

行业深度

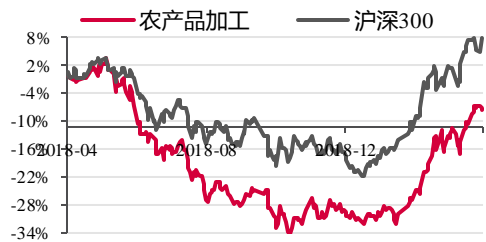
农产品加工

2019年04月18日

评级 同步大市

评级变动: 首次

行业涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
农产品加工	6.24	30.84	-7.05
沪深300	6.11	29.01	8.52

陈博

执业证书编号: S0530517080001
chenbo@cfzq.com

刘丛丛

liucc@cfzq.com

分析师

0731-84403422

研究助理

0731-89955776

相关报告

糖熊末期，19/20 榨季减产有望扭转糖价低迷格局

重点股票	2018E		2019A		2020A		评级
	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	
中粮糖业	0.24	46.11	0.33	32.70	0.59	18.54	谨慎推荐

资料来源: 财富证券

投资要点:

- 18/19 榨季是国内白糖增产周期第三年，19/20 榨季有望重新进入减产周期。复盘历史糖价走势及白糖供给数据发现，我国食糖价格呈现 5-6 年一个周期的波动规律，其中上涨、下跌周期持续时间均为 2-3 年左右。根据农业农村部 4 月数据，2018/2019 榨季食糖产量 1068 万吨，相比上一榨季增加 36 万吨，产量的持续增加导致现货价格低迷，制糖企业亏损不断扩大，支付能力下降。在此背景下，不管是政府下调甘蔗收购价还是开放市场化收购，其他替代作物的经济效应凸显均有望促使蔗农改种意愿提升，导致下一榨季甘蔗种植面积下降，使得 2019/2020 榨季白糖重新进入减产周期。预计 19/20 榨季国内白糖产量同比下降约 1.70% 至 1050 万吨水平，由此我国食糖供给将由过剩转向平衡偏紧状态。
- 国际糖价筑底，主产国减产有望带动糖价迎来上涨。从全球食糖供需格局来看，18/19 榨季全球食糖依旧供过于求，但供给过剩形势有所缓解。根据 USDA 预计，18/19 榨季全球食糖产量由 17/18 榨季的 1.95 亿吨下降至 1.86 亿吨，但因消费增长有限，市场仍旧供给过剩，预计 18/19 榨季全球供给过剩 822 万吨，库存结余的增加导致国际糖价底部震荡。但随着 19/20 榨季各大主产国相继减产，19/20 榨季全球预计将出现 100 万吨的供应缺口(产量低于消费量)，因此 2019 年预计是糖市从供给过剩向供给缺口转变的关键时期。
- 厄尔尼诺或助力 19/20 榨季糖价牛市。目前全球食糖供给格局基本稳定，因各个主产国产区较为集中，因此天气成为影响各国产量的重要因素，2000 年以来的糖市牛熊周期中厄尔尼诺均扮演重要角色。从各个机构最新发布的气象数据显示，2019 年是“厄尔尼诺年”的概率较大，气候多变产生的自然灾害将对各个甘蔗主产国带来负面影响(从目前各国预测的 19/20 榨季甘蔗产量数据便可见端倪)，而厄尔尼诺发生概率加大带来的全球食糖供求格局扭转或有望助力白糖的上涨行情。
- 投资建议。目前国际、国内糖价均处于低位震荡阶段，由于库存仍较高，预计仍需时间消化，但随着 19/20 榨季各大主产国相继减产带来供给缺口，预计 2019 年下半年糖价有望筑底回升，制糖企业在经历连续两年业绩低迷期后有望迎来业绩改善。建议关注国内食糖生产及贸易企业中粮糖业，以及*ST 南糖、粤桂股份。
- 风险提示：糖价大幅波动、进口糖大幅变动、自然灾害、政策变化。

内容目录

1 国内 18/19 榨季属增产周期第三年，19/20 年榨季有望进入减产周期	4
1.1 食糖消费端较为稳定，供给是决定白糖价格的决定因素.....	4
1.2 进口、走私及国储是影响白糖供给的重要变量.....	5
1.3 我国糖产量呈现“三年增、三年减”的周期性规律.....	6
1.4 国内 18/19 榨季属增产周期第三年，19/20 年榨季有望进入减产周期.....	7
2 国际糖价底部，主产国减产有望带动国际糖价进入上涨周期	8
2.1 全球糖市供需格局.....	8
2.2 巴西：18/19 榨季供给缺口 700-800 万吨，19/20 榨季增幅有限.....	10
2.2.1 原油价格影响甘蔗使用结构.....	10
2.2.2 18/19 榨季减产，出口量下降有望减轻国际食糖供给压力.....	11
2.2.3 2019/2020 榨季展望：增产幅度有限.....	12
2.3 印度：2018/2019 榨季减产，19/20 榨季有望持续下降.....	13
2.4 欧盟：18/19 榨季减产 140 万吨，19/20 榨季将进一步减产.....	14
2.5 泰国：18/19 榨季减产 40 万吨，19/20 榨季干旱天气或致产量进一步下降.....	14
3 厄尔尼诺或助力 19/20 榨季糖价牛市	16
3.1 厄尔尼诺是影响主产国糖产量的主要气候因素.....	16
3.2 2019 年厄尔尼诺发生概率加大.....	17
4 投资建议	19
5 风险提示	19

图表目录

图 1：国内食糖消费量.....	4
图 2：国内自产、进口糖占国内消费量的比重.....	4
图 3：我国进口糖产量及增速.....	5
图 4：我国国储糖库存水平.....	6
图 5：我国白糖工业库存.....	6
图 6：我国糖价呈现 5-6 年一个完整周期的变化规律.....	7
图 7：我国甘蔗主产区.....	7
图 8：我国历年甘蔗收购价.....	7
图 9：全球主要产糖国产量占比.....	9
图 10：全球甘蔗主产国产量占比.....	9
图 11：全球甜菜主产国产量占比.....	9
图 12：全球食糖供给、消费量（单位：万吨）.....	10
图 13：全球甘蔗产区出口量占比：（17/18 榨季）.....	10
图 14：巴西圣保罗地区汽油、乙醇价格环比变动.....	11
图 15：白糖与原油价格呈正向联动性.....	11
图 16：国际油价走势.....	11
图 17：巴西制糖比创近十年新低.....	11
图 18：原糖价格走势.....	13
图 19：美元兑巴西雷亚尔.....	13
图 20：印度糖产量及消费量.....	13

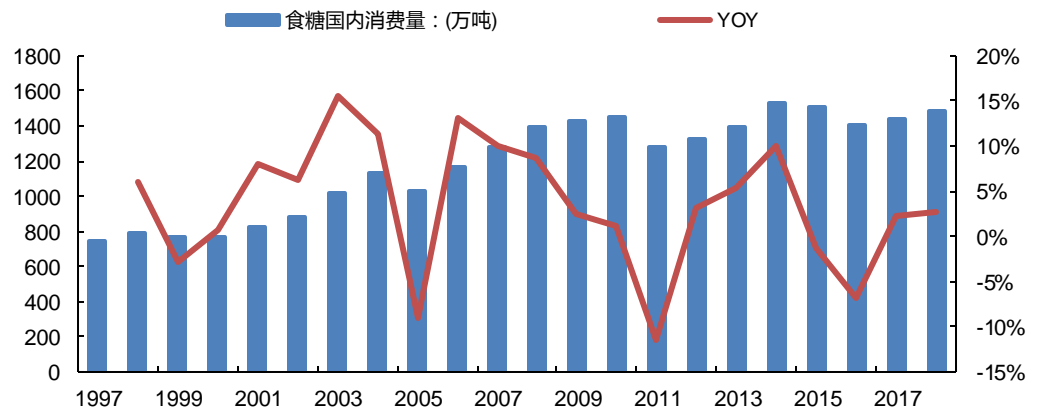
图 21: 印度糖进出口情况.....	13
图 22: 国际原糖现货价	16
图 23: 1950 年以来的厄尔尼诺指数变化.....	17
图 24: 美国气象局对 Nino3.4 区海温指数预测.....	18
图 25: 澳大利亚气象局对 Nino3.4 区海温指数预测.....	18
图 26: 国家气候中心监测 Nino3.4 数据.....	19
表 1: 我国食糖供需平衡.....	8
表 2: 18/19 榨季巴西中南部地区甘蔗产量	12
表 3: 印度食糖供需平衡表: (单位: 万吨)	14
表 4: 欧盟 27 国市场供需平衡表: (单位: 万吨)	14
表 5: 泰国食糖供需平衡表: (单位: 万吨)	15
表 6: 全球糖供需平衡表: (单位: 万吨)	15

1 国内 18/19 榨季属增产周期第三年，19/20 年榨季有望进入减产周期

1.1 食糖消费端较为稳定，供给是决定白糖价格的决定因素

1997 年以来，我国食糖消费经历了快速与稳定发展两个阶段：1997-2008 年，食糖消费量受益于国内经济快速发展以及居民收入水平提升，由 742.20 万吨增长至 1397.10 万吨，年均复合增速为 5.91%；2008 年至今，因经济增速趋缓，食糖消费端较为稳定，基本保持在 1500 万吨水平。

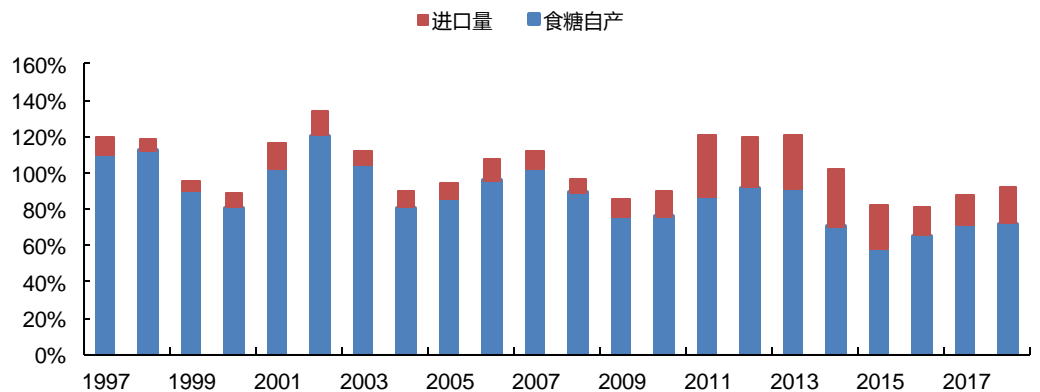
图 1：国内食糖消费量



资料来源：wind、财富证券

供给端来看，国内糖总供给包括三块：国内自产、进口和走私。根据农业农村部最新数据统计，2018/2019 榨季，我国食糖自产量预计为 1070 万吨，进口量 290 万吨，走私量难以具体统计，一般不做详细分析，国内自产和进口量占国内食糖消费量比重分别为 72.18%、19.56%，两者合计占比为 91.74%。由于食糖消费端较为稳定，而供给端受到的制约因素更多，因此白糖价格基本由供给决定。

图 2：国内自产、进口糖占国内消费量的比重

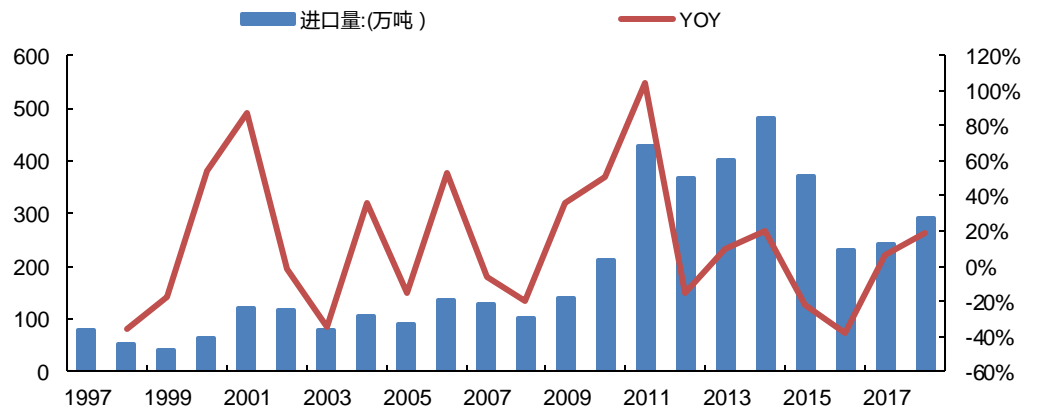


资料来源：wind、财富证券

1.2 进口、走私及国储是影响白糖供给的重要变量

进口方面，我国白糖进口实行配额制，按照加入 WTO 的承诺，我国每年食糖进口关税配额总量为 194.5 万吨，配额内关税税率 15%，配额外关税依据时间节点收取比例不同。根据商务部公布的对进口食糖采取保障措施的公告，2018 年 5 月 22 日-2019 年 5 月 21 日关税配额外进口食糖征收税率为 90%，2019 年 5 月 22 日至 2020 年 5 月 21 日征收税率为 85%。根据海关统计，1997-2009 年，中国食糖进口量保持在 70-140 万吨水平，占同期国内食糖产量比重不足 12%，但 2009 年之后食糖进口量明显增长并持续超出 194.5 万吨的关税配额量，其中 2011-2015 年进口量占国内食糖产量比重最高达到 44.6%，这主要因国际糖价较低、进口糖利润空间打开导致进口量增加。2018 年我国进口食糖 290 万吨，同比增长 19.15%，相当于同期我国食糖产量的 27.10%，在我国食糖进口依存度偏高的情况下，国际糖价走势也成为影响国内糖价的重要因素。

图 3：我国进口糖产量及增速

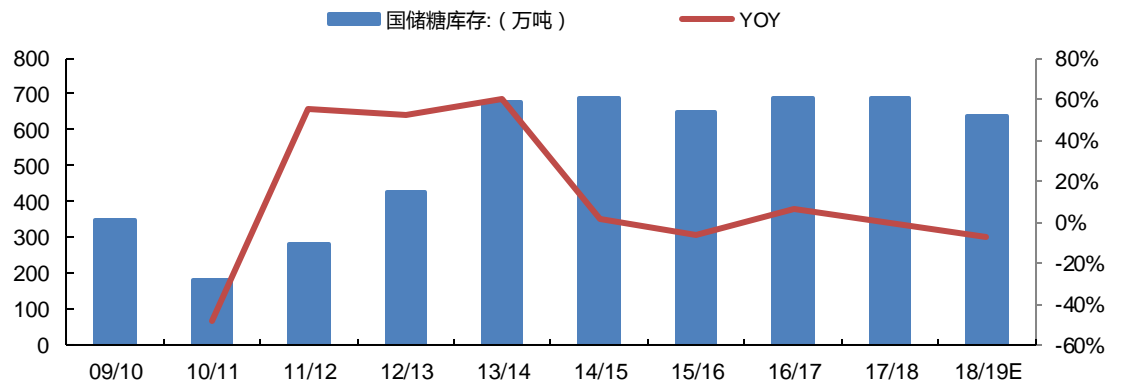


资料来源：wind、财富证券

走私糖方面，国内外糖价剪刀差的存在是走私糖产生的根源。走私糖目前不能量化统计，但 2017 年以来我国打击食糖走私力度较大。以缅甸转口贸易为例，根据云南糖网报道，缅甸主要从印度、泰国进口白糖后再转口至中国，2016 年 4 月-2017 年 3 月缅甸对中国出口白糖 200 万吨，在大力通缉后，缅甸商务部表示自 2017 年 9 月之后缅甸方面将暂停通过转口贸易向中国出售白糖。在国家大力打击走私背景下，虽然走私不能完全避免，但走私量对国内食糖秩序的干扰预计减弱。

政策收储方面，为平抑白糖价格波动过快，我国政府对白糖实行收储政策，当糖价较低或较高时，则国家会通过放储和收储来调解市场上食糖的供给。2018 年末，我国白糖期末库存预计 546.1 万吨，同比减少 100 万吨，考虑走私后国储糖库存预计 600 余万吨，库存压力较大。市场普遍担忧 6 月份之后国储糖拍卖问题，但考虑到国储糖拍卖一般是在糖价较高时期，且国储糖 6000 元/吨左右得成本高于目前白糖现货 5300 元/吨的价格，因此我们认为国储糖并不具备快速抛储的条件。

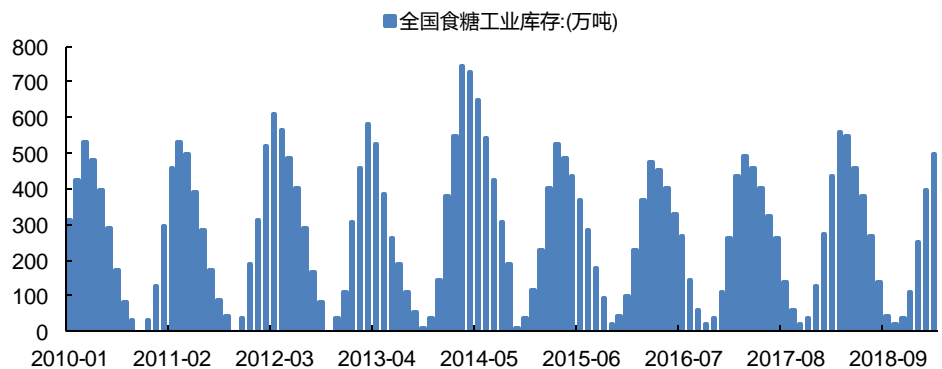
图 4：我国国储糖库存水平



资料来源：中国糖业协会、广西糖网、财富证券

从历史白糖工业库存及价格走势来看，一般榨季结束之后的 3-5 月份是库存高峰，供给充足叠加消费淡季，糖价走势较为弱势。5 月份之后随着消费旺季来临，库存有望逐步化解，糖价也有望在迎来实质性上涨。

图 5：我国白糖工业库存



资料来源：wind、财富证券

1.3 我国糖产量呈现“三年增、三年减”的周期性规律

复盘历史糖价走势及白糖供给数据发现，我国食糖价格呈现 5-6 年一个周期的波动规律，其中上涨、下跌周期持续时间均为 2-3 年左右，造成这种现象的根本原因是糖料作物的生长周期以及“蛛网模型”理论所解释的产能超调。

根据中国糖业协会统计,2017/2018 制糖期,我国甘蔗糖、甜菜糖占比分别为 88.85%、11.15%，因此甘蔗产量决定了食糖价格走势。国内甘蔗种植多为宿根蔗，一年种植、收获三年（广西主产区甘蔗春播时间一般为 1-3 月，11 月至次年 4 月收榨，可连续收割三年），造成甘蔗种植面积的每次增加都会影响后续三年的产糖量，即呈现出“三年增、三年减”的周期性规律，其本质仍旧是“蛛网模型”理论所解释的产能超调引起的。糖和糖料的产量会受到上年食糖价格的影响，当上年食糖价格上升或是高企时，在高糖价的刺

激下，蔗农会增加种植面积和资金投入，导致当年食糖产量大幅增加；与之相反，在上一年食糖价格下降或处于低谷时，蔗农会减少投入甚至改种其他农作物，导致当年食糖产量下降并带来食糖价格的回升。

图 6：我国糖价呈现 5-6 年一个完整周期的变化规律

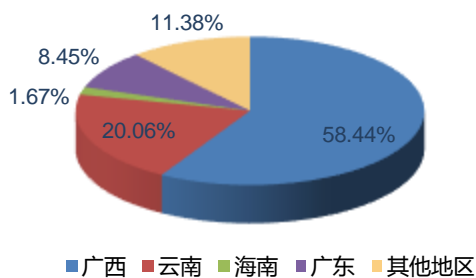


资料来源: wind、财富证券

1.4 国内 18/19 榨季属增产周期第三年，19/20 年榨季有望进入减产周期

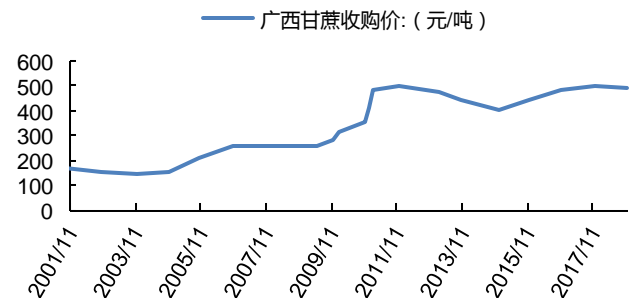
我国蔗糖的四大主产区包括广西、云南、广东、海南，2017/2018 年榨季广西产糖量 602.5 万吨，占全国总产量比重为 58.4%，是我国甘蔗第一大主产区。目前广西甘蔗收购价仍由政府主导，实施糖料收购价格与食糖销售价格挂钩联动、糖料蔗价款二次结算管理方式，广西甘蔗收购价一般在每个榨季 11 月份核定一次，其他产区甘蔗收购价基本参考广西甘蔗收购价确定。2018/2019 榨季，广西甘蔗收购价为 490 元/吨，较上一榨季降低 10 元/吨。按照目前收购价计算，广西白糖平均含税成本在 5700-5800 元/吨左右，而糖厂现货报价仅在 5300 元/吨水平，售价与成本价倒挂背景下，制糖企业亏损现象较为严重。

图 7：我国甘蔗主产区



资料来源: wind、财富证券

图 8：我国历年甘蔗收购价



资料来源: wind、财富证券

根据国内食糖产量“三年增、三年减”的周期性规律，目前 2018/2019 榨季(2018 年 10 月至 2019 年 9 月)是国内糖产量增产的第三年。农业农村部 4 月数据显示，2018/2019 年度，我国糖料种植面积为 147.7 万公顷，相比上一榨季 137.6 万公顷增加 7.34%。其中，甘蔗种植面积为 124.3 万公顷，增加 3.5%；甜菜种植面积为 23.4 万公顷，增加 33.7%。从产量来看，预计 2018/2019 榨季食糖产量 1068 万吨，相比上一榨季增加 36 万吨，其中甘蔗糖因单产下降总产量预计 928 万吨，略增加 12 万吨；甜菜糖产量 140 万吨，增加 24 万吨。产量的持续增加导致现货价格低迷，制糖企业面临成本端大幅上升而终端产品价格持续下降的双重压力，亏损不断扩大，支付能力下降。在此背景下，不管是政府下调甘蔗收购价还是开放市场化收购，其他替代作物的经济效应凸显均有望促使蔗农改种意愿提升，导致下一榨季甘蔗种植面积下降，使得 2019/2020 榨季白糖重新进入减产周期。预计 19/20 榨季国内白糖产量同比下降约 1.70%至 1050 万吨水平，由此我国食糖供给将由过剩转向平衡偏紧状态。

表 1：我国食糖供需平衡

单位：千公顷	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19E
糖料播种面积（千公顷）	1844	1579	1423	1396	1376	1477
甘蔗	1704	1457	1295	1225	1201	1243
甜菜	140	122	128	171	175	234
单位：吨/公顷						
糖料单产	57.4	54.6	57.08	58.5	60.98	57.75
甘蔗	69.99	61.8	60.3	61.8	66.75	63
甜菜	44.8	47.4	53.85	55.2	55.2	52.5
单位：万吨						
食糖产量	1330	1056	870	929	1031	1068
甘蔗糖	1257	982	785	824	916	928
甜菜糖	74.6	74	85	105	115	143
食糖进口量	402	481	373	229	243	290
食糖消费量	1390	1510	1520	1490	1510	1520
食糖出口量	5	6	15	12	18	15
结余变化	337	21	-292	-344	-254	-177

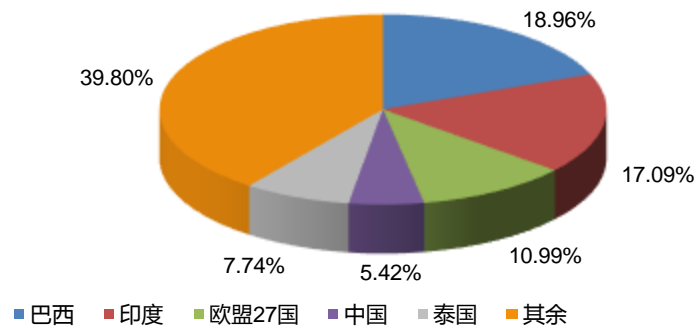
资料来源：农业农村部、财富证券

2 国际糖价底部，主产国减产有望带动国际糖价进入上涨周期

2.1 全球糖市供需格局

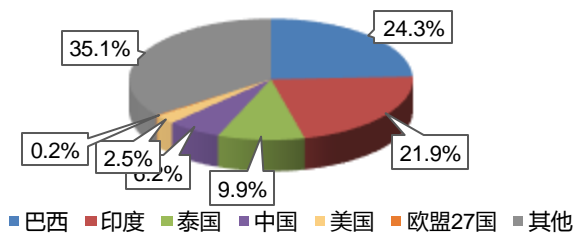
2017/2018 榨季世界的前五大产糖国分别为巴西、印度、欧盟、泰国、中国，产量占比分别为 19.0%、17.1%、11.0%、7.7%和 5.4%，五大产糖国产区较为集中，CR5 占比达到 60.2%。其中，甘蔗糖的四大生产国包括巴西（24.3%）、印度（21.9%）、泰国（9.9%）、中国南部（6.2%）；而甜菜糖的重要产区包括欧盟 27 国（27.1%）、俄罗斯（6.6%）、美国（6.3%）、中国北部（2.0%）。2018/19 榨季巴西糖产量预计减产至 2650 万吨，印度糖产量预计为 3200 万吨，印度预计超越巴西成为全球第一大产糖国。

图 9：全球主要产糖国产量占比



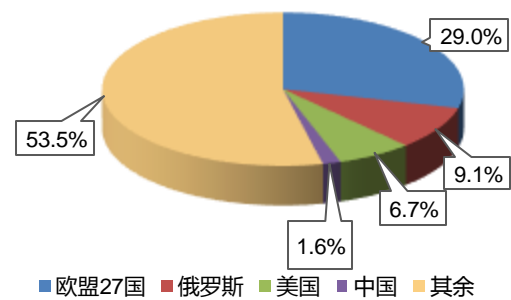
资料来源：USDA、ISO、UNICA、财富证券

图 10：全球甘蔗主产国产量占比



资料来源：USDA、ISO、UNICA、财富证券

图 11：全球甜菜主产国产量占比

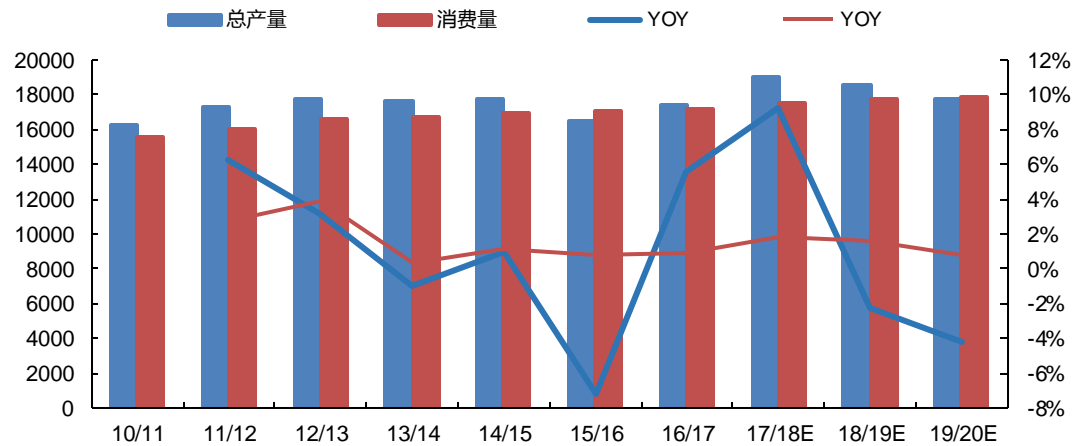


资料来源：USDA、ISO、UNICA、财富证券

从全球食糖供需格局来看，18/19 榨季全球食糖供过于求，但供给过剩形势有所缓解。根据 USDA 预计，18/19 榨季全球食糖产量由 17/18 榨季的 1.95 亿吨下降至 1.86 亿吨，消费量预计 1.76 亿吨，同比略增长 271 万吨，市场仍旧供给过剩，预计 18/19 榨季全球供给过剩 822 万吨，库存结余进一步增加；ISO 最新预计 18/19 榨季全球食糖供应过剩 64.1 万吨，低于上月预计的 217 万吨，另有研究机构 Kingsman 预计过剩 320 万吨。市场对于 18/19 榨季全球食糖供给过剩格局的预期基本一致，但相比上一榨季供给过剩量有所下降。

同时，ISO 预计，到 19/20 榨季，全球将出现 100—200 万吨的供应缺口(产量低于消费量)，2019 年预计将是糖市从供给过剩向供给缺口转变的关键时期。

图 12：全球食糖供给、消费量（单位：万吨）

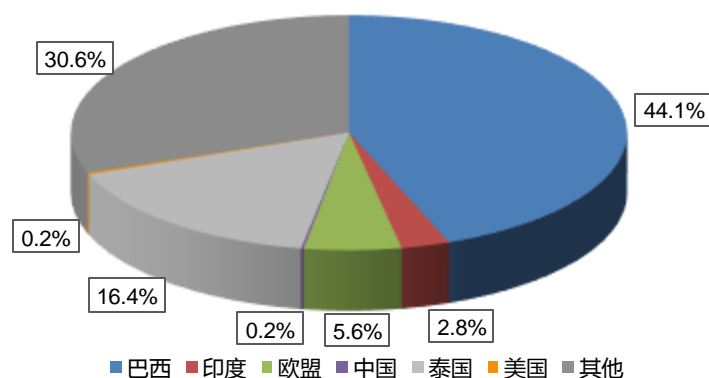


资料来源：USDA、财富证券

2.2 巴西：18/19 榨季供给缺口 700-800 万吨，19/20 榨季增幅有限

17/18 榨季之前巴西一直是全球第一大产糖国及出口国，2017/2018 榨季巴西产糖量 3606 万吨，占全球产糖量比重为 18.5%，出口量 2820 万吨，占全球出口比重高达 44%，因此巴西食糖供给是影响国际糖价走势的重要因素。巴西甘蔗产区较为集中，中南部地区产糖量占到巴西全国的 90% 左右，其中圣保罗地区产量占比约为 60%。巴西也是全球唯一的一年两次收获甘蔗的国家，其中中南部地区榨季为每年的 5 月-11 月，东北部地区榨季集中在 9 月-次年的 3 月。

图 13：全球甘蔗产区出口量占比：（17/18 榨季）



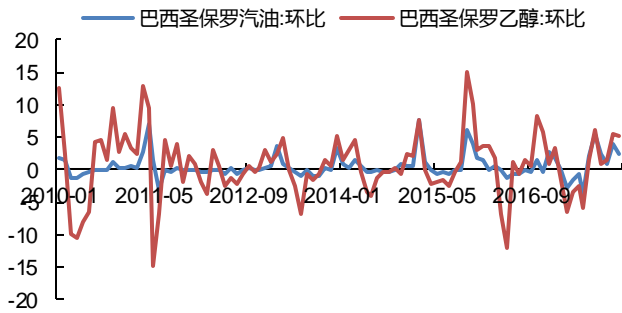
资料来源：USDA、财富证券

2.2.1 原油价格影响甘蔗使用结构

巴西甘蔗主要用于蔗糖和乙醇生产，制糖/制醇比会依据油价进行调节，在国际油价上涨时巴西甘蔗制醇比会提升，导致甘蔗制糖量下降，反之下降。巴西政府自 1999 年放

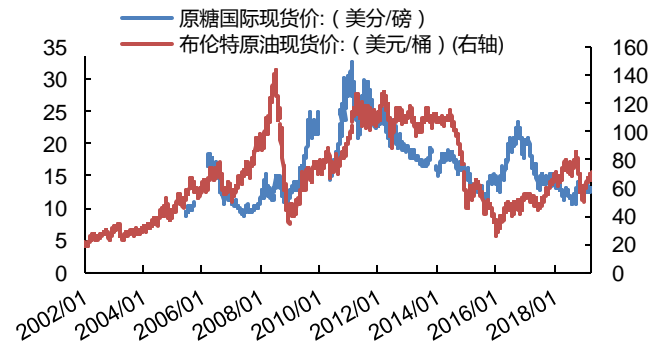
开了对燃料乙醇零售价的管制，但汽油仍有价格管制，因此汽油价格弹性小于乙醇。2002年以来巴西燃料乙醇价格基本自由化，国内市场上乙醇的价格一般是汽油价格的70%左右。通过复盘2002年以来白糖价格与原油价格发现，两者具有一定的正向联动性，仅在18年出现小幅偏离，主要因全球原糖库存阶段性偏高而原油价格因减产、中东地缘政治局势紧张而大幅上涨。

图 14: 巴西圣保罗地区汽油、乙醇价格环比变动



资料来源: wind、财富证券

图 15: 白糖与原油价格呈正向联动性



资料来源: USDA、EIA、财富证券

根据巴西甘蔗行业协会(Unica)4月9日发布报告显示,2018/2019榨季中南部地区制糖甘蔗比重由17/18榨季的46.46%下降至35.20%,创历史新低,主要因2018年下半年以来原油价格上涨而国际糖价低迷,导致糖厂制醇积极性提升。

2.2.2 18/19 榨季减产, 出口量下降有望减轻国际食糖供给压力

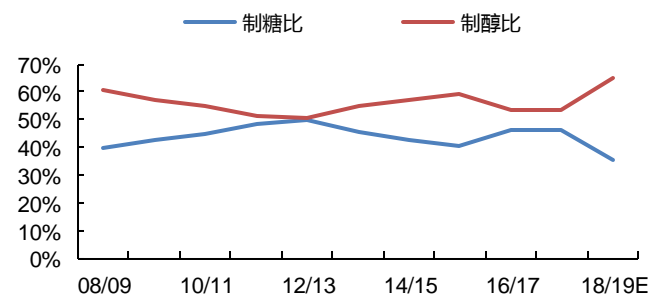
产销量方面,2018/2019全年榨季中南部主产区甘蔗和蔗糖的产量明显下滑已成定局,甘蔗产量预计由上一榨季的5.96亿吨下滑至5.73亿吨,蔗糖产量预计由3605.95万吨大幅下滑至2650万吨附近,下滑幅度超过25%;消费量稳定在1067万吨水平,出口量由17/18榨季的2620万吨下降至1960万吨,出口量的下滑将进一步降低国际食糖供给水平。

图 16: 国际油价走势



资料来源: wind、财富证券

图 17: 巴西制糖比创近十年新低



资料来源: UNICA、财富证券

表 2：18/19 榨季巴西中南部地区甘蔗产量

	South-Central region			S ão Paulo			Others states		
	17/18	18/19	var (%)	17/18	18/19	var (%)	17/18	18/19	var (%)
Sugarcane ¹	596,330	573,072	-3.90%	357,142	333,294	-6.68%	239,187	239,778	0.25%
Sugar ¹	36,060	26,500	-26.51%	24,591	18,164	-26.14%	11,468	8,336	-27.31%
Anhydrous ethanol ²	10,419	9,141	-12.27%	5,963	5,202	-12.77%	4,456	3,939	-11.60%
Hydrous ethanol ²	15,670	21,808	39.17%	7,260	10,740	47.95%	8,411	11,068	31.59%
Total ethanol ²	26,089	30,949	18.63%	13,223	15,942	20.57%	12,867	15,007	16.63%
TRS ¹	81,454	79,010	-3.00%	48,407	46,164	-4.64%	33,047	32,846	-0.61%
TRS/ ton of sugarcane ³	136.59	137.87	0.94%	135.54	138.51	2.19%	138.16	136.99	-0.85%
Share% sugar ethanol	46.46%	35.20%		53.32%	41.29%		36.42%	26.64%	
	53.54%	64.80%		46.68%	58.71%		63.58%	73.36%	
Liters of ethanol/ ton of sugarcane	42.88	52.62	22.74%	37.02	47.83	29.19%	51.61	59.29	14.87%
Kg of sugar/ ton of sugarcane	60.47	46.24	-23.53%	68.86	54.5	-20.85%	47.95	34.77	-27.49%

资料来源：UNICA、财富证券

2.2.3 2019/2020 榨季展望：增产幅度有限

巴西糖产业在国际贸易市场具备重要地位，因此相关汇率变化会对糖价格产生重要影响，国际市场上原糖以美元计价，当巴西货币雷亚尔贬值时，会刺激巴西食糖出口，进而增加国际食糖供给，造成国际糖价下跌，反之亦然。根据巴西 PECEGE 调查数据，18/19 榨季巴西中南部地区以雷亚尔计价的种植成本增加约 6.9%，但种植成本的增加并未导致蔗农大量改种其他作物。预计 19/20 榨季甘蔗种植面积仅有小幅下滑，但因甘蔗单产增加，或使得甘蔗压榨量同比持平。而从制糖/制醇比来看，国际油价上涨空间或有限，KSM 预计 19-20 榨季的制糖比将上调至 37.5%（因乙醇价格下跌），不过由于糖价较乙醇价格的优势较小，且在巴西政府鼓励乙醇生产及出口形势下，预计 2019/2020 榨季巴西产糖量增长幅度有限。

图 18：原糖价格走势



资料来源：wind、财富证券

图 19：美元兑巴西雷亚尔

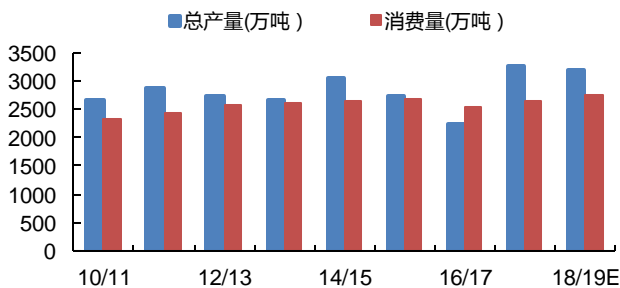


资料来源：wind、财富证券

2.3 印度：2018/2019 榨季减产，19/20 榨季有望持续下降

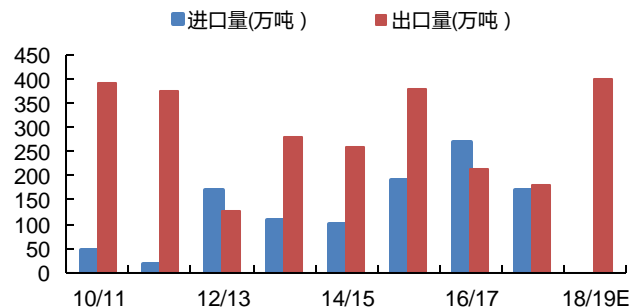
印度是全球食糖消费第一大国，2017/2018 榨季印度食糖产量预计 3250 万吨，消费量 2650 万吨，国内消费量占产量比重为 81.5%，出口量会依据本国食糖产量及消费量而变化。

图 20：印度糖产量及消费量



资料来源：USDA、财富证券

图 21：印度糖进出口情况



资料来源：USDA、财富证券

印度食糖价格主要受政府调控，且印度政府为了获得蔗农的选票一般会提高甘蔗收购价。自 09/10 榨季以来，印度甘蔗收购价一路上升，并不受市场价约束，糖价下跌不能顺利传导至种植端。只有在极端天气影响下，甘蔗种植面积才会下滑，这也导致国际原糖下降周期较为漫长，同时印度糖产量成为国际糖价走势的不确定因素。

根据最新的 ISO 数据预测，由于印度主产区恶劣天气影响，2018/19 榨季印度糖产量预计 3200 万吨，略低于上一榨季的 3250 万吨。同时预计，19/20 榨季预计产量有望进一步缩减至 3000 万吨。主要原因有三：一是干旱天气影响甘蔗种植面积。气象预报机构 Skymet 预测，2019 年印度将遭遇比往年更干燥的季风天气，或将导致农作物枯萎，种植面积减少，其中甘蔗主产区马邦因长期干旱，预计甘蔗种植面积可能较去年同期减少 25%-30%；二是印度政府为了缓解国内原糖库存过高以及原油进口依赖度高的情况，鼓励生产乙醇汽油、提高生物燃料产能。2018 年印度新生物燃料政策提到，2030 年前实现

在汽油中的乙醇掺混比达到 20% 的目标。印度政府的第一阶段目标在 2022 年前实现 10% 的乙醇掺混比。2019 年 23.7 亿公升乙醇总供应中，约有 1/4 是由蔗汁作为原料生产，预计替代了约 50 万吨糖生产。

三是国内糖价长期低迷或导致蔗农种植意愿下降。印度与我国一样实施甘蔗最低收购价政策，但近年印度国内糖产量过剩，18/19 榨季期末库存或增加至 1297 万吨，库存屡创新高，国内食糖价格低迷而甘蔗的收购价却不断提高，许多糖厂遭遇利润下滑严重，拖欠蔗农蔗款现象严重，预计下一榨季印度蔗农种植意愿或将下降。

表 3：印度食糖供需平衡表：(单位：万吨)

	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19E (前期 预估)	18/19E (最新 预估)	19/20E
总产量	2660.5	3046	2738.5	2220	3250	3587	3200	3000
YOY		14.49%	-10.10%	-18.93%	46.40%	10.37%	-1.54%	-6.25%
进口量	107.8	100	190.2	270.1	170	0	0	0
出口量	280.6	258	380	212.5	180	400	400	400
消费量	2602.3	2650	2680	2550	2650	2750	2750	2750
期末库存	822.7	1060.7	929.4	657	1247	1684	1297	1147
库存消耗比	31.61%	40.03%	34.68%	25.76%	47.06%	61.24%	47.16%	41.71%

资料来源：USDA、ISO、财富证券

2.4 欧盟：18/19 榨季减产 140 万吨，19/20 榨季将进一步减产

欧盟各国主要生产甜菜糖，自 2017 年取消食糖生产配额制后，因遭遇国际食糖价格持续低迷，2018/2019 欧盟各国食糖产量有所减产。USDA 预计，2018/2019 榨季欧盟 27 国食糖产量预计减少 140 万吨至 1950 万吨左右，同比下降 6.6%，主要因干旱天气原因导致单产下降，其中出口预计减少 60 万吨至 300 吨水平，净出口 150 万吨，18/19 榨季库存进一步收紧。目前西欧甜菜种植季开启，由于原糖价格跌幅较大，下一榨季甜菜种植面积有望进一步下滑，虽然欧盟并不是影响国际糖价的主要因素，但减产缺口仍有望进一步缓解全球过剩的形势。

表 4：欧盟 27 国市场供需平衡表：(单位：万吨)

	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19
总产量	1602	1844.9	1428.3	1831.4	2089.6	1952.5
YOY		15.16%	-22.58%	28.22%	14.10%	-6.56%
进口量	326.2	291.8	305.5	294.2	150	150
出口量	155.2	158.2	154.8	150.9	360	300
消费量	1850	1870	1870	1875	1880	1880
期末库存	306.6	415.1	124.1	223.8	223.4	145.9
库存消耗比	16.57%	22.20%	6.64%	11.94%	11.88%	7.76%

资料来源：Wind、USDA、财富证券

2.5 泰国：18/19 榨季减产 40 万吨，19/20 榨季干旱天气或致产量进一步下降

泰国是全球第四大食糖生产国和第二大出口国，2017/2018 榨季泰国食糖产量预计 1471 万吨，其中出口量 1150 万吨，占总产量比重为 71.4%，国内消费量稳定在 250-270 万吨水平，因此国际糖价是影响泰国蔗农种植意愿的重要因素。2017/2018 榨季因国际糖价持续低迷，泰国蔗农部分转种植木薯等其他作物，导致 2018/2019 榨季泰国产量下降。据泰国机构预计，18/19 榨季泰国将于 4 月中旬收榨，预计甘蔗压榨量由上一榨季的 1.35 亿吨降至 1.3 亿吨，食糖产量预计降至 1430 万吨左右，减产 40 万吨，减产幅度低于 USDA3 月报预计的 90 万吨。同时，由于泰国干旱天气将导致甘蔗单产、榨糖率下降，预计 19/20 榨季泰国甘蔗产量仍有进一步下滑可能。

出口量方面，2018/2019 榨季泰国食糖出口量预计 1150 万吨，占食糖产量比重为 80.4%，出口创历史新高；库存小幅增加至 741.8 万吨。

表 5：泰国食糖供需平衡表：(单位：万吨)

	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18	18/19E	19/20E
总产量	1133.3	1079.3	974.3	1003.3	1471	1430	1400
YOY		-4.76%	-9.73%	2.98%	46.62%	-2.79%	-2.10%
进口量	0	0	0	0	0	0	0
出口量	720	825.2	705.5	701.6	1050	1150	1150
消费量	249.5	253.2	267	268	263	258	258
期末库存	525.4	526.3	528.1	561.8	719.8	741.8	733.8
库存消耗比	210.58%	207.86%	197.79%	209.63%	273.69%	287.52%	284.42%

资料来源：UNICA、财富证券

从全球食糖供给格局来看，18/19 榨季全球食糖依旧供过于求，但供给过剩形势有所缓解，预计 18/19 榨季全球食糖产量下降至 1.86 亿吨，同比下降 2.3%，供需差预计 822 万吨。到 2019/2020 榨季，全球预计将出现 100 万吨的供应缺口(产量低于消费量)，2019 年将是糖市从供给过剩向供给缺口转变的关键时期。

分主产国来看，巴西 18/19 榨季产量预计同比下滑 26.51%至 2650 万吨，19/20 榨季产量增幅有限；印度 18/19 榨季产量同比略下降 1.54%至 3200 万吨，同时天气原因预计导致印度主产区种植面积下滑，19/20 榨季产量有望进一步缩减；欧盟 27 国 18/19 榨季产量预计下滑 6.6%至 1953 万吨，由于原糖价格跌幅较大，19/20 榨季甜菜种植面积及产糖量有望进一步下滑；泰国 18/19 榨季产量同比下滑 2.8%至 1430 万吨，19/20 榨季因干旱天气影响，泰国甘蔗产量仍有进一步下滑可能；中国 2018/2019 榨季预计产糖量 1068 万吨，同比增长 3.6%，处于增产周期的第三年，预计 19/20 榨季产量下滑至 1050 万吨。

表 6：全球糖供需平衡表：(单位：万吨)

	10/11	11/12	12/13	13/14	14/15	15/16	16/17	17/18E	18/19E	19/20E
总产量	16222	17235	17783	17597	17758	16487	17403	19015	18588	17800
YOY		6.24%	3.18%	-1.05%	0.92%	-7.16%	5.56%	9.26%	-2.25%	-4.24%
巴西	3835	3615	3860	3780	3595	3465	3915	3606	2650	2750
YOY		-5.74%	6.78%	-2.07%	-4.89%	-3.62%	12.99%	-7.89%	-26.51%	3.77%
印度	2657	2862	2734	2661	3046	2739	2220	3250	3200	3000

YOY	7.70%	-4.48%	-2.68%	14.49%	-10.10%	-18.93%	46.40%	-1.54%	-6.25%	
欧盟	1594	1832	1666	1602	1845	1428	1831	2090	1953	1800
YOY	14.94%	-9.09%	-3.81%	15.16%	-22.58%	28.22%	14.10%	-6.56%	-7.81%	
泰国	966	1024	1002	1133	1079	974	1003	1471	1430	1400
YOY	5.92%	-2.06%	13.06%	-4.76%	-9.73%	2.98%	46.62%	-2.79%	-2.10%	
中国	1045	1152	1307	1332	1056	870	929	1031	1068	1050
YOY	10.24%	13.45%	1.91%	-20.72%	-17.61%	6.78%	10.98%	3.59%	-1.69%	
其他国家	6125	6750	7215	7089	7137	7011	7504	7567	8288	7800
YOY	10.22%	6.88%	-1.74%	0.67%	-1.77%	7.04%	0.84%	9.52%	-5.88%	
进口量	4912	4856	5144	5145	5025	5467	5452	5355	5098	5200
出口量	5394	5500	5574	5793	5501	5396	5863	6388	5788	5800
消费量	15594	16022	16644	16696	16886	17026	17178	17495	17766	17900
YOY	2.74%	3.88%	0.31%	1.14%	0.82%	0.90%	1.84%	1.55%	0.75%	
产需差	628	1213	1140	901	872	-539	225	1520	822	-100
期末库存	2949	3519	4229	4482	4877	4410	4223	4711	4842	4142
库存消耗比	18.91%	21.96%	25.41%	26.84%	28.88%	25.90%	24.59%	26.92%	27.25%	23.14%

资料来源：USNA、UNICA、财富证券

目前国际原糖价格处于近 10 年来低位，但由于库存仍处于较高水平，预计仍需时间消化，随着 19/20 榨季各大主产国相继减产，预计 2019 年下半年糖价有望筑底回升。

图 22：国际原糖现货价



资料来源：wind、财富证券

3 厄尔尼诺或助力 19/20 榨季糖价牛市

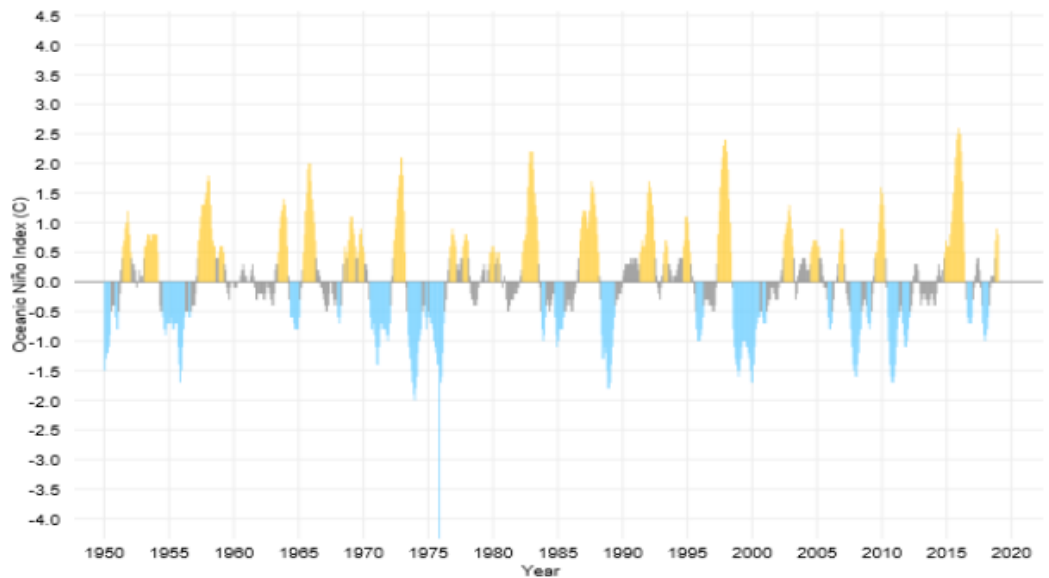
3.1 厄尔尼诺是影响主产国糖产量的主要气候因素

目前全球食糖供给格局基本稳定，因各个主产国产区较为集中，因此天气成为影响各国产量的重要因素，2000 年以来的糖市牛熊周期中天气因素均扮演重要角色，而厄尔尼诺目前是影响白糖产量的主要气候因素。

厄尔尼诺是指赤道中、东太平洋海表大范围持续异常偏暖的现象，其评判标准在国

际上还存有一定差别。一般将 NINO 3 区海温距平指数连续 6 个月达到 0.5℃ 以上定义为一次厄尔尼诺事件，平均来看，厄尔尼诺每隔 3-5 年会发生一次（厄尔尼诺现象在以下年份出现：1986~1987、1991~1994、1997~1998、2002~2003、2004~2005、2006~2007、2009~2010、2014~2016），一般持续时间在 12 个月左右，且通常都会跨越两个年份。厄尔尼诺最确定性的影响是导致全球降水量比正常年份明显增多，具体来讲会导致太平洋中东部及南美太平洋沿岸国家洪涝灾害频繁，同时印度、印度尼西亚、澳大利亚一带则严重干旱，世界多种农作物将受影响。

图 23：1950 年以来的厄尔尼诺指数变化



资料来源：NOAA、财富证券

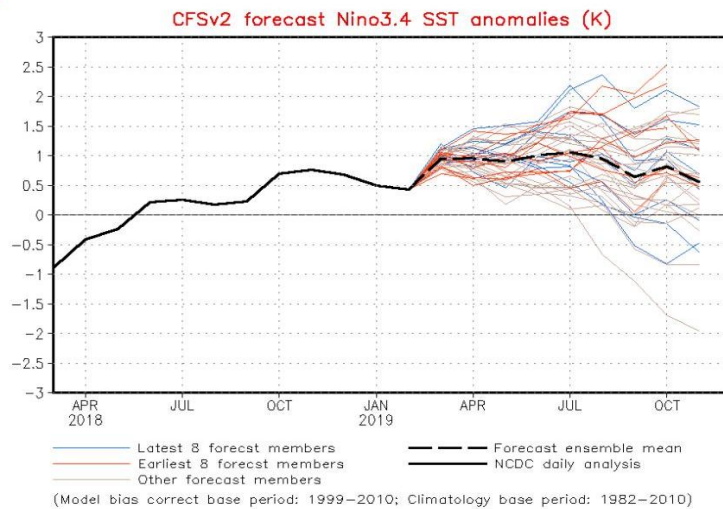
复盘 2010 年以来的国际原糖价格走势发现，糖价的大幅上涨离不开厄尔尼诺的助推。以近两次厄尔尼诺为例：1) 2009.07-2010.04 发生了一次中等厄尔尼诺事件，主产国巴西中南部甘蔗产区降水偏多，不仅导致出糖率下降，同时打乱了甘蔗的生长周期，致使 2011/12 榨季巴西甘蔗产量下滑 220 万吨左右；主产国印度因降水偏少，甘蔗单产下滑，09/10 榨季白糖产量下滑幅度高达 44%。此次厄尔尼诺造成 2010、2011 年全球食糖供给缺口扩大，国际原糖价格由 09 年 11.5 美分/磅左右上涨至 2011 年的 32.5 美分/磅，涨幅 183%；2) 14-16 年期间全球遭遇百年来最大的厄尔尼诺，15/16 榨季巴西甘蔗产量下降 130 万吨，印度因干旱气候导致 15/16 榨季甘蔗产量下降 307 万吨，两大主产区减产造成 15/16 榨季全球食糖供给短缺 350 万吨，创下 2010 年来蔗糖产量首次供不应求。在此期间，国际糖价由 15 年 9 月的 11.3 美分/磅上涨至 16 年 10 月份 23.3 美分/磅，涨幅 97%。

3.2 2019 年厄尔尼诺发生概率加大

国际上，一般将 NINO 3 区海温距平指数连续 6 个月达到 0.5℃ 以上定义为一次厄尔尼诺事件，美国将 NINO 3.4 区海温距平的 3 个月滑动平均值达到 0.5℃ 以上定义为一次厄尔尼诺事件。

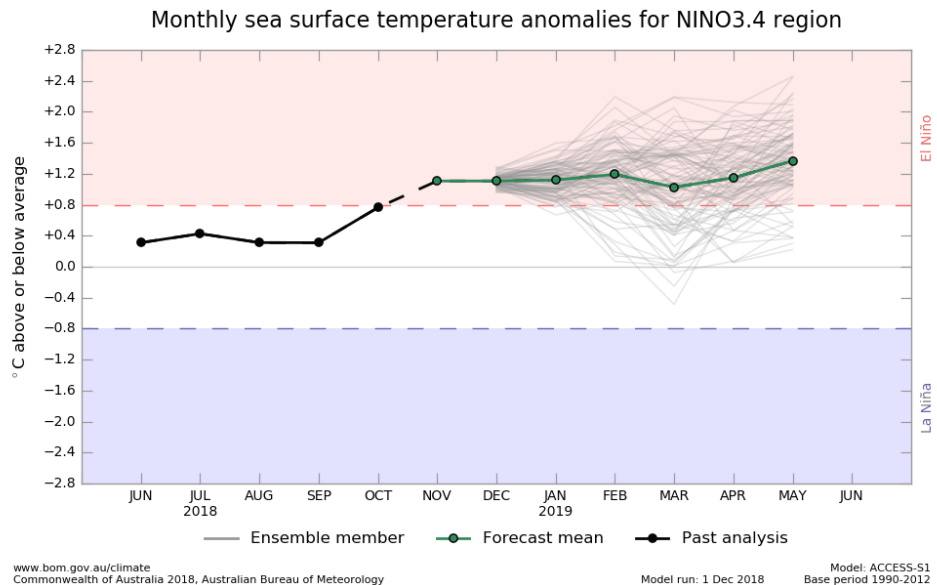
从各个机构最新发布的气象数据显示，2019年是“厄尔尼诺年”的概率较大。其中美国海洋大气管理局（NOAA）宣布厄尔尼诺现象的可能性提升至90%，并更新预测持续到夏季；日本气象厅公布的持续夏季的概率80%；澳大利亚气象局预测18-19冬季发生厄尔尼诺的概率为70%，美国气象中心则预测为70-75%，国家气候中心在2月26日宣布，一次厄尔尼诺事件已正式形成，并在最新的监测报告中预计2019年春季赤道中东太平洋暖海温继续发展，此次厄尔尼诺事件将至少持续到春末夏初。如果按照找国家气候中心的预测发展到中等强，那么气候多变产生的自然灾害将对各个甘蔗主产国带来负面影响（从目前各国预测的19/20榨季甘蔗产量数据便可见端倪），厄尔尼诺发生概率加大带来的全球食糖供求格局扭转或有望助力白糖的上涨行情。

图 24：美国气象局对 Nino3.4 区海温指数预测



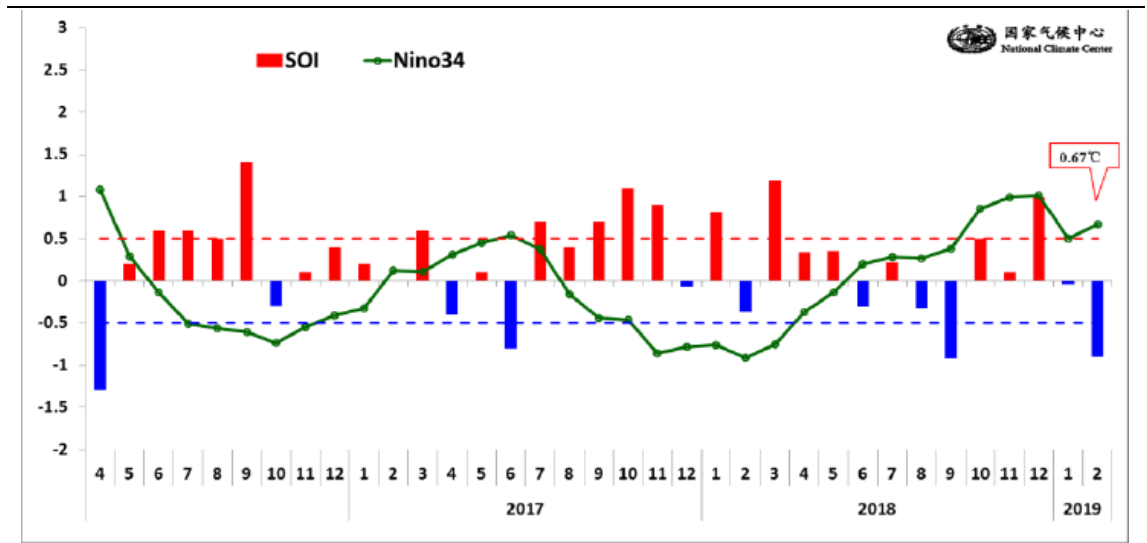
资料来源：NOAA、财富证券

图 25：澳大利亚气象局对 Nino3.4 区海温指数预测



资料来源：澳大利亚气象局、财富证券

图 26：国家气候中心监测 Nino3.4 数据



资料来源：国家气候中心、财富证券

4 投资建议

全球市场来看，18/19 榨季全球食糖供给依旧过剩，库存处于较高水平，因此仍需时间消化。随着 2019 年厄尔尼诺发生概率加大，各个主产国相继减产，预计 2019/2020 榨季全球食糖预计出现 100 万吨的供应缺口(产量低于消费量)，2019 年将是国际糖市从供给过剩向供给缺口转变的关键时期，国际原糖价格亦将在经历长期低迷后迎来上涨行情。

国内方面,2018/2019 榨季(2018 年 10 月至 2019 年 9 月)是国内糖产量增产的第三年，产量的持续增加导致现货价格低迷，制糖企业亏损不断扩大，预计 19/20 榨季甘蔗种植面积有望下降，蔗糖重新进入减产周期，由此带动我国食糖供给由过剩转向平衡偏紧状态，国内糖价有望拉开实质性上涨序幕。建议关注国内食糖生产及贸易企业中粮糖业，以及 *ST 南糖、粤桂股份。

5 风险提示

糖价大幅波动：制糖行业作为资源加工型行业，食糖生产很容易发生周期性的供求失衡。若主产国蔗糖产量大幅上涨或下跌，则会造成国际糖价大幅波动，进而影响国内市场糖价，导致制糖企业经营业绩不稳定。

进口糖大幅变动：我国食糖进口依存度偏高，若后期进口糖大幅变动，则会造成国内食糖供给波动，进而影响国内糖价走势。

自然灾害：糖料作物产量受天气影响明显，若发生较大的自然灾害等恶劣天气，势将影响糖料作物产量及糖价，进而影响企业经营业绩。

政策变化：白糖属于国家产业，受政策调控明显，若国家出台支持性产业政策或大幅抛储，则会造成糖价持续低迷，进而影响企业经营效益。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指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。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。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438