

推荐 (维持)

## 减产与去库存是全球糖业主旋律

风险评级：中风险

食糖行业深度报告之国际篇

2019年9月4日

### 投资要点：

分析师：魏红梅

SAC 执业证书编号：

S0340513040002

电话：0769-22119410

邮箱：whm2@dgzq.com.cn

研究助理：雷国轩

SAC 执业证书编号：

S0340119070037

电话：0769-23320072

邮箱：leiguoxuan@dgzq.com.cn

### 糖产业指数走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

### 相关报告

1. 中粮糖业（600737）深度报告：紧握减产预期下的糖价上行机会
2. 食糖行业深度报告：扬帆起航，把握糖周期上行起点

- **巴西：制糖比持续下降。**巴西政府为减轻对石油的依赖，大力推广乙醇替代，制醇比逐年上升，制糖比逐年下降。7月份乙醇/汽油比价为0.62，大幅低于平衡点0.70，当前制醇效益高于制糖，糖厂倾向用甘蔗制醇。预计2019/20榨季巴西糖产量同比下降24.11%，出口量同比下降30.50%。
- **泰国：干旱与库存堆积。**受厄尔尼诺事件影响，泰国正遭遇近10年来最严重干旱，多地降雨量大幅低于往年，不利甘蔗生长。库存方面，泰国糖库存量从2009年的256万吨一路飙升，预测2019年达到698万吨，库销比高达273.76%，库存压力大。泰国甘蔗糖业协会预计泰国在2019/20榨季将生产约1300万吨糖，较上年同期下降7%。
- **印度：库存堆积如山。**印度新榨季产量预期超越巴西成第一产糖国，但国内矛盾尖锐。预计2019年期末库存将达到历史新高的1758万吨，占全球期末库存的34.53%。新榨季印度政府积极采取措施去库存，主要是鼓励出口与鼓励甘蔗制醇，出口量将扩大但成效有待观望。
- **澳大利亚：生产平稳。**2018年澳大利亚糖产量480万吨，出口糖380万吨，预计2019年生产出口数据基本保持不变。由于得天独厚的自然环境，澳大利亚整体生产数据平稳，预计2019年出口占比从5.89%提升至6.73%，出口比重跃居全球第三。
- **欧盟27国：净出口由负转正。**欧盟在经历2017/18榨季糖业政策改革后，解除了含糖食品出口限制，从多年来的食糖进口国转变为出口国。2018年糖出口量392.1万吨，占全球出口6.08%，由于糖价低迷，出口利润低，预测2019年下滑至3.54%。
- **投资建议：维持推荐评级。**减产与去库存将成为本年的主旋律。5大主产国产量占全球58%，出口量占全球76%，对全球糖供应有绝对影响力。2019/20榨季，受油价高涨、恶劣天气、库存堆积、国际糖价低迷等众多因素影响，减产与去库存将成为本年的主旋律。**在主产国减产预期下，下半年有望迎来国际糖周期反转、糖价重新上行的机会。因此，维持推荐评级。**在糖价低迷期贸易糖能为企业业绩提供支撑，在糖价上行期自产糖为盈利提供强大动力，关注同时拥有自产糖与贸易糖的企业。其中中粮糖业为糖企龙头，拥有100万吨的自营产能与200万吨的贸易量；粤桂股份自营产能9.5万吨，贸易糖32万吨。综合分析后维持中粮糖业（600737）推荐评级，同时首次给予与粤桂股份（000833）推荐评级。
- **风险提示：**油价大幅下降、恶劣天气影响、泰国和印度大幅抛售库存、各国进出口新政策等。

## 目 录

1、巴西：全球影响力第一，制糖比持续下降	5
1.1 巴西国际地位	5
1.2 制糖比下降，新榨季减产	6
1.3 汇率因素不利糖出口	9
2、泰国：出口量第二，干旱天气影响糖产量	10
2.1 泰国国际地位	10
2.2 干旱天气不利甘蔗生长	10
2.3 库存创新高，糖价过低，农户种植积极性差	12
3、印度：产量新王，库存压力过大	14
3.1 印度国际地位	14
3.2 库存过高及原因分析	15
3.3 新榨季将去库存与减产	16
3.3.1 糖料与糖价失衡引矛盾	16
3.3.2 政府鼓励出口	16
3.3.3 扩大甘蔗制醇产能	18
3.3.4 去库存与减产是今年主旋律	18
4、澳大利亚：成熟的糖业，新榨季数据平稳	19
4.1 澳大利亚国际地位	19
4.2 昆士兰州产量占比 95%	19
4.3 高效运输的甘蔗铁路网	20
4.4 新榨季生产出口数据平稳	21
5、欧盟 27 国：净出口由负转正	21
5.1 欧盟 27 国国际地位	21
5.2 新榨季单产下降，预期减产	22
6、总结	24
7、投资策略	25
8、风险提示	26

## 插图目录

图 1：巴西糖产量走势	5
图 2：巴西糖出口量走势	5
图 3：中南部和东北部是主产区域	6
图 4：中南部和东北部糖产量占全国比例	6
图 5：中南部乙醇产量占比超九成	6
图 6：圣保罗是最大产醇州	6
图 7：甘蔗入榨量近年开始下降	7
图 8：中南部蔗糖产量同比下滑明显	7
图 9：巴西燃料乙醇产量逐年提升	8
图 10：制糖比逐年下降	8
图 11：乙醇/汽油比价低位促使制醇比走高	9
图 12：油价高企促使乙醇增产	9
图 13：巴西新注册汽车数量近年快速上升	9
图 14：新注册汽车超九成是灵活燃料汽车	9

图 15 : 美元兑巴西雷亚尔和国际糖价呈反比.....	10
图 16 : 2019 年巴西糖出口量预期下滑.....	10
图 17 : 泰国糖产量走势.....	10
图 18 : 泰国糖出口量走势.....	10
图 19 : 东北部主产地降雨量不及往年.....	11
图 20 : 中部主产地降雨量不及往年.....	11
图 21 : NINO3.4 区海温平均指数持续超过 0.5° C.....	11
图 22 : 厄尔尼诺指数超阈值时糖产量下降.....	11
图 23 : 多机构预测厄尔尼诺下半年将持续.....	12
图 24 : 日本气象厅预测下半年厄尔尼诺大概率持续.....	12
图 25 : 泰国糖期末库存创新高.....	13
图 26 : 泰国当前糖价低迷.....	13
图 27 : 糖价低走, 木薯价走高.....	13
图 28 : 大米价格与糖价大致负相关.....	13
图 29 : 印度糖产量走势.....	14
图 30 : 印度糖出口量走势.....	14
图 31 : 印度糖产区分布.....	14
图 32 : 印度糖生产与消费量走势.....	14
图 33 : 印度糖期末库存数据.....	15
图 34 : 印度糖库存占全球比例.....	15
图 35 : 甘蔗收购价高但糖价低.....	16
图 36 : 库存与糖价负相关.....	16
图 37 : 印度历年糖消费量.....	17
图 38 : 印度糖供需缺口.....	17
图 39 : 印度甘蔗种植面积预估.....	18
图 40 : 印度糖产量预估.....	18
图 41 : 澳大利亚糖产量走势.....	19
图 42 : 澳大利亚糖出口量走势.....	19
图 43 : 澳大利亚糖产业地图.....	20
图 44 : 糖业对昆士兰州贡献.....	20
图 45 : 欧盟糖产量走势.....	21
图 46 : 欧盟甜菜糖占全球比重.....	21
图 47 : 欧盟出口量占全球比重.....	22
图 48 : 欧盟 2018 年开始净出口由负转正.....	22
图 49 : 欧盟糖出口金额当月值同比下降.....	23
图 50 : 欧盟与全球糖价走低.....	23
图 51 : 主产国产量占全球比重.....	24
图 52 : 主产国出口量占全球比重.....	24

## 表格目录

表 1 : 巴西糖供需数据表 (千吨) .....	5
表 2 : 巴西截至 7 月产能数据下降指标一览.....	6
表 3 : 巴西中南部生产数据.....	7
表 4 : 泰国供需平衡表 (千吨) .....	12
表 5 : 印度甘蔗的公平报酬价格.....	15

---

表 6：印度糖出口利润测算.....	17
表 7：澳大利亚分地区糖产量数据（万吨）.....	19
表 8：澳大利亚甘蔗铁路网数据一览.....	20
表 9：澳大利亚供需平衡表（千吨）.....	21
表 10：欧盟分国家甜菜种植面积表（万公顷）.....	22
表 11：欧盟 27 国供需平衡表（千吨）.....	23
表 12：全球供需平衡表（千吨）.....	25
表 13：A 股上市糖企 2018 产能估算对比.....	26
表 14：重点公司盈利预测（截至 2019/9/4）.....	26

## 1、巴西：全球影响力第一，制糖比持续下降

### 1.1 巴西国际地位

出口量第一，对国际糖价影响最大。根据美国农业部数据显示，2018 年巴西糖产量 3887 万吨，占全球产量 19.98%；预计 2019 年减产至 2950 万吨，占比下滑至 16.49%。2018 年巴西糖出口量 2820 万吨，占全球出口量 43.72%；由于产量预期下滑，预计 2019 年出口量下降至 1960 万吨，占比下滑至 34.73%。巴西多年来产量与出口量都一直占据全球第一。2019 年预期减产后，产量将被印度小幅超越，但出口量仍然抛离其他主产国。出口量第二的泰国预期 2019 年出口占全球 20.37%，仍不及巴西的 34.73%，所以，巴西以高额的产量和大幅领先的出口量，对国际糖价有绝对的影响力。

图 1：巴西糖产量走势

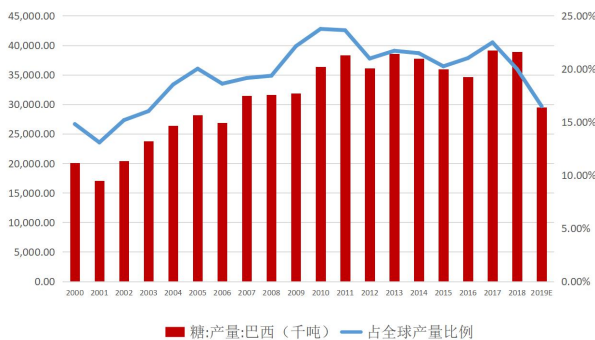
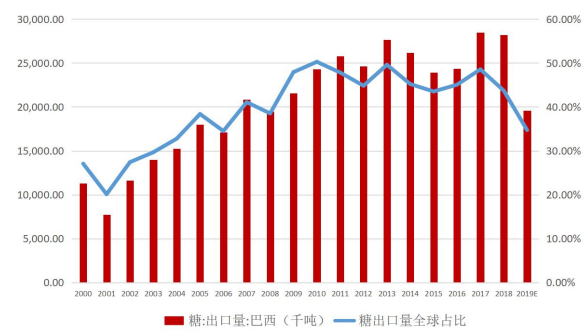


图 2：巴西糖出口量走势



资料来源：美国农业部

资料来源：美国农业部

表 1：巴西糖供需数据表（千吨）

年份	产量	总消费量	出口量	期末库存
2009	31850	11650	21550	-1135
2010	36400	11800	24300	-835
2011	38350	11455	25800	260
2012	36150	11500	24650	260
2013	38600	11200	27650	10
2014	37800	11260	26200	350
2015	35950	11400	23950	950
2016	34650	10500	24350	750
2017	39150	10550	28500	850
2018	38870	10600	28200	920
2019E	29500	10600	19600	220

资料来源：美国农业部

**中南部：全国糖产业中心。**巴西中南部由于气候适宜甘蔗生长，是全国的甘蔗、糖、乙醇产业中心。根据 UNICA（巴西甘蔗行业协会）的统计，近年来中南部产量已占全国的约 90%，另外东北部占约 10%的产量。巴西中南部的各州中，其中又以**圣保罗州**（下图中的 SP）产量最高，2017 年圣保罗州产量占全国的 55.83%，是巴西最大的产糖州。

中南部同时是全国乙醇产业中心。巴西糖料全部为甘蔗，而甘蔗可以制成糖与乙醇。乙醇是汽油的替代燃料，乙醇价格会影响糖醇比，从而影响糖产量。中南部是巴西的全国乙醇产业中心，2018/19 榨季中南部乙醇产量占全国的 93.51%，其中的圣保罗州占 48.17%。

图 3：中南部和东北部是主产区

SUGARCANE PRODUCING REGIONS IN BRAZIL

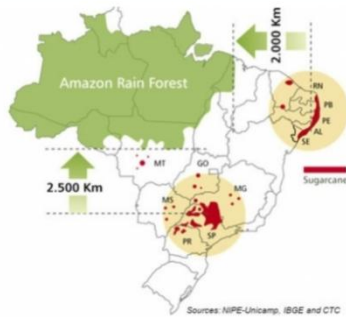
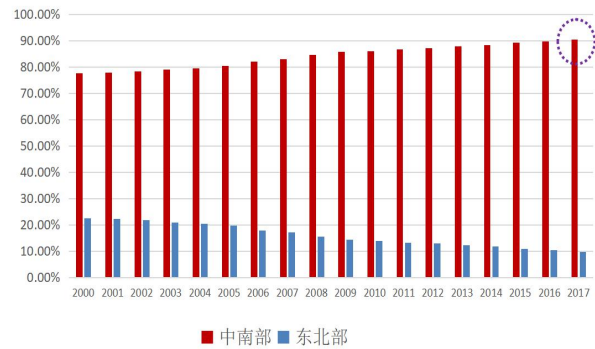


图 4：中南部和东北部糖产量占全国比例



资料来源：UNICA

资料来源：UNICA, IBGE 巴西地理与统计研究所

图 5：中南部乙醇产量占比超九成

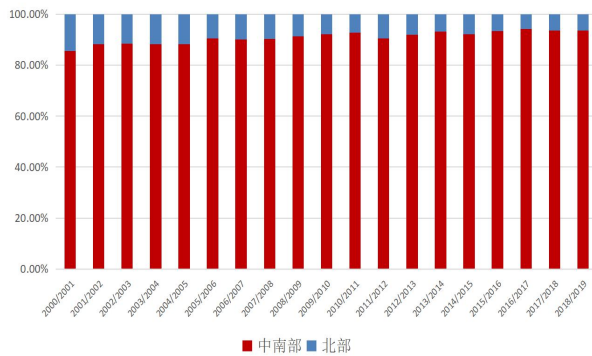


图 6：圣保罗是最大产醇州



资料来源：UNICA, ALCOPAR, BIOSUL, SIAMIG, SINDALCOOL, 资料来源：UNICA, ALCOPAR, BIOSUL, SIAMIG, SINDALCOOL, SIFAEG, SINDAAF, SUDES and MAPA

## 1.2 制糖比下降，新榨季减产

全年预期减产 24.10%。美国农业部预测巴西 2019/20 榨季糖产量为 2950 万吨，同比下降 24.10%。根据巴西甘蔗协会数据显示，截至 7 月上半月累计值，糖醇比同比下降 1.12% 至 34.95%、糖产量同比减少 10.8%、甘蔗压榨量同比减少 3.99%。

表 2：巴西截至 7 月产能数据下降指标一览

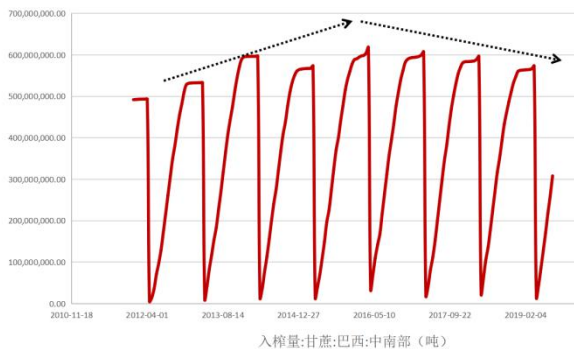


指标	公告
糖醇比	7月上半月 36.03%的甘蔗用来制糖，上榨季同期为 38.31% <b>累计制糖比仅为 34.95%，低于上年同期的 36.07%</b>
糖产量	7月中南部地区糖产量同比下降 19.08% 中南部糖厂累计产糖 1085.7 万吨， <b>同比减少 10.8%</b>
甘蔗压榨量	7月上半月甘蔗压榨量为 4090.4 万吨，同比下降 9.53% 累计压榨甘蔗 2.58126 亿吨， <b>同比减少 3.99%</b>
乙醇产量	7月上半月乙醇产量为 21.68 亿公升，同比减少 9.86% 累计产乙醇 128.26 亿公升， <b>同比减少 5.13%</b>
开榨糖厂数	截至 6 月 16 日中南部 251 家糖厂开榨，同比减少 8 家，预计 6 月下旬还有 9 家糖厂开榨。
ATR	6 月上半月甘蔗出糖量 (ATR) 为 128.88 千克/吨，低于去年同期的 134.49 千克/吨； 19/20 榨季截至 6 月上半月累计 ATR 同比下降 4.04%，至 121.13 千克/吨。
甘蔗单产	甘蔗技术中心 (CTC) 的初步数据显示，6 月上半月甘蔗单产下降 2.16%，从 2018 年同期的 89.69 吨/公顷下降到 87.75 吨/公顷。

资料来源：沐甜科技

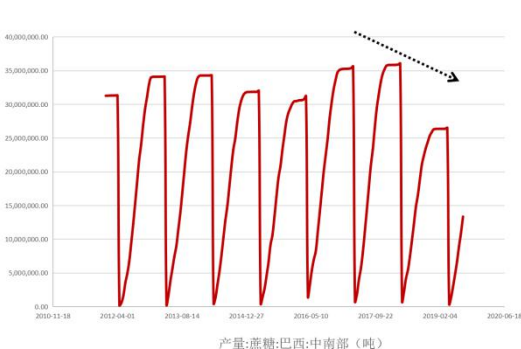
**入榨量与甘蔗产量双降。**巴西的制糖期从每年的 4 月开始至次年的 3 月，产能数据大致表现为 4 月份开始递增至次年 4 月达到最高点，呈现阶梯状，每年 4 月的数据即上一榨季的累计值。主产区中南部近两年的甘蔗入榨量和产量都呈现出了下降的趋势，2019 年 4 月累计甘蔗入榨量同比下降 3.86%，累计甘蔗产量同比下降 26.48%。受糖醇比下降等因素影响，预计新榨季产糖数据仍保持下滑趋势。

图 7：甘蔗入榨量近年开始下降



资料来源：巴西甘蔗协会

图 8：中南部蔗糖产量同比下滑明显



资料来源：巴西甘蔗协会

**制糖比下降直接导致减产。**甘蔗产品有两种：糖和乙醇，分别可计算制糖比与制醇比。糖厂将根据生产两种产品的相对收益调整甘蔗生产方向。受 2017-2018 年糖价低迷影响，工厂倾向于制醇，导致 2018/19 榨季制糖比同比大幅下滑 11.26%，直接导致了糖产量下降近三分之一。2019/20 榨季仍在进行中，中南部截至七月上半月，累计制糖比为 34.95%，低于上年同期 1.12 个百分点。

表 3：巴西中南部生产数据

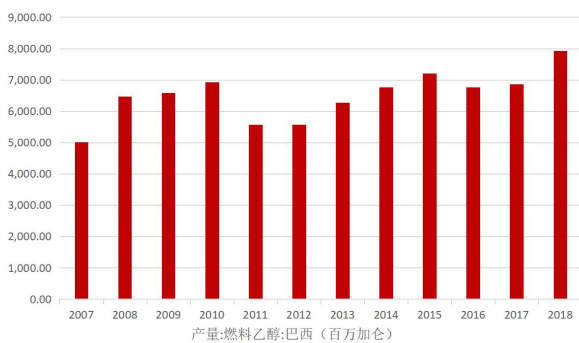
榨季	甘蔗压榨量 (千吨)	糖产量 (千吨)	无水乙醇量 (百万升)	含水乙醇量 (百万升)	乙醇总产量 (百万升)	ATR(千克/吨 蔗糖)	制糖比	制乙醇比
----	---------------	-------------	----------------	----------------	----------------	-----------------	-----	------

2012/13	532758	34097	8730	12632	21362	135,57	49.54%	50.46%
2013/14	597061	34295	11008	14568	25575	133,32	45.22%	54.78%
2014/15	573145	32011	10,74	15492	26232	136,45	43.02%	57.04%
2015/16	617709	31221	10643	17581	28225	130,51	40.65%	59.35%
2016/17	607137	35628	10655	14996	25651	133,03	46.29%	53.71%
2017/18	596313	36059	10420	15672	26092	136,60	<b>46.46%</b>	<b>53.54%</b>
2018/19	596330	25600	9141	21808	30949	137,87	<b>35.20%</b>	<b>64.80%</b>
截至7月							<b>34.95%</b>	<b>65.05%</b>

资料来源：沐甜科技

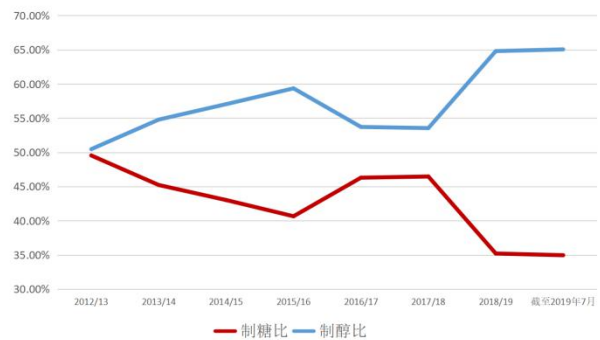
**制醇比提高是糖产量下降的关键原因。**巴西政府自 1975 年开始，推行以乙醇代替汽油作为汽车燃料的计划。自始，越来越多的甘蔗开始被用作生产乙醇，巴西制醇比呈明显的逐年攀升趋势，而制糖比则相应下降。多年来巴西政府为减少对石油燃料的依赖，通过各种政策手段和税收优惠加大燃料乙醇的推行力度，并通过立法手段，规定当前所有混合汽油中乙醇比例至少为 27%。乙醇产量从 2000 年的 5577 百万加仑提升到 2018 年 7920 百万加仑，制糖比从 50.46% 提升到 64.80%。巴西政府数十年来长期鼓励乙醇燃料的使用，预测制醇比持续走高是大趋势。

图 9：巴西燃料乙醇产量逐年提升



资料来源：美国可再生燃料协会

图 10：制糖比逐年下降



资料来源：沐甜科技

**乙醇/汽油比价降低促使制醇比走高。**乙醇是汽油的良好替代燃料，热值约为汽油的 2/3。乙醇/汽油比价的平衡点为 0.7，当比价低于 0.7 时，生产乙醇能获得更好的经济效益，比价越低，生产者越倾向于提高制醇比。2018 年 10 月 OPEC 原油高位报 84.09 美元/桶，巴西汽油高位报 4.50 雷亚尔/升，对应乙醇/汽油比价低位 0.61。乙醇/汽油比价走势与原油价格走势呈大致负相关，原因是原油价格走高，乙醇替代效用增强，乙醇需求增加，生产者倾向提高制醇比来生产更多的乙醇，间接导致制糖比下降，糖产量下滑。自今年初以来，OPEC+（OPEC 和非 OPEC 产油国）开始执行减产，北京时间 7 月 2 日，石油输出国组织（OPEC）宣布延长减产协议为期 9 个月，即意味着该组织将继续减产至 2020 年 3 月底。9 月 2 日 OPEC 一揽子原油价格报 58.76 美元/桶，比 2018 年 12 月的低位上浮了 17.26%。OPEC 的持续减产预期令乙醇/汽油比价预期走低，根据巴西甘蔗协会的最新数据显示，7 月份乙醇/汽油比价为 0.62，大幅低于 0.7 的平衡点并且接近近年低位，即表明当前制醇经济效益仍然良好，比价的低位将促使生产者持续提高制醇比而降低制糖比，令糖产量下降。



图 11：乙醇/汽油比价低位促使制醇比走高



资料来源：UNICA

图 12：油价高企促使乙醇增产



资料来源：OPEC

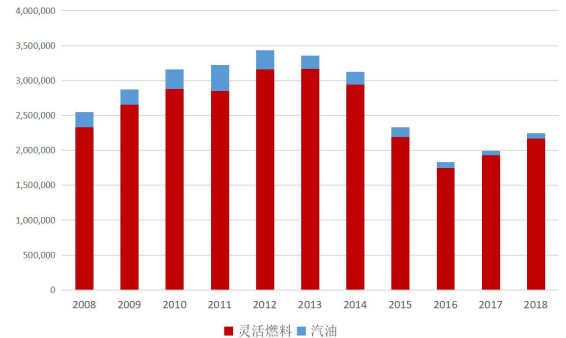
灵活燃料汽车数量增加是乙醇燃料增产的基础。为减低石油的使用量，巴西政策多年来采取规定汽油掺乙醇、关税优惠、税收优惠、信贷支持等多项政策法规来促进乙醇汽油的推广。巴西新注册汽车数量从 2016 年的 183 万辆快速上升到 2018 年的 225 万辆，截至 2019 年 7 月，新注册汽车 135 万辆，全年注册量有望超过上年。其中，新注册汽车中超九成成为灵活燃料汽车，乙醇汽油是灵活燃料汽车的主要燃料，灵活燃料汽车的增加会促进乙醇的生产。巴西汽车工业协会的数据显示，2018 年新注册的 225 万辆汽车中，其中灵活燃料汽车 217 万辆，占比 96.19%，表明绝大部分新注册汽车为灵活燃料汽车，为制醇比的提高提供了需求端的支撑。

图 13：巴西新注册汽车数量近年快速上升



资料来源：ANFAVEA

图 14：新注册汽车超九成是灵活燃料汽车



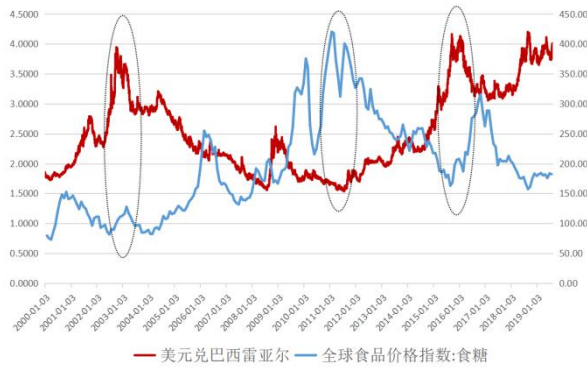
资料来源：ANFAVEA

### 1.3 汇率因素不利糖出口

美元贬值不利国际食糖出口。国际糖价以美元结算，巴西国内的糖料/食糖的生产成本均以本国雷亚尔来计价。美元兑巴西雷亚尔与全球糖价呈大致的负相关，美元走弱不利巴西糖出口，间接影响制糖比。考虑到 2019 年美国国内实体经济有所放缓，美联储 7 月首次降息 25 个基点，考虑到经济下行大形势，美联储或将开启新的降息周期。瑞银预计，美联储今年 9 月、明年 3 月及 6 月将各降息一次，共计降息 75 个基点，以解决

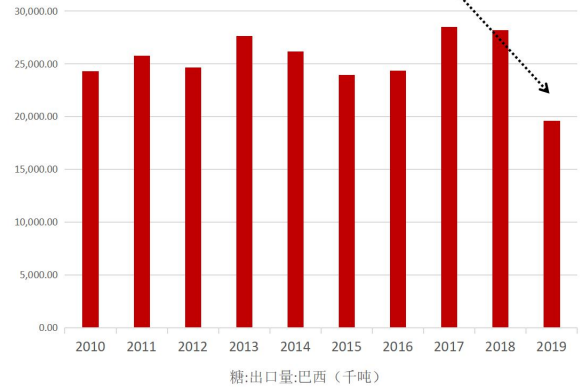
国债收益率曲线倒挂问题并拉动通胀重回央行 2% 的目标。美联储降息将令美元贬值，巴西雷亚尔相对升值，巴西糖出口利润水平降低，叠加本来已低迷的糖价，最终将加剧制糖比的下降而造成糖减产。美国农业部预测巴西 2019 年糖出口量 1960 万吨，同比下降 30.50%。

图 15：美元兑巴西雷亚尔和国际糖价呈反比



资料来源：美联储，FAO

图 16：2019 年巴西糖出口量预期下滑



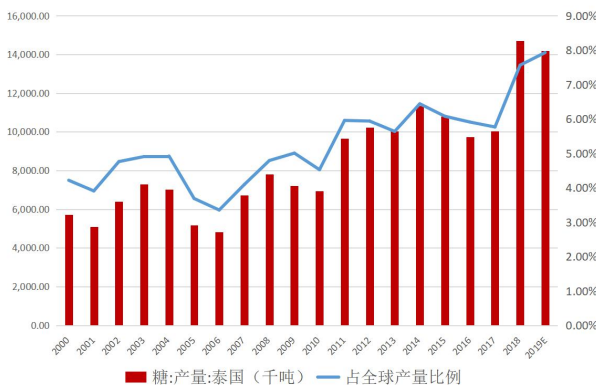
资料来源：美国农业部

## 2、泰国：出口量第二，干旱天气影响糖产量

### 2.1 泰国国际地位

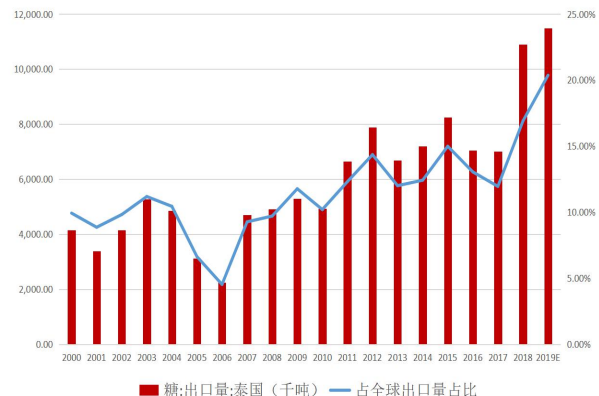
出口量占比全球第二。根据美国农业部数据显示，2018 年泰国糖产量 1471 万吨，占全球产量 7.56%。2018 年泰国糖出口量 1091 万吨，占本国产量的 74.17%，占全球出口量的 16.91%，为全球第二出口国。预计 2019 年出口量占比提升至 20.37%，是国际糖供应的重要国家。

图 17：泰国糖产量走势



资料来源：美国农业部

图 18：泰国糖出口量走势



资料来源：美国农业部

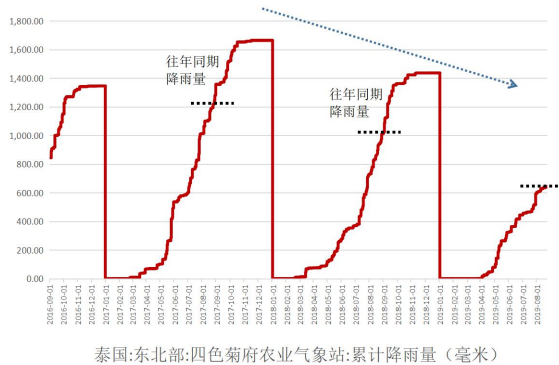
### 2.2 干旱天气不利甘蔗生长

新榨季预期减产 7%。泰国甘蔗糖业协会表示，预计泰国在即将到来的 19/20 榨季将生产

约 1300 万吨糖，较上年同期下降 7%。泰国糖全部由甘蔗制成，干旱天气将影响甘蔗生长而导致产量下降。

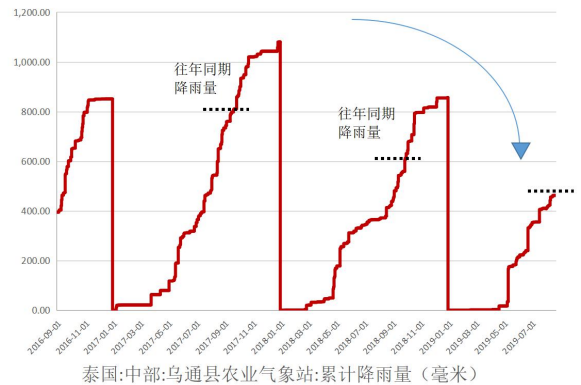
**干旱天气不利甘蔗生长。**泰国东北部、中部和北部是本国甘蔗主产区，受 2019 年厄尔尼诺现象影响，多地降雨量明显低于往年。泰国水利信息研究所 5 月份报告显示，严重干旱已经影响到 18 个区府，泰国多达 10 座大型水坝的蓄水量不足总库容的 30%。泰国气象部门 7 月表示，进入雨季以来，由于来自南部海域的热带气旋威力比往年小，雨水无法进入内陆地区，泰大部分地区月均降雨量远低于正常值，**泰国正遭遇近 10 年来最严重干旱。**

图 19：东北部主产地降雨量不及往年



资料来源：泰国气象部

图 20：中部主产地降雨量不及往年



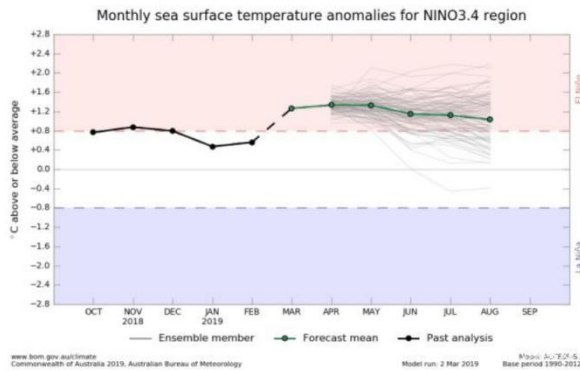
资料来源：泰国气象部

**厄尔尼诺导致天气干旱。**厄尔尼诺事件是指赤道中、东太平洋海表大范围持续异常偏暖的现象。厄尔尼诺现象会导致气候反常，造成部分地区降雨过多而部分地区降雨不足，影响甘蔗种植情况，从而影响糖的产量。泰国缺少灌溉系统，甘蔗的生长所需水分基本来自自然降水。泰国是受厄尔尼诺影响较严重的地区，厄尔尼诺导致的干旱天气影响本国甘蔗的生长。

**下半年厄尔尼诺事件大概率持续。**一般将 NINO 3 区海温距平指数连续 6 个月达到  $0.5^{\circ}\text{C}$  以上定义为一次厄尔尼诺事件。澳大利亚气象局的预测，热带太平洋和厄尔尼诺相关的关键区 Nino3.4 表层海水温度接下来还可能继续上升，并且维持在厄尔尼诺阈值（偏高  $0.8$  度）之上，也就是说厄尔尼诺还可能增强并维持。美国海洋大气管理局（NOAA）的预测则指出，接下来半年内厄尔尼诺关键区 Nino3.4 的海水温度还要继续上扬，第三季度弱厄尔尼诺概率为 80%。日本气象厅预测 5-9 月的厄尔尼诺概率为 70%。中国国家海洋预报中心预测此轮厄尔尼诺延续至今年冬季的可能性较大。观察厄尔尼诺指数与泰国糖产量数据可以发现，当厄尔尼诺指数偏离阈值程度过大的时点，泰国糖产量一般呈下降趋势，8 月份的偏离度仍处于  $0.8^{\circ}\text{C}$  之上，表明下半年厄尔尼诺是大概率事件，泰国干旱天气将持续，不利甘蔗生长。

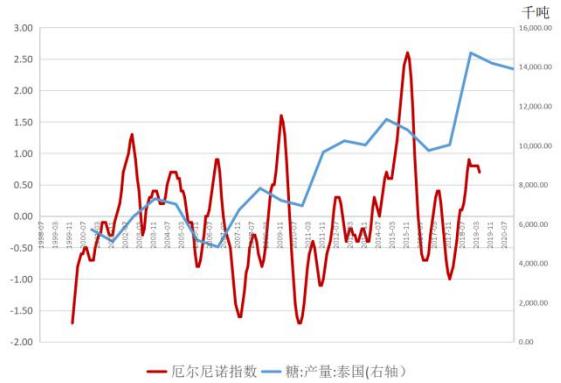
图 21：NINO3.4 区海温平均指数持续超过  $0.5^{\circ}\text{C}$

图 22：厄尔尼诺指数超阈值时糖产量下降



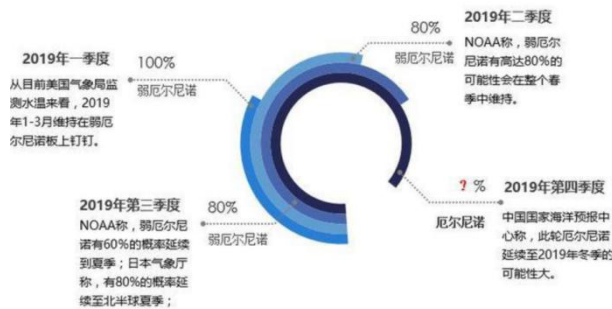
资料来源：澳大利亚气象局

图 23：多机构预测厄尔尼诺下半年将持续



资料来源：美国国家气象局，美国农业部

图 24：日本气象厅预测下半年厄尔尼诺大概率持续



资料来源：农产品期货网

年	月	平均期間	エルニーニョ現象	平常	ラニーニャ現象
2019年	1月	2018年11月~2019年3月	100		
	2月	2018年12月~2019年4月	100		
	3月	2019年1月~2019年5月	90	10	
	4月	2019年2月~2019年6月	90	10	
	5月	2019年3月~2019年7月	80	20	
	6月	2019年4月~2019年8月	70	30	
	7月	2019年5月~2019年9月	70	30	

资料来源：日本气象厅

## 2.3 库存创新高，糖价过低，农户种植积极性差

**泰国糖库存创新高。**泰国糖期末库存从2000年的61万吨，一路飙升至2018年的684万吨，预测2019年库存量将达698万吨，创下历史新高，表明库存压力过大。库存/消费量呈逐年提升趋势，2018年库消比为265.16%，预测2019年提升至273.76%。

**糖价低迷，生产积极性低。**面对全球砂糖价格低迷的现实，泰国糖厂给出了2018/2019年榨季甘蔗的最终收购价格，即含糖量在11%左右的按每吨600铢收，而含糖量在13%的每吨报价在700-800铢。泰国糖出口价格指数从2017年11月的114.10下滑至2019年6月的86.10，白糖零售价则从25.00泰铢/千克下滑至21.00泰铢/千克。库存过高叠加当前糖价低迷的事实，农户种植甘蔗积极性减弱。

表 4：泰国供需平衡表（千吨）

指标名称	期初库存	产量	进口量	总供应量	出口量	国内消费	总消费量	期末库存	库消比
2009	2651	7200	0	9851	5295	2000	2000	2556	127.80%
2010	2556	6930	7	9493	4930	2220	2220	2343	105.54%
2011	2343	9663	19	12025	6642	2400	2400	2983	124.29%
2012	2983	10235	0	13218	7898	2510	2510	2810	111.95%
2013	2810	10024	0	12834	6693	2525	2525	3616	143.21%
2014	3616	11333	0	14949	7200	2495	2495	5254	210.58%
2015	5254	10793	0	16047	8252	2532	2532	5263	207.86%

2016	5263	9743	0	15006	7055	2670	2670	5281	197.79%
2017	5281	10033	0	15314	7016	2680	2680	5618	209.63%
2018	5618	14710	0	20328	10907	2580	2580	6841	265.16%
2019E	6841	14190	0	21031	11500	2550	2550	6981	273.76%

资料来源：美国农业部

图 25：泰国糖期末库存创新高

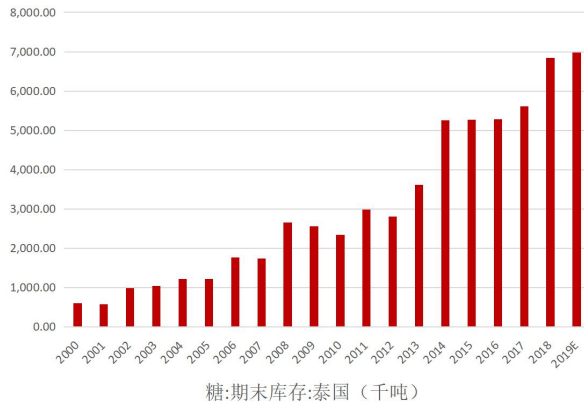
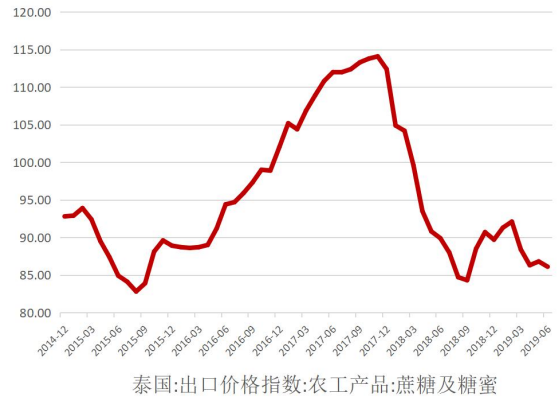


图 26：泰国当前糖价低迷



资料来源：美国农业部

资料来源：泰国贸易和经济指标局

农户倾向改种其他利润更高作物。甘蔗、木薯和稻米是泰国的三种主要农作物，当甘蔗价格低迷，农户会倾向于转型种植盈利空间更高的农作物。沐甜科技的报道显示，泰国预计下一榨季的初始甘蔗价格将低于每吨 700 泰铢(22.73 美元)，为 10 多年来的最低水平，进一步降低了种植甘蔗对农民的吸引力。观察木薯价格与白糖价格可以发现两者呈负相关关系，近年木薯价格走高糖价走低。同样，大米价格与糖价呈大致的负相关。当前糖价低迷，而木薯和大米的价格相对走高，农户倾向改种盈利更高的作物意愿明显，将导致甘蔗减产。

图 27：糖价低走，木薯价走高



图 28：大米价格与糖价大致负相关



资料来源：泰国中央银行，wind

资料来源：泰国央行，国家粮油信息中心

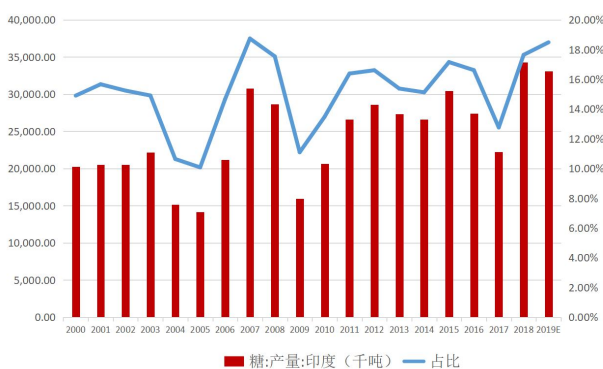


### 3、印度：产量新王，库存压力过大

#### 3.1 印度国际地位

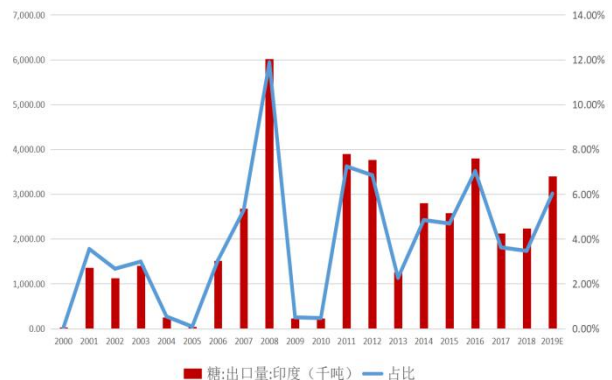
产量预期超巴西成世界第一产糖国。印度食糖产量多年位居全球第二，据美国农业部数据显示，2019年印度糖产量3307万吨，将首次超越巴西成为全球第一产糖国，占全球产量18.48%，而巴西占比则下滑至16.49%。虽然印度糖产量将成全球第一，但由于人口基数大，消费占比较高，实际出口量较少。出口量方面，印度2018年出口糖223.6万吨，预计2019年提升至340.0万吨，占全球出口从3.47%提升至6.02%，将成国际糖供给的重要来源之一。

图 29：印度糖产量走势



资料来源：美国农业部

图 30：印度糖出口量走势



资料来源：美国农业部

北方邦是主要产区。印度食糖有三大产区，分别为北方邦（Uttar Pradesh）、马哈拉施特拉邦（Maharashtra）、卡纳塔克邦（Karnataka），2018/19榨季产量占全国比例分别为44.76%、24.24%、8.90%，三大邦州产量合计占比77.90%。

进出口角色互换频繁。由于庞大的人口基数与偏甜的饮食习惯，印度同时是食糖第一消费大国，2018年印度总人口13.53亿，糖总消费量2650万吨，占产量的77.24%。虽然印度糖产量预期超巴西成为第一产糖国，但由于消费量巨大，部分年份仍需要通过进口食糖来弥补国内消费需求，频繁在食糖进口国与出口国之间切换。

图 31：印度糖产区分布

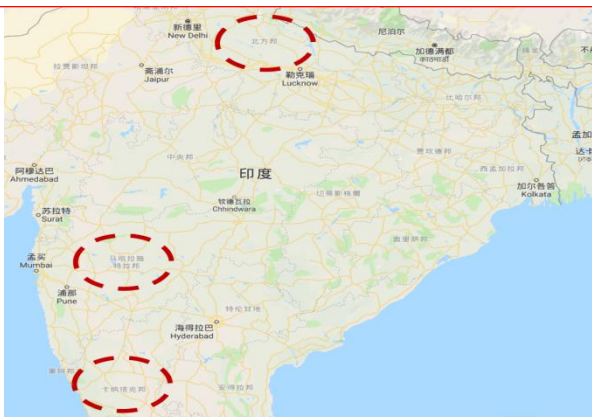
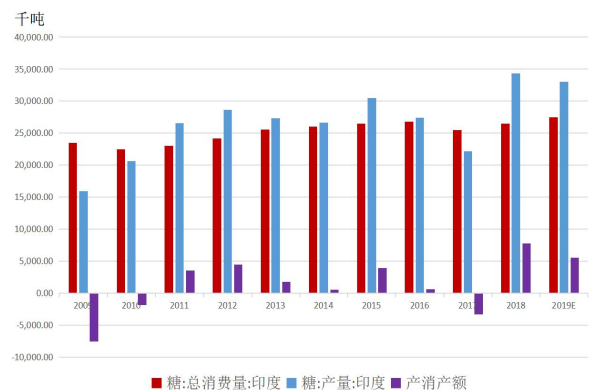


图 32：印度糖生产与消费量走势





资料来源：谷歌地图，ISMA

资料来源：美国农业部

### 3.2 库存过高及原因分析

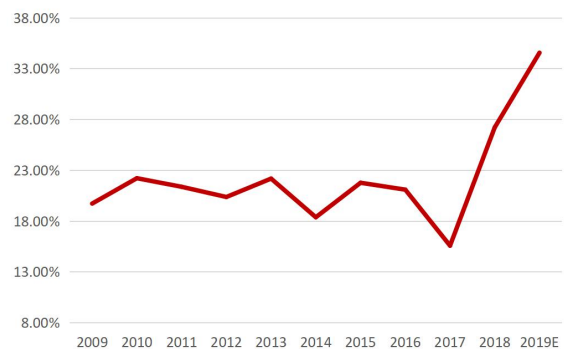
**2019 年库存再创新高。**印度糖期末库存自 2009 年开始持续攀升，美国农业部数据显示印度 2018 年糖期末库存为 1421 万吨。今年印度糖产量将超过巴西成第一产糖国，而消费量没有跟上的前提下，预计 2019 年印度糖期末库存将达到历史新高的 1758 万吨，同比增加 23.71%。预计 2019 年全球糖期末库存量为 5091 万吨，印度一国库存占全球糖库存的 34.53%，库存压力明显过大。

图 33：印度糖期末库存数据



资料来源：美国农业部

图 34：印度糖库存占全球比例



资料来源：美国农业部

**甘蔗最低收购价由政府制定。**印度政府为保证农户的利益，规定了甘蔗的最低收购价——Fair and Remunerative Price（简称 FRP，公平报酬价格）。各邦州根据本邦州的甘蔗生产情况，在 FRP 的基础上上浮一定百分比作为本邦州的甘蔗建议性收购价（SAP），SAP 不能低于 FRP。不同邦州的 SAP 较 FRP 上浮程度不同，甘蔗单产高的南方上浮幅度较少，单产低的北方上浮幅度较大，上浮范围一般在 20%-50% 之间。

**甘蔗最低收购价连年走高是库存积压重要原因。**在正常的市场体系中，农作物收购价过低会打击农户种植该作物的积极性从而导致减产。印度政府制定了甘蔗最低收购价 FRP，并且 FRP 连年走高，从 2009/10 榨季的 129.84 卢比/公担，每年持续上升直至 2019/20 榨季的 275 卢比/公担。每增加 0.1% 出糖率的升水，从 2009/10 榨季的 1.36 卢比上升至 2019/20 榨季的 2.75 卢比。FRP 的连续走高，直接导致糖价与甘蔗收购价失衡，在糖价低迷的市场情况下，农户由于 FRP 的存在仍然能够获得公平的报酬。所以，糖价低迷对印度农户种植甘蔗的积极性影响力小，农户种植甘蔗仍然能获得可观报酬，农户倾向继续种植甘蔗。但是由于糖价低迷，糖厂销售会致使亏损，糖厂倾向保留库存等待糖价回升，于是最终导致了期末库存的大幅扩大。

表 5：印度甘蔗的公平报酬价格

榨季	收购价 (卢比/公担)	最低出糖率	每增加 0.1% 出糖率的升水
2009-10	129.84	9.50	1.36

2010-11	139.12	9.50	1.46
2011-12	145.00	9.50	1.53
2012-13	170.00	9.50	1.79
2013-14	210.00	9.50	2.21
2014-15	220.00	9.50	2.32
2015-16	230.00	9.50	2.42
2016-17	230.00	9.50	2.42
2017-18	255.00	9.50	2.68
2018-19	275.00	10	2.75
2019-20	275	10	2.75

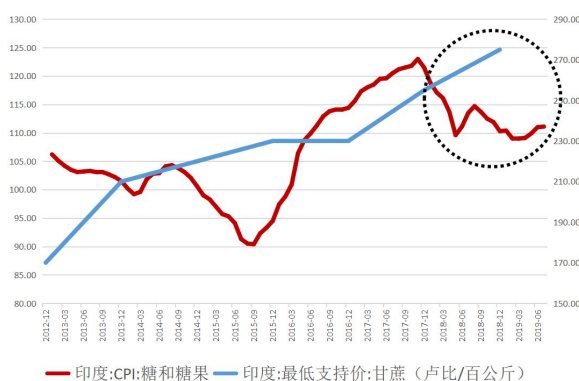
资料来源：ISMA

### 3.3 新榨季将去库存与减产

#### 3.3.1 糖料与糖价失衡引矛盾

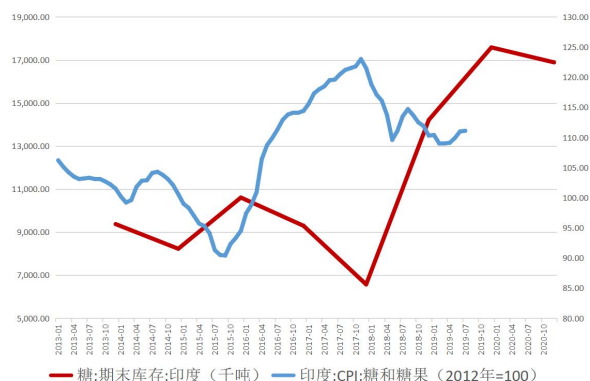
**甘蔗收购价与糖价失衡。**2019年7月印度糖和糖果CPI为111.10（2012年=100），处于周期低位，当前糖价低迷，糖厂盈利低下甚至亏损严重。但由于FRP的存在，印度糖厂仍需以高价收购蔗农的糖料，造成了甘蔗收购价与糖价失衡。由于价格的失衡，糖厂为避免亏损，生产意愿低下，部分糖厂选择延迟开榨或者停止生产。同时，糖厂拖欠农户甘蔗款情况严重，拖欠款项数额大且时间长，根据印度商务线报报道，印度政府表示，截至7月16日该国糖厂仍拖欠1585亿卢比蔗款，其中主产区北方邦拖欠979.2亿卢比，位居首位，其次为马邦拖欠123.1亿卢比。由于糖厂的实际盈利水平低下，延迟开榨或拖欠甘蔗款情况严重，造成了农户与糖厂的矛盾，打击农户种植积极性。观察历史数据可发现印度糖价与库存呈负相关，当前库存压力过高而糖价低迷，糖厂支付意愿低下，库存继续积压扩大的可能性低，去库存将成印度政府新选择，否则糖厂难以持续经营。

图 35：甘蔗收购价高但糖价低



资料来源：印度统计局，印度农业部

图 36：库存与糖价负相关



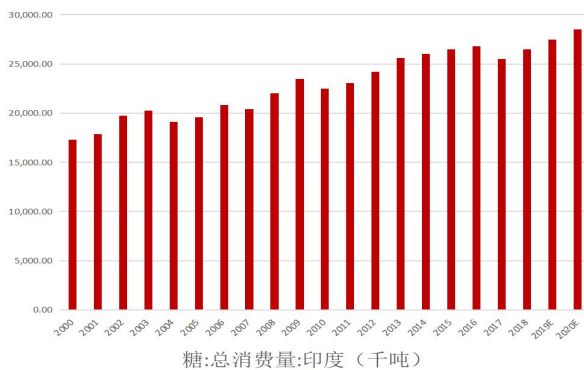
资料来源：美国农业部，印度统计局

#### 3.3.2 政府鼓励出口

供需缺口变化大，当前出口倾向明显。印度糖总消费量逐年上升，但增速缓慢，2008-2018

实际年复合增长率仅为 1.87%。消费量稳定而生产量变化大，导致印度在糖进出口角色之间频繁切换。2009 年和 2017 年供需缺口分别为-755 万吨与-330 万吨，印度政府采取了降低糖进口税的政策促进食糖进口。2018 年供需缺口达 781 万吨，预计 2019 年仍处于 557 万吨的高位，表明当前供需缺口达，政府出口倾向明显。去年 11 月，印度宣布了基于港口距离的运输补贴，以推动糖出口。距离港口 100 公里以内的糖厂将获得每吨 1000 卢比的补贴；对于沿海国家超过 100 公里距离的糖厂，补贴将达到每吨 2500 卢比。印度北方邦、比哈尔邦和旁遮普邦等非沿海邦的糖厂获得的补贴提高至每吨 3000 卢比。对于当前高企的糖库存量，印度政府采取了以补贴为主的政策以刺激出口来去库存。

图 37：印度历年糖消费量



资料来源：美国农业部

图 38：印度糖供需缺口



资料来源：美国农业部

**补贴后成本仍略高于国际糖价，出口承压。**8月29日，印度政府批准在 2019-2020 年度为 600 万吨糖提供每吨 10448 卢比的出口补贴（2018 年期末库存 1421 万吨）。通过简单的测算，印度糖生产总成本约为 20.89 美分/磅，扣除出口补贴后，出口成本价约 14.26 美分/磅，对比 8 月 23 日的 FOB 国际原糖价格 12.27 美分/磅，印度糖出口利润为-1.99 美分/磅。2019 年 2 月开始，印度政府制定了糖最低出厂价为 31000 卢比/吨，测算后得到内销利润为-1.22 美分/磅。据此，印度糖出口亏损 1.99 美分/磅，内销亏损 1.22 美分/磅，出口亏损大于内销亏损。印度政府通过出口补贴的方式希望促进食糖出口以削减库存，依据本榨季补贴的数量与力度，对去库存有一定的促进意义；但由于补贴后出口亏损仍然大于内销亏损，出口承压。

表 6：印度糖出口利润测算

项目	数目
甘蔗收购价 (卢比/吨)	2750
平均出糖率 (%)	12
糖料成本 (卢比/吨)	22916.67
平均生产成本 (卢比/吨)	10000
生产总成本 (卢比/吨)	32916.67
出口补贴 (卢比/吨)	10448
出口成本价 (卢比/吨)	22468.67
出口成本价 (美分/磅)	14.26
国际原糖价格 (FOB, 8 月 23)	12.27

日, 美分/磅)	
出口利润 (美分/磅)	-1.99
内销最低出厂价 (美分/磅)	19.67
内销利润 (美分/磅)	-1.22

资料来源: 印度农业部, 美国农业部, 印度统计局, 沐甜科技等

### 3.3.3 扩大甘蔗制醇产能

**加大政策支持来扩大甘蔗制醇产能。**为解决库存过剩以及糖厂拖欠蔗款高筑的问题, 印度政府制定了生物燃料政策来扩大甘蔗制醇产能, 旨在到 2022 年实现 10% 的乙醇与汽油的混合, 到 2030 年达到 20%。印度的年度乙醇生产能力预计将在未来两到三年内从目前的 35.5 亿升提高至 60-70 亿升, 这将使印度实现 15% 以上的乙醇与汽油的混合。实际措施方面, 在 2018-19 年度, 政府将从高产重 b 糖蜜中提取乙醇的价格固定在每升 52.43 卢比, 而直接从 100% 甘蔗汁中提取乙醇的价格为 59.13 卢比, 目前从重 c 糖蜜中提取乙醇的价格是每升 43.46 卢比; 直接用甘蔗汁制醇价格比用传统的 b 与 c 蜜糖制醇价格更高, 从而促进甘蔗从制糖转向制醇。印度政府计划让糖厂在 18-19 年度用乙醇转换 200 万吨糖产量。然而, 当年仅有约 50 万吨的产能被转换, 主要原因是制醇技术与产能无法跟上, 鼓励政策力度不足等。印度政府虽然制定了较为长远制糖转向制醇计划, 但由于当前本国制醇产业仍处于起步阶段, 技术与产能限制将导致无法在短期大量扩大制醇产能, 依靠制醇来去糖产量仍需相当的时间来推进。

### 3.3.4 去库存与减产是今年主旋律

**多因素促去库存与减产。**当前印度糖库存高企, 蔗农虽有 FRP 的支持, 但糖厂支付意愿低, 农户与糖厂矛盾尖锐。ISMA 预计 2019/20 榨季印度甘蔗种植面积从上年的 550.2 万公顷下降到 493.1 万公顷, 同比下降 10.38%。另外, 当前国际糖价低迷, 出口受阻、制醇产业仍处于起步阶段、部分邦州受干旱天气影响降雨不足等多因素影响, 印度今年减少糖产量已基本定调, ISMA 预计 2019/20 榨季糖产量为 2825 万吨, 同比下降约 14.19%。

图 39: 印度甘蔗种植面积预估

印度甘蔗种植面积预估 (单位: 万公顷)		
地方	2018/19榨季	2019/20榨季
北方邦	241.1	236
马哈拉特特拉邦	115.4	52.3
卡纳塔克邦	50.2	42
泰米尔纳德邦	26	23
其他邦	117.5	139.8
<b>共计</b>	<b>550.2</b>	<b>493.1</b>

资料来源: 沐甜科技

图 40: 印度糖产量预估

印度糖产量预估 (单位: 万吨)		
地方	2018/19榨季	2019/20榨季
北方邦	1182.3	1200
马哈拉特特拉邦	1071.9	700
卡纳塔克邦	436.5	350
泰米尔纳德邦	86	75
其他邦	513.3-518.3	500
<b>共计</b>	<b>3290-3295</b>	<b>2825</b>

资料来源: 沐甜科技

## 4、澳大利亚：成熟的糖业，新榨季数据平稳

### 4.1 澳大利亚国际地位

产量主要用于出口。根据美国农业部数据显示，2018 年澳大利亚糖产量 480 万吨，预计 2019 年提升至 490 万吨，全部糖均为甘蔗糖。出口量方面，2018 年澳大利亚出口糖 380 万吨，占全球出口量的 5.89%，预计 2019 年保持 380 万吨出口量。澳大利亚是糖出口型国家，总产量的 79.17%用于出口，主要出口到韩国，印度尼西亚和日本。

图 41：澳大利亚糖产量走势

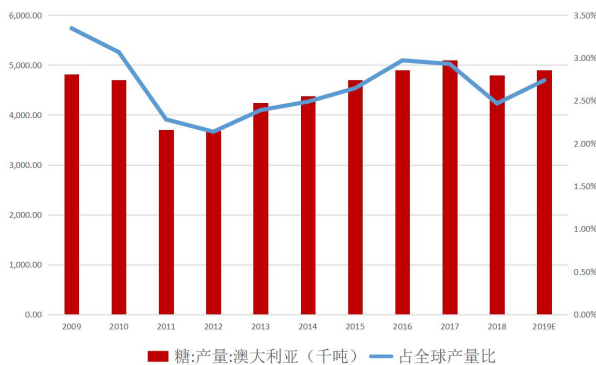


图 42：澳大利亚糖出口量走势



资料来源：美国农业部

资料来源：美国农业部

### 4.2 昆士兰州产量占比 95%

昆士兰州是主产区。澳大利亚有 8 家制糖企业，控制着 24 家糖厂，分布于东部海岸线，从昆士兰州北部的莫斯曼到新南威尔士州北部的格拉夫顿。糖厂每年从 4000 多个农场购买约 38 万公顷的甘蔗（约 3500 万吨）。糖厂粉碎甘蔗以提取甘蔗汁，将甘蔗汁结晶并洗涤以产生粗糖。糖精炼厂然后购买原糖并融化，净化并重结晶，产生白糖。炼油厂还生产其他类型的糖，主要供食品和饮料制造商使用。昆士兰州是主产区，原糖产量占全国的 95%，剩下 5%由新南威尔士州贡献。糖业对昆士兰州的贡献巨大，根据 ASMC 显示，2017/18 榨季糖也为昆士兰州创造了 40.5 亿美元的毛利润和 22657 个就业机会。

表 7：澳大利亚分地区糖产量数据（万吨）

地区	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
北部	82.69	84.98	59.96	45.32	69.38	85.33	86.44	96.98	93.86	87.99	95.98
赫伯特 - 伯德	179.19	171.38	132.09	167.15	157.45	165.24	177.43	187.23	184.09	181.94	190.84
麦凯 - 普罗瑟派恩	118.30	123.86	87.48	89.40	124.47	117.92	123.51	116.94	114.13	102.10	106.72
南部	48.45	50.55	44.72	48.40	62.17	52.14	49.61	62.22	59.40	53.39	54.35
昆士兰	<b>428.63</b>	<b>430.77</b>	<b>324.26</b>	<b>350.27</b>	<b>413.47</b>	<b>420.63</b>	<b>436.99</b>	<b>463.37</b>	<b>451.47</b>	<b>425.43</b>	<b>447.88</b>
新南威尔士	18.82	18.66	17.66	17.99	11.30	15.74	17.85	25.49	25.77	22.63	24.57
全国	447.45	449.43	341.92	368.25	424.77	436.37	454.84	488.86	477.24	448.06	472.45

资料来源：ASMC



图 43：澳大利亚糖产业地图



资料来源：ASMC

图 44：糖业对昆士兰州贡献



资料来源：ASMC

### 4.3 高效运输的甘蔗铁路网

甘蔗铁路为澳大利亚糖业创造了效率。澳大利亚有发达成熟的铁路网以运输甘蔗，从甘蔗砍伐到运输到糖厂一般不超过 24 小时。甘蔗铁路沿着 1530 公里的沿海地带运行，从南部的 Childers 到北部的 Mossman。整个甘蔗铁路轨道网络和机车车辆由糖厂所有者私人拥有，运营和维护。澳大利亚的榨季是每年的 6 月至 12 月，期间巨大的运输量由铁路承担，铁路 7\*24 小时运行以保证生产。

表 8：澳大利亚甘蔗铁路网数据一览

参数	数据
轨道总长度	4000 公里
机车数量	250
箱数	52000
容量	4-14 吨
机车功率	520 千瓦
最长运输距离	120 公里
典型运输距离	15-35 公里
最高时速	40 公里/小时
列车运输能力	2000 吨



火车长度

超过 1 公里

资料来源：ASMC

## 4.4 新榨季生产出口数据平稳

**新榨季生产数据平稳。**澳大利亚位于南半球，位于南太平洋和印度洋之间，四面环海，自然环境优良，受恶劣天气与其他外来因素影响农作物生产的情况较少。糖业政策方面，澳大利亚政府对本国糖业没有特别的支持或者限制进出口政策，整体看来属于自由市场，糖企将根据市场实际情况调节生产与出口量。澳大利亚当前整体生产情况平稳，消费量长期稳定，预计 2019/20 榨季保持年 490 万吨的产量，出口量也保持在 380 万吨的水平。由于得天独厚的自然环境，澳大利亚整体生产数据平稳，其他主产国在 2019 年大表现为减产趋势，预计澳大利亚出口量占全球的比重将有所扩大，预计 2019 年出口占比从 5.89% 提升至 6.73%，出口比重跃居全球第三。

表 9：澳大利亚供需平衡表(千吨)

年份	期初库存	产量	进口量	出口量	总供应量	国内消费	总消费量	期末库存
2010	487	4700	78	3600	5265	1252	1252	413
2011	413	3700	163	2750	4276	1333	1333	193
2012	193	3683	144	2800	4020	1156	1156	64
2013	64	4250	87	3100	4401	1218	1218	83
2014	83	4380	90	3242	4553	1200	1200	111
2015	111	4700	90	3561	4901	1200	1200	140
2016	140	4900	90	3700	5130	1200	1200	230
2017	230	5100	90	4000	5420	1200	1200	220
2018	220	4800	90	3800	5110	1200	1200	110
2019E	110	4900	90	3800	5100	1200	1200	100
2020E	100	4900	90	3800	5090	1200	1200	90

资料来源：美国农业部

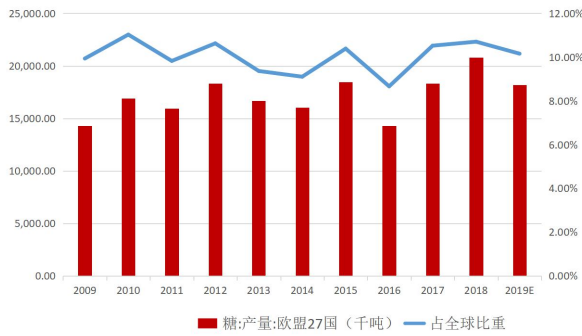
## 5、欧盟 27 国：净出口由负转正

### 5.1 欧盟 27 国国际地位

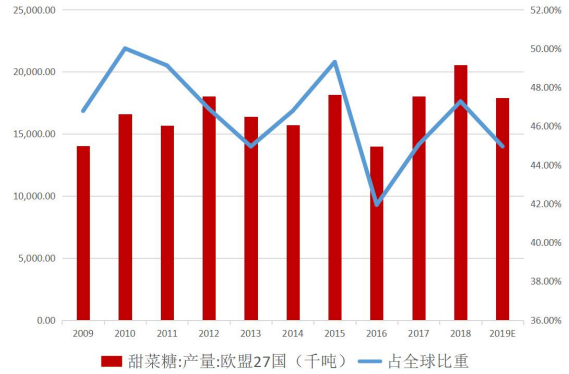
**甜菜糖是主要糖料。**欧盟 27 国（以下简称欧盟）源自欧洲共同体，成员国有德国、法国、荷兰、意大利等 27 国。欧盟 2018 年糖产量 2082 万吨，占全球产量比重 10.70%。和其他糖主产国不同的是，欧盟由于气候因素，甜菜糖是欧盟的主要糖料，2018 年甜菜糖产量占比为 98.70%，占全球甜菜糖产量的 47.28%，是全球甜菜糖的最大供应国。27 国中法国和德国是主产区，糖产量与甜菜种植面积均领先。

图 45：欧盟糖产量走势

图 46：欧盟甜菜糖占全球比重



资料来源：美国农业部



资料来源：美国农业部

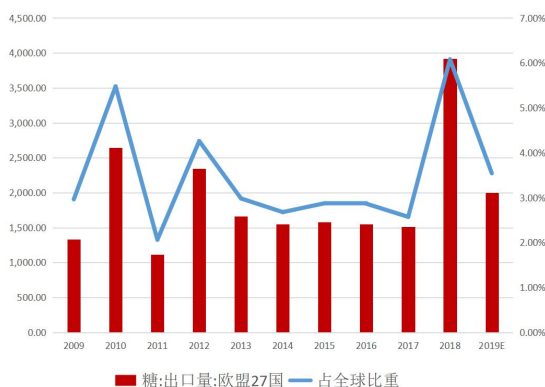
表 10: 欧盟分国家甜菜种植面积表 (万公顷)

年份	全联盟	英国	法国	德国	意大利	荷兰	比利时	丹麦	希腊	葡萄牙	西班牙	奥地利
2013	155.8	11.7	39.4	35.7	4.1	7.3	50.8	3.8	0.6	0.04	3.1	5.1
2014	160.5	11.6	40.7	34.0	5.2	7.5	5.87	3.8	0.7	0.04	3.9	5.1
2015	139.4	9.0	38.5	30.0	3.8	5.8	5.37	3.6	0.5	0.01	3.6	4.5
2016	147.4	8.6	40.5	31.4	3.2	7.1	5.63	3.3	0.5	0.04	3.3	4.4
2017	171.1	110	47.2	38.5	3.7	8.5	6.5	3.6	0.6	0.04	3.8	4.3

资料来源：美国农业部

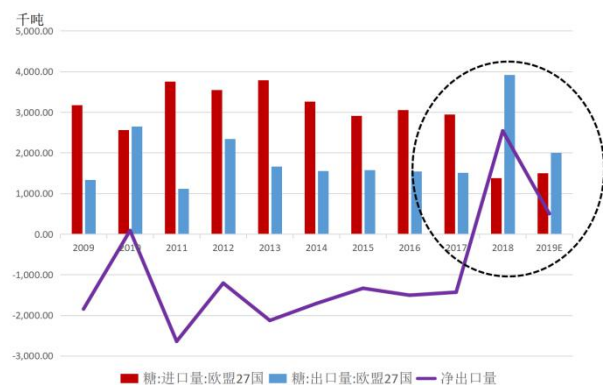
2018 年开始净出口由负转正。欧盟糖产业在 2017/18 榨季进行了重大的糖业政策改革，解除含糖食品出口限制，欧盟自始从食糖进口国转变为食糖出口国。2017 年以前，欧盟糖进口量大于出口量，净出口为负；改革后 2018 年出口量超过进口量，净出口多年来首次转正，成为国际糖供给的重要角色之一。2018 年糖出口 392 万吨，占全球出口比重 6.08%，预计 2019 年下降至 3.54%。

图 47: 欧盟出口量占全球比重



资料来源：美国农业部

图 48: 欧盟 2018 年开始净出口由负转正



资料来源：美国农业部

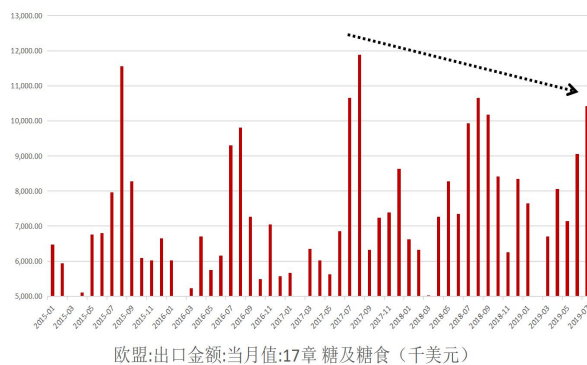
## 5.2 新榨季单产下降，预期减产

新榨季甜菜单产下降。欧委会农作物监测机构 MARS 于 8 月将今年欧盟的甜菜单产预估从上个月的 73.9 吨/公顷下调至 71.5 吨/公顷，比过去五年的平均水平低 4.9%，主要是干旱天气所致。欧盟在德国和比利时进行了首次甜菜检测显示，与 5 年平均水平 and 上榨

季相比，2019/20 榨季欧盟甜菜单产同比下降。在德国，种子生产商 Strube 于 7 月 29 日进行了第一轮甜菜检测结果显示，四个抽样地区的平均甜菜单产为 43.2 吨/公顷，远低于上年同期的 53.7 吨/公顷和 5 年平均水平 56.9 吨/公顷。食糖单产为 7.57 吨/公顷，低于上年同期的 10.28 吨/公顷和 5 年平均水平的 9.27 吨/公顷。同时产糖率为 17.9%，低于上年同期的 19.2%，但高于 16.2% 的五年平均水平。7 月 29 日比利时同样在 Tirlemontoise 精炼糖厂进行的首次甜菜检测结果显示，该国食糖单产仅为 7.732 吨/公顷，低于上年同期的 8.937 吨/公顷，产糖率为 16.01%，也低于上年同期的 18.76%。

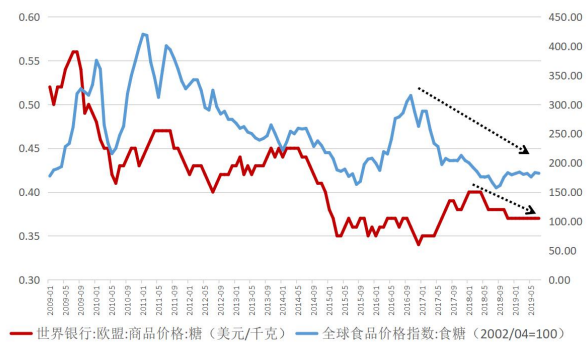
**糖价低迷，预期减产。**自欧盟取消生产配额以来，糖厂糖价暴跌，利润大幅缩水，糖厂被迫削减成本，预计欧洲将因此关闭更多糖厂。法国第二大糖业集团预计欧盟大约有 15 家糖厂将关闭或停止运营，未来肯定还会有更多糖厂宣布关闭。根据世界银行的数据，7 月份欧盟糖价为 0.37 美元/千克，比 2018 年初的 0.40 美元/千克有所下滑；从长期走势来看当前糖价也处于整体低位，致使减产提价意愿较强。美国农业部预测 2019 年欧盟糖产量 1818 万吨，同比下降 12.72%。由于欧盟偏甜的饮食习惯，对食糖消费量非常大，2018 年总消费量 1860 万吨，随着减产预期，预测库销比从 10.34% 下滑至 5.65%。

图 49：欧盟糖出口金额当月值同比下降



资料来源：海关总署

图 50：欧盟与全球糖价走低



资料来源：世界银行，FAO

表 11：欧盟 27 国供需平衡表(千吨)

年份	期初库存	产量	进口量	总供应量	国内消费	出口量	总消费量	期末库存	库销比
2010	2232	16897	2561	21690	17610	2647	17610	1433	8.14%
2011	1433	15939	3755	21127	18040	1113	18040	1974	10.94%
2012	1974	18320	3552	23846	18200	2343	18200	3303	18.15%
2013	3303	16655	3790	23748	18250	1662	18250	3836	21.02%
2014	3836	16020	3262	23118	18500	1552	18500	3066	16.57%
2015	3066	18449	2918	24433	18700	1582	18700	4151	22.20%
2016	4151	14283	3055	21489	18700	1548	18700	1241	6.64%
2017	1241	18314	2942	22497	18750	1509	18750	2238	11.94%
2018	2238	20823	1383	24444	18600	3921	18600	1923	10.34%
2019E	1923	18175	1500	21598	18550	2000	18550	1048	5.65%
2020E	1048	19425	1500	21973	18500	2400	18500	1073	5.80%

资料来源：美国农业部

## 6、总结

**巴西制糖比持续下降。**巴西以绝对领先的出口量，对全球糖格局有最大的影响力。多年来巴西政府为减轻对石油的依赖，大力推广乙醇替代，具体表现为制醇比逐年上升，制糖比逐年下降。灵活燃料汽车的销量扩大为乙醇消费提供了支持。新榨季截至 7 月制糖比仅为 34.95%，为历史新低。7 月份乙醇/汽油比价为 0.62，大幅低于平衡点 0.70，表明当前制醇效益高于制糖，糖厂倾向用甘蔗制醇。叠加汇率、气候等因素，预计 2019/20 榨季巴西糖产量同比下降 24.11%，出口量同比下降 30.50%。

**泰国干旱与库存堆积。**泰国糖出口量多年位居第二。受厄尔尼诺事件影响，泰国正遭遇近 10 年来最严重干旱，多地降雨量大幅低于往年，不利甘蔗生长。美国海洋大气管理局（NOAA）预测出第三季度弱厄尔尼诺概率为 80%，大概率持续全年。库存方面，泰国糖库存量从 2009 年的 256 万吨一路飙升，预测 2019 年达到 698 万吨，库销比高达 273.76%，库存压力大，国内糖价低迷，农户改种其他作物意愿强烈。泰国甘蔗糖业协会预计泰国在 2019/20 榨季将生产约 1300 万吨糖，较上年同期下降 7%。

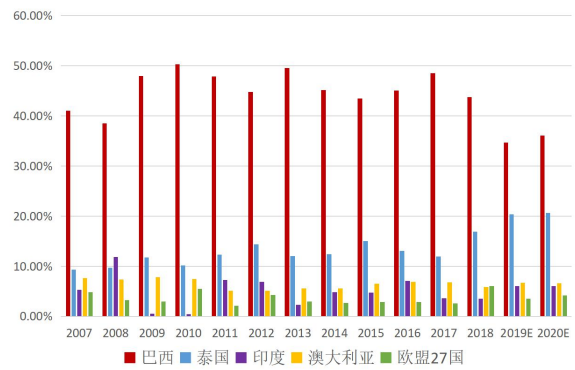
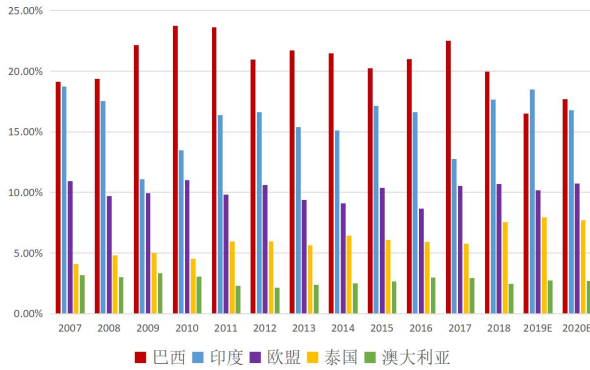
**印度库存堆积如山。**印度新榨季产量预期超越巴西成第一产糖国，但国内矛盾尖锐。预计 2019 年期末库存将达到历史新高的 1758 万吨，占全球期末库存的 34.53%，库存处于堆积如山的地步。印度甘蔗最低收购价由政府制定，但由于糖价低迷，糖厂盈利困难，糖价与甘蔗收购价失衡，糖厂与农户矛盾尖锐。新榨季印度政府积极采取措施去库存，主要是鼓励出口与鼓励甘蔗制醇。通过测算后印度糖出口亏损 1.99 美分/磅，内销亏损 1.22 美分/磅，出口亏损大于内销亏损，出口承压。由于当前印度制醇产业仍处于起步阶段，技术与产能限制将导致无法在短期大量扩大制醇产能，依靠制醇来去糖产量仍需相当的时间来推进。总体来看，印度政府大力补贴食糖出口，对去库存有一定帮助，预测印度 2019 年出口量占比从 3.47%提升至 6.02%。

**澳大利亚生产平稳。**2018 年澳大利亚糖产量 480 万吨，出口糖 380 万吨，预计 2019 年生产出口数据基本保持不变。昆士兰州是主产区，产量占全国 95%。澳大利亚有发达成熟的铁路网，沿着 1530 公里的沿海地带运行以运输甘蔗，从甘蔗砍伐到运输到糖厂一般不超过 24 小时。由于得天独厚的自然环境，澳大利亚整体生产数据平稳，预计 2019 年出口占比从 5.89%提升至 6.73%，出口比重跃居全球第三。

**欧盟 27 国净出口由负转正。**欧盟主要用甜菜作为糖料，甜菜糖产量占全球甜菜糖产量的 47.28%。欧盟在经历 2017/18 榨季糖业政策改革后，解除了含糖食品出口限制，从多年来的食糖进口国转变为出口国。2018 年糖出口量 392.1 万吨，占全球出口 6.08%，由于糖价低迷，出口利润低，预测 2019 年下滑至 3.54%。

图 51：主产国产量占全球比重

图 52：主产国出口量占全球比重



资料来源：美国农业部

资料来源：美国农业部

表 12：全球供需平衡表(千吨)

年份	期初库存	产量	总供应量	总消费量	期末库存	库销比
2010	29836	153184	231281	154926	28028	18.09%
2011	28028	162221	239368	155938	29491	18.91%
2012	29491	172349	250403	160217	35190	21.96%
2013	35190	177833	264467	166437	42288	25.41%
2014	42288	175971	269709	166960	44798	26.83%
2015	44798	177582	272628	168839	48756	28.88%
2016	48756	164868	268377	170238	44095	25.90%
2017	44095	174030	272477	171592	42204	24.60%
2018	42204	194496	291388	174645	52245	29.91%
2019E	52245	178926	282238	174895	50901	29.10%
2020E	50901	180734	282952	177389	47836	26.97%

资料来源：美国农业部

**全球供需情况分析。**①巴西受乙醇/汽油比价低位影响，制糖比持续下降，预计 2019/20 榨季大幅减产和减少出口量。②泰国受干旱天气影响严重，甘蔗生长受阻，库存堆积，新榨季预期减产 7%。③印度库存堆积如山，政府采取鼓励出口与鼓励制醇以去库存，但由于出口亏损与制醇产业不成熟，去库存成效有待观望。④目前没有影响澳大利亚糖产业的明显因素，预期新榨季产量与出口量基本稳定。⑤欧盟 27 国自 2017 年取消出口限制后，出口量大增但糖价暴跌，新榨季削减出口。综合分析 5 个主产国情况，5 大主产国产量占全球 58%，出口量占全球 76%，对全球糖供应有绝对影响力。2019/20 榨季，受油价高涨、恶劣天气、库存堆积、国际糖价低迷等众多因素影响，减产与去库存将成为本年的主旋律。全球食糖价格指数从 2016 年 10 月的 315.31 下滑至 2019 年 7 月的 182.20，表明国际糖价低迷的事实。在主产国减产预期下，下半年有望迎来国际糖周期反转、糖价重新上行的机会。

## 7、投资策略

**投资建议：维持推荐评级。全球供需分析：**①巴西受乙醇/汽油比价低位影响，制糖比



持续下降，预计 2019/20 榨季大幅减产和减少出口量。②泰国受干旱天气影响严重，甘蔗生长受阻，库存堆积，新榨季预期减产 7%。③印度库存堆积如山，政府采取鼓励出口与鼓励制醇以去库存，但由于出口亏损与制醇产业不成熟，去库存成效有待观望。④目前没有影响澳大利亚糖产业的明显因素，预期新榨季产量与出口量基本稳定。⑤欧盟 27 国自 2017 年取消出口限制后，出口量大增但糖价暴跌，新榨季削减出口。

**减产与去库存将成为本年的主旋律。**综合分析 5 个主产国情况，5 大主产国产量占全球 58%，出口量占全球 76%，对全球糖供应有绝对影响力。2019/20 榨季，受油价高涨、恶劣天气、库存堆积、国际糖价低迷等众多因素影响，减产与去库存将成为本年的主旋律。全球食糖价格指数从 2016 年 10 月的 315.31 下滑至 2019 年 7 月的 182.20，表明国际糖价低迷的事实。在主产国减产预期下，下半年有望迎来国际糖周期反转、糖价重新上行的机会。因此，维持推荐评级。

**投资策略：根据主产国预期减产，糖价有望重新上行，建议关注以下投资主线：**

国内糖业相关上市公司共有 5 家，分别为：中粮糖业（600737）、\*ST 南糖（000911）、粤桂股份（000833）、广东甘化（000576）、华资实业（600191）。

在五大主产国减产，糖价上行时期，国内糖企将直接受益。在糖价低迷期贸易糖能为企业业绩提供支撑，在糖价上行期自产糖为盈利提供强大动力，同时拥有自产糖与贸易糖的企业受益更为明显。其中中粮糖业为糖企龙头，拥有 100 万吨的自营产能与 200 万吨的贸易量；粤桂股份自营产能 9.5 万吨，贸易糖 32 万吨。综合分析后维持中粮糖业（600737）推荐评级，同时首次给予与粤桂股份（000833）推荐评级。

表 13：A 股上市糖企 2018 产能估算对比

公司	自产糖（万吨/年）	贸易糖（万吨/年）	库存量（万吨）
中粮糖业（600737）	99.43	200	34.64
粤桂股份（000833）	9.47	31.88	1.64
ST 南糖（000911）	60.2		7.67
广东甘化（000576）		6.87	
华资实业（600191）		0.78	

资料来源：公司公告

## 8、风险提示

油价大幅下降、恶劣天气影响、泰国和印度大幅抛售库存、各国进出口新政策等。

表 14：重点公司盈利预测（截至 2019/9/4）

股票代码	股票名称	股价(元)	EPS（元）			PE			评级	评级变动
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E		
600737	中粮糖业	9.49	0.24	0.32	0.51	40.3	30.1	18.5	推荐	维持
000833	粤桂股份	5.59	0.13	0.15	0.20	42.2	36.7	27.9	推荐	首次

资料来源：东莞证券研究所



**东莞证券研究报告评级体系：**

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

**分析师承诺：**

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**声明：**

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真：（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn