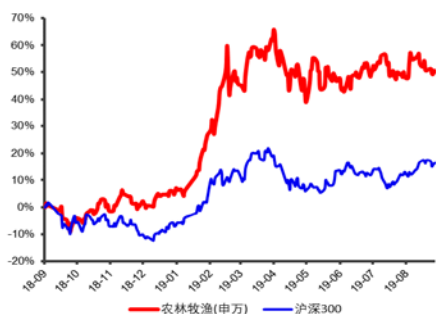


农林牧渔

## 白糖：由熊转牛过渡期，彻底反转仍需天时地利人和

### 走势对比



### 推荐公司及评级

中粮糖业：买入

证券分析师：周莎

E-MAIL: zhousha@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518040002

### 报告摘要

1、预计 19/20 榨季是全球产能由增到减的过渡期，糖市预计由熊转牛。

基于目前新榨季的生产进度，我们认为在糖价连续低迷了两个榨季的情况下，19/20 榨季影响全球糖供应量的利空因素在增加，多数国家的增产动力不足，降库存动力增大，全球产能由增到减，包括 USDA 在内的诸多机构也认为 19/20 榨季全球糖供需压力将有所减轻。

2、糖市彻底反转仍需多方因素配合，糖价转折点和糖价的价格区间主要受印度和巴西影响。

糖市反转仍有不确定因素。巴西糖醇比在国际油价的影响下具有不确定性、厄尔尼诺对印度产量的影响、印度出口补贴政策力度和库存量变动等是影响糖市反转的主要矛盾，其他主产国如泰国和中国的库存和出口因素对糖价走势无法形成巨大影响，糖市的彻底反转仍需天气、政策、油价等多方配合。

全球糖价格的底部由印度决定，印度大量的低价补贴糖冲击了国际市场糖价，若印度补贴力度加强，那么国际糖价可能被长期压制；糖价上限受巴西糖醇比影响，巴西糖醇比短时间内能够改变世界糖的供应量，若原油价格在 2019H2 一路走高，那么巴西的榨糖量下降后将在短期内降低全球糖供应量。

### 标的推荐

重点推荐中粮糖业。公司盈利能力的增长与糖价伴行，基于对

白糖：由熊转牛过渡期，彻底反转仍需天时地利人和

19/20 榨季是全球产能由增到减的过渡期，糖市预计由熊转牛的判断，我们认为公司作为国内糖业龙头，充分受益于糖价反转，业绩有望快速增长。

风险提示

- 1、气候突变或突发自然灾害将对全球甘蔗或甜菜产量产生巨大影响，相关上市公司盈利可能不达预期；
- 2、进口政策或甘蔗收购政策的变动可能影响国内榨糖企业的盈利情况；
- 3、汇率的变动或相关国家的政局变动等可能对国际糖贸易流动产生不利影响；
- 4、国际大宗商品价格的波动尤其是原油价格涨跌将影响巴西榨糖量，最终影响全球糖供应量。

## 目录

一、全球糖产业概况 .....	6
二、巴西印度两大主产国是糖周期的关键.....	7
（一）巴西：糖醇比是巴西在短期内快速影响全球供应的因素.....	7
（二）印度：天气和出口量是印度影响全球供应的重要因素.....	11
（三）泰国糖产业 .....	16
三、中国糖产业 .....	18
（一）国内白糖供需 .....	18
（二）相关政策 .....	20
四、19/20 榨季全球糖供需形势预判 .....	22
五、标的推荐 .....	24
六、风险提示 .....	25

## 图表目录

图表 1 2018 年全球糖品种结构.....	6
图表 2 2018 年全球糖产量分布.....	6
图表 3 糖主要消费国家（千吨）.....	6
图表 4 全球糖产量与总消费量（千吨）.....	6
图表 5 国际原糖均价（美分/磅）.....	7
图表 6 巴西甘蔗种植分布.....	7
图表 7 甘蔗制备乙醇和糖的流程图.....	8
图表 8 巴西汽车所用动力源分类（辆）.....	9
图表 9 巴西乙醇产量（百万加仑）.....	9
图表 10 2017~2019 圣保罗州醇油比.....	9
图表 11 布伦特原油期货结算价（美元/桶）.....	9
图表 12 巴西南部主产区糖醇比变化.....	10
图表 13 巴西糖产量（千吨）.....	10
图表 14 巴西糖出口量（千吨）.....	10
图表 15 巴西糖供需平衡表（千吨）.....	10
图表 16 印度甘蔗产区图.....	11
图表 17 中国国家气候中心对全球海洋的监测报告.....	12
图表 18 厄尔尼诺年份印度糖产量（千吨）.....	12
图表 19 各榨季印度糖进出口量（千吨）.....	13
图表 20 各榨季印度糖产量和消费量（千吨）.....	13
图表 21 印度糖期末库存量（千吨）.....	13
图表 22 原糖价格（美分/磅）.....	14
图表 23 印度甘蔗定价政策演变.....	14
图表 24 印度甘蔗最低支持价格（印度卢比/百公斤）.....	15
图表 25 印度糖供需平衡表（千吨）.....	16
图表 26 泰国甘蔗种植面积及单产.....	16
图表 27 泰国玉米和甘蔗的农场交易价格.....	16
图表 28 泰国糖总产出（千吨）.....	17
图表 29 泰国国内糖消费量（千吨）.....	17
图表 30 泰国糖出口量（千吨）.....	17
图表 31 泰国糖期末库存量（千吨）.....	17

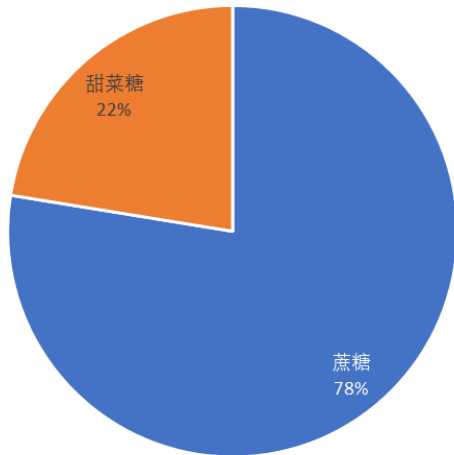
白糖：由熊转牛过渡期，彻底反转仍需天时地利人和

图表 32 泰国糖供需平衡表（千吨）	17
图表 33 18/19 榨季各省甘蔗糖产量比重	18
图表 34 蔗糖和甜菜糖产出占比（万吨）	18
图表 35 00/01 榨季至今中国糖产量（万吨）的规律性变化	19
图表 36 中国白糖总消费量（千吨）	19
图表 37 中国糖进口量（万吨）	20
图表 38 中国糖供需平衡表（千吨）	20
图表 39 广西甘蔗收购价（元/吨）	21
图表 40 全球机构对 19/20 榨季的糖供需缺口判断	22
图表 41 全球糖供需平衡表（万吨）	23
图表 42 巴西印度决定全球糖价的上限和下限	23
图表 43 公司食糖销售量（万吨）	24
图表 44 公司归母净利与糖价走势	24
图表 45 公司营收与糖价走势	24

## 一、全球糖产业概况

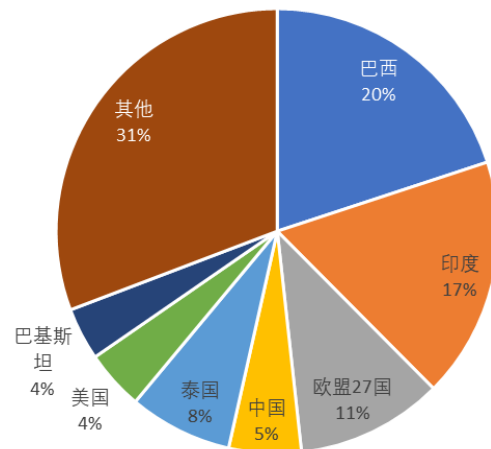
糖是工业生产和日常生活不可或缺的原料，从糖种类来看，甘蔗糖在全球的占比约在 80%；从生产国来看，全球前 5 大产糖国家合计占比在近五个榨季均在 60% 左右，其中欧盟以生产甜菜糖为主，其余 4 大产糖国以甘蔗糖为主。

图表 1 2018 年全球糖品种结构



资料来源：USDA 太平洋证券

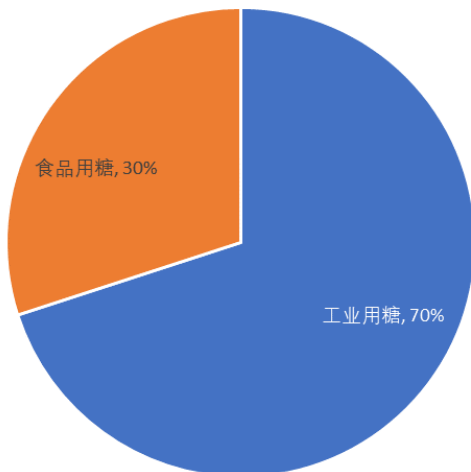
图表 2 2018 年全球糖产量分布



资料来源：USDA 太平洋证券

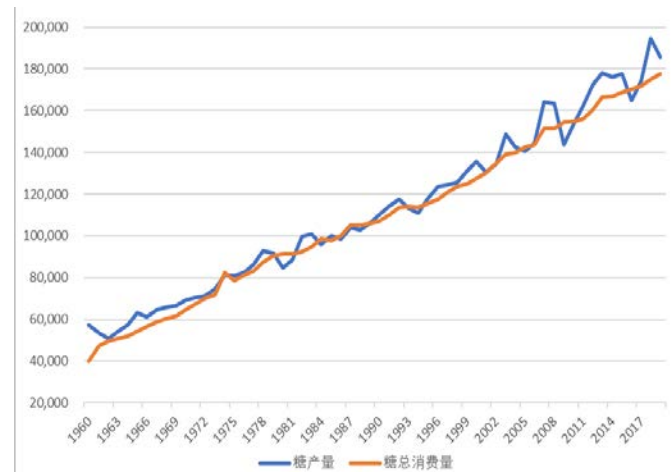
**供给决定价格。**糖的需求来源于家庭需求和工业需求，两者占比分别为 30% 和 70%。从全球看，糖的需求量没有明显的周期性变化，而产量有明显的周期性波动，因此全球糖的供需缺口在于供给端变化，需求对糖价的影响较小。

图表 3 糖主要消费国家 (千吨)



资料来源：USDA，太平洋证券整理

图表 4 全球糖产量与总消费量 (千吨)



资料来源：USDA，太平洋证券整理

图表 5 国际原糖均价（美分/磅）



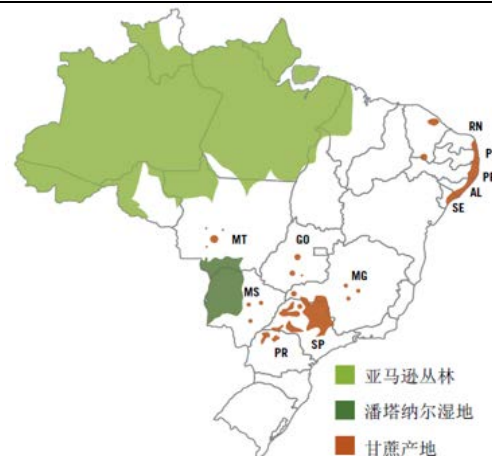
资料来源：Wind，太平洋证券整理

## 二、巴西印度两大主产国是糖周期的关键

### （一）巴西：糖醇比是巴西在短期内快速影响全球供应的因素

从地域分布来看，巴西中南部地区，尤其是圣保罗州的食糖生产在巴西食糖生产中占有重要地位，产量占全国的 80% 以上。从榨季时间来看，东北部榨季为 9 月~下年 4 月，中南部榨季为每年 5~12 月。因此一年两次收割、全年均可榨糖使巴西糖和乙醇产量均为全球领先。

图表 6 巴西甘蔗种植分布



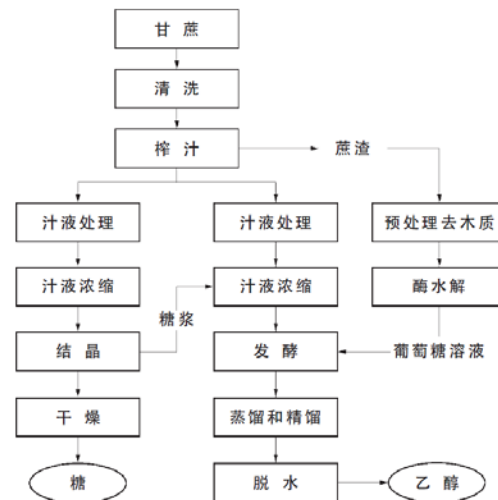
资料来源：UNICA，太平洋证券整理

20 世纪 70 年代的石油危机给巴西经济以沉重打击，为减少对石油进口的依赖，实现能源多元化，巴西政府制定了以甘蔗为主要原料的酒精燃料发展计划，目前巴西已成为全球乙醇燃料第二大生产国和第一大出口国。巴西生物乙醇的生产是通过

白糖：由熊转牛过渡期，彻底反转仍需天时地利人和

各种手段使糖类或者淀粉糖化，然后添加酶进行发酵，最后再通过蒸馏脱水等技术来获得生物乙醇，在巴西工厂内可同时榨糖和制作乙醇燃料。

图表 7 甘蔗制备乙醇和糖的流程图



资料来源：中国知网，太平洋证券整理

巴西工厂内可同时榨糖和发酵乙醇，因此巴西的糖醇比（榨糖用蔗和发酵乙醇用蔗的比重）对巴西糖产量起关键性作用，同时也是短时间内使全球白糖产量快速增长或下跌的最大因素。

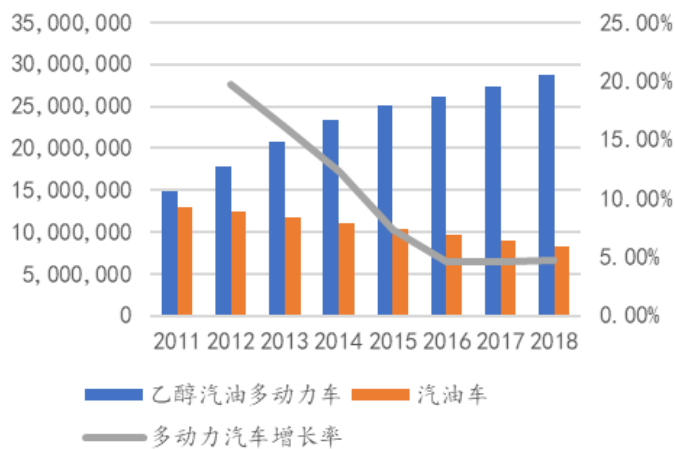
巴西的醇油比直接影响乙醇产量，进而间接影响巴西糖产量。近年来巴西乙醇汽油多动力车数量持续增长，2018 年已经接近 3000 万辆，持续增长的多动力车为乙醇提供巨大需求。

多动力车能燃烧汽油或乙醇，因此乙醇和汽油的性价比影响了消费者的需求。对原油作为汽油的上游产品直接影响汽油的价格，一般醇油比（燃料乙醇价格/汽油价格）平衡点大约为 0.7，当醇油比在 0.7 及以上，考虑到乙醇热值为汽油的 2/3，且保存期较短，又容易造成发动机拥堵等缺点，消费者倾向于选择汽油；当醇油比低于 0.7，尤其是在 0.65 及以下时，消费者倾向于选择燃料乙醇。

2017 年布伦特原油价格处近几年低位，较低的汽油价格使燃烧乙醇并不具备高性价比，因此醇油比比较高；2018 年原油价格上涨，醇油比下降，意味着燃烧乙醇更划算，因此 2018 年巴西乙醇产量同比有较为明显的上涨；2019 上半年布伦特原油价格同比相对于 2018 年略有下跌，预计 2019 年醇油比相对于 2018 年，仍旧保持或略微升高，即乙醇产量保持 2018 年增速或略微放缓。

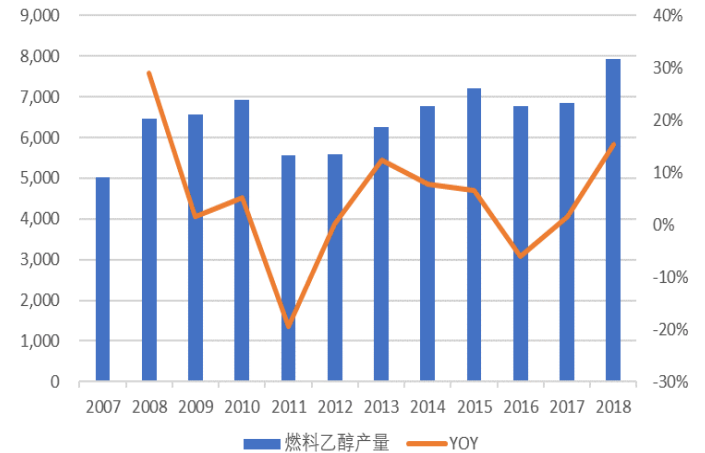


图表 8 巴西汽车所用动力源分类 (辆)



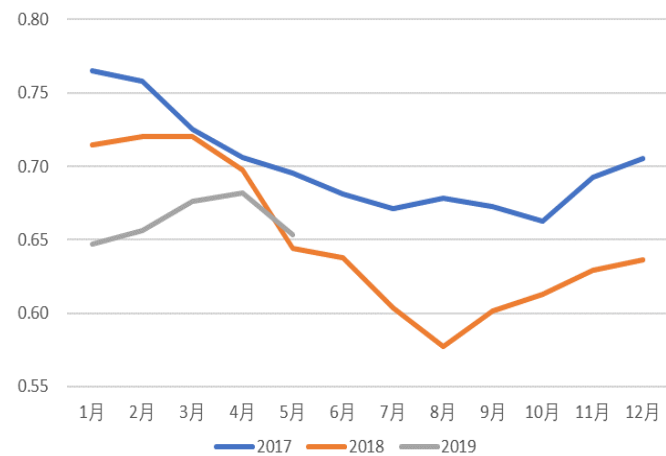
资料来源: UNICA, 太平洋证券整理

图表 9 巴西乙醇产量 (百万加仑)



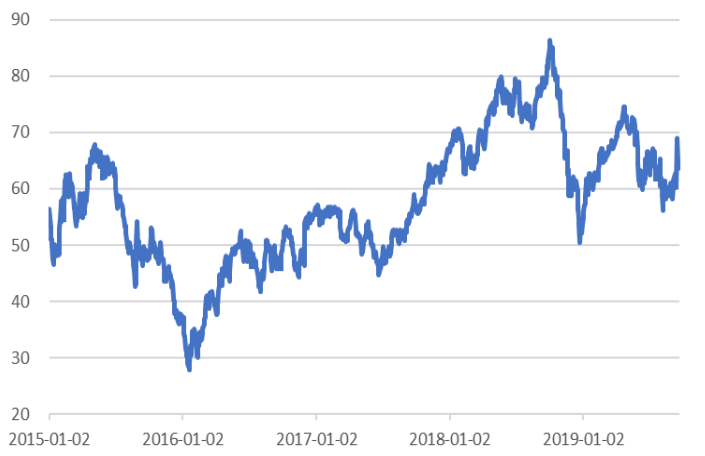
资料来源: usda, 太平洋证券整理

图表 10 2017~2019 圣保罗州醇油比



资料来源: UNICA, 太平洋证券整理

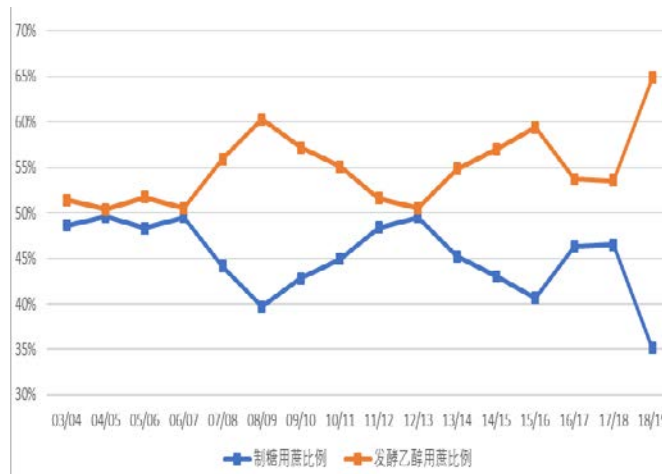
图表 11 布伦特原油期货结算价 (美元/桶)



资料来源: wind, 太平洋证券整理

再从糖醇比变化看, 18/19 榨季巴西的制糖用蔗的比例已经有了快速下降, 而据巴西甘蔗行业协会和 USDA 最新预测, 19/20 榨季巴西制糖用蔗比例会进一步降低, 南部主产区的制糖比例可能由 35% 增至 38%, 发酵乙醇的比例由 65% 降至 62%。

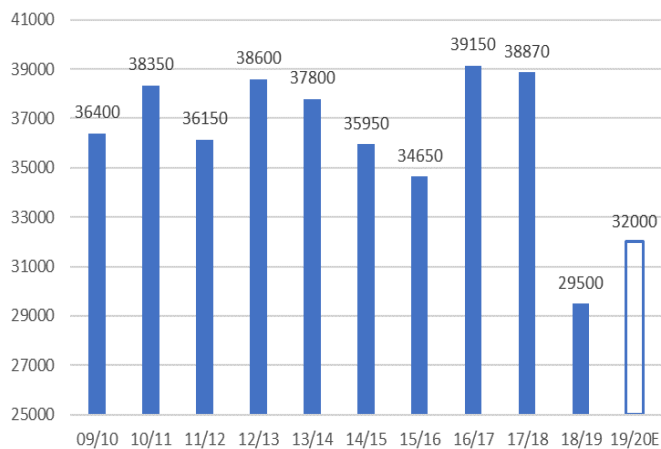
图表 12 巴西南部主产区糖醇比变化



资料来源: unica, 太平洋证券整理

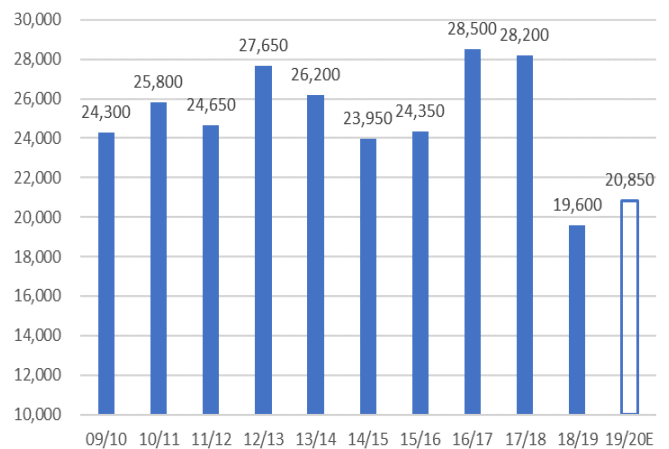
因此，基于 2019 年巴西醇油比可能的上升预期，预计 19/20 榨季巴西糖产量存在略微上升的预期，USDA 预计 19/20 榨季巴西糖产量约 3200 万吨，出口量增长至 2085 万吨，但产量和出口量仍为近 10 个榨季较低水平。后期更应密切关注巴西醇油比和糖醇比，汽油价格变动向醇油比和糖醇比的传导在数周内即可实现，因此在短时间内即可改变全球糖供应量。

图表 13 巴西糖产量 (千吨)



资料来源: usda, 太平洋证券整理

图表 14 巴西糖出口量 (千吨)



资料来源: usda, 太平洋证券整理

图表 15 巴西糖供需平衡表 (千吨)

年份	产量	进口量	总供给量	出口量	总消费量	产需差额	期末库存	年末库存/消费量
2011/2012	35750	0	35465	24650	11500	23965	-285	-
2012/2013	38600	0	38315	27650	11200	27115	-535	-
2013/2014	37800	0	37810	26200	11260	26550	350	3.11%
2014/2015	35850	0	36200	24550	11300	24900	350	3.10%
2015/2016	34650	0	35600	24350	10900	24700	350	3.21%
2016/2017	39150	0	39500	27770	10900	28600	830	7.61%

白糖：由熊转牛过渡期，彻底反转仍需天时地利人和

2017/2018	38870	0	39720	28200	10600	29120	920	8.68%
2018/2019	29500	0	30420	19600	10600	19820	220	2.08%
2019/2020E	32000	0	32220	20850	10650	21570	720	6.76%

资料来源：usda，太平洋证券整理 注：总供给量为产量+期初库存

## （二）印度：天气和出口量是印度影响全球供应的重要因素

从区域来看，印度甘蔗主要种植区是在北部的恒河平原；按邦来看，北方邦是全国最大的甘蔗产区，18/19榨季北方邦甘蔗产量占全国的50%左右，南部的卡邦和马邦甘蔗产量合计占比30%~40%，南北两大主产区几乎控制全国糖产业，榨季为10月~下年5月。

图表 16 印度甘蔗产区图



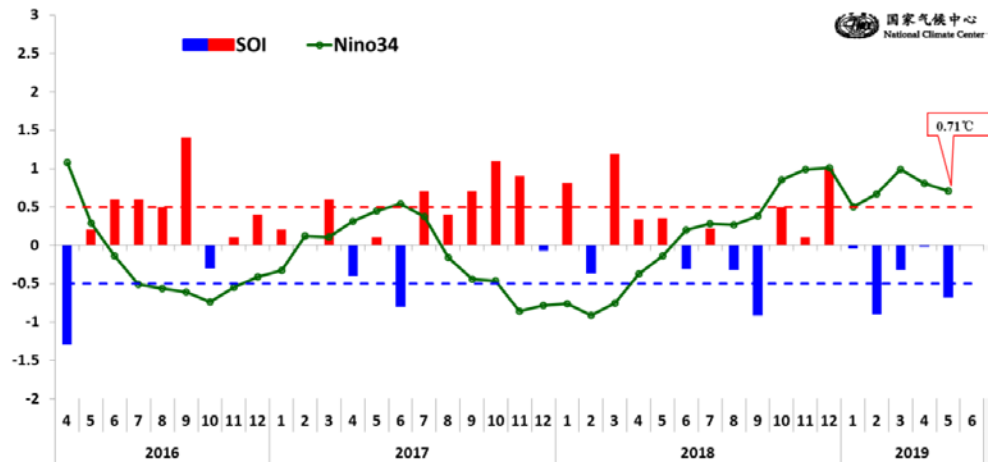
资料来源：互联网，太平洋证券整理

### 1、气候因素

6月各国气象厅最新预测表明2019年厄尔尼诺现象发生的概率很大。日本气象厅表示今夏发生厄尔尼诺现象的概率为70%，秋冬厄尔尼诺现象发生概率60%；澳大利亚气象局认为，今年厄尔尼诺现象概率为50%，是正常水平的2倍；美国气象局表示北半球今夏发生厄尔尼诺概率为66%，厄尔尼诺持续至秋冬季的概率在50~55%。

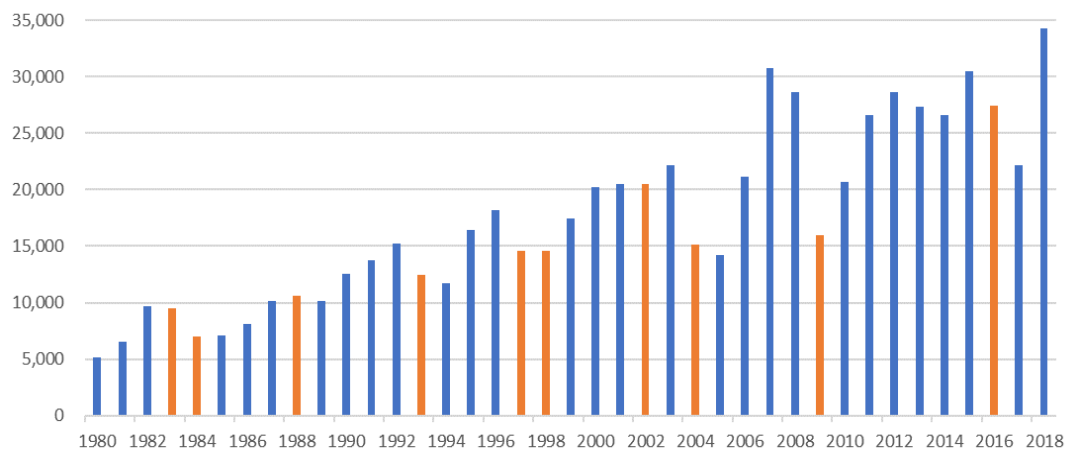
从国家气候中心监测数据来看，当前两个指标均处于厄尔尼诺发生的区域内（Nino3.4≥0.5，SOI<0），且已经持续5个月，表明当前全球处于厄尔尼诺现象当中。而1980年至今，在强厄尔尼诺年份中，印度糖产量大概率持平或负增长。

图表 17 中国国家气候中心对全球海洋的监测报告



资料来源：国家气候中心，太平洋证券整理

图表 18 厄尔尼诺年份印度糖产量（千吨）



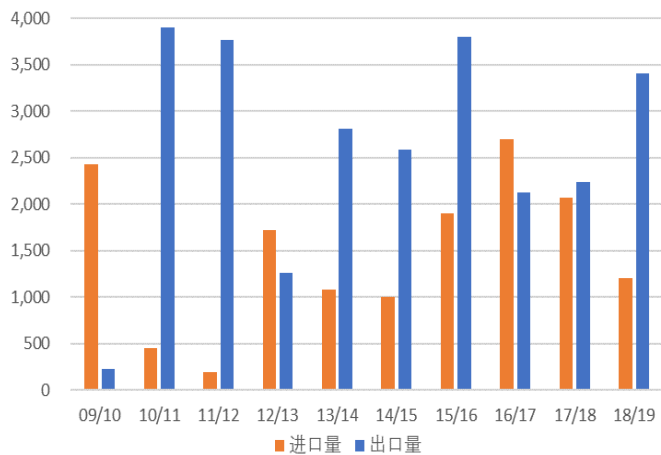
资料来源：usda，太平洋证券整理

## 2、政策因素

### 1) 出口政策

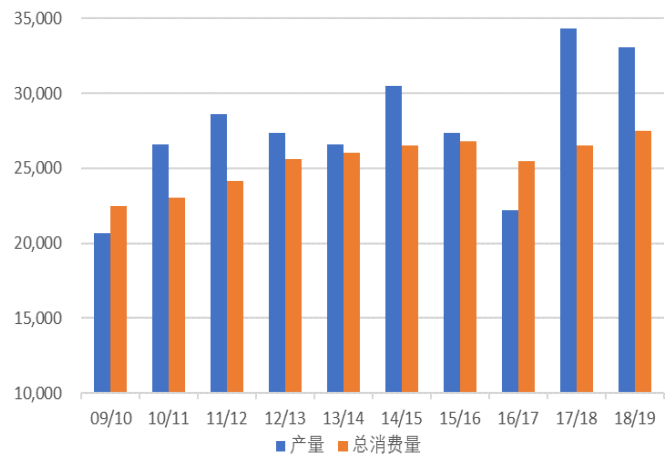
从糖的总体生产和消费看，印度是全球第一大糖类消耗国，国内消费占生产量的比例很大。因此当印度国内出现供需缺口时，则加大进口，成为糖进口国；若供给量大于需求量，则政府转而鼓励出口。

图表 19 各榨季印度糖进出口量 (千吨)



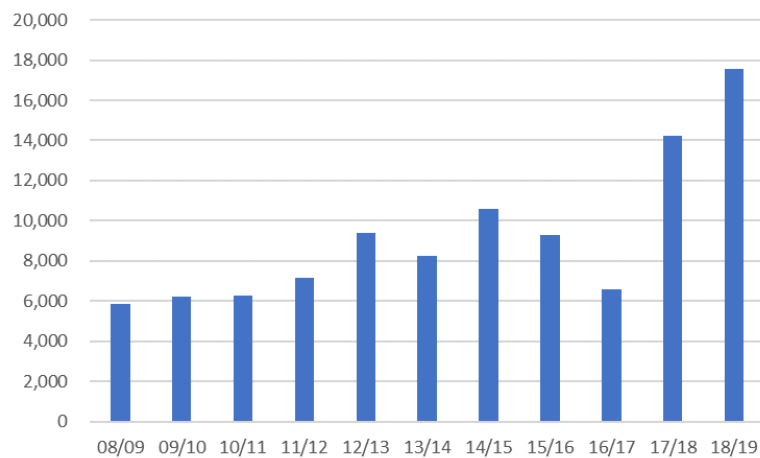
资料来源: USDA, 太平洋证券整理

图表 20 各榨季印度糖产量和消费量 (千吨)



资料来源: USDA, 太平洋证券整理

图表 21 印度糖期末库存量 (千吨)



资料来源: USDA, 太平洋证券整理

18/19 榨季印度糖期末库存到达史无前例的高位，约为 1700 万吨，因此 2019 年印度极有可能出台相关出口补贴政策以刺激出口量。2018 年 9 月印度政府通过 550 亿印度卢比补贴来实现 500 万吨糖出口的计划，补贴的范围包括糖厂出口、运输、甘蔗收购补贴等。

2019 年 2 月印度上调糖厂的最低出厂价，由 29000 印度卢比/吨上调至 31000 印度卢比/吨，以 1 美元=69 印度卢比折算，则在印度国内的糖价约为 20.42 美分/磅，加上补贴后，印度出口糖价在 14 美分/磅以下，长期压制国际糖价。

图表 22 原糖价格（美分/磅）



资料来源：wind，太平洋证券整理

随着莫迪连任，印度的出口补贴政策将大概率延续，但 19/20 榨季却因为 18/19 榨季的降库存而补贴基数降低。因此即使补贴力度持续，但补贴基数的降低也能印度补贴糖对国际糖价的冲击。此外，由于印度的持续补贴已经引起 WTO 成员国不满，因此后续印度出口补贴政策幅度上调的可能性不大，大概率是与本榨季持平或下调。

## 2) 甘蔗定价政策

与中国的粮食托市政策类似，印度政府与各州政府、制糖业和甘蔗种植者协会的磋商，为甘蔗制定了最低支持价格(minimum support price, 简称 MSP); 一些州政府将在 MSP 的基础上提高 30%及以上，称为地方指导价格 (state advised price, 简称 SAP); 在 09~10 榨季，印度又启动了最低收购价制度 (fair and remunerative price, 简称 FRP)。因此，糖厂的甘蔗收购价格是依靠政府规定价格而不是市场定价而决定的。

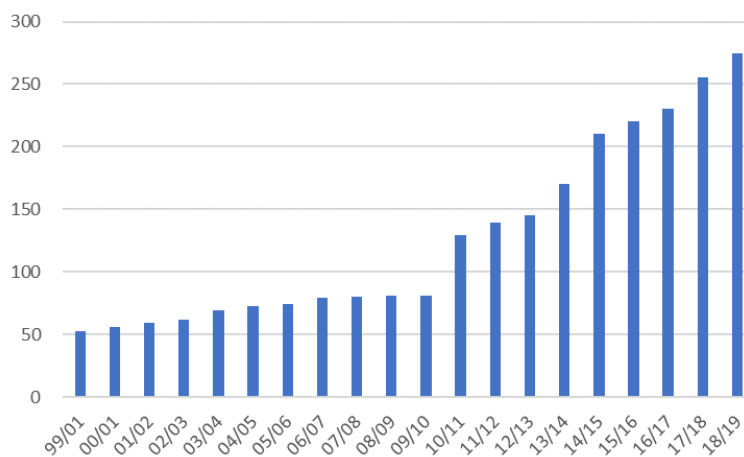
图表 23 印度甘蔗定价政策演变



资料来源：农产品期货网，太平洋证券整理

随着国家对甘蔗种植支持力度越来越大，甘蔗已经成为印度种植效益最高的经济作物。由于印度甘蔗收购价和糖售价并非联动，因此糖价低迷和成本高企使印度糖厂大量亏损，无法偿还农民的蔗款。截至 2019 年 4~5 月，糖厂拖欠的蔗款创历史新高，累计达到 3030 亿印度卢比(约 43.8 亿美元)，相当于蔗农超过一年未获得劳动收入，北方邦拖欠甘蔗款 1080 亿印度卢比(约 15.6 亿美元)。因此，当前糖厂的巨大亏损和未来政府对糖厂出厂价的政策调整都有可能对印度糖产量有重要影响。

**图表 24 印度甘蔗最低支持价格（印度卢比/百公斤）**



资料来源：ISMA，太平洋证券整理

### 3) 发展替代性能源政策

为了减少对原油进口的依赖，2017 年 11 月，印度批准了乙醇混合(EBP)计划下乙醇价格的修订，同时将自甘蔗汁生产的乙醇价格提高 25%，由 47.13 卢比/升涨至 59.13 印度卢比/升，由 18/19 榨季生效。目前已有近 200 家糖厂申请无息贷款以扩建和新建乙醇产能。由于新建乙醇产能需至少一年的时间，预计 19/20 榨季影响开始显著。同时，政府于 2019 年 3 月宣布增加 1290 亿印度卢比的软贷款以提高糖厂的乙醇产能，并计划于 2022 年实现汽油中 10%的乙醇掺混比。预计在接下来的几个榨季，由于政策导向因素，更多甘蔗将用来产乙醇。

受 2019 年厄尔尼诺现象发生以及出口补贴政策持续实施的强烈预期，美国农业部下调印度 19/20 榨季的产量和库存量，上调出口量，产量 3030.5 万吨，出口量 350 万吨。



图表 25 印度糖供需平衡表 (千吨)

年份	产量	进口量	总供给量	出口量	总消费量	产需差额	期末库存	年末库存/消费量
2011/2012	28300	0	34341	2600	25500	8841	6241	24.47%
2012/2013	27337	837	35337	964	25000	10337	9373	37.49%
2013/2014	27045	0	36418	1800	26000	10418	8618	33.15%
2014/2015	29483	750	38460	900	27000	11460	10560	39.11%
2015/2016	27385	1900	39892	3800	26800	13092	9292	34.67%
2016/2017	21930	1700	32922	1200	25600	7322	6122	23.91%
2017/2018	34309	2054	42950	2236	26500	16450	14214	53.64%
2018/2019	33070	1200	48484	3400	27500	20984	17589	63.96%
2019/2020E	30305	1000	48889	3500	28500	20389	16889	59.26%

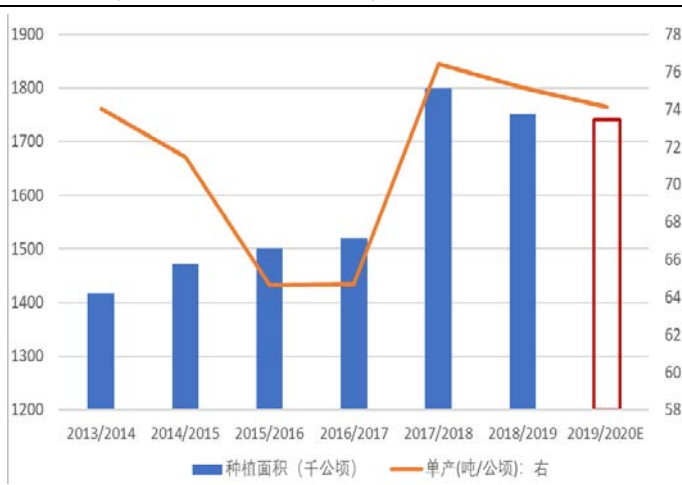
资料来源: USDA, 太平洋证券整理

### (三) 泰国糖产业

泰国是第四大甘蔗生产国，甘蔗产量已过亿吨，仅次于巴西、印度和中国，并成为全球第三大白糖出口国。全国分中部、南部、东部、北部和东北部 5 个地区，蔗地主要分布在中部和东北部，有 27 个府产蔗。泰国榨季为 11~12 月至次年 5~6 月。

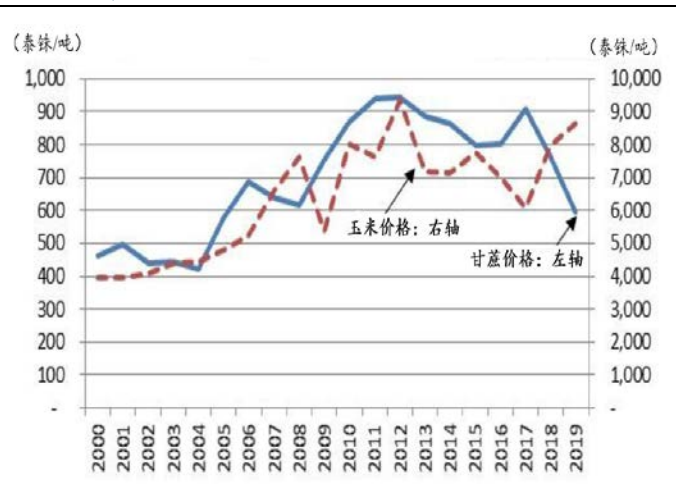
19/20 榨季泰国糖产量预期下降。由于糖价多年低迷，而玉米价格持续上涨，因此蔗农改种玉米使甘蔗种植面积持续降低，而糖价低迷也使农民持续保留旧甘蔗宿根，限制产量增长。

图表 26 泰国甘蔗种植面积及单产



资料来源: USDA, 太平洋证券整理

图表 27 泰国玉米和甘蔗的农场交易价格

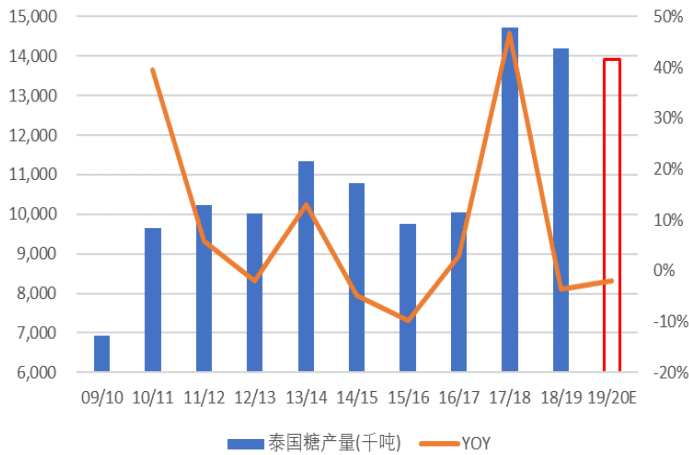


资料来源: USDA, 太平洋证券整理

泰国作为世界第三大产糖国，产量与消费量都较为稳定，与印度和巴西相比，泰国糖产量、库存量以及政策等都不会对世界糖的供需产生剧烈冲击，对糖价的影响程度也较小。

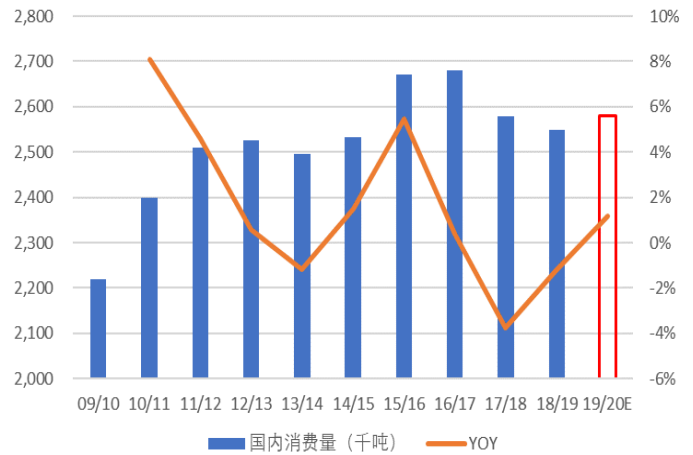


图表 28 泰国糖总产出 (千吨)



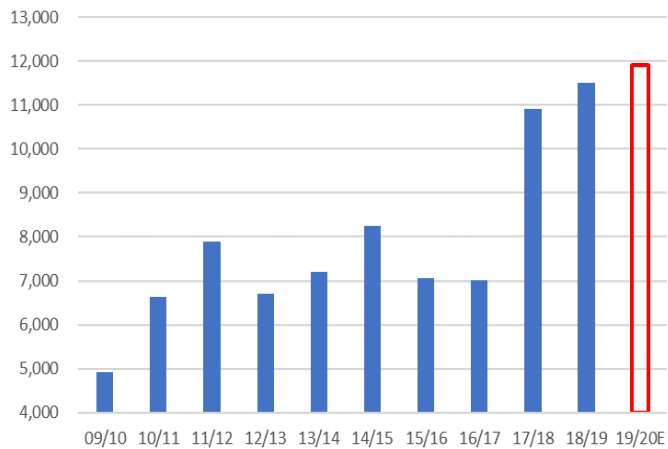
资料来源: USDA, 太平洋证券整理

图表 29 泰国国内糖消费量 (千吨)



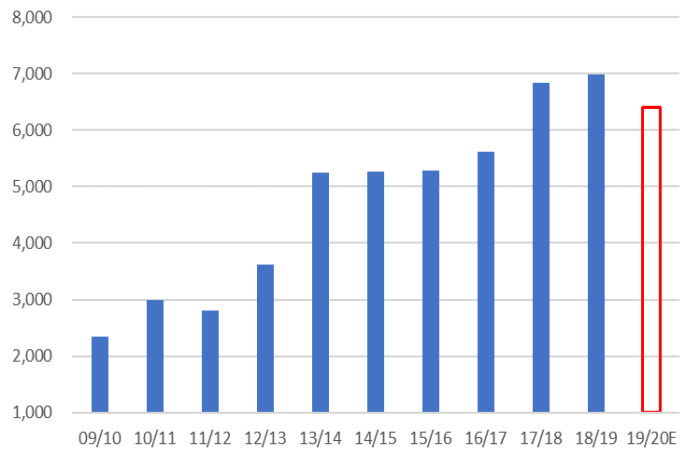
资料来源: USDA, 太平洋证券整理

图表 30 泰国糖出口量 (千吨)



资料来源: usda, 太平洋证券

图表 31 泰国糖期末库存量 (千吨)



资料来源: usda, 太平洋证券

图表 32 泰国糖供需平衡表 (千吨)

年份	产量	进口量	总供给量	出口量	总消费量	产需差额	期末库存	年末库存/消费量
2011/2012	10235	0	13218	7898	2510	10708	2810	111.95%
2012/2013	9900	0	12710	8000	2650	10060	2060	77.74%
2013/2014	11333	0	14949	7200	2495	12454	5254	210.58%
2014/2015	10970	0	16224	8000	2500	13724	5724	228.96%
2015/2016	9743	0	15006	7055	2670	12336	5281	197.79%
2016/2017	10000	0	15281	8000	2750	12531	4531	164.76%
2017/2018	14710	0	20328	10905	2580	17748	6841	265.16%
2018/2019	14190	0	21031	11500	2550	18481	6981	273.76%
2019/2020E	13900	0	20881	11900	2580	18301	6401	248.10%

资料来源: USDA, 太平洋证券整理

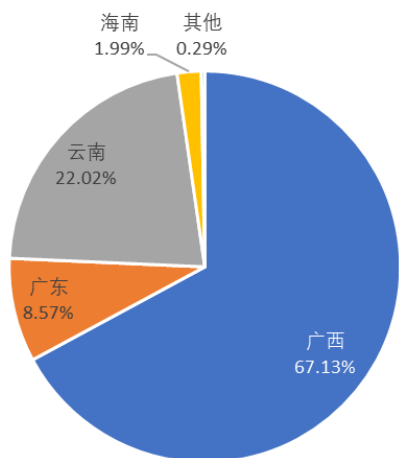
### 三、中国糖产业

#### (一) 国内白糖供需

##### 1、供应

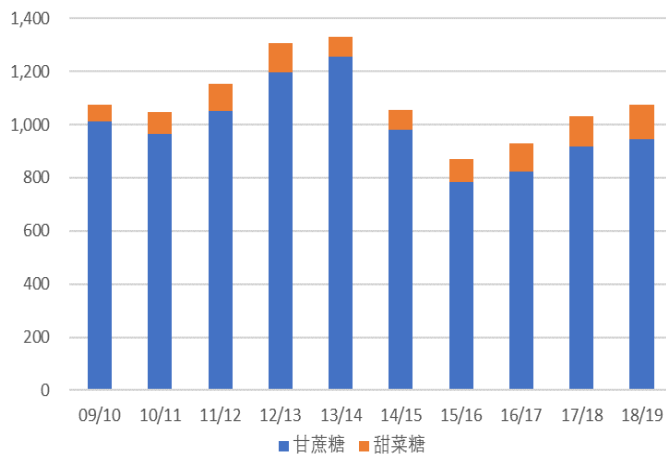
我国糖的总体产出主要分为蔗糖和甜菜糖，其中甜菜糖在近三个榨季占总产出比例仅为 10% 左右，主要分布在新疆和内蒙古地区，占我国甜菜种植面积的 95% 以上。蔗糖产量占糖总产出的 90% 左右，是我国最主要的产糖来源。我国蔗糖的四大主产区包括广西、云南、广东、海南，其中广西产糖量占全国糖总量比重为 67%，是我国蔗糖第一大主产区。

图表 33 18/19 榨季各省甘蔗糖产量比重



资料来源：中国糖业协会，太平洋证券整理

图表 34 蔗糖和甜菜糖产出占比 (万吨)



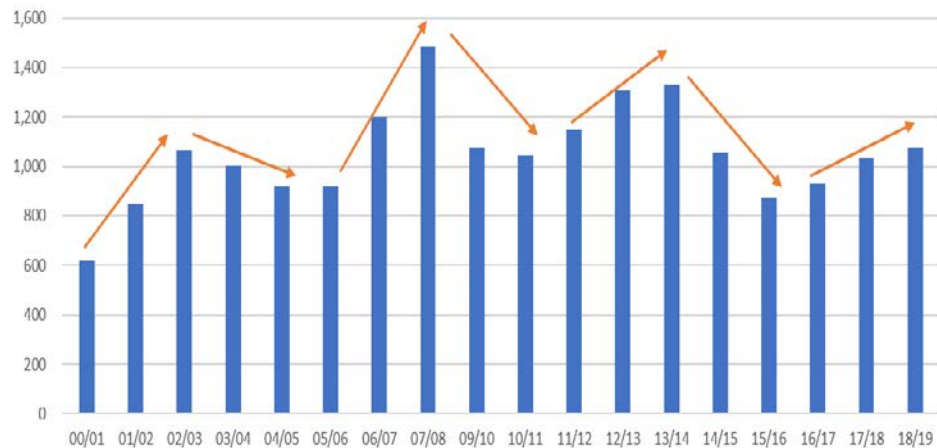
资料来源：中国糖业协会，太平洋证券整理

**周期波动规律较强。**我国食糖生产整体上体现出“增产—降价—减产—涨价—增产”的周期性特点。与生猪养殖行业类似，糖料产量受到上年食糖价格的影响，上年食糖价格上升或是高峰时，蔗农增加种植面积和资金投入，导致当年食糖产量大幅增加；在上一年食糖价格下降时，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。

受甘蔗宿根的自身生长规律影响，国内糖产量表现为 5~6 年一个周期，糖周期食糖产量连增基本不超三年，2019 年正处于国内食糖产量连增尾声和糖价下跌末期。

白糖：由熊转牛过渡期，彻底反转仍需天时地利人和

图表 35 00/01 榨季至今中国糖产量（万吨）的规律性变化

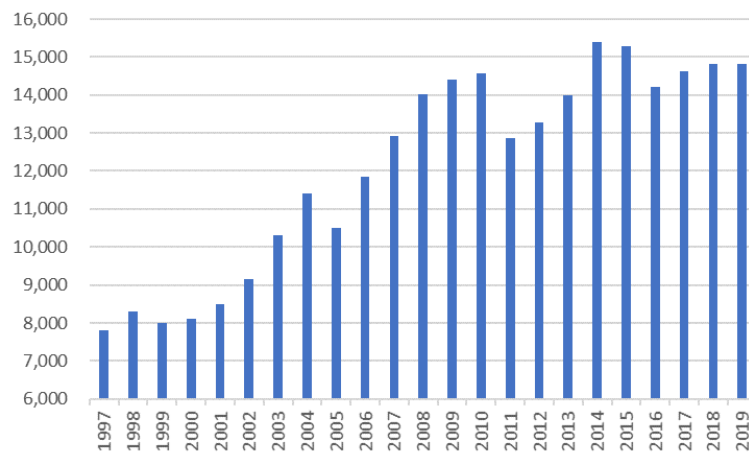


资料来源：中国糖业协会、太平洋证券整理

## 2、需求情况

从需求端看，自改革开放以来，随着我国经济的不断发展，白糖消费大致经历了两个阶段。第一阶段从1997-2008年，食糖的消费随国内经济与国民可支配收入同比增长，由742.2万吨增长到1397.1万吨。第二阶段从2008年至今，由于人口数量的稳定和对食堂需求的满足度，白糖消费日趋稳定，近几年一直保持在1300万~1500万吨的量级。

图表 36 中国白糖总消费量（千吨）

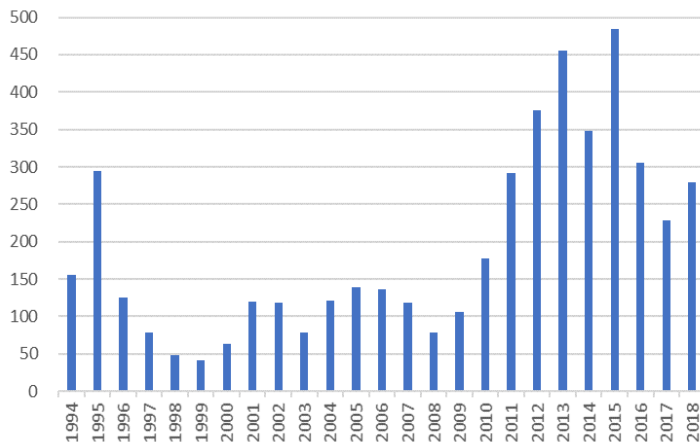


资料来源：wind，太平洋证券整理

## 3、进口情况

2018/2019 榨季进口糖 290 万吨，占国内总产量的 27.1%，进口量占总产量比重较大使我国糖价走势不仅受国内供求的影响，同时也受国际糖价的影响。

图表 37 中国糖进口量 (万吨)



资料来源：海关总署，太平洋证券整理

目前走私糖对国内食糖市场秩序的干扰作用较小。由于国内外糖价的巨大价差，边境走私猖獗，故 2017 年起海关和海警局等联合开展农产品反走私综合治理，在广西、云南和东南沿海加大对食糖走私的打击力度，着力切断“购、运、储、销”走私链条，目前走私糖对国内食糖市场秩序的干扰作用较小。

广西甘蔗单产的提升使 18/19 榨季的糖产量增长至 1076 万吨，由于糖料收购价稳定，糖农种植积极性延续；2019/2020 榨季糖料种植面积微增 0.3%，糖产量预计增长至 1088 万吨，而广西在 2019 年 4 月颁布的甘蔗收购价市场化的政策的影响在未来几个榨季逐步显现。

图表 38 中国糖供需平衡表 (千吨)

年份	产量	进口量	出口量	总消费量	产需缺口
2014/2015	10560	4810	60	15100	210
2015/2016	8700	3730	150	15200	-292
2016/2017	9290	2290	120	14900	-3440
2017/2018	10310	2430	180	15100	-2540
2018/2019	10760	2900	150	15200	-1690
2019/2020E	10880	3040	180	15200	-1460

资料来源：农业部预警专家委员会，太平洋证券整理

## (二) 相关政策

### 1、甘蔗收购政策

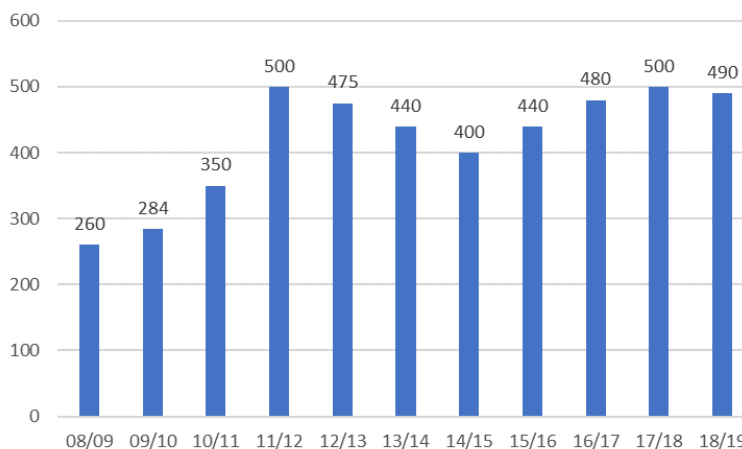
谁决定了中国糖产量？种植端决定中国糖产量，甘蔗收购政策影响了中国甘蔗种植。与印度类似，中国也同样有糖料收购价格省级政府定价政策，2011 年政策在广西、广东、云南、海南和新疆 5 个糖料主产区开始试行，由发改委对食糖市场价

## 白糖：由熊转牛过渡期，彻底反转仍需天时地利人和

格、制糖企业成本和效益以及糖农成本和效益等因素进行全面了解之后，规定收购价格的基准和上下浮动幅度，再由省级政府在规定范围内自行制定。

甘蔗收购价的制定保证了蔗农种植效益，因此蔗农没有更大动力减少甘蔗种植，从而政策从源头上决定了我国甘蔗产量和种植面积，并间接决定我国蔗糖的产量。

图表 39 广西甘蔗收购价（元/吨）



资料来源：wind，太平洋证券整理

同时，甘蔗收购价抬高国内榨糖成本，影响了国内外糖价价差。以 17/18 榨季为例，巴西糖料蔗收购价格 135 元人民币/吨，广西收购价格 500 元/吨，按照 8.2 吨甘蔗榨一吨糖计算，一吨糖仅原料蔗的成本就差 2993 元。2019 年 4 月，广西发改委发布文件，自 2019/2020 榨季起广西糖料蔗收购价格退出政府指导价格管理，实行市场调节价，由种植主体和制糖企业签订糖料蔗订单合同，明确糖料蔗收购价格、收购范围等，鼓励糖料蔗按质论价。收购政策改革已经从国内甘蔗最大产区率先开始，未来政策是否进一步铺向全国还需观察 19/20 榨季广西甘蔗种植情况。

## 2、贸易保护政策

我国白糖实行配额制的政策，每年白糖进口关税配额总量为 194.5 万吨，配额内的税率为 15%，自 2011 年中国食糖进口首次超过关税配额以来，近几年食糖进口一直处于高位。2017 年 5 月 22 日，我国对配额外进口糖实行保障关税（对于配额外进口糖，在征收 50% 的配额外关税基础上，额外收取“保障关税”），保护期为 2017 年 5 月 22 日至 2020 年 5 月 21 日，而关税税率逐年降低，2017 年 5 月 22 日至 2018 年 5 月 21 日、2018 年 5 月 22 日至 2019 年 5 月 21 日、2019 年 5 月 22 日至 2020 年 5 月 21 日的保障关税分别为 45%、40% 和 35%。

白糖：由熊转牛过渡期，彻底反转仍需天时地利人和

进口关税尚存不确定性。由于中国在 2017 年签订的保障关税政策即将在 2020 年结束，国际市场目前对中国 2020 年的保护期结束后政策走向十分关注，对保障关税政策是否延续以及关税税率是否下调存在疑虑。

在进口保障关税实施之前，巴西一直都是中国食糖进口大国，2016 年中国从巴西进口量 200 万吨，占进口总量的 65%；2017 年从巴西进口量 80 万吨，占总量的 34%；2018 年进口量 73 万吨，占比仅 25%。2019 年 5 月，巴西甘蔗行业组织 Unica 在一份声明中宣称，中国同意于 2020 年 5 月前取消对巴西糖的额外进口关税。若如 Unica 所言取消关税，则中国从巴西的进口量可能恢复到 2016 年水平，同时对国内糖价将形成不小的冲击。

目前中美贸易战仍旧存在变数，因此中国与巴西在国际政治和国际贸易上的关联更加密切，如中国与巴西在大宗农产品、鸡肉等存在大量贸易往来、又同列金砖五国，因此存在中国对巴西农产品进口政策让步的可能性。目前国内相关部门未颁布最终文件，国内外糖价的巨大价差仍旧存在，基于对本国产业的保护，国家的关税保护政策大概率延续，但关税税率仍存不确定性。

#### 四、19/20 榨季全球糖供需形势预判

19/20 榨季目前除巴西已经开榨外，其余各国还处于甘蔗生长期，因此影响全球产量的印度季风、全球油价、进出口政策等因素仍有诸多变数。基于目前新榨季的生产进度，我们认为在糖价连续低迷了两个榨季的情况下，19/20 榨季影响全球糖供应量的利空因素在增加，多数国家的增产动力不足，降库存动力增大，全球产能由增到减，包括 USDA 在内的诸多机构也认为 19/20 榨季全球糖供需压力将有所减轻。

图表 40 全球机构对 19/20 榨季的糖供需缺口判断

机构	预测内容
ISO	2019/20 榨季全球糖市供应缺口预估 300 万吨
Green Pool	2019/20 榨季全球食糖供应缺口预估 162 万吨
荷兰合作银行	2019/20 榨季全球糖市缺口预计预估 420 万吨
F.O.Licht	2019/20 榨季全球食糖供应缺口预估 310 万吨
Datagro	2019/20 榨季全球食糖供应缺口为 234 万吨
Sucden	2019/20 榨季全球糖市供应缺口为 250 万吨

资料来源：互联网，太平洋证券整理



## 白糖：由熊转牛过渡期，彻底反转仍需天时地利人和

图表 41 全球糖供需平衡表（万吨）

年份	产量	进口量	出口量	消费量	期末库存	年末库存/消费量
2011/2012	17230	4840	5501.9	15983	3512.9	21.98%
2012/2013	17784	5144.4	5574.2	16529	4229	25.59%
2013/2014	17597	5145	5793.1	16575	4480.3	27.03%
2014/2015	17758	5024.8	5503.3	16804	4875.6	29.01%
2015/2016	16487	5473.2	5404.4	16947	4409.5	26.02%
2016/2017	17403	5435.2	5868.1	17082	4220.4	24.71%
2017/2018	19450	5468.8	6449.8	17358	5224.5	30.10%
2018/2019	17893	5106.7	5644.2	17395	5090.1	29.26%
2019/2020E	18073	5131.7	5772.7	17683	4783.6	27.05%

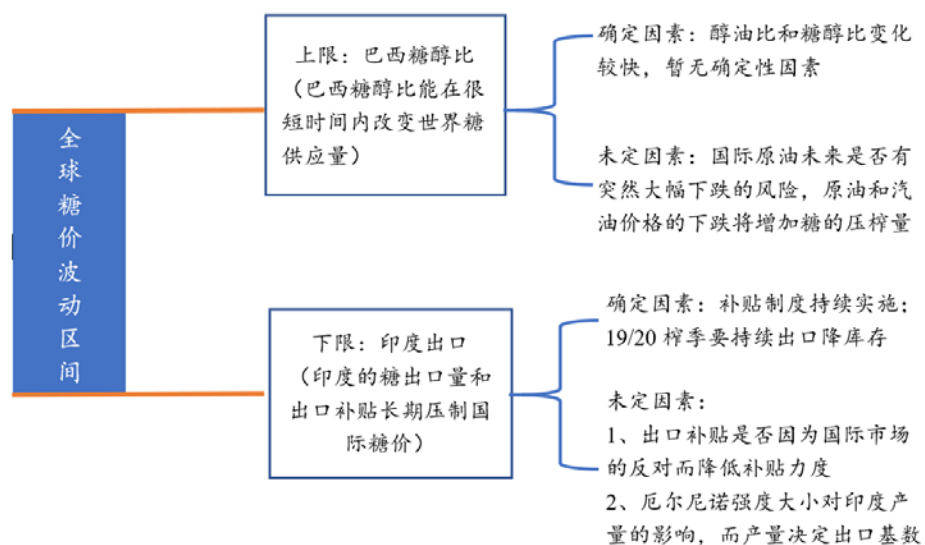
资料来源：USDA，太平洋证券整理 注：2019/2020 的预测为美国农业部 2019 年 5 月最新预测

全球糖价转折点何时到来？糖价的高点在哪里？我们认为糖整体走势熊转牛和糖价的底和顶主要由印度和巴西决定。全球糖价格的底部由印度决定，印度大量的低价补贴糖冲击了国际市场糖价，使国际市场糖价长期徘徊 12~13 美分/磅。印度的出口补贴政策已经受到 WTO 成员国的谴责，19/20 榨季印度是否在降低补贴力度对国际糖价至关重要。此外，印度天量库存也对国际糖价上涨形成压力。

而上限受巴西糖醇比影响，巴西糖醇比短时间内能够改变世界糖的供应量，若原油价格在 2019H2 一路走高，那么燃烧汽油的性价比将远低于燃料乙醇，那么全球 TOP2 产糖国——巴西的榨糖量下降后将在短期内降低全球糖供应量。

其他国家如泰国、中国等其他糖主产国对糖价走势无法形成巨大影响，而当前令全球担忧的天量糖库存只能延缓糖周期的到来，无法改变整体向上的趋势。

图表 42 巴西印度决定全球糖价的上限和下限



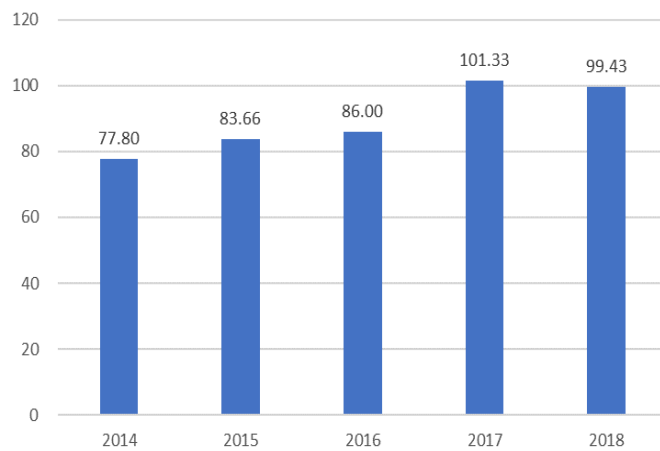
资料来源：太平洋证券整理

## 五、标的推荐

中粮糖业是中粮集团食糖业务专业化公司，主营食糖业务，并有番茄加工业务。目前公司食糖业务在国内外具有完善的产业布局，国内自产糖业务产能 60 万吨；炼糖业务产能 150 万吨；国外全资子公司 Tully 糖业 30 万吨/年以上的制糖产能。

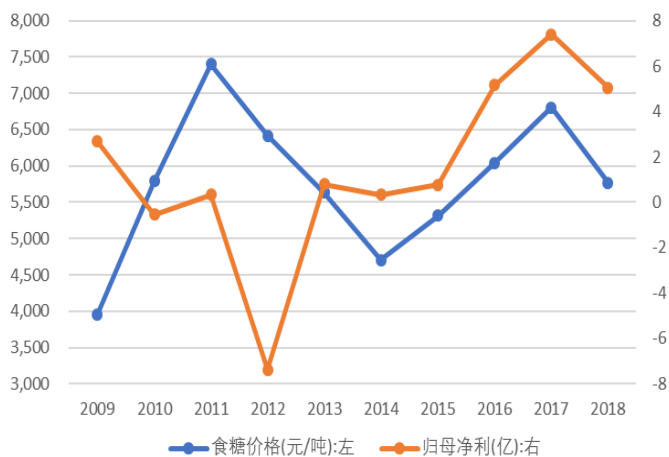
公司营收和归母净利润与糖价伴行，随着糖价步入上行周期，公司将享有巨大业绩弹性，予以重点推荐。

图表 43 公司食糖销售量 (万吨)



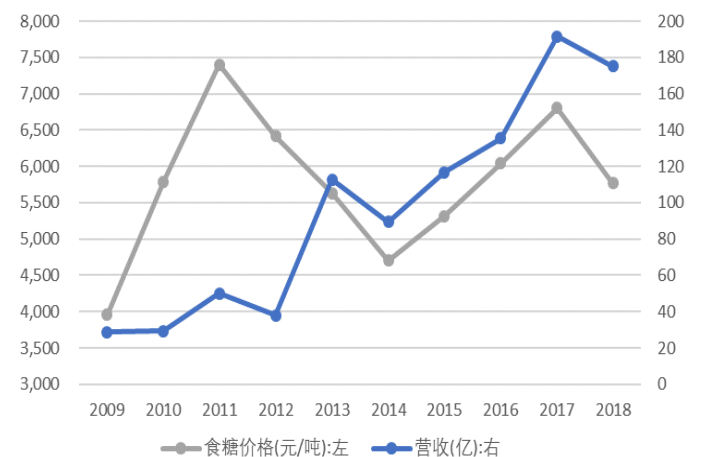
资料来源：公司公告，太平洋证券整理

图表 44 公司归母净利润与糖价走势



资料来源：wind，太平洋证券整理

图表 45 公司营收与糖价走势



资料来源：wind，太平洋证券整理



## 六、风险提示

- 1、气候突变或突发自然灾害将对全球甘蔗或甜菜产量产生巨大影响，相关上市公司盈利可能不达预期；
- 2、进口政策或甘蔗收购政策的变动可能影响国内榨糖企业的盈利情况；
- 3、汇率的变动或相关国家的政局变动等可能对国际糖贸易流动产生不利影响；
- 4、国际大宗商品价格的波动尤其是原油价格涨跌将影响巴西榨糖量，最终影响全球糖供应量。

## 投资评级说明

### 1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

### 2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

## 销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



## 研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

## 重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。