖价持续低迷，出口无利可图，进一步加剧全球糖市供给收缩。

#### □ 投资建议：推荐南宁糖业、中粮糖业

展望 2019/20 榨季，由于目前巴西国内汽油价格依旧处于上升通道，乙醇汽油比价仍旧处于低位，且糖价尚未上涨，乙醇生产的利润空间较大，预计 2019/20 榨季糖厂仍倾向于生产乙醇，推动全球供给由过剩转向不足。ISO 在 2019 年 2 月发布的最新报告中再次下调 2018/19 榨季的全球糖产量预期，预计供给过剩量收窄至 64 万吨，低于其 2018 年 11 月预估的 217 万吨和 2018 年 8 月预估的 675 万吨，糖市由供给过剩转向不足的确定性更强。

价格方面，一季度主产国集中开榨，糖产量阶段性增多，价格或承压，预计全年糖价前低后高。复盘历史，股价往往先于糖价上涨，因此，在糖价周期反转预期下，建议积极布局糖业股，推荐南宁糖业、中粮糖业。

### 相关报告

- 1 《鸡猪共舞，禽养殖向上》2019.03.04
- 2 《糖业跟踪报告：牛熊切换，看多糖价》2019.02.15
- 3 《2019 年中央一号文件前瞻：哪些内容值得期待？》2019.01.28
- 4 《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
- 5 《“浙”看猪周期——浙商农业猪周期研究框架》2019.01.21

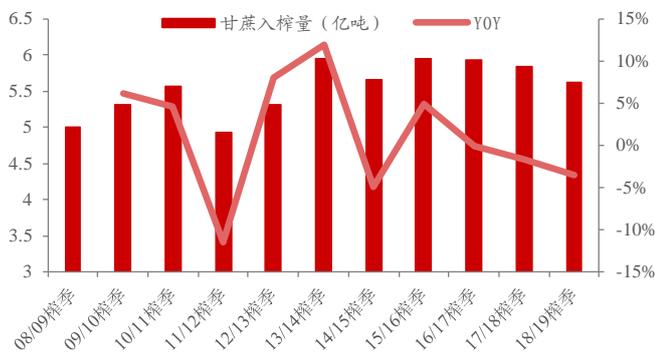
报告撰写人：梁晗

数据支持人：梁晗

## 巴西糖产量：或创近 10 年新低

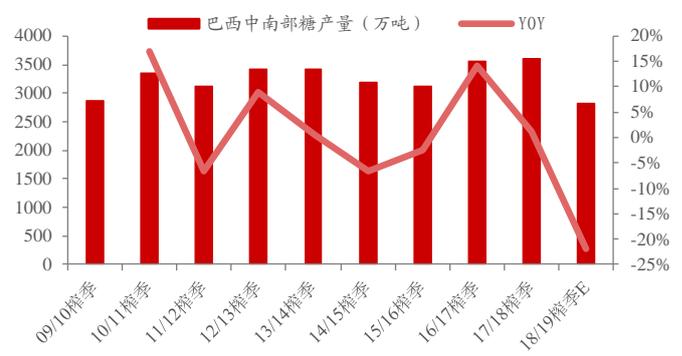
2018/19 榨季开榨以来，巴西中南部累计糖产量同比下降 26.45%。截至 2019 年 2 月 16 日，巴西中南部地区累计甘蔗压榨量 5.64 亿吨，同比下降 3.56%，糖产量 2636 万吨，同比下降 26.45%，出糖率 13.86%，同比增长 0.12 个百分点，糖用蔗比 35.43%，同比下降 11.45 个百分点。其中，圣保罗地区累计甘蔗压榨量 3.29 亿吨，上榨季 3.5 亿吨，同比减少 5.8%，糖产量 1809 万吨，上榨季 2443 万吨，同比减少 25.94%，出糖率 13.9%，同比增长 0.27 个百分点，糖用蔗比 41.46%，同比下降 12.34 个百分点。其中，2 月上半月中南部地区甘蔗压榨量 28 万吨，上榨季 57.7 万吨，同比下降 51.47%，糖产量 2000 吨，上榨季 5000 吨，同比增下降 64.37%。自 2018 年 4 月开榨以来，巴西中南部新榨季已接近尾声，2 月上半月仅 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，自 2015/16 榨季起连续 3 年增产后，糖产量首次下滑。

图 1：2018/19 榨季巴西甘蔗入榨量同减 3.56%



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

表 1：巴西中南部糖产量预测（万吨）

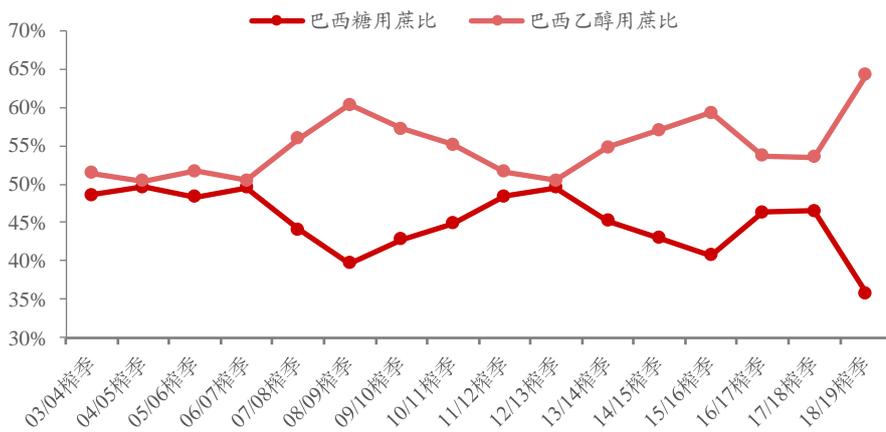
糖产量	糖用蔗比				
	35%	37%	39%	41%	43%
55000	2599	2747	2896	3044	3193
55500	2622	2772	2922	3072	3222
56000	2646	2797	2948	3100	3251
56500	2670	2822	2975	3127	3280
57000	2693	2847	3001	3155	3309
57500	2717	2872	3027	3183	3338
58000	2741	2897	3054	3210	3367

资料来源：浙商证券研究所（注：按出糖率 13.5% 计算）

## 乙醇替代是主因

我们判断，巴西糖产量下滑主要原因为乙醇替代：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、政策利好及灵活燃料汽车占比提升有利于乙醇需求的长期增长。

图 3: 巴西糖用蔗比创历史新低



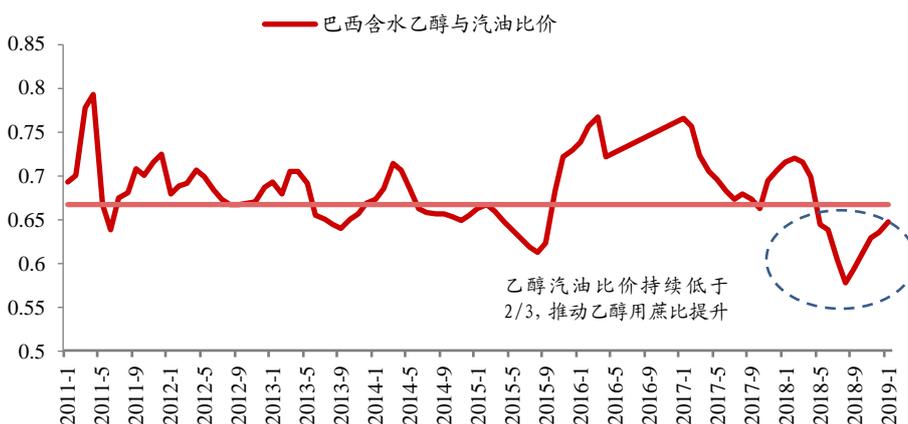
资料来源: UNICA, 浙商证券研究所

### 油高糖低凸显乙醇相对优势

油价方面, 受国际油价上涨影响, 乙醇与汽油比价下降, 生产乙醇的利润增加。由于乙醇的热值仅为汽油的 2/3, 汽车行驶相同距离消耗的乙醇要多于汽油, 因此当乙醇与汽油比价低于 2/3 时, 乙醇与汽油相比才有竞争优势。因国际原油价格持续上涨, 巴西乙醇与汽油比价在 2018 年 8 月达到了 0.58, 为 2011 年以来的最低点, 且比价在均衡线下的持续时间最长, 乙醇用蔗比因此达到历史高点, 基于乙醇生产与食糖生产的此消彼长关系, 2018/19 榨季巴西糖产量大幅下滑。

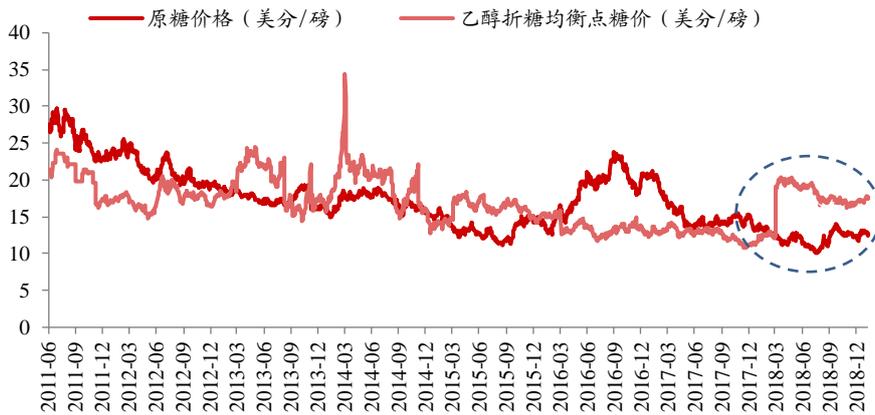
糖价方面, 根据每吨甘蔗生产乙醇、糖的产量以及巴西国内食糖和乙醇的平均售价我们可以计算出乙醇折糖的均衡价格。当糖价高于乙醇折糖均衡价时, 甘蔗榨糖获利更丰, 由于糖熊已持续 2 年以上, 原糖价格持续低于乙醇折糖均衡价, 2018/19 榨季至今, 巴西乙醇折糖均衡价与国际原糖价差为近几年最大, 乙醇生产的利润优势更为明显。

图 4: 2018/19 榨季巴西含水乙醇与汽油比价达到 2011 年以来最低值



资料来源: UNICA, 浙商证券研究所

图 5：2018/19 榨季以来国际原糖价格持续低于乙醇折糖均衡价



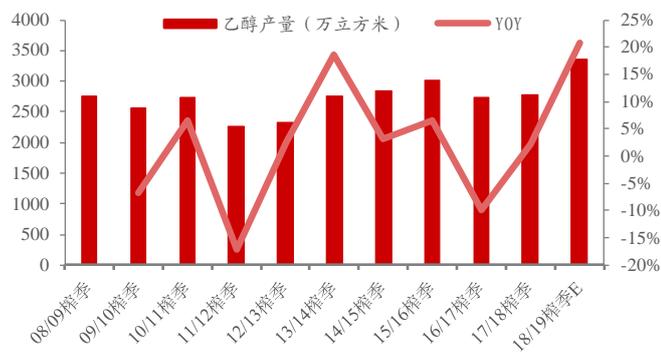
资料来源：UNICA，浙商证券研究所

### 政策利好及灵活燃料汽车占比提升有利于乙醇需求的长期增长

政策层面，巴西政府通过补贴、设置配额、统购乙醇等措施以及运用价格和行政干预等手段，鼓励企业进入乙醇燃料生产行业，并协助它们从世界银行等国际金融机构贷款。政府还鼓励民众使用车用乙醇燃料，下令在人口超过 1500 人的城镇中，加油站都必须安装乙醇加油泵，汽油中添加乙醇的比例均以法律形式确定，对不执行者进行相应的处罚。

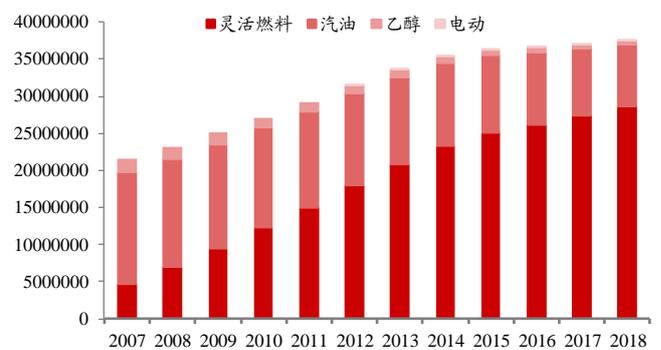
汽车方面，截至 2018 年底，巴西灵活燃料汽车的占比达 76.4%，而汽油车的占比为 22.2%，与 2007 年相比，灵活燃料汽车的占比提升了 55.1 个百分点，而汽油车的占比则下降了 48 个百分点。从销量增量上来看，自 1957 年起，巴西汽油车的销量增量就在不断下降，而灵活燃料汽车的销量增量则不断增加，因此灵活燃料汽车的发展必将推升乙醇需求，由此挤压食糖产量。

图 6：近 3 个榨季巴西乙醇产量持续增长



资料来源：UNICA，浙商证券研究所

图 7：巴西灵活燃料汽车占比逐年提升，汽油车占比下滑

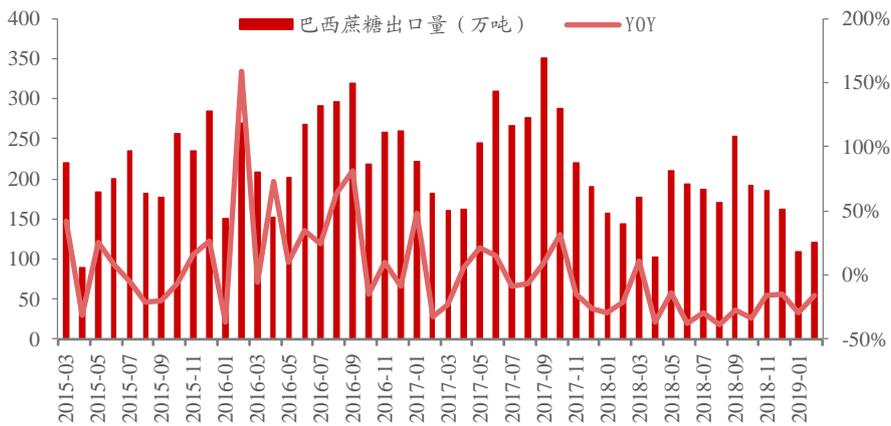


资料来源：UNICA，浙商证券研究所

### 巴西糖出口：降幅大于产量降幅

2019 年 2 月，巴西糖出口量 120 万吨，同减 16.23%，为 2015 年同期以来的最低水平，2018/19 榨季截至 2 月，巴西累计出口糖 1883.6 万吨，同减 27.7%，其降幅大于产量降幅。我们判断，巴西糖出口量大幅下滑一方面是因其产量大幅下滑，另一方面也因糖价持续低迷，出口无利可图，进一步加剧全球糖市供给收缩。

图 8：巴西蔗糖出口量降幅大于其国内产量降幅，加剧全球供给收缩



资料来源：UNICA，浙商证券研究所

### 投资建议：推荐南宁糖业、中粮糖业

展望 2019/20 榨季，由于目前巴西国内汽油价格依旧处于上升通道，乙醇汽油比价仍旧处于低位，且糖价尚未上涨，乙醇生产的利润空间较大，预计 2019/20 榨季糖厂仍倾向于生产乙醇，推动全球供给由过剩转向不足。ISO 在 2019 年 2 月发布的最新报告中再次下调 2018/19 榨季的全球糖产量预期，预计供给过剩量收窄至 64 万吨，低于其 2018 年 11 月预估的 217 万吨和 2018 年 8 月预估的 675 万吨，糖市由供给过剩转向不足的确性更强。

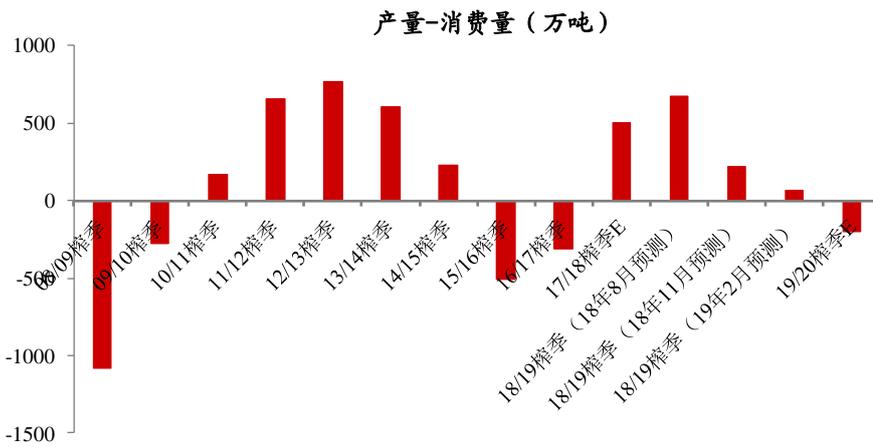
价格方面，一季度主产国集中开榨，糖产量阶段性增多，价格或承压，预计全年糖价前低后高。复盘历史，股价往往先于糖价上涨，因此，在糖价周期反转预期下，建议积极布局糖业股，推荐南宁糖业、中粮糖业。

图 9：巴西国内油价依旧偏高，乙醇/汽油比价仍处于低位



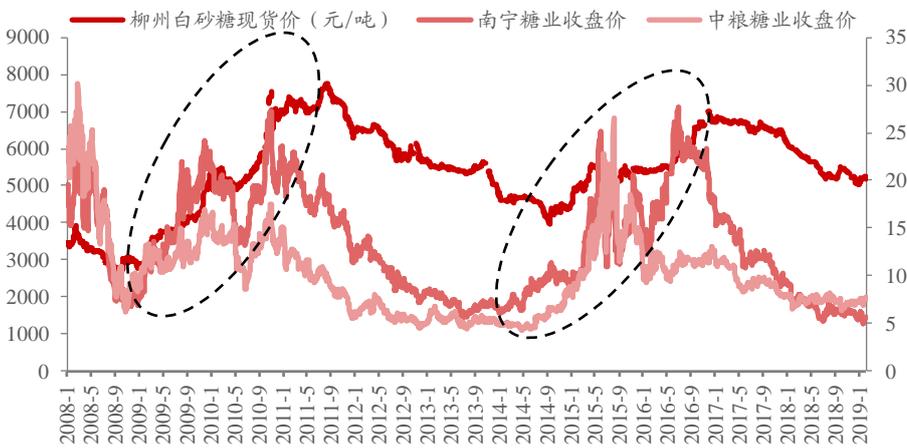
资料来源：UNICA，浙商证券研究所

图 10: ISO 最新预测 2018/19 榨季全球糖供给过剩量收窄至 64 万吨



资料来源: ISO, 浙商证券研究所

图 11: 股价一般先于糖价上涨



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

风险提示: 糖价上涨不达预期; 油价大幅下跌。

## 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>