

制糖业跟踪点评：国内外糖价底部已现，最坏时候已过，反转趋势逐步明朗化

■**主要观点：**近日，国内外糖价均出现上涨，昨日与国内大型制糖企业、进口贸易商等进行交流。我们认为：从糖价周期来看，国内外糖价底部已现，最坏时候已过，反转趋势逐步明朗化。投资建议：中粮屯河、南宁糖业。核心逻辑如下：

1) **国内白糖进入减产周期。**国内甘蔗播种面积经过三年连续增长，在2014年下滑约8%。14/15榨季国内食糖减产已成定局。持续低迷的甘蔗价格，导致蔗农种植意愿普遍不强。预计15年国内甘蔗种植面积将维持下降趋势，15/16榨季国内食糖产量有望进一步减小。

2) **全球白糖供需情况改善。**2014年全球糖市供给过剩有望在2015年实现反转。ISO组织预计全球2014/15作物年度糖产量为1.829亿吨，而预计全球糖消费量将增长2%至1.824亿吨，过剩50万吨。国际主要糖业机构，普遍预计在15/16年度，全球糖市将为六年来首次出现供应缺口，供应短缺量将为200-250万吨。

3) **近期国内外价差收窄，进口糖压力减小。**14年四季度以来，随着国内外价格价差从1000元左右逐步走弱，配额内远月国内外白糖价差缩小到800元附近。配额外进口已经亏损。价差缩小，不仅压缩了走私白糖的空间，也抑制了配额外进口的积极性。

4) **国储糖库存压力短期影响较小。**国储糖这两年经过多次收储，预计目前库存在600万吨。由于国储糖的收购价格大都在6200元以上，相对于现在4600元的现货价格，还有较大的空间，短期内对市场价格的压制影响不大。

■**价格预测：**我们认为国内外白糖价格底部已现，未来3个月，我们认为，国际原糖价将从原来的15美分/磅底部运行平台上涨至17美分/磅的价格运行平台，进一步上涨仍需等待其他利多消息指引。国内白糖现货价格预计将从当前的4500元/吨逐步上涨至5000元/吨。白糖价格正逐步走出底部。

■**投资建议：**从标的来看，我们认为关注“一大一小”：

中粮屯河（投资关键词：面临央企改革+糖业资产整合预期，中国糖业龙头）

南宁糖业（投资关键词：市值小、经营管理改善）

■**风险提示：**糖价走势不达预期

投资评级 **领先大市-B**

维持评级

首选股票

目标价 评级

行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-1.62	-33.04	-13.48
绝对收益	3.48	14.46	45.52

张龙

分析师

SAC 执业证书编号：S1450511020030
zhanglong@essence.com.cn
021-68766113

相关报告

农林牧渔：拐点渐近，底部布局 畜禽&种子——2014 年中期农业投资策略	2014-06-30
农业数据周报：生猪价格回落，禽流感预期再起	2014-06-03
农林牧渔：生猪价格回落，禽流感预期再起——农业周报	2014-06-03

1. 糖价反转趋势明朗化

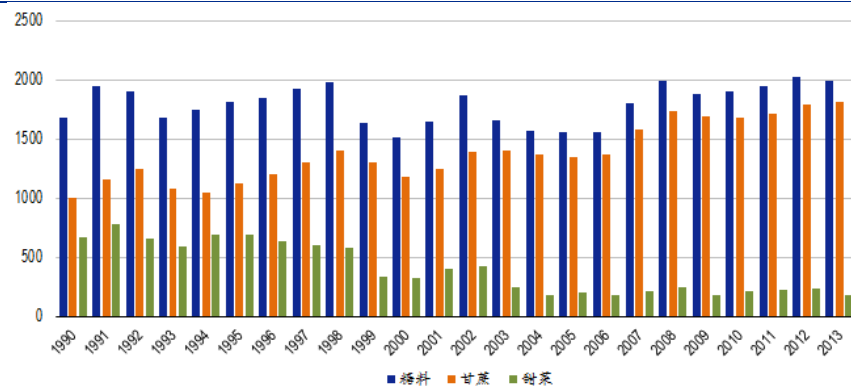
近日，国内外糖价均出现上涨，经过与国内大型制糖企业、进口贸易商等进行交流。我们认为：从糖价周期来看，国内外糖价底部已现，最坏时候已过，反转趋势逐步明朗化。

1.1. 国内白糖进入减产周期

国内甘蔗种植面积基本上以6-7年为一个周期，3年增加，3年减少。从2010年起，国内甘蔗种植面积经过4年的持续增加，在2014年开始下滑约8%。广西部分地区播种面积减少了近10%。14/15榨季国内食糖减产已成定局。中糖协预估数据显示，2014/15年度中国糖产量料约为1200万吨，较2013/14年度的1330万吨减少近10%。

同时，14/15榨季甘蔗收购价440元，相比上一个榨季400元下降了10%。持续低迷的甘蔗价格，导致蔗农种植意愿普遍不强。预计15年国内甘蔗种植面积将维持下降趋势，15/16榨季食糖产量有望进一步减小。

图1：国内糖料播种面积



数据来源：wind、安信证券研究中心

1.2. 国外供给收缩

气候异常影响国外白糖供应预期。受干旱气候影响，巴西中南部地区糖厂12月下半月甘蔗加工量比去年同期下降37%，而中南部地区甘蔗产量约占巴西甘蔗总产量的90%。在截至12月末的榨季中，巴西中南部糖厂甘蔗总量下降4.6%至5.678亿吨，糖产量下降6.8%至3190万吨。

同时，巴西国内制糖企业财务状况堪忧。在去年巴西雷亚尔贬值11%的背景下，以美元计价的承重债务使得巴西国内50-60家制糖企业破产倒闭，2015年食糖供给受限。

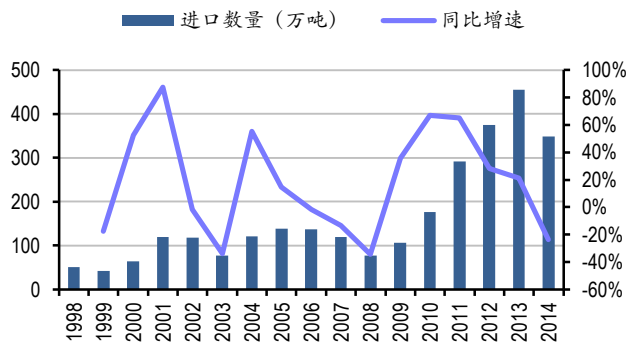
2014年全球糖市供给过剩有望在2015年实现反转。ISO组织预计全球2014/15作物年度糖产量为1.829亿吨，而预计全球糖消费量将增长2%至1.824亿吨，过剩50万吨。国际主要糖业机构，普遍预计在15/16年度，全球糖市将为六年来首次出现供应缺口，供应短缺量将为200-250万吨。

1.3. 价差缩窄，进口糖压力减小

13、14年国内外白糖价格价差普遍超过1000元。从巴西、泰国、越南等主产国进口的走私白糖大量涌进国内，对国内食糖市场造成了很大的冲击。14年四季度以来，随着国内外价格价差逐步走弱，配额内远月国内外白糖价差缩小到800元附近。配额外进口已经亏损。价差缩小，不仅压缩了走私白糖的空间，也抑制了配额外进口的积极性。

2014年11月27日加工糖会议商定2015年配额外自律总量为190万吨。根据海关最新数据，2014年中国累计进口白糖348.2万吨，同比2013年下降23.36%。预计15年进口数量仍将进一步下降。

图 2：国内白糖进口量



数据来源：wind、安信证券研究中心

1.4. 国储糖库存短期压力较小

国储糖这两年经过多次收储，预计目前库存在 600 万吨。由于国储糖的收购价格大都在 6200 元以上，相对于现在 4600 元的现货价格，还有较大的空间，短期内对 market 价格的压制影响不大。

1.5. 价格研判

我们认为国内外白糖价格底部已现，未来 3 个月，我们认为，国际原糖价将从原来的 15 美分/磅底部运行平台上涨至 17 美分/磅的价格运行平台，进一步上涨仍需等待其他利多消息指引。国内白糖现货价格预计将从当前的 4500 元/吨逐步上涨至 5000 元/吨。白糖价格正逐步走出底部。

图 3：ISO 国际食糖综合价（美分/磅）



数据来源：wind、安信证券研究中心

图 4：柳州白糖现货价格走势（元/吨）



数据来源：wind、安信证券研究中心

2. 投资建议

从标的来看，我们建议关注“一大一小”两家企业：

中粮屯河：公司依托于中粮集团，是国内最大的糖业企，是国内糖业龙头，将充分受益于制糖行业的景气反转。作为集团制糖业务的上市平台，集团旗下其他糖业资产有望注入上市公司。中粮是首批央企改革试点单位之一，随着国企改革的全面铺开，经营绩效有望得到进一步提高。

南宁糖业：公司目前市值只有 20 多亿，在糖价反转的行业背景下，业绩及股价弹性较大。随着《南宁市国资委全面深化改革工作方案》的公布，公司作为南宁市国资委下属企业，经营管理有望得到改善。

■ 公司评级体系

收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10% 以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

张龙声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 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, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编： 200123

北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034

