

农林牧渔行业

行业研究/深度报告

糖价有望进入上行周期，核心企业明显受益

深度研究报告/农林牧渔行业

2019年7月10日

报告摘要：

● 价格端：白糖价格周期性波动规律明显，预计2019年糖价将进入上涨周期

现货价格上，2019年1月糖价下行至5229元/吨的阶段低点；时间上，2014年9月以来糖周期进入第五年，2018/19榨季为国内白糖增产周期的第三年，本制糖期产量仍有小幅提高，甜菜糖及蔗糖均价同比均下降，19/20榨季将大概率进入甘蔗减产周期，从而有望带动糖价上行。

● 供给端：未来三年，白糖产量将逐步进入下行通道

2018/2019榨季为国内白糖增产周期的第三年，预计2019/20榨季将进入减产周期。近年来，我国糖料播种面积，尤其是甘蔗播种面积呈下降趋势，预计这种趋势会持续到2019/20榨季，在一定程度上制约产量提升，强化减产逻辑。2017年以来，我国对配额外食糖进口征收高额关税，税率实施后，食糖进口金额明显下降，预计这一趋势将会持续到2020年。

● 需求与库存：长期看白糖需求量略有提升，白糖库存量减少将带动价格上涨

随着中国经济持续发展，人均白糖消费水平逐年提高。目前，中国已经跃居为全球第三大白糖消费国，并且白糖消费量增长仍有潜力。结合国产白糖需求上升以及抛储行为，预计在2019年我国白糖库存量将进一步减少至541万吨。

● 国际糖价趋势：主要出口国减产趋势明显，利多糖价

目前国际食糖现货价处于低位，2019/20榨季预计国际白糖产量将会减产，目前巴西、印度、泰国等国家已经进入减产周期，在需求稳定情况下，预计国际白糖价格将会上升。其中，巴西乙醇汽油炼制占比提升，将影响白糖出口量；印度国内消费强劲，预计出口量将会进一步降低；泰国存销比率过高，甘蔗种植有被取代趋势。此外发展中国家和地区食糖消费量提升也构成糖价长期支撑。

● 投资建议

糖价上升直接利好食糖制造企业，中粮糖业是我国最大的食糖生产企业，将直接受益于糖价提高带来的盈利能力提升，推荐【中粮糖业】。

● 风险提示

糖价上升不及预期，产糖作物产量提高超出预期，经济下滑导致食糖需求大幅下降，食糖价格波动周期出现变化，上涨周期推后等。

盈利预测与财务指标

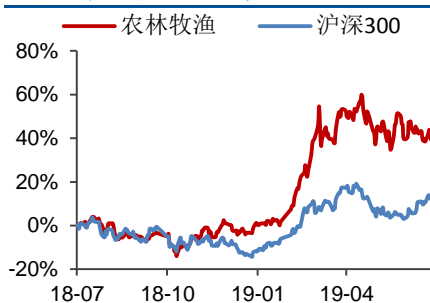
代码	重点公司	现价 7月9日	EPS			PE			评级
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	
600737	中粮糖业	9.49	0.38	0.51	0.73	25	19	13	推荐

资料来源：Wind、民生证券研究院。

推荐

维持评级

行业与沪深300走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：于杰

执业证号：S0100519010004

电话：010-85127513

邮箱：yujie@mszq.com

研究助理：熊航

执业证号：S0100118080028

电话：0755-22662056

邮箱：xionghang@mszq.com

相关研究

目录

一、白糖价格有望进入上行周期，利好核心企业	3
(一) 价格端：白糖价格周期性波动规律明显，预计 2019 年糖价将进入上涨周期.....	3
(二) 供给端：未来三年，白糖产量将逐步进入下行通道.....	4
(三) 需求端：长期看白糖需求量略有提升.....	7
(四) 库存端：白糖库存量减少将带动价格上涨.....	7
二、国际糖价趋势：主要出口国减产趋势明显，利多糖价	8
(一) 主要出口国进入减产周期，外糖价格上升利多内糖价格.....	8
(二) 全球主要产区供给量预计下降.....	9
(三) 全球需求量逐年增加，发展中国家成最大增长来源.....	11
三、投资建议	12
四、风险提示	12
插图目录	13
表格目录	13

一、白糖价格有望进入上行周期，利好核心企业

（一）价格端：白糖价格周期性波动规律明显，预计 2019 年糖价将进入上涨周期

白糖是通过糖料压榨得到，而糖料主要包括甘蔗和甜菜。当前甘蔗是生产白糖最主要的原料，其次是甜菜。从全球白糖产量来看，甘蔗产糖量占全球产糖总量的 70% 以上，远大于甜菜产糖量。白糖价格周期性波动的主要原因是白糖产量周期波动引起的短期供需失衡。甘蔗是一种具有宿根性植物，生长周期一般为三年，前期糖价往往决定下一期甘蔗种植量并影响随后三年左右的糖用甘蔗供给，而甘蔗种植量又会反作用于未来三年左右的糖价走势。因此，白糖价格的涨跌以 5~6 年为一个周期。

2019/19 制糖期数据显示，截至 2019 年 6 月底，重点制糖企业累计加工糖料 8286.46 万吨，累计产糖量 963.4 万吨，累计销售食糖 659.57 万吨，累计销糖率 68.46%（上制糖期同期 59.6%），全国共生产食糖 1076.04 万吨，同比+4.3%。；成品白糖累计平均销售价格 5145 元/吨（上制糖期同期 5878 元/吨）。其中，甜菜糖累计平均销售价格 5133 元/吨（上制糖期同期 6119 元/吨），甘蔗糖累计平均销售价格 5146 元/吨（上制糖期同期 5848 元/吨）。现货价格仍然处于周期低位。

从现货价格长期走势看，2003.7~2008.10、2008.10~2014.9 为 5~6 年的完整糖价波动周期。2019 年 1 月糖价下行至 5229 元/吨的阶段低点，从时间上看，2014 年 9 月以来糖周期进入第五年，2018/2019 榨季为国内白糖增产周期的第三年。从历史经验上看，2019/20 榨季将大概率进入甘蔗减产周期，从而带动糖价上行。

图 1：2002-2019 年白糖现货价格波动周期，19/20 榨季大概率价格上行



资料来源：Wind，民生证券研究院

从期货价格指数看，2016 年 11 月达到周期高点后，呈现单边下跌走势。2018 年该指数仍然呈现震荡下行态势，并在 9 月中旬出现阶段新低，随后白糖期货价格多次触及该低点。2019 年年初，白糖期货价格已呈现上升趋势，成交量出现大幅回升，根据期货价格

对现货价格的指引作用，预计 2019 年白糖价格将会有所回升。综合现货、期货价格及基本面情况，我们认为糖价已经进入熊市后期，糖价上行值得期待。

图 2：2006-2019 年郑糖指数 (SRF1.WI)成交量及收盘点位



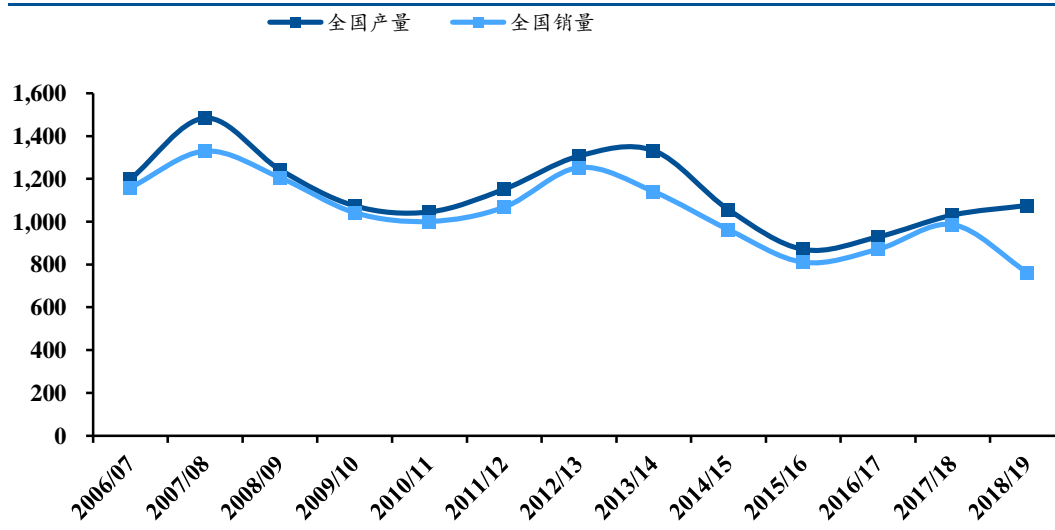
资料来源：Wind，民生证券研究院

(二) 供给端：未来三年，白糖产量将逐步进入下行通道

1. 白糖产量周期性波动规律明显，2019/20 榨季将进入减产周期

我国白糖生产特点是按季生产，全年销售。我国糖业生产以蔗糖为主，近十年来，我国蔗糖的产量占糖总产量比例的 88%-94%，甜菜糖占 6%-12%。甘蔗种植情况直接决定了未来三年左右的产量，供给变动周期约为三年，因此由供给变动导致的价格变动周期在 6 年左右，即三年上涨期，三年下跌期。2018/2019 榨季为国内白糖增产周期的第三年，预计 2019/20 榨季将进入减产周期。

图 3：2006/07-2017/18 榨季全国白糖产销量 (单位：万吨 原糖值)

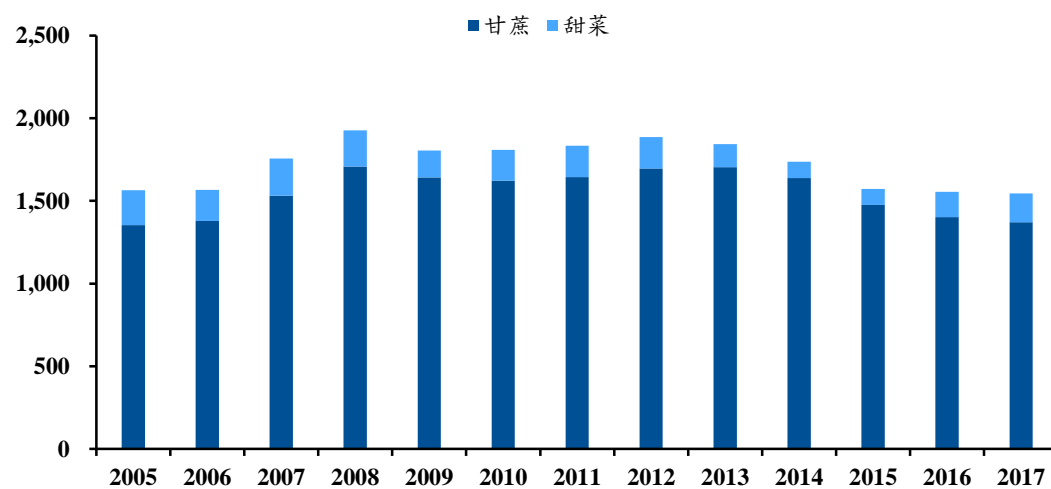


资料来源：中国糖业协会，民生证券研究院

2. 糖料播种面积下降制约产量提升

从我国白糖的生产分布来看，全国沿边境地区共有 18 个省市、自治区产糖，其中甘蔗糖产自南方，甜菜糖多种植在北方地区。从白糖产量来看，甘蔗糖占比 80% 以上，最近三年则一般在 90% 以上。全国产糖量的 95% 以上主要集中在云南省、广西壮族自治区、新疆维吾尔自治区、海南省、广东省等五个优势省区。而三大甜菜糖主产区则是新疆、黑龙江和内蒙古。近年来，我国糖料播种面积，尤其是甘蔗播种面积呈下降趋势，预计这种趋势会持续到 2019/20 榨季，在一定程度上制约产量提升，强化减产逻辑。

图 4：2005-2017 年全国糖料播种面积（单位：千公顷）

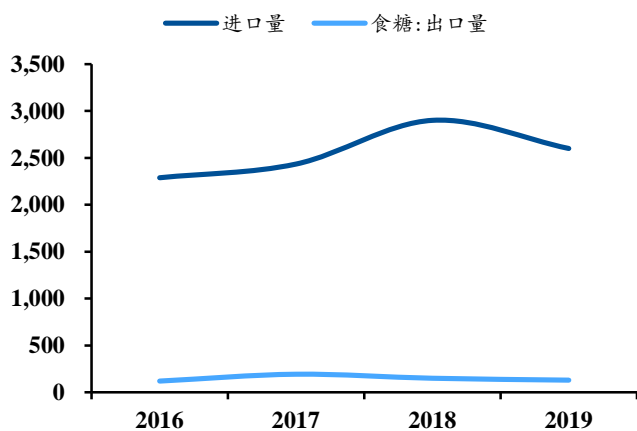


资料来源：Wind，民生证券研究院

3. 进口配额政策保护导致我国食糖进口量明显下降

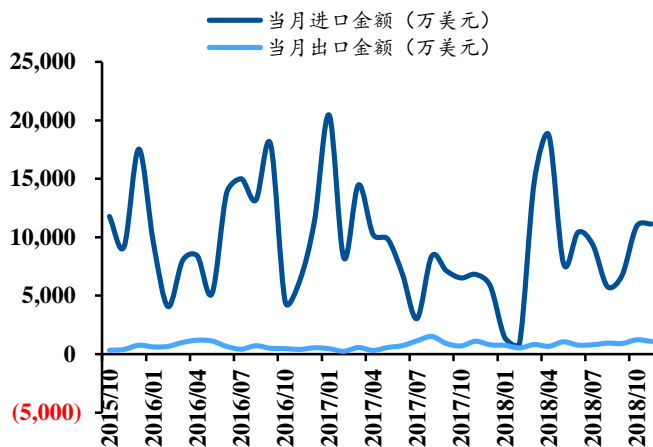
目前我国食糖成本较高，食糖现货价格更是国际比高出 20-30 美分/磅，约为国际两倍，为了保护国内食糖企业，我国制定了进口配额保护政策。我国食糖每年进口关税配额总量为 194.5 万吨，其中 70% 为国营贸易配额。配额内白糖征收 15% 的关税，配额外白糖征收 50% 的关税，国家发改委、农业部、商务部、中国糖业协会等部门和组织会对白糖价格进行宏观调控。从 2017 年 5 月 22 日，国务院关税税则委员会决定对进口食糖产品实施保障措施。这一保障措施实施后，我国食糖进口金额明显下降，预计这一趋势将会持续到 2020 年。

图 7: 19 年食糖进口量有所下滑 (千吨)



资料来源: 商务部, 民生证券研究院

图 8: 2016-2019 年我国食糖进出口金额



资料来源: Wind, 民生证券研究院

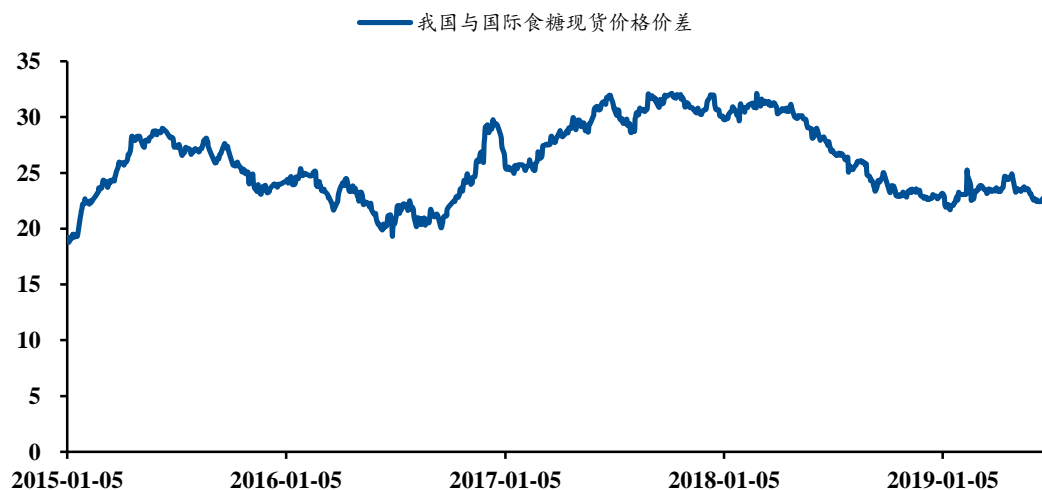
2017 年以来食糖进口配额外关税高达 45%，有效抑制了境外食糖输入。尽管 2018、2019 年配额外关税税率有所下降，但仍然维持 35% 的高位，如关税税率 2020 年不出现大幅度下调，则境外食糖仍难对国内供给产生冲击。

表 1: 进口食糖配额外关税水平

实施期限	税率
2017 年 5 月 22 日-2018 年 5 月 21 日	45%
2018 年 5 月 22 日-2019 年 5 月 21 日	40%
2019 年 5 月 22 日-2020 年 5 月 21 日	35%

资料来源: 根据公开信息整理, 民生证券研究院

图 5: 国内外食糖现货价差呈周期性波动 (单位: 美分/磅)



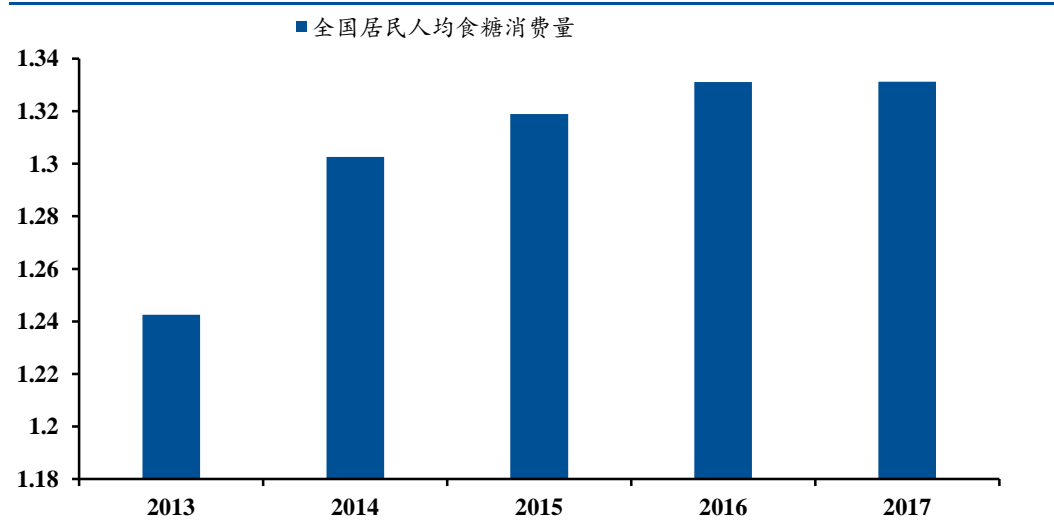
资料来源: Wind, 民生证券研究院

（三）需求端：长期看白糖需求量略有提升

1. 民用白糖消费量逐年上升

从消费结构来看，我国食糖消费仍以工业消费为主，但近年来，工业消费与民用消费呈此消彼长的特点，据中国糖业协会官网统计，2017/2018 榨季，工业消费占比为 58%，民用消费占比为 42%。工业消费包括食品加工、凝固剂、去污剂等，而白糖是这些产业重要原料。在民用消费方面，随着中国经济的持续快速发展，白糖的消费不断扩大，人均白糖消费水平逐年提高。从全球范围来看，中国白糖消费量所占的份额不断在增长。现如今，中国已经跃居为全球第三大白糖消费国，并且白糖消费量增长仍有潜力。

图 5：2013-2017 年全国居民人均食糖消费量（单位：千克）

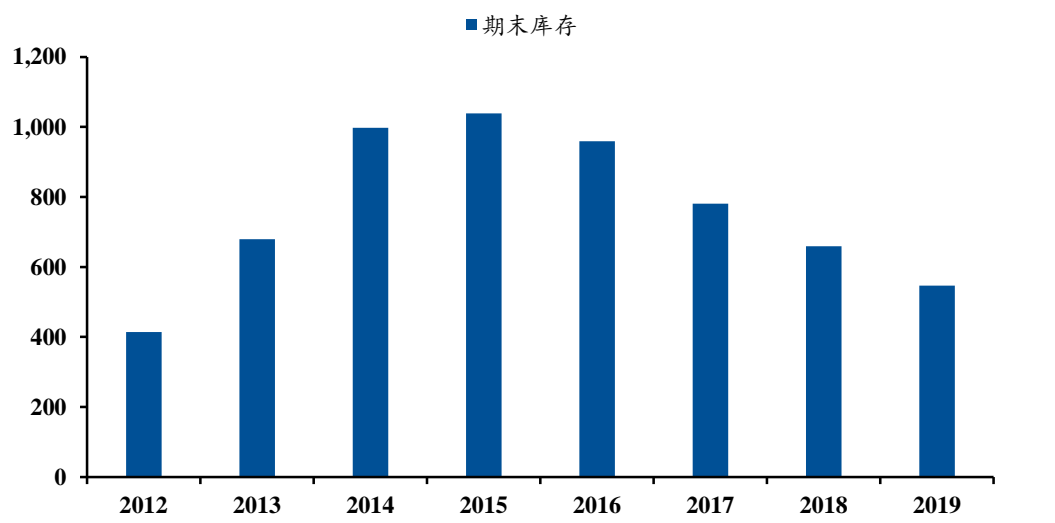


资料来源：中国糖业协会，民生证券研究院

（四）库存端：白糖库存量减少将带动价格上涨

受到白糖产量周期性的影响，我国白糖的库存量也呈现周期性变动。但值得注意的是，由于 2017 年我国开始实施的进口配额保护政策导致对国产白糖的需求量增加。再考虑到国家和部分省如广西省释放白糖储备，预计在 2019 年我国白糖库存量将进一步减少至 547 万吨，从而带动白糖价格上涨。

图 9：2012-2018 年全国白糖期末库存量（单位：万吨）



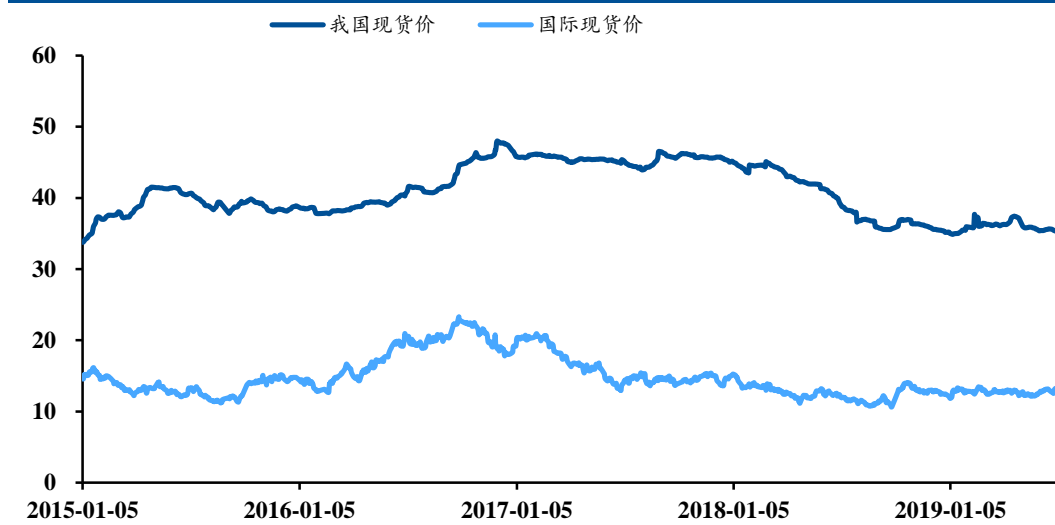
资料来源：USDA，民生证券研究院

二、国际糖价趋势：主要出口国减产趋势明显，利多糖价

（一）主要出口国进入减产周期，外糖价格上升利多内糖价格

目前国内白糖成本较高，出口不具备价格优势，故进口规模远大于出口规模。我国每年进口白糖数量在整个国际白糖贸易中占比不高，因此主要是价格接受者。目前国际食糖现货价处于低位，2019/20 榨季预计国际白糖产量将会减产，目前巴西、印度、泰国等国家已经进入减产周期，在需求没有大幅波动的情况下，预计国际白糖价格将会上升。从价格趋势看，国内外现货糖价差稳定，国外糖价上扬将大概率带动国内糖价上升。

图 10：国内外食糖价差稳定，国外糖价上扬大概率利多国内糖价（单位：美分/磅）



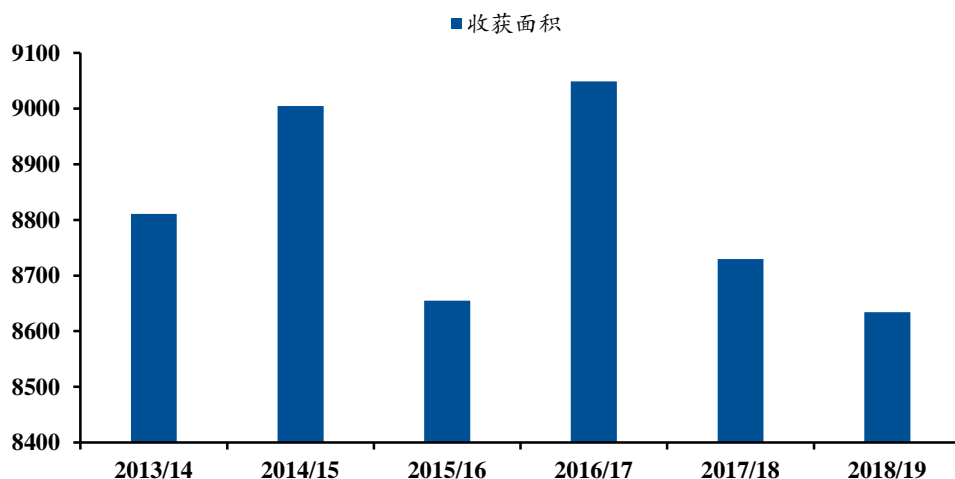
资料来源：wind，民生证券研究院

(二) 全球主要产区供给量预计下降

1. 巴西：部分甘蔗用于炼制乙醇汽油将影响白糖出口量

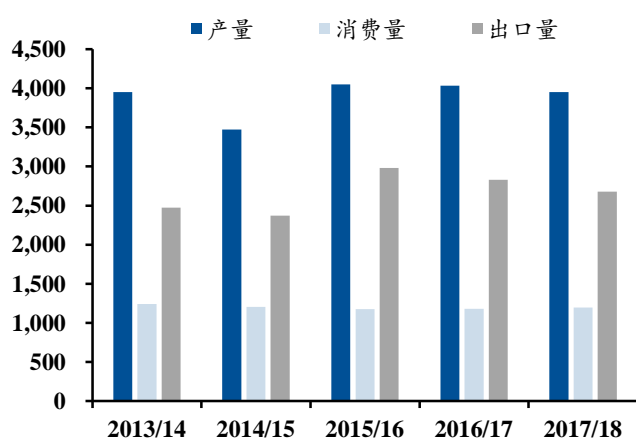
在全球所有白糖的主产国之中，巴西的产量位居世界第一。巴西拥有适宜种植甘蔗的气候，其主产区是中南部以及东北部，其中中南部产量约占百分之九十。近年来巴西的存销比率逐年攀升，至 2017/18 榨季高达 81.34%。为了缓解原糖供应过剩的情况，巴西开始逐步使用甘蔗炼制乙醇汽油。巴西生产的甘蔗乙醇主要分为无水乙醇（0.5%）和含水乙醇（6%）。近年来含水乙醇的产量一直维持近 25% 的年均增速，无水乙醇年产量则每年递减 1% 左右。2018/19 榨季总蔗糖转向糖和乙醇生产的分别为 35.9% 和 64.1%。制糖用蔗比例创历史新低，预计 2019/20 榨季将维持这一水平，比例达到 38%。

图 11：2013/14-2018/19 榨季巴西甘蔗收获面积（单位：千公顷）



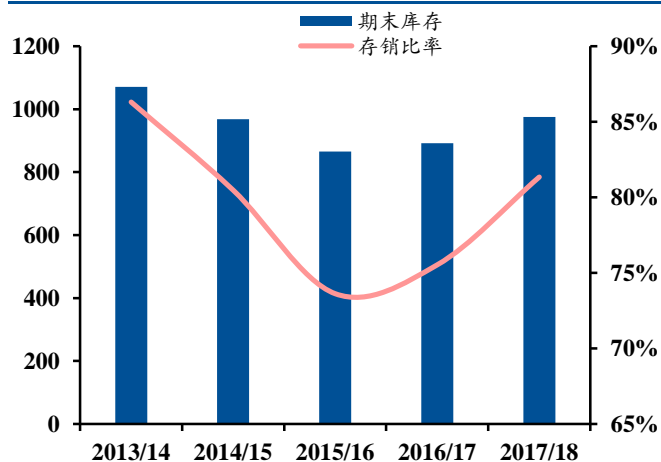
资料来源：USDA，民生证券研究院

图 12：2013/14-2017/18 榨季巴西产销量及出口量（万吨）



资料来源：中国糖业协会，民生证券研究院

图 13：巴西历年榨季末库存及存销比率（万吨）

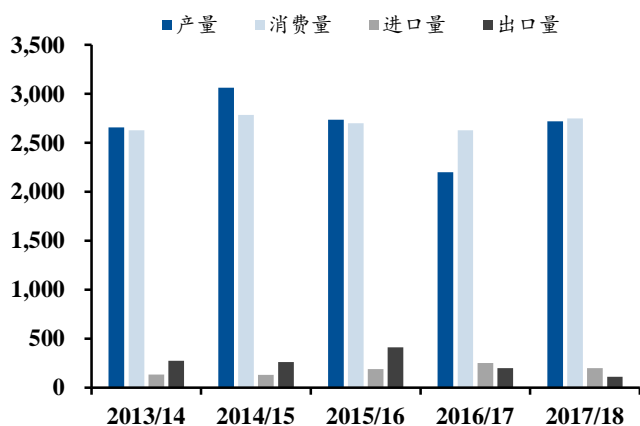


资料来源：中国糖业协会，民生证券研究院

2. 印度：国内消费强劲，预计出口量将会进一步降低

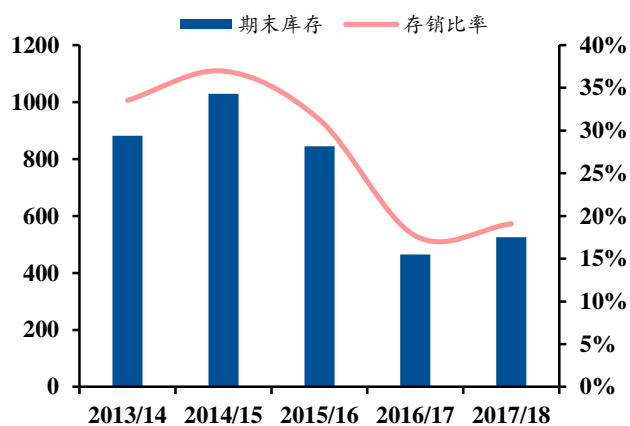
印度在世界产糖国中位居第二，而在白糖消费国中则位于第一。大量的国内消费需求导致其出口量和存销比率一直维持在较低水平较低，由于印度国内的农业补贴政策，在2016/17-2017/18 榨季印度白糖出口量呈下降趋势，预计该政策的影响是持续的，其出口量将会进一步降低，影响国际白糖的供给。

图 14：2013/14-2017/18 榨季印度产销量及进出口量(万吨)



资料来源：中国糖业协会，民生证券研究院

图 15：2013/14-2017/18 榨季印度期末库存及存销比率(万吨)

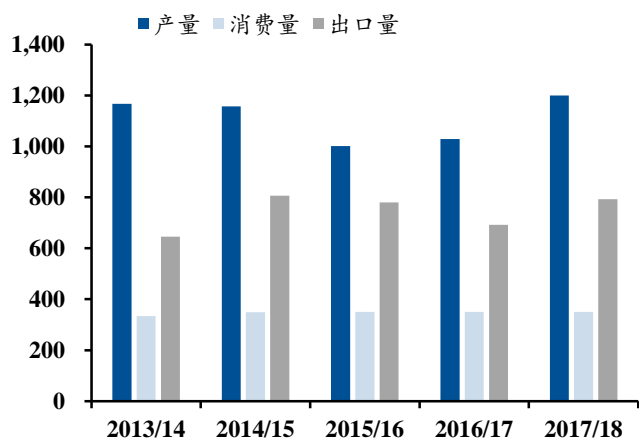


资料来源：中国糖业协会，民生证券研究院

3. 泰国：存销比率过高，甘蔗种植有被取代趋势

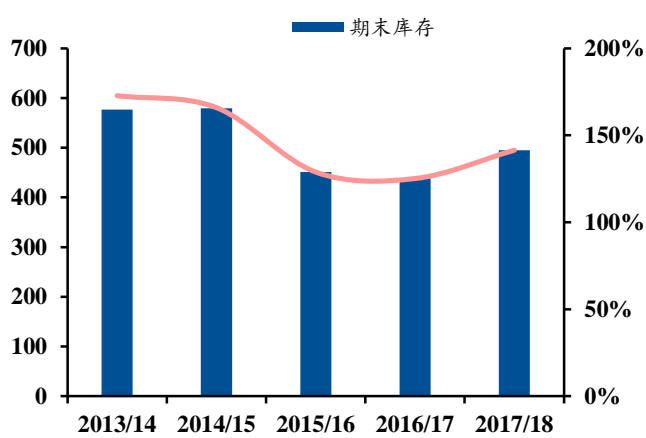
泰国的甘蔗糖业是其支柱产业。但近年来，由于白糖产量下滑，价格下行，且泰国的存销比率超过 100%，库存积压过多，泰国甘蔗种植有逐渐被橡胶、木薯及棕榈树替代的趋势。2018/19 榨季泰国甘蔗收获面积为 1730 千公顷，比上个榨季减少了 3%，根据 USDA 预计 2019/20 榨季将继续这一趋势，减少至 1720 千公顷。

图 16：2013/14-2017/18 榨季泰国产销量及出口量(万吨)



资料来源：中国糖业协会，民生证券研究院

图 17：2013/14-2017/18 榨季泰国期末库存及存销比率(万吨)



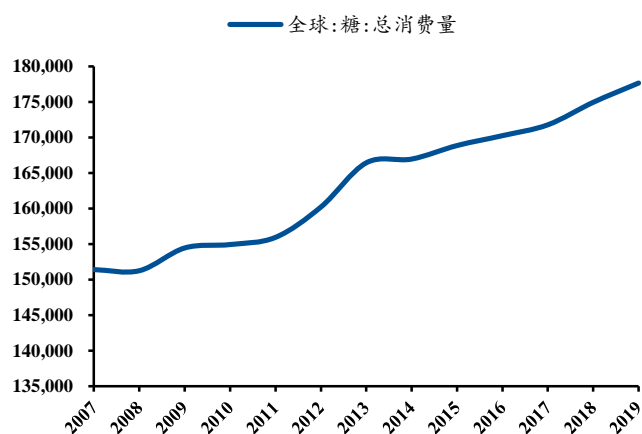
资料来源：中国糖业协会，民生证券研究院

(三) 全球需求量逐年增加，发展中国家成最大增长来源

近 10 年来，全世界白糖消费量在 1.51 亿-1.78 亿吨之间，逐年平稳增长，年均增速 2% 左右。促使消费增长主要原因是全球人口自然增长以及人均收入的增加。随着世界经济的发展，预计白糖消费增速仍将保持或高于这一水平。然而发展中国家和发达国家白糖生产消费的趋势是不同的，发达国家白糖消费量会持平或有所下降，而发展中国家，由于人口的增长以及生活水平还有很大提高的空间，白糖的生产量和消费量均有较快的增长。

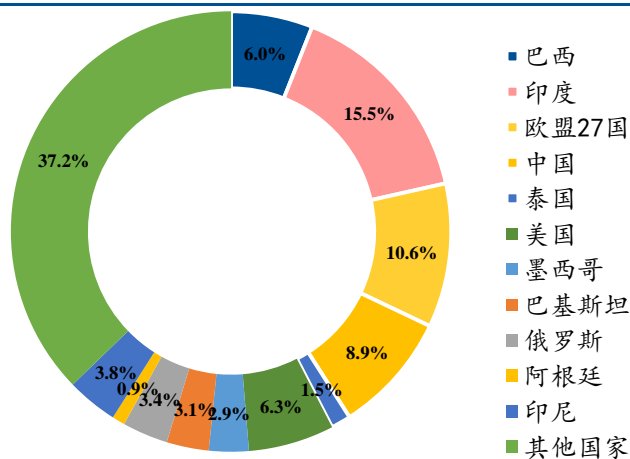
从消费地区来看，亚洲地区是全球白糖消费量最大地区，印度和中国占比较高，亚洲白糖消费总量占到全球总消费量一半以上。而欧洲、北美洲以及大洋洲等发达国家近年来白糖消费水平却呈现略为下降或持平态势。全球白糖消费在今后仍将以亚洲及中、南美洲等发展中地区为主。工业界预计，世界糖市场的赤字约为 300 万至 400 万吨，而去年同期的盈余为 700 万至 800 万吨。因此，白糖短缺预期将刺激价格上扬。

图 18：2007-2019 年全球食糖总消费量（千吨）



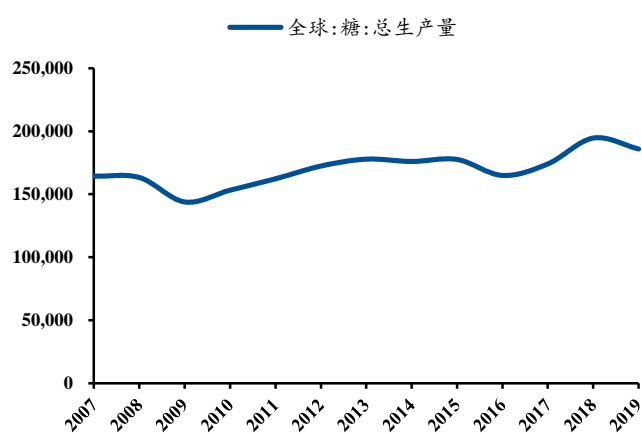
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 17：2019 年各国食糖总消费量占比



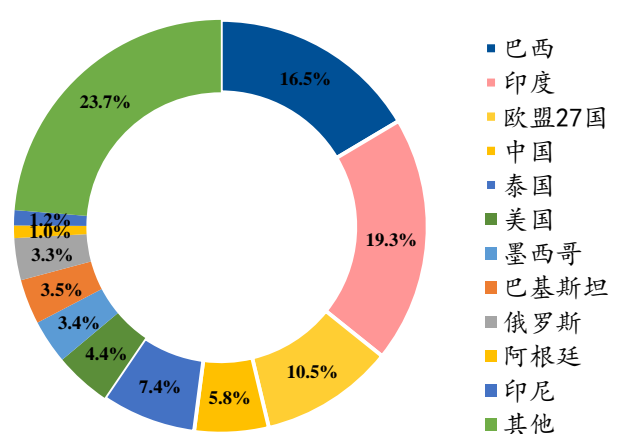
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 20：2007-2019 年全球食糖总生产量（千吨）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 21：2019 年各国食糖总产量占比



资料来源：Wind，民生证券研究院

三、投资建议

目前 A 股市场中，中粮糖业和南宁糖业将直接受益于糖价上涨，建议关注南宁糖业，推荐中粮糖业。

2018 年，中粮糖业自产糖 99.43 万吨，结合 2017 年产能，预计其整体产能在 100 万吨左右。此外，中粮糖业拥有澳大利亚 Tully 糖业 30 万吨产能；在河北唐山曹妃甸有 50 万吨/年炼糖能力、在辽宁营口有 100 万吨/年的港口炼糖能力。在基本财务假设与 2018 年年报相同情况下，我们根据 2011~2018 年柳糖年平均现货合同价，估算糖价在此轮上涨周期中年均价最高情况下中粮糖业财务情况：

保守预期：假设本轮糖周期高点前后一年平均现货糖价为 2018 年均现货价格*115%；

中性预期：假设本轮高点前后年均价与 2011 年年均价持平；

乐观预期：假设本轮高点前后年均价在 2011 年年均价*115%。

以 2018 年财报为基准，在现有财务测算条件下，中粮糖业悲观/中性/乐观预期下收入分别为 231.9/239.9/250.7 亿元；归母净利润分别为 9.74/14.95/21.84 亿元，EPS 分别为 0.47/0.73/1.06 元，PE 分别为 20/13/9 倍，显示出较高的业绩弹性。维持中粮糖业“推荐”评级。

表 2：不同预期下，中粮糖业业绩表现预测

	保守预期	中性预期	乐观预期
年均糖价（元/吨）	6356	7166	8241
收入（亿元）	231.9	239.9	250.7
归母净利润（亿元）	9.74	14.95	21.84
EPS	0.47	0.73	1.06
利润增速（与 2018 年比）	88%	192%	324%
PE	20	13	9

资料来源：公司年报，民生证券研究院

四、风险提示

糖价上升不及预期，产糖作物产量提高超出预期，经济下滑导致食糖需求大幅下降，食糖价格波动周期出现变化，上涨周期推后等。

插图目录

图 1: 2002-2019 年白糖现货价格波动周期, 19/20 榨季大概率价格上行.....	3
图 2: 2006-2019 年郑糖指数 (SRFLWI)成交量及收盘点位.....	4
图 3: 2006/07-2017/18 榨季全国白糖产销量 (单位: 万吨 原糖值)	4
图 4: 2005-2017 年全国糖料播种面积 (单位: 千公顷)	5
图 7: 19 年食糖进口量有所下滑 (千吨)	6
图 8: 2016-2019 年我国食糖进出口金额.....	6
图 5: 国内外食糖现货价差呈周期性波动 (单位: 美分/磅)	6
图 5: 2013-2017 年全国居民人均食糖消费量 (单位: 千克)	7
图 9: 2012-2018 年全国白糖期末库存量 (单位: 万吨)	8
图 10: 国内外食糖价差稳定, 国外糖价上扬大概率利多国内糖价 (单位: 美分/磅)	8
图 11: 2013/14-2018/19 榨季巴西甘蔗收获面积 (单位: 千公顷)	9
图 12: 2013/14-2017/18 榨季巴西产销量及出口量 (万吨)	9
图 13: 巴西历年榨季末库存及存销比率 (万吨)	9
图 14: 2013/14-2017/18 榨季印度产销量及进出口量 (万吨)	10
图 15: 2013/14-2017/18 榨季印度期末库存及存销比率 (万吨)	10
图 16: 2013/14-2017/18 榨季泰国产销量及出口量 (万吨)	10
图 17: 2013/14-2017/18 榨季泰国期末库存及存销比率 (万吨)	10
图 18: 2007-2019 年全球食糖总消费量 (千吨)	11
图 17: 2019 年各国食糖总消费量占比.....	11
图 20: 2007-2019 年全球食糖总生产量 (千吨)	11
图 21: 2019 年各国食糖总产量占比.....	11

表格目录

表 1: 进口食糖配额外关税水平.....	6
表 2: 不同预期下, 中粮糖业业绩表现预测.....	12

分析师与研究助理简介

于杰，北京大学经济学学士、硕士。2011年进入证券行业，现于民生证券研究院负责食品饮料、农业方向研究。

熊航，食品饮料行业研究助理。江西财经大学金融学博士，曾任职于上市公司计划财务部、全国性股份制商业银行战略规划部。2018年加入民生证券。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。