



Research and
Development Center

新榨季供需缺口有望扩大，糖价上行趋势未改

深度报告

2019年12月17日

刘卓 农林牧渔行业分析师

刘卓 农林牧渔行业分析师
执业编号: S1500519090002
联系电话: +86 10 83326952
邮箱: liuzhuoa@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

新榨季供需缺口有望扩大，糖价上行趋势未改

2019年12月17日

本期内容提要

- **展望：外糖流入趋稳，国内减产推动糖价延续上行。**供给端，我们预计19/20榨季国内糖产量将超预期下降，而外糖受配额和许可证制度以及走私管制影响流入国内总量预计保持相对稳定，储备糖规模平稳，且储备糖的投放主要为缓解市场供需矛盾进而稳定市场价格，不会对糖价上涨造成较大抑制。需求端，近年来由于淀粉糖的替代作用，我国食糖的工业需求走弱，随着替代糖产能的日渐饱和，我们预计食糖需求将逐步趋稳。不考虑非正规渠道进口的情况下，我们预计19/20榨季国内食糖供需缺口为133万吨，缺口较上榨季进一步扩大，主要来源于国内减产。我们认为19/20榨季国内食糖供需缺口进一步扩大将推动糖价延续周期性上涨，19年高点看至7000元/吨。
- **复盘：糖价驱动股价，走势背离预期差待修复。**往轮糖价周期存在一些共性和差异点。共性首先体现在糖价和股价的联系度。糖价波动对制糖企业盈利有较大影响，往轮糖价周期均与股价有较高联系度；糖价拐点发生在增产榨季当年而不是滞后于增产榨季，主要原因包括，增产末年糖价极度低迷，糖厂陷入深度亏损，形成绝对的成本支撑，此外新榨季也在当年开启，减产导致供需情况边际改善，主导糖价触底反转；每轮糖价上行期均会经历深度回调，主要原因包括糖价上行期市场的看涨心态导致工业库存短期积压，以及内外价差扩大造成进口量阶段性增加，等其他导致国内糖市短期供应过剩的情况。差异点主要体现在糖价和股价拐点、不同企业股价弹性等方面。目前糖价和股价处于调整后的第二轮上涨期，与往轮周期相比股价和糖价走势背离严重，预期差亟待修复。
- **投资建议：**糖价是股价的核心驱动因素，糖价上涨驱动制糖企业盈利转好、价值回升。目前来看糖价正处于周期上行通道，短期回调不改向上趋势，但股价整体表现背离，估值已回调至历史底部区间，市场预期差明显。我们认为糖价周期性上涨将带动市场预期逐步向上修复。由于新榨季开启，且主产区开榨时间较往年提前，目前国内糖市出现阶段性供应过剩，糖价承压调整，但基于对后市糖价反转的预期，股价已提前调整到位，布局时机成熟。重点推荐中粮糖业，近些年来中粮糖业战略重心不断向糖业转移，同时不断整合优化其他业务，食糖业务的业绩比重在不断提升，相较往轮糖价上行周期或将有更大的弹性表现。
- **风险因素：**政策变动风险；极端天气风险；替代品价格变动风险等。

目录

展望：外糖流入趋稳，国内减产推动糖价延续上行.....	1
产量：甘蔗种植面积和单产或超预期下降开启减产周期.....	1
外糖：进口量受管控制约，非正规渠道规模有望不断缩小.....	4
库存：国储糖存量稳定，工业库存处于历史低位.....	8
需求：糖类消费进入平稳期，淀粉糖替代形成短期扰动.....	10
价格：19/20 榨季供需缺口扩大，糖价延续周期上行.....	11
复盘：糖价驱动股价，走势背离预期差待修复.....	12
近四轮糖价上行周期与股价关系.....	12
总结往轮糖价周期的共性.....	14
总结往轮糖价周期的差异点.....	15
投资建议.....	17
风险提示.....	17

表目录

表 1: 19/20 榨季数据预测 (万亩, 吨, 万吨, %, 万吨).....	3
表 2: 糖产量同比变动百分比的敏感性分析.....	3
表 3: 进口糖成本 (元/吨) 对关税和原糖价格变动的敏感性分析 (以巴西糖为例).....	5
表 4: 供需结余变化 (千吨) 和糖价走势关系.....	5
表 5: 国内食糖供需平衡表.....	11
表 6: 糖价往轮上行周期情况.....	15
表 7: 南宁糖业股价在往轮糖价周期中的表现情况.....	16
表 8: 中粮糖业股价在往轮糖价周期中的表现情况.....	16

图目录

图 1: 国内糖产量和现货糖价走势.....	1
图 2: 国内糖产量同比变化 (万吨).....	1
图 3: 甘蔗种植收益 (元/亩) 以及国内糖产量比较.....	2
图 4: 广西甘蔗种植收益与其他可替代作物收益比较 (元/亩).....	2
图 5: 国内食糖分榨季生产进度.....	4
图 6: 国内自产食糖分榨季销售进度.....	4
图 7: 我国分年度食糖进口量 (千吨).....	4
图 8: 我国进口量与进口糖利润空间走势 (吨, 元/吨).....	4
图 9: 19/20 榨季全球及各主产区产量同比变化预估.....	6
图 10: 泰国出口至台湾地区、缅甸、柬埔寨精炼糖 (分月份, 吨).....	7
图 11: 泰国出口至台湾地区、缅甸、柬埔寨精炼糖 (分年份, 吨).....	7
图 12: 2018 年台湾地区、缅甸、柬埔寨进口泰国精炼糖的占比情况.....	7
图 13: 台湾地区对泰国精炼糖分月份进口量 (吨).....	7
图 14: 缅甸对泰国精炼糖分月份进口量 (吨).....	8
图 15: 柬埔寨对泰国精炼糖分月份进口量 (吨).....	8
图 16: 国储糖存量情况 (单位: 万吨).....	9
图 17: 历年榨季末工业库存量 (单位: 万吨).....	9
图 18: 历年国储糖收放情况 (单位: 万吨).....	9
图 19: 国内食糖消费量及同比变化情况.....	10
图 20: 国内食糖和淀粉糖比价.....	10
图 21: 往轮糖价周期复盘.....	13
图 22: 糖价高点发生在糖产量 (千吨) 高点.....	14
图 23: 广西制糖企业利润 (元/吨).....	14
图 24: 中粮糖业 PBband.....	17

展望：外糖流入趋稳，国内减产推动糖价延续上行

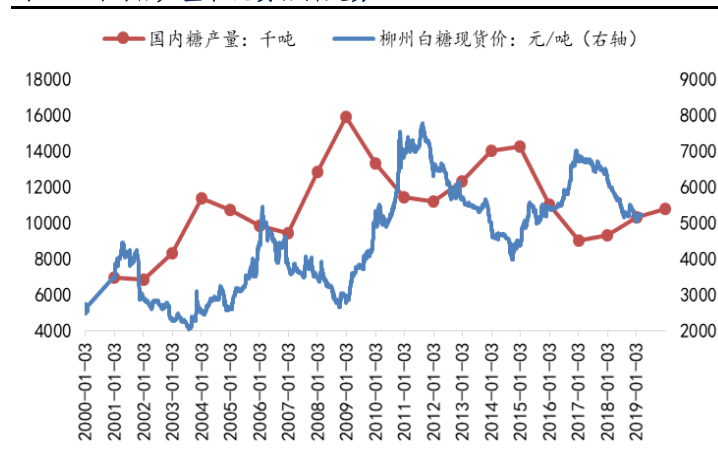
供给端，我们预计 19/20 榨季国内糖产量将超预期下降，而外糖受配额和许可证制度以及走私管制影响流入国内总量预计保持相对稳定，储备糖规模平稳，且储备糖的投放主要为缓解市场供需矛盾进而稳定市场价格，不会对糖价上涨造成较大抑制。需求端，近年来由于淀粉糖的替代作用，我国食糖的工业需求走弱，随着替代糖产能的日渐饱和，我们预计食糖需求将逐步趋稳。综合考虑以上因素，我们预计 19/20 榨季我国食糖供需缺口同比将进一步扩大，推动国内糖价延续周期性上涨。

产量：甘蔗种植面积和单产或超预期下降开启减产周期

规律：产量与糖价负相关，5-6 年一个周期

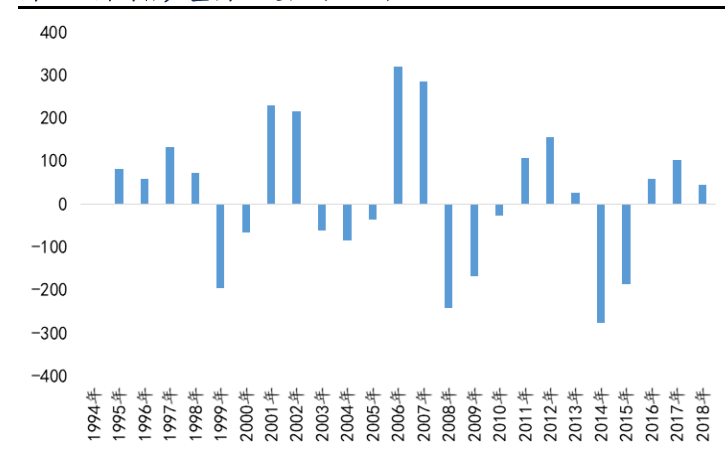
国内糖价运行表现出明显的周期规律，并且与糖产量呈现负相关。影响糖供需的因素很多，包括供给端和需求端的因素，供给方面产量占糖供应量的比重最大，且年波动强于其他因素，糖产量同比变动最小的年份在 30 万吨左右，最高的达 300 万吨以上，因此国内糖产量是影响糖供需的核心因素，主导糖价的周期变化。从周期规律来看，2019 年是国内糖产量连续增产的第 3 年，是国内糖价发生周期拐点启动反转之年。

图 1：国内糖产量和现货糖价走势



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 2：国内糖产量同比变化 (万吨)



资料来源：中国糖业协会，信达证券研发中心 注：X 年指 X/X+1 榨季

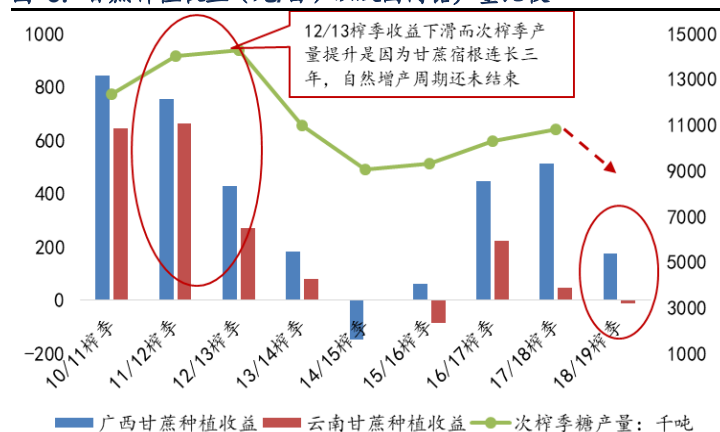
逻辑：甘蔗宿根性决定连续增减产，种植效益决定拐点

糖产业上游是糖料种植业，因此影响糖产量的因素包括糖料种植面积、单产和出糖率，天气稳定的情况下单产和出糖率每年波动较小，因此每年糖料种植面积的变化是影响糖产量变化的核心因素。我国主要糖料为甘蔗，甘蔗种植面积的变化与其宿

根的生长特性和种植效益密切相关。甘蔗宿根可以连续生长三年，基本决定了甘蔗种植面积和糖产量的三年连续增减变化。蔗农连续种植三年甘蔗后，面临重新种植和作物品种的选择，一般会综合考虑甘蔗种植效益的变动和其他可替代作物的相对收益，进而做出种植选择，如果蔗农继续种植甘蔗的意愿比较低从而改种其他作物，则下榨季甘蔗种植面积和糖产量发生转折。

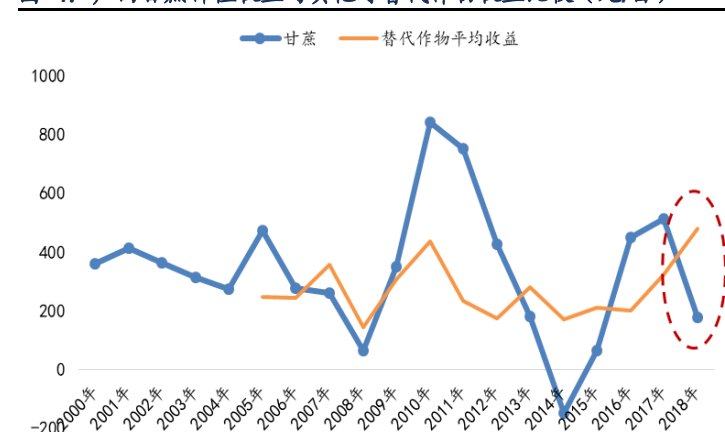
受糖价低迷影响，18/19榨季甘蔗收购价较上榨季略有下调，加之劳动力成本不断攀升，国内主产区甘蔗种植收益同比大幅下滑，云南产区甘蔗种植陷入亏损，广西甘蔗种植收益大幅低于其他可替代作物平均收益。我们认为，由于18/19榨季是连续增产的第三个榨季，甘蔗面临换根的年份其种植效益大幅降低且低于替代作物，主产区蔗农的甘蔗种植积极性将受此影响，19/20榨季甘蔗种植将进入减产周期。

图 3：甘蔗种植收益（元/亩）以及国内糖产量比较



资料来源：中国糖业协会，布瑞克，信达证券研发中心

图 4：广西甘蔗种植收益与其他可替代作物收益比较（元/亩）



资料来源：布瑞克，信达证券研发中心 注：X年指X/X+1榨季

预期：甘蔗种植面积和单产下滑主导食糖进入减产周期

据中糖协和农业部最新预测数据显示，19/20榨季国内糖产量较上榨季分别下降2.42%和1.30%，其中，甘蔗糖预期产量同比分别下降3.50%和2.22%，甜菜糖预期产量同比增长5.30%。我们认为甘蔗糖预期偏保守，年初种植阶段受蔗农种植意愿偏低以及主产区天气异常影响，种植面积和单产有望超预期下降。甘蔗种植面积和产量的预估难度较大，今年下半年以来的连续估产、下调种植面积和单产预期则表明，除天气因素外新榨季国内甘蔗种植结构发生了较大变化。我们认为19/20榨季甘蔗种植面积和单产有望超预期下降，将主导国内糖产量进入下行周期。

表 1: 19/20 榨季数据预测 (万亩, 吨, 万吨, %, 万吨)

19/20 榨季		中糖协预期	同比	%	农业部预期	同比	%
甘蔗	种植面积	1764	-45	-2.49%	1787	-22.00	-1.22%
	单产	4.40	-0.24	-5.17%	4.30	-0.34	-7.41%
	甘蔗产量	7769	-625	-7.45%	7684.1	-709.90	-8.46%
	出糖率	11.73%	0.48%	4.27%	12.01%	0.77%	6.81%
	甘蔗糖产量	911	-33	-3.50%	923	-21.00	-2.22%
甜菜	种植面积	319	-34	-9.63%	348	-5.00	-1.42%
	单产	3.42	-0.21	-5.79%	3.47	-0.16	-4.33%
	甜菜产量	1090	-190	-14.84%	1207.56	-72.44	-5.66%
	出糖率	12.75%	2.44%	23.66%	11.51%	1.20%	11.62%
	甜菜糖产量	139	7	5.30%	139	7	5.30%
总计	糖产量	1050	-26	-2.42%	1062	-14	-1.30%

资料来源: 农业农村部, 中国糖业协会, 信达证券研发中心

糖产量对甘蔗种植面积和单产变动的敏感性分析: 以中糖协的预期同比变动为基准做糖产量同比变动百分比对甘蔗单产和甘蔗种植面积同比变动百分比的敏感性分析。分析显示, 以当前预期为基准, 甘蔗种植面积和甘蔗单产变动百分比分别变动 2 个百分点, 糖产量变动百分比分别变动 1.79 和 1.74 个百分点。如果甘蔗种植面积和甘蔗单产同比变动百分比在糖协预期的基础上再分别减少 6 个百分点, 19/20 榨季国内糖产量将同比下降 12.66%, 同比下降 136 万吨至 940 万吨。

表 2: 糖产量同比变动百分比的敏感性分析

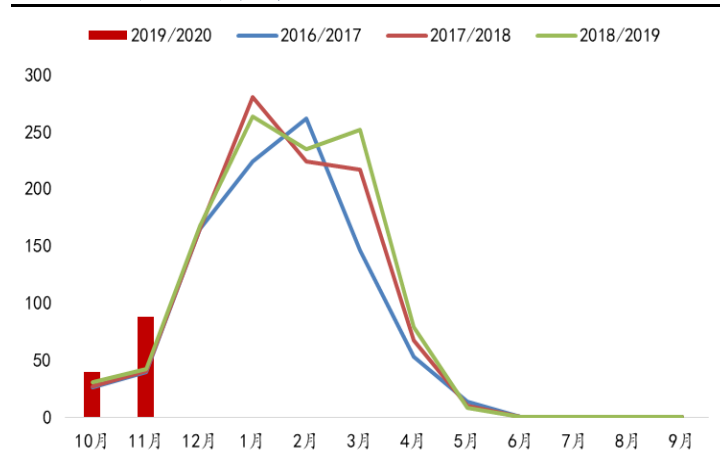
	甘蔗种植面积变动%						
	-8.49%	-6.49%	-4.49%	-2.49%	-0.49%	1.51%	3.51%
-11.17%	-12.66%	-11.03%	-9.40%	-7.78%	-6.15%	-4.52%	-2.90%
-9.17%	-10.98%	-9.32%	-7.65%	-5.99%	-4.33%	-2.67%	-1.00%
-7.17%	-9.31%	-7.61%	-5.91%	-4.21%	-2.51%	-0.81%	0.89%
甘蔗单产变动%	-5.17%	-7.63%	-5.89%	-4.16%	-2.42%	-0.68%	1.05%
-3.17%	-5.95%	-4.18%	-2.41%	-0.63%	1.14%	2.91%	4.68%
-1.17%	-4.28%	-2.47%	-0.66%	1.15%	2.96%	4.77%	6.58%
0.83%	-2.60%	-0.76%	1.09%	2.94%	4.78%	6.63%	8.48%

资料来源: 农业农村部, 中国糖业协会, 信达证券研发中心

产量供给的时间错配产生阶段性的价格波动: 根据温度和降雨情况, 每年甜菜糖和甘蔗糖的开榨时间有一定差别。19/20 榨季北方甜菜糖和南方甘蔗糖开榨均有所提前, 导致 10 月份和 11 月份食糖产销量高于往年, 且 11 月份产销量达到往年平均的 2 倍左右。阶段性的供应增加导致糖价短期承压, 现货糖价从 10 月开始有所调整。我们认为, 19/20 榨季减产主基调已定, 前

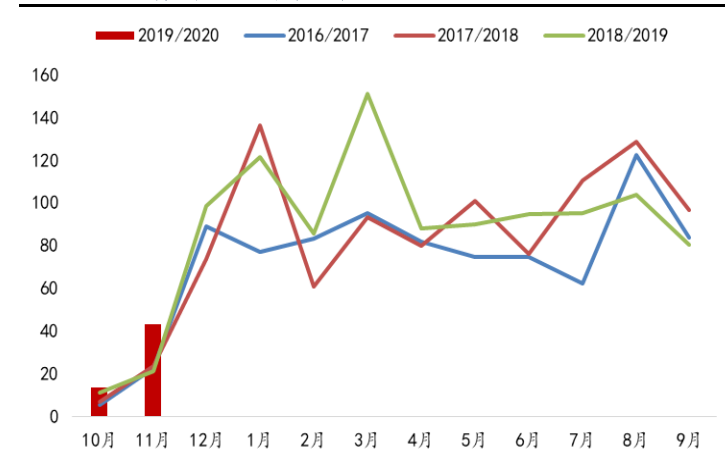
期产量的提前释放将加剧后期的供应紧缺程度，从糖价和公司股价角度来其安全边际有所增加，回调之后更加具备投资价值。

图 5: 国内食糖榨季生产进度



资料来源: 中国糖业协会, 信达证券研发中心

图 6: 国内自产食糖榨季销售进度

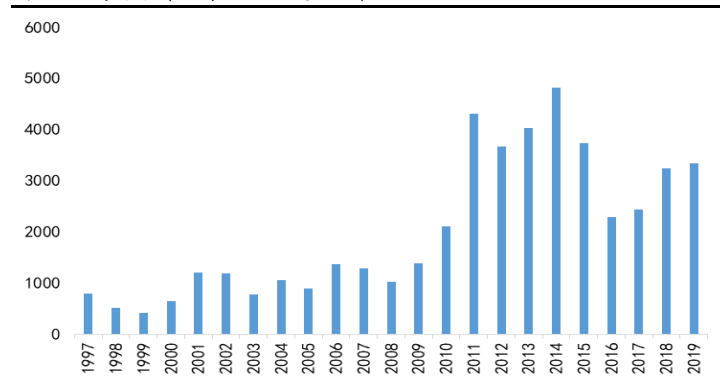


资料来源: 中国糖业协会, 信达证券研发中心

外糖：进口量受管控制约，非正规渠道规模有望不断缩小

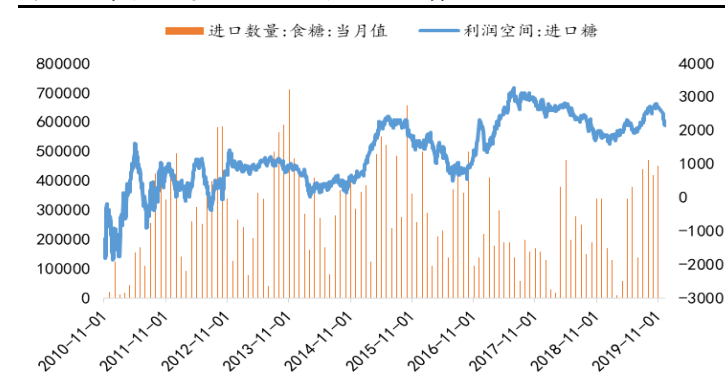
1) 进口量主要受管控制约，其次受国内外价差阶段性影响。我国食糖进口实施配额管理和配额外许可证制度，每年发放定额的配额和许可证，因此进口总量方面受到管控制约。国内外价差影响进口糖利润进而影响阶段性的进口量，但长期范围内进口量主要由配额和许可证的总量管控决定。考虑到当前国内现货糖价处在成本线附近，我们预计 2020 年进口额度和许可证使用量与今年基本持平，预计全年进口量在 330 万吨左右。

图 7: 我国分年度食糖进口量 (千吨)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 8: 我国进口量与进口糖利润空间走势 (吨, 元/吨)



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

进口糖成本对关税和原糖价格变动的敏感性分析: 2019年5月23日-2020年5月22日我国加征35%的保护关税,在此期间我国配额内关税为15%,配额外关税为85%。受全球库存积压影响,国际原糖价格从年初开始维持在13美分/磅上下波动,目前配额外巴西糖进口成本为5348元/吨,若保持当前85%的税率不变,国际原糖价格每变动1美分/磅,进口成本变动约350元/吨,原糖价格涨至14美分/磅则接近当前国内现货糖价。明年是否延长关税保护期尚无定论,若取消关税保护,配额外关税回落至50%,则13美分/磅对应的原糖进口成本将大幅下降至4402元/吨;若延长贸易保护期并加征额外的保护关税,则13美分/磅对应的原糖进口成本在90%和95%的关税下分别为5483和5618元/吨。

表3: 进口糖成本(元/吨)对关税和原糖价格变动的敏感性分析(以巴西糖为例)

		国际原糖价格: 美分/磅											
		9	10	11	12	13	14	15	16	17	18	19	20
进口关税	95%	4136.88	4507.21	4877.54	5247.87	5618.2	5988.53	6358.86	6729.19	7099.52	7469.85	7840.18	8210.51
	90%	4039.78	4400.61	4761.45	5122.28	5483.12	5843.95	6204.78	6565.62	6926.45	7287.29	7648.12	8008.96
	85%	3942.68	4294.02	4645.36	4996.7	5348.03	5699.37	6050.71	6402.05	6753.39	7104.73	7456.07	7807.41
	50%	3262.98	3547.85	3832.72	4117.59	4402.46	4687.33	4972.2	5257.07	5541.94	5826.81	6111.68	6396.55
	15%	2583.29	2801.69	3020.09	3238.49	3456.89	3675.29	3893.69	4112.09	4330.49	4548.89	4767.28	4985.68

资料来源: 沐甜科技, 信达证券研发中心

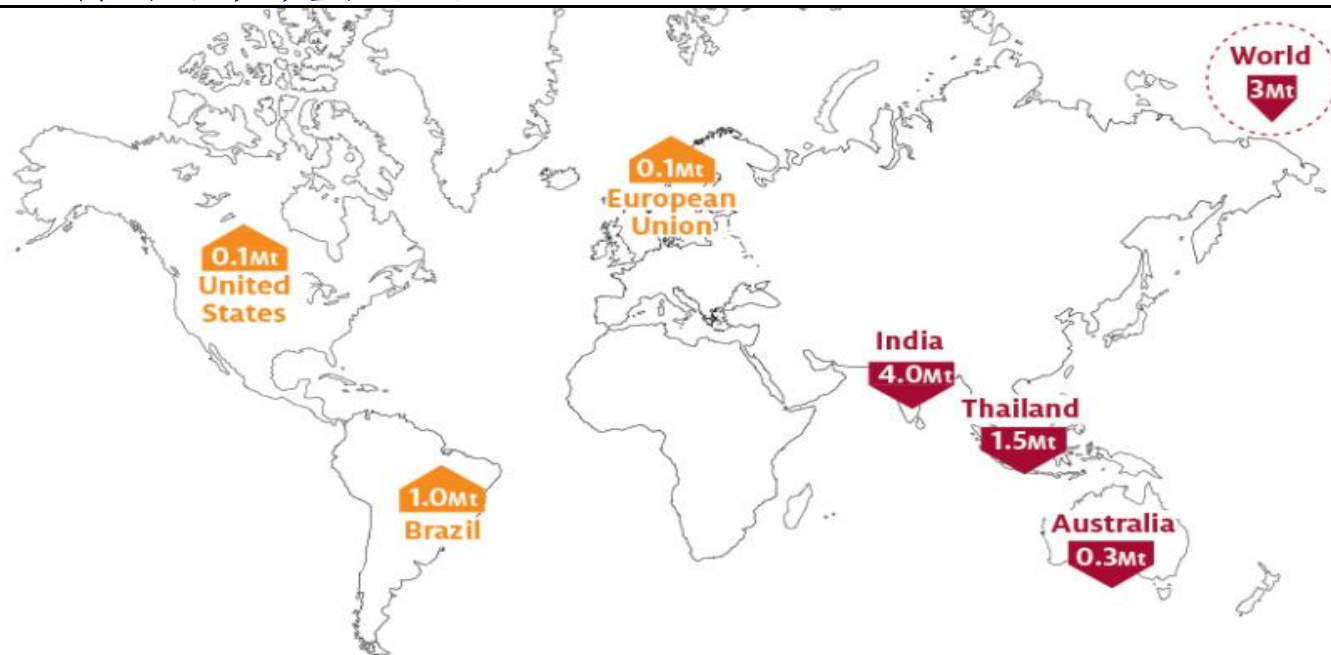
全球缺口预估: 19/20榨季全球最大主产区印度受天气影响将大幅减产,主产区泰国受替代作物玉米、木薯和大米收益相对提高影响甘蔗种植面积和糖产量有望继续下滑。据近期全球各机构预测,19/20榨季全球产需缺口的预测均值在500万吨左右。我们研究发现糖价涨跌与产需结余值的同比变化关系明显。19/20榨季全球糖产需由过剩转向紧缺,将大概率推动全球糖价上行。但库存的抛压会对糖价涨幅形成抑制,这也是今年糖价底部承压的主要原因。我们认为上榨季全球结转库存高企,面临一定抛压,但按照回归到适当水平进行估算,19/20榨季全球库存释放大概率不足以弥补产需缺口,糖价有望走出底部。

表4: 产需结余变化(千吨)和糖价走势关系

年份	产需结余	较上年变化	糖价走势	年份	产需结余	较上年变化	糖价走势
2009	-10,615.00	-22,625.00	上涨	1985	2,258.00	4,875.00	下跌
2016	-5,388.00	-14,106.00	上涨	1995	2,377.00	4,902.00	下跌
1961	5,885.00	-11,448.00	上涨	2012	12,132.00	5,849.00	下跌
2019	8,223.00	-11,401.00	平稳	2017	2,246.00	7,634.00	下跌
1984	-2,617.00	-8,752.00	上涨	2011	6,283.00	8,025.00	上涨
2001	372.00	-7,735.00	下降	2010	-1,742.00	8,873.00	下跌
1980	-6,501.00	-7,662.00	上涨	2003	9,470.00	10,057.00	下跌
2004	2,743.00	-6,727.00	上涨	1982	7,480.00	10,189.00	下跌
1962	1,181.00	-4,704.00	上涨	2007	12,879.00	12,330.00	下跌
2005	-1,843.00	-4,586.00	上涨	2018	19,624.00	17,378.00	下跌

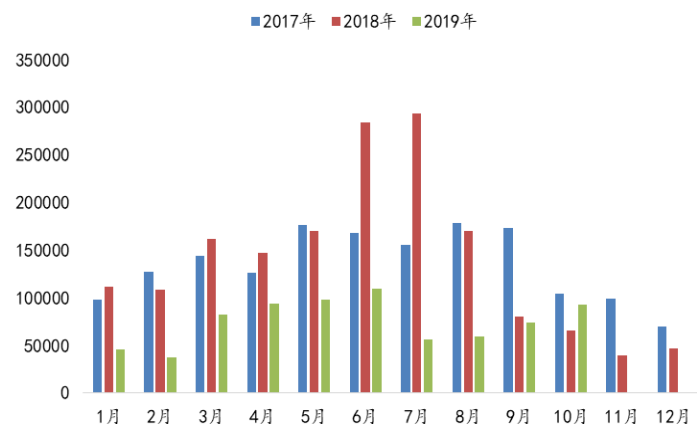
资料来源: 美国农业部, 世界银行, 信达证券研发中心

图 9：19/20 榨季全球及各主产区产量同比变化预估

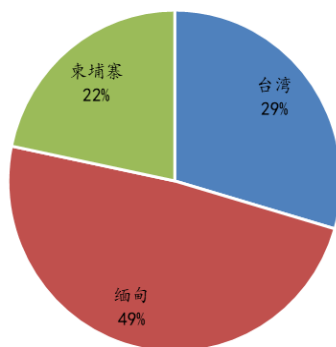


资料来源：ABARES，信达证券研发中心

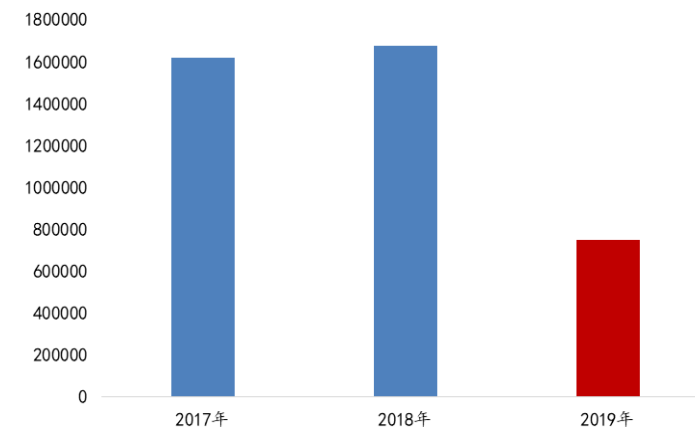
2) 非正规渠道进口量有望不断缩小。非正规渠道流入国内的外糖主要为泰国出口至台湾地区、缅甸和柬埔寨等主要地区的精炼糖，其中缅甸约占 50%，是最大的中转地。近年来我国走私打击力度日益加大，年初开始泰国出口至主要非正规渠道中转地区的食糖数量大幅缩减，我们预计全年同比减少 50%左右。随着我国走私管理力度的日益加强，中长期来看我们认为非正规渠道进口食糖规模将不断缩小。

图 30: 泰国出口至台湾地区、缅甸、柬埔寨精炼糖 (分月份, 吨)


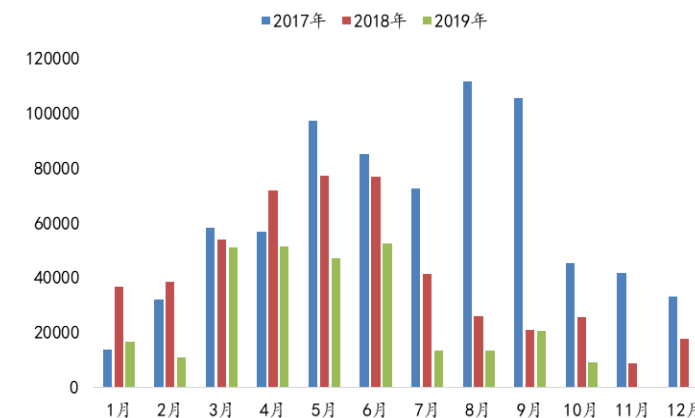
资料来源: 泰国海关, 信达证券研发中心

图 42: 2018 年台湾地区、缅甸、柬埔寨进口泰国精炼糖的占比情况


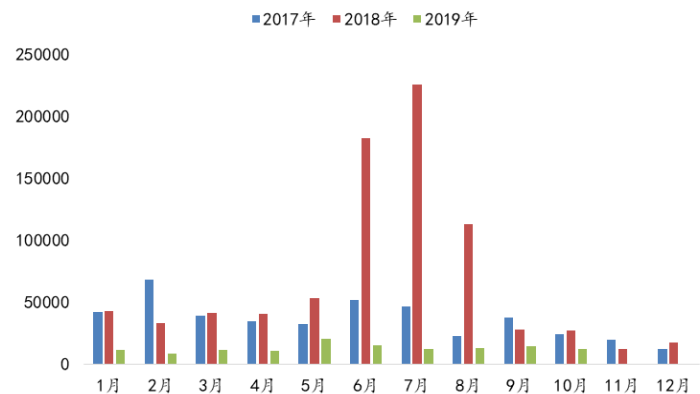
资料来源: 泰国海关, 信达证券研发中心

图 11: 泰国出口至台湾地区、缅甸、柬埔寨精炼糖 (分年份, 吨)


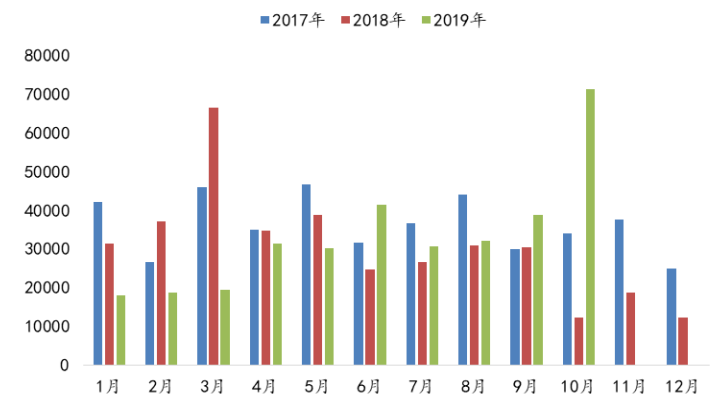
资料来源: 泰国海关, 信达证券研发中心

图 13: 台湾地区对泰国精炼糖分月份进口量 (吨)


资料来源: 泰国海关, 信达证券研发中心

图 54: 缅甸对泰国精炼糖分月份进口量 (吨)


资料来源: 泰国海关, 信达证券研发中心

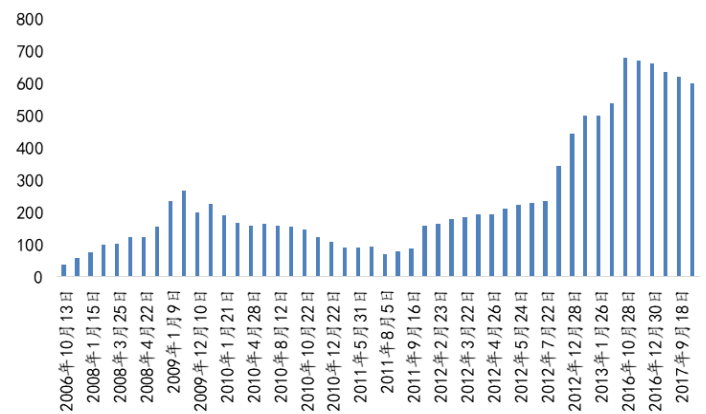
图 15: 柬埔寨对泰国精炼糖分月份进口量 (吨)


资料来源: 泰国海关, 信达证券研发中心

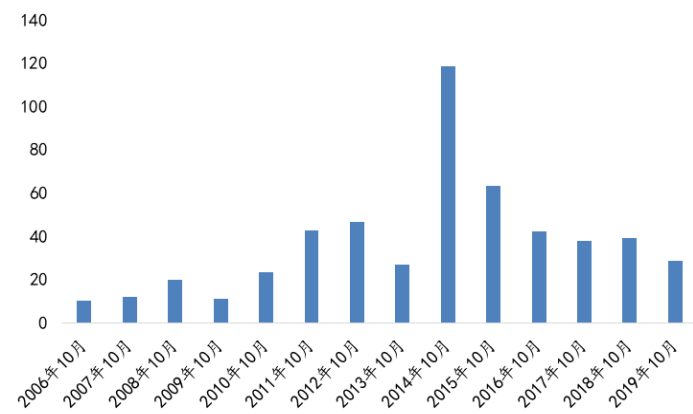
库存: 国储糖存量稳定, 工业库存处于历史低位

国储糖收放的主要目的为稳定市场价格, 从历次国储糖收放情况来看, 放储主要发生在糖价周期上行阶段或高点位置, 收储主要发生在糖价周期下行阶段或低点位置, 主要为抑制糖价上涨过快或放缓糖价下跌。短期来看, 国储糖的收放造成糖市阶段性的紧缺或宽松, 导致糖价上涨途中的暂时回落或下跌过程中的反弹, 但放在长周期来看, 国储糖的收放并不改变周期运行的趋势。国储糖历史最高存量为 680 万吨左右, 目前稳定在 600 万吨左右。考虑到较高的收储成本, 我们认为短期国储糖投放的可能性不大, 同时一旦投放规模也较为有限。

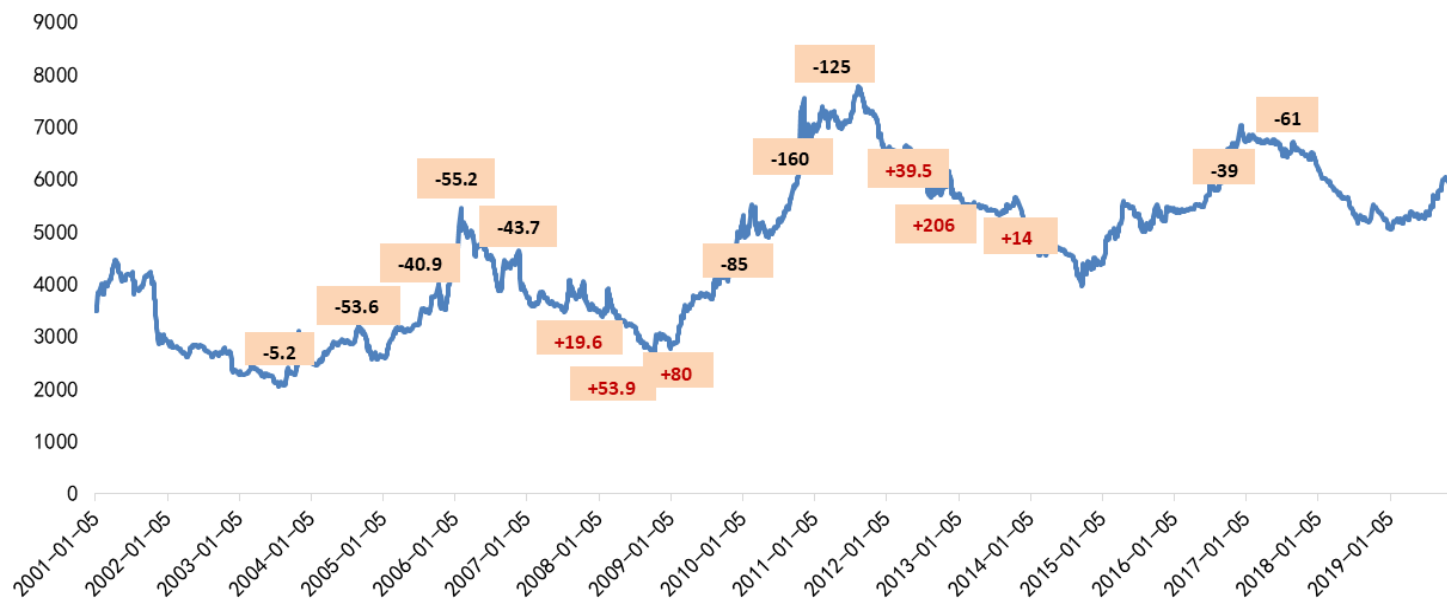
工业库存是供给端的重要补充, 由历次榨季的结转库存构成。18/19 榨季走私糖大幅缩减致使国内食糖供需由宽松转为紧缺, 因此 18/19 榨季自产糖和工业库存消化较快, 榨季末结转工业库存累计量回落至近六年的历史低位。我们认为工业库存为供应端带来的压力已大幅缓解, 将有力支撑糖价上行。

图 66: 国储糖存量情况 (单位: 万吨)


资料来源: 布瑞克, 信达证券研发中心

图 17: 历年榨季末工业库存量 (单位: 万吨)


资料来源: 布瑞克, 信达证券研发中心

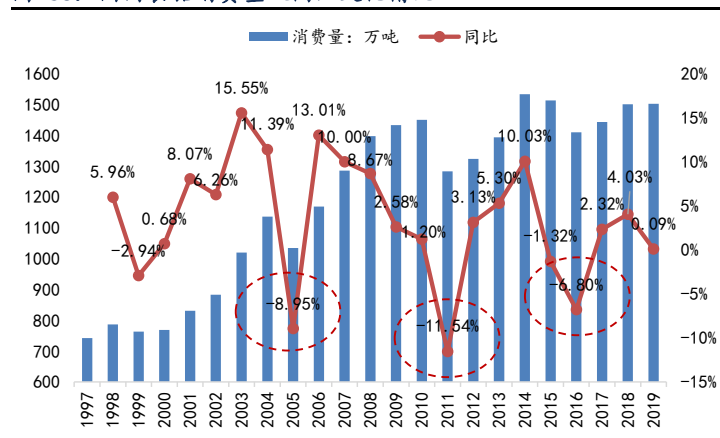
图 78: 历年国储糖收放情况 (单位: 万吨)


资料来源: 布瑞克, 信达证券研发中心

需求：糖类消费进入平稳期，淀粉糖替代形成短期扰动

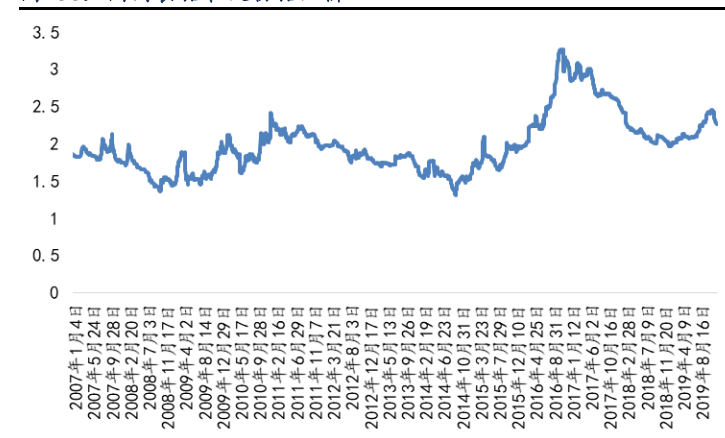
随着人口增长的逐渐放缓和老龄化程度的加深，我国糖类消费进入平稳增长期。近年来淀粉糖发展迅速并逐渐成熟，对食糖消费形成一定替代。淀粉糖对食糖的替代主要发生在食糖和淀粉糖比价较高的阶段。从历年国内食糖消费数据来看，食糖消费量同比降幅最大的年份分别是 2005 年、2011 年和 2016 年，分别是往轮糖价周期的顶部。当前糖价处于周期反转的初期，短期来看食糖和淀粉糖比价或将维持在合理偏低位置，我们预计 19/20 榨季国内食糖消费量与上榨季基本持平。

图 89：国内食糖消费量及同比变化情况



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 90：国内食糖和淀粉糖比价



资料来源：布瑞克，信达证券研发中心

价格：19/20 榨季供需缺口扩大，糖价延续周期上行

不考虑非正规渠道进口的情况下，我们预计 19/20 榨季国内食糖供需缺口为 133 万吨，缺口较上榨季进一步扩大，主要来源于国内减产。我们认为 19/20 榨季国内食糖供需缺口进一步扩大将推动糖价延续周期性上涨，19 年高点看至 7000 元/吨。

表 5：国内食糖供需平衡表

	10/11 榨季	11/12 榨季	12/13 榨季	13/14 榨季	14/15 榨季	15/16 榨季	16/17 榨季	17/18 榨季	18/19 榨季	19/20 榨季预期
产量	1045.40	1175.00	1310.00	1331.80	1055.60	870.19	928.80	1031.04	1076.04	980.00
进口量	206.00	425.70	366.10	402.40	479.70	366.00	226.20	243.00	324.00	330.00
期初结转工业库存	1.85	7.68	41.68	11.68	80.47	52.35	41.13	37.71	26.49	28.37
国储投放	187.84	-111.85	-163.44	0.00	0.00	0.00	101.59	0.00	0.00	50.00
总供应量	1441.09	1496.53	1554.34	1745.88	1615.77	1288.54	1297.72	1311.75	1426.53	1388.37
消费量	1450.40	1283.00	1323.10	1393.20	1533.00	1512.80	1410.00	1442.70	1500.90	1502.20
出口量	7.10	4.80	4.60	4.40	5.92	15.43	12.50	18.40	19.20	19.20
总需求量	1457.50	1287.80	1327.70	1397.60	1538.92	1528.23	1422.50	1461.10	1520.10	1521.40
供需缺口	-16.41	208.73	226.64	348.28	76.85	-239.69	-124.78	-149.35	-93.57	-133.03

资料来源：信达证券研发中心预测

复盘：糖价驱动股价，走势背离预期差待修复

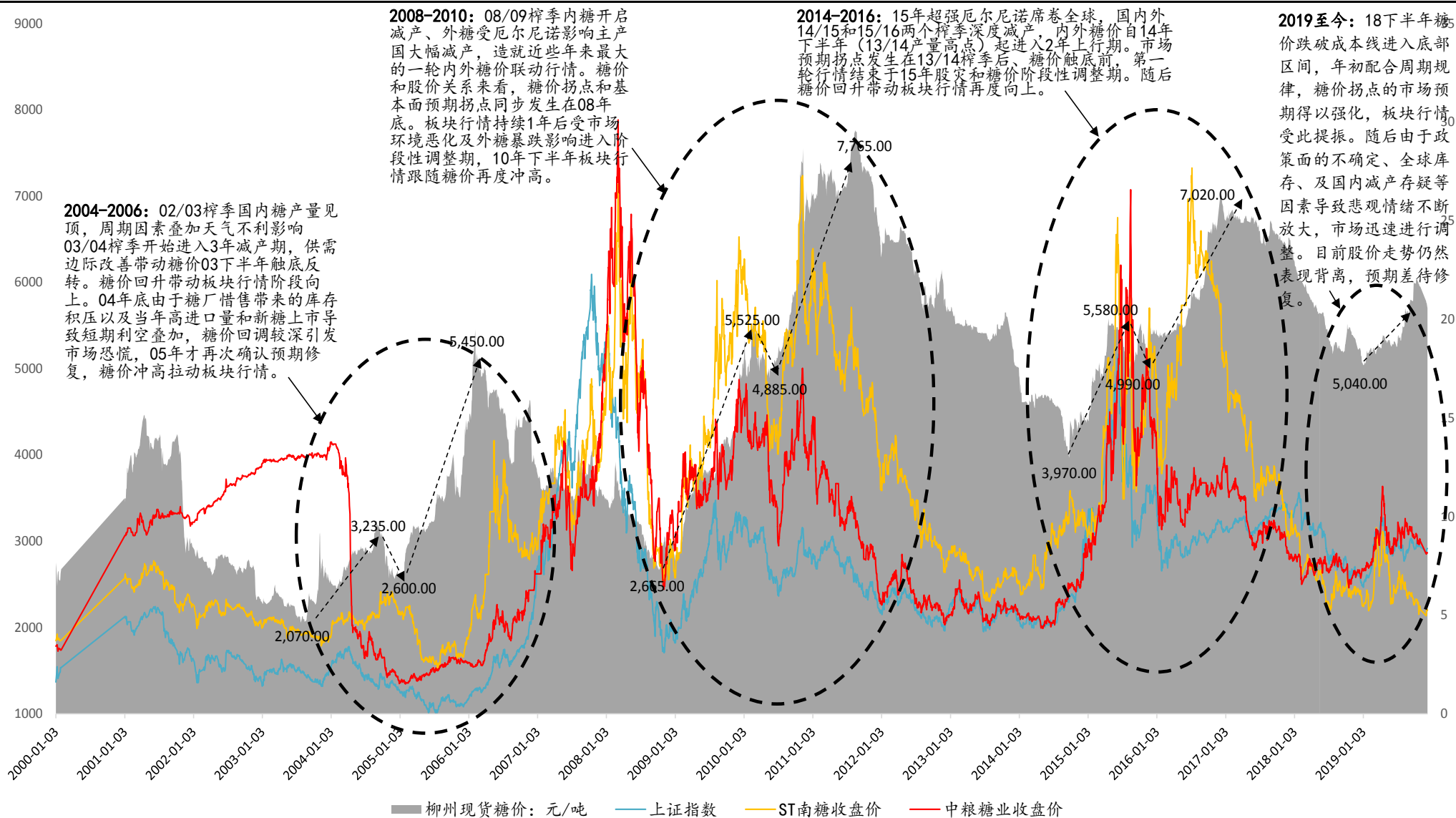
近四轮糖价上行周期与股价关系

2004-2006 年：02/03 榨季国内糖产量见顶，周期因素叠加天气不利影响 03/04 榨季开始进入 3 年减产期，供需边际改善带动糖价从 03 年下半年开始触底反转，周期上行持续至 16 年 2 月。糖价回升带动食糖板块行情阶段向上。周期上行的过程中糖价和股价发生一次较大回调。04 年底由于糖厂前期惜售带来的库存积压以及当年高进口量和新糖上市导致短期利空叠加，糖价回调较深引发市场恐慌，股价转而下落。随着减产周期的持续，05 年糖价反弹带动市场预期再度向上修复，糖价和股价齐涨。

2008-2010 年：08/09 榨季国内糖开启减产、外糖受厄尔尼诺影响主产国大幅减产，造就近些年来最大的一轮内外糖价联动行情，糖价持续时间和涨幅均为历史最高。糖价和股价关系来看，糖价拐点和基本面预期拐点同步发生在 08 年底。板块行情持续 1 年后受市场环境恶化及外糖暴跌影响进入阶段性调整期。10 年下半年糖价调整结束后重启上涨，板块行情跟随糖价再度冲高。

2014-2016 年：15 年超强厄尔尼诺席卷全球，加码减产周期，国内外 14/15 和 15/16 两个榨季深度减产，内外糖价自 14 年下半年（13/14 产量高点）起进入 2 年上行期。市场预期拐点发生在 13/14 榨季后、糖价触底前，第一轮行情结束于 15 年股灾和糖价阶段性调整期。随后糖价回升带动板块行情再度向上。

2019 年至今：18 年下半年糖价跌破成本线进入底部区间，年初配合内糖产量和价格三年增减的规律以及现货糖价触底后有所反弹，市场对糖价拐点的预期得以强化，板块行情受此提振。随后由于政策面的不确定性、新榨季启动后市场对国内减产周期产生一定质疑、对储备糖有所担忧以及市场环境转恶等因素导致悲观情绪不断放大，市场迅速进行调整。目前由于新榨季开启，且主产区开榨时间较往年提前，国内糖市阶段性供应过剩，糖价承压调整，基于对后市糖价反转的预期股价提前调整到位，糖价周期上行趋势未改，股价整体表现背离，市场预期差有望逐步修复。

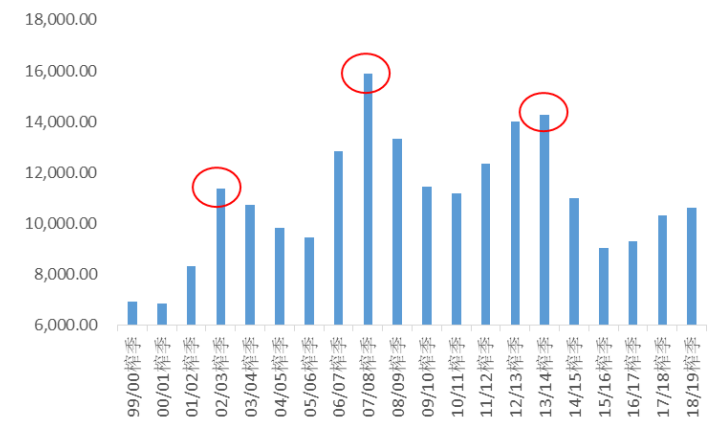
图 21：往轮糖价周期复盘


资料来源：万得，信达证券研发中心

总结往轮糖价周期的共性

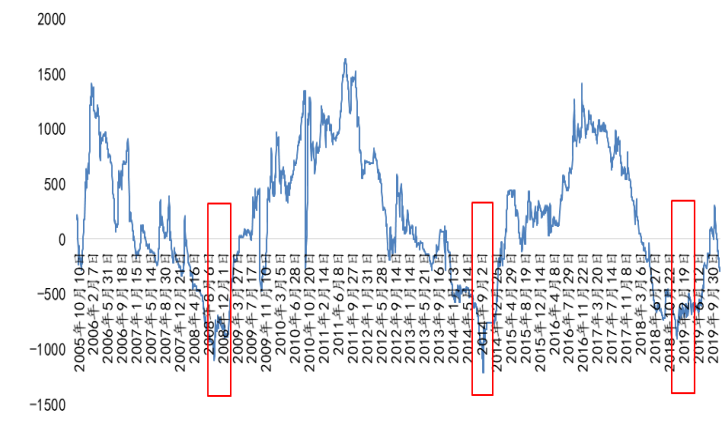
1) 糖价拐点都发生在最后一次增产榨季的当年。以往四轮周期(含 18/19 榨季)的糖价向上拐点分别发生在 2003 年、2008 年、2014 年、2019 年,对应榨季分别为 02/03、07/08、13/14、18/19 榨季,以上榨季都是国内食糖增产榨季,且为连续增产的最后一个榨季。糖价拐点发生在增产榨季当年而不是滞后于增产榨季,主要原因有二,一是增产末年糖价极度低迷,糖厂陷入深度亏损,形成绝对的成本支撑;二是新榨季也在当年开启,减产导致供需情况边际改善,主导糖价触底反转。

图 22: 糖价高点发生在糖产量(千吨)高点



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 23: 广西制糖企业利润(元/吨)



资料来源: 布瑞克数据, 信达证券研发中心

2) 每轮糖价的上行期都会发生一次深度调整。回看前几轮糖周期,在糖价上行阶段总会会出现一段相似程度的回调,回调幅度较深同时引起股价下挫。上三轮的糖价调整期分别发生在 04 年、10 年和 15 年,调整时间约为 3 个月,回调幅度为 10%-20%。我们认为这主要由三方面所致,一是糖价上行期市场的看涨心态导致工业库存短期积压,二是内外价差扩大造成进口量阶段性增加,综合导致国内糖市短期供应过剩,三是每年生产进度不同导致阶段性供需失衡。

3) 糖价和股价联动。糖价波动对制糖企业盈利有较大影响,往轮糖价上行周期和股价有较高联系度,且糖价是相关企业股价的主要驱动因素。在糖价上行周期中制糖板块也表现出较好行情,相较指数能够获取明显的超额收益。同一板块的不同企业制糖业务占比不同,业绩对糖价变动的弹性不同,因此在同一轮糖价上行周期中有不同的行情表现。南宁糖业是 A 股里比较纯正的制糖标的,在前几轮的糖价上行周期中均有较高涨幅,相较上证指数的平均超额收益达到 272%。中粮糖业从 2006 年开始逐步聚焦糖业,食糖业务占比在不断提高,在前两轮糖价上行周期中股价弹性表现弱于南宁糖业,相较上证指数的平均超额收益为 128.78%。

总结往轮糖价周期的差异点

1) 往轮周期中糖价反转的具体时点有所不同。03年、08年、14年糖价周期拐点都发生在榨季结束后的三季度，本轮周期拐点发生在一季度，且前三轮拐点是在增产榨季结束后，本轮是在增产榨季过程中。这主要是由于18/19榨季外糖价格回暖支撑下进口加工糖利润压缩从而配额外进口量受到限制，且19年我国对走私糖打击力度不断加大，整体来看外糖冲击较往年有所减弱。我们曾对国际糖价的影响因素做过研究，全球糖价阶段性走势与当年产需结余值的同比变动有显著的相关关系，产需结余值同比减小的年份里糖价大概率上涨。18/19榨季全球食糖虽然产需过剩，但产需过剩量同比大幅下降，带动国际糖价从18年9月份开始触底反弹，外强内弱导致加工糖成本与国内糖价倒挂，进口收缩影响国内糖价相较往轮周期提前确认拐点。

2) 往轮糖价拐点和股价拐点的先后顺序有所不同。股价拐点的影响因素有很多，包括由糖价主导的基本面预期的变化，以及市场环境等短期因素。往轮周期来看，03年和08年的股价拐点发生在糖价拐点之后，14年的股价拐点提前于糖价拐点，19年基本同步。由于影响基本面预期的因素较多且短期因素不确定性较大，因此无论是糖价上涨带动预期修复还是股价提前反应糖价上涨预期需要视具体情况而定。

3) 本轮周期中粮糖业的股价弹性有所提升。糖价从年初开始启动反转以来，市场预期的分歧导致相关标的的股价经历了上涨、调整和再度上涨。南糖和中糖在第一轮上涨中的股价涨幅分别是78.35%和80.44%，在第二轮上涨中的股价涨幅分别是10.32%和0.99%，整体涨幅分别是6.02%和28.33%，后者获得8.15%的超额收益。在截至目前的本轮糖价周期中，中糖的股价弹性已经超过南糖。

表6: 糖价往轮上行周期情况

现货糖价	第一波上涨				调整期			第二波上涨			整轮	
	上涨启动时间	调整时间	持续时间	涨幅	下跌启动时间	持续时间	跌幅	上涨启动时间	持续时间	涨幅	该轮整体涨幅	总持续时间
2003-2006	2003.8	2004.8	12个月	56.28%	2004.8	4个月	19.63%	2004.12	14个月	109.62%	163.29%	30个月
2008-2011	2008.10	2010.2	16个月	107.32%	2010.2	3个月	11.58%	2010.5	15个月	58.96%	191.37%	34个月
2014-2016	2014.9	2015.4	7个月	40.55%	2015.4	3个月	10.57%	2015.7	17个月	40.68%	76.83%	27个月
平均			11.67个月	68.05%		3.33个月	13.93%		15.33个月	69.75%	143.83%	30.33个月
2019-?	2019.1	2019.10	9个月	19.84%	2019.10	2个月	6.29%				12.30%	11个月

资料来源: 万得, 信达证券研发中心

表 7: 南宁糖业股价在往轮糖价周期中的表现情况

南糖股价	第一波上涨					调整期			第二波上涨				整轮		
	上涨启动时间	调整时间	持续时间	涨幅	超额收益	下跌启动时间	持续时间	跌幅	上涨启动时间	持续时间	涨幅	超额收益	该轮整体涨幅	超额收益	总持续时间
2003-2006	2003.11	2004.10	11 个月	179.42%	181.48%	2004.10	8 个月	64.46%	2005.6	11 个月	529.55%	474.82%	301.45%	279.72%	30 个月
2008-2011	2008.12	2009.12	12 个月	250.94%	175.80%	2009.12	7 个月	45.57%	2010.7	4 个月	106.53%	89.44%	294.48%	243.76%	23 个月
2014-2016	2014.4	2015.6	14 个月	299.37%	189.01%	2015.6	7 个月	51.63%	2016.1	6 个月	127.63%	143.45%	339.21%	292.68%	27 个月
平均			12.33 个月	243.24%	182.10%		7.33 个月	53.89%		7 个月	254.57%	235.90%	311.71%	272.05%	26.67 个月
2019-?	2019.1	2019.3	2 个月	78.35%	54.42%	2019.3	8 个月	46.54%	2019.11	1 个月	10.32%	7.33%	6.02%	-13.16%	11 个月

资料来源: 万得, 信达证券研发中心

表 8: 中粮糖业股价在往轮糖价周期中的表现情况

中糖股价	第一波上涨					调整期			第二波上涨				整轮		
	上涨启动时间	调整时间	持续时间	涨幅	超额收益	下跌启动时间	持续时间	跌幅	上涨启动时间	持续时间	涨幅	超额收益	该轮整体涨幅	超额收益	总持续时间
2008-2011	2008.11	2009.12	13 个月	168.46%	78.90%	2009.12	7 个月	49.70%	2010.7	4 个月	105.52%	87.93%	177.65%	114.52%	24 个月
2014-2016	2014.6	2015.8	14 个月	503.86%	446.64%	2015.8	5 个月	64.85%	2016.1	11 个月	39.08%	51.39%	195.23%	143.03%	30 个月
平均			13.5 个月	336.16%	262.77%		6 个月	57.28%		7.5 个月	72.30%	69.66%	186.44%	128.78%	27 个月
2019-?	2018.10	2019.4	6 个月	80.44%	71.33%	2019.4	7 个月	29.99%	2019.11	1 个月	0.99%	-3.41%	28.33%	8.15%	14 个月

资料来源: 万得, 信达证券研发中心

投资建议

糖价是股价的核心驱动因素，糖价上涨驱动制糖企业盈利转好、价值回升。目前来看糖价正处于周期上行通道，短期回调不改向上趋势，但股价整体表现背离，估值已回调至历史底部区间，市场预期差明显。我们认为糖价周期性上涨将带动市场预期逐步向上修复。由于新榨季开启，且主产区开榨时间较往年提前，目前国内糖市出现阶段性供应过剩，糖价承压调整，但基于对后市糖价反转的预期，股价已提前调整到位，布局时机成熟。重点推荐中粮糖业，近些年来中粮糖业战略重心不断向糖业转移，同时不断整合优化其他业务，食糖业务的业绩比重在不断提升，相较往年糖价上行周期或将有更大的弹性表现。

图 24: 中粮糖业 PBband



资料来源：万得，信达证券研发中心

风险提示

政策变动风险；极端天气风险；替代品价格变动风险等。

研究团队简介

刘卓，分析师。中国农业大学动物科学学士，对外经济贸易大学经济学硕士。2017年加入信达证券研发中心，从事农林牧渔行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁 泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐 蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	13818525553	hongchen@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。