

白糖行业深度研究报告

国际糖价或步入上行通道，内糖价格有望共振向上

推荐（维持）

- **我国食糖价格呈现周期性波动。**我国是全球第五大食糖生产国，蔗糖是我国内糖主要来源。我国食糖生产具有较强的周期性，大致以 5-6 年为一个生产周期，这与甘蔗宿根性特点相关，即甘蔗种植一次，宿根可以生长三年，待三年期满，蔗农才会考虑更换种植作物。2003 年至今，糖价共经历了 3 波完整周期：① 2003 年 8 月-2008 年 10 月，经历 62 个月完整周期，上升周期 30 个月，食糖价格由 2,055 元/吨涨至 5,450 元/吨，涨幅 165.2%；② 2008 年 10 月-2014 年 9 月，经历 71 个月完整周期，上升周期 34 个月，食糖价格由 2,665 元/吨涨至 7,765 元/吨，涨幅达 191.7%；③ 2014 年 9 月-2019 年 1 月，经历 52 个月完整周期，上升周期 27 个月，食糖价格由 3,970 元/吨涨至 7,020 元/吨，涨幅 76.8%。
- **2019/20 榨季内糖产量或小幅回升，内糖销售进度优于往年。**2000 年至今，中国食糖产量在 620 万吨和 1484 万吨之间波动。18/19 榨季我国食糖产量 1076 万吨，同比增长 4.4%，较前一轮高点 13/14 榨季下降 19.2%，我国食糖产量难以恢复至前几轮周期高点时水平。根据农业农村部预测：2019/2020 榨季我国糖料播种面积 2223 万亩，食糖产量 1088 万吨，较前一榨季增加 12 万吨。18/19 榨季截至 8 月底，全国累计销售食糖 960.26 万吨，同比增长 7.9%，累计销糖率 89.24%，同比提升 2.96 个百分点，内糖销售端整体进度优于往年，工业库存端压力小，截至 8 月 31 日，食糖新增工业库存 116 万吨，同比下降 17.1%。
- **我国食糖缺口长期依赖进口，18/19 榨季走私量明显下降。**我国是全球第二大食糖进口国，国内食糖缺口长期依赖进口弥补，18/19 榨季国内食糖存在 500 万吨左右的供给缺口，占消费量 27%。我国自 2017 年 5 月 22 日开始对进口食糖产品实施保障措施，保障措施关税 2020 年到期后或不再延期，但配额总量保持不变。18/19 榨季我国走私量明显减少，主要原因包括：① 缅甸暂停食糖转口贸易，从泰国至缅甸再至云南这条走私渠道被打断；② 今年国内打黑除恶力度空前，接连破获走私大案，涉黑食糖走私团伙减少。我们预计，未来我国仍将处于严打走私的高压态势之中，走私对国内糖价影响力下降。
- **18/19 榨季食糖主产国产量下降，19/20 榨季国际糖价有望步入上升通道。**18/19 榨季生产结束，巴西食糖产量 2950 万吨，同比下降 24.1%；印度食糖产量 3307 万吨，同比下降 3.9%；泰国食糖产量 1419 万吨，同比下滑 6.2%。18/19 榨季主产国减产，但高库存造成糖价进入持续筑底阶段。
据巴西蔗糖产业联盟委员会（Unica）最新数据显示，截至 9 月底，巴西中南部压榨进度接近 45%，累计产糖 1797 万吨，同比下降 4.9%；19/20 榨季，印度甘蔗种植面积同比减少 5.2%，糖产量或降至 2700-2900 万吨；19/20 榨季，泰国甘蔗种植面积下降，糖产量或降至 1300 万吨。2019 年第四季度，随着主产国产需缺口逐渐明朗，国际糖价有望步入上升通道。
- **国际糖价或步入上升通道，国内糖价有望共振向上。**18/19 榨季我国食糖产量 1076 万吨，同比增长 4.4%；根据农业农村部预测，2019/20 榨季我国糖料播种面积 2223 万亩，食糖产量 1088 万吨，产量较前一榨季增加 12 万吨。在内糖产量趋稳、新增工业库存偏低、严打走私、进口政策相对稳定的情况下，外糖价格走势已成为国内糖价走势的关键因素。目前内糖新增工业库存少，新榨季尚未开始，国内糖价运行区间整体上移。我们预计，随着国际糖价步入上升通道，内糖价格也将共振向上。
- **风险提示：**自然灾害，政策风险，价格不及预期。

华创证券研究所

证券分析师：王莺

电话：021-20572510

邮箱：wangying@hcyjs.com

执业编号：S0360515100002

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	86	2.34
总市值(亿元)	10,645.3	1.83
流通市值(亿元)	8,263.33	1.94

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	-2.93	25.66	45.43
相对表现	0.48	15.02	33.22



相关研究报告

《白糖行业跟踪报告：19/20 榨季产需缺口逐渐明朗，糖价曙光初现》

2019-08-13

目录

一、19/20 榨季内糖产量或小幅回升，外糖价格成内糖运行关键因子.....	6
(一) 国内糖价周期波动.....	6
(二) 2019/20 榨季内糖产量或小幅回升.....	7
(三) 国内食糖消费量相对稳定，2018/19 榨季内糖工业库存压力小.....	9
(四) 外糖进口稳中有降，政策变动成为 X 因素.....	11
(五) 2019 年走私量下降 60%，配额进口食糖价格影响效力增大.....	14
二、全球食糖供需向好，去库存步伐加速.....	16
(一) 国际糖价波动剧烈，主产国产量影响大.....	16
(二) 巴西 18/19 榨季产量同比下滑 25.29%，19/20 榨季糖醇比持续下降.....	17
(三) 印度 18/19 榨季产量同比减产 3.9%，19/20 榨季产量有望继续下降，去库存步伐加速.....	20
(四) 泰国 18/19 榨季产量同比下降 6.2%，19/20 榨季预期减产 8.4%，去库存进行时.....	23
三、国际糖价步入上升通道，国内糖价有望共振向上.....	25
四、风险提示.....	26

图表目录

图表 1	18/19 榨季全球主要食糖生产国产量	6
图表 2	94/95-18/19 榨季我国食糖产量走势	6
图表 3	18/19 榨季甘蔗糖甜菜糖占比	6
图表 4	柳州白糖现货价走势: 元/吨	7
图表 5	国内食糖价格波动周期列表	7
图表 6	国内榨季时间进度	8
图表 7	00/01 -18/19 榨季全国糖料播种面积	8
图表 8	00/01 -18/19 榨季全国食糖产量	8
图表 9	16/17-18/19 榨季全国食糖月度累计产量	8
图表 10	16/17-18/19 榨季广西食糖月度累计产量	8
图表 11	食糖产量与自然灾害的关系列表	8
图表 12	18/19 榨季国内甘蔗、木薯、桉树种植利润对照表	9
图表 13	00/01-18/19 国内食糖消费量走势: 万吨	9
图表 14	国内食糖消费构成	10
图表 15	国内人均食糖消费与其他国家地区对比	10
图表 16	16/17-18/19 榨季全国月度累计销量	10
图表 17	16/17-18/19 榨季广西月度累计销量	10
图表 18	16/17-18/19 榨季全国新增工业库存	10
图表 19	16/17-18/19 榨季广西新增工业库存	10
图表 20	16/17-18/19 榨季全国产销比	11
图表 21	16/17-18/19 榨季广西产销比	11
图表 22	00/01-18/19 榨季国内食糖供给缺口	12
图表 23	2000-2019 年食糖进口量变动	12
图表 24	2018 年我国食糖主要进口来源国贸易量及占比	12
图表 25	2017-2019 年食糖月度累计进口	13
图表 26	2017-2019 年食糖月度进口	13
图表 27	2018 年甘蔗主产国生产成本对比	13
图表 28	巴西糖配额内进口估算价与国产糖价差	14
图表 29	巴西糖配额外进口估算价与国产糖价差	14
图表 30	泰国糖配额内进口估算价与国产糖价差	14
图表 31	泰国糖配额外进口估算价与国产糖价差	14
图表 32	走私糖利润空间	15
图表 33	13/14-18/19 榨季走私食糖	15

图表 34	13/14-18/19 榨季走私糖对应国内糖价波动.....	15
图表 35	2019 年破获走私糖案件.....	15
图表 36	全球主要产区榨季时间进度.....	16
图表 37	18/19 榨季全球食糖主产国产量.....	16
图表 38	18/19 榨季全球食糖主产国产量占比.....	16
图表 39	18/19 榨季全球食糖主贸易国出口量.....	16
图表 40	18/19 榨季全球食糖主贸易国出口量占比.....	16
图表 41	NYBOT 11 号糖: 美分/磅.....	17
图表 42	国际食糖价格波动周期列表.....	17
图表 43	00/01-18/19 榨季巴西甘蔗种植面积.....	18
图表 44	00/01-18/19 榨季巴西甘蔗产量.....	18
图表 45	00/01-18/19 榨季巴西糖产量.....	18
图表 46	19/20 榨季中南部甘蔗入榨进度.....	18
图表 47	17/18-19/20 榨季中南部月产糖量.....	19
图表 48	17/18-19/20 榨季中南部月累计产糖量.....	19
图表 49	00/01-18/19 榨季巴西食糖消费.....	19
图表 50	00/01-18/19 榨季巴西食糖出口.....	19
图表 51	17/18-19/20 巴西食糖月度出口量.....	19
图表 52	17/18-19/20 巴西食糖月度出口进度.....	19
图表 53	2017-2019 年圣保罗醇油比.....	20
图表 54	10/11-18/19 榨季巴西糖醇比.....	20
图表 55	00/01-18/19 榨季印度食糖产量.....	21
图表 56	00/01-18/19 榨季印度甘蔗种植面积.....	21
图表 57	16/17-18/19 榨季印度主产邦甘蔗种植面积.....	21
图表 58	10/11-18/19 榨季印度食糖消费.....	22
图表 59	10/11-19/20E 印度食糖出口.....	22
图表 60	10/11-19/20E 印度食糖期末库存.....	22
图表 61	10/11-18/19 榨季印度政府定价 FRP.....	23
图表 62	印度政府定价政策对食糖产业影响示意图.....	23
图表 63	2019 年印度出口政策.....	23
图表 64	00/01-18/19 榨季泰国食糖产量.....	24
图表 65	00/01-18/19 榨季泰国甘蔗种植面积.....	24
图表 66	00/01-18/19 榨季泰国甘蔗产量.....	24
图表 67	00/01-18/19 榨季泰国食糖消费.....	25

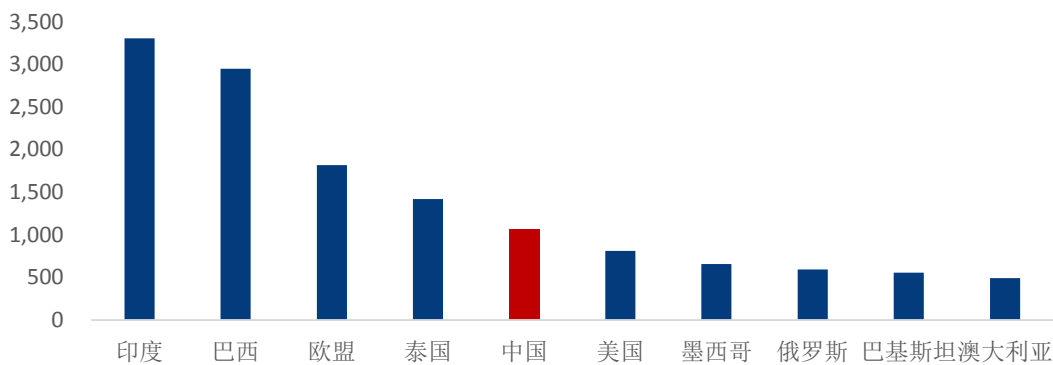
图表 68	00/01-18/19 榨季泰国食糖期末库存	25
图表 69	00/01-18/19 榨季食糖出口	25

一、19/20 榨季内糖产量或小幅回升，外糖价格成内糖运行关键因子

(一) 国内糖价周期波动

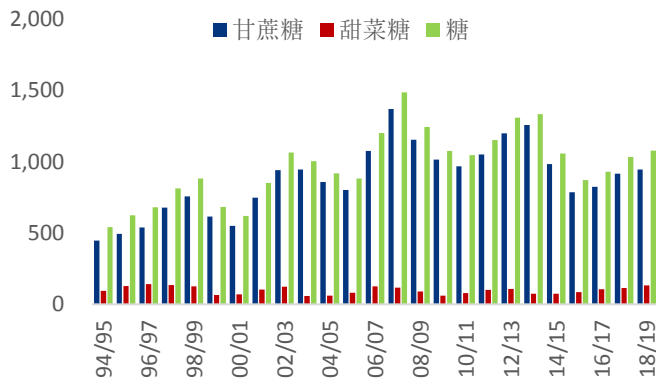
我国是全球第五大食糖生产国，南方盛产甘蔗、北方宜种甜菜。蔗糖是我国内糖的主要来源，甘蔗主产区位于广西、云南、广东等南方省份，甜菜主产区位于内蒙古、新疆、黑龙江等地区。2018/19 榨季蔗糖产量占全国食糖产量 88%，甜菜糖产量占比 12%。我国食糖生产具有较强的周期性，大致以 5-6 年为一个生产周期，这与甘蔗宿根性特点相关，即甘蔗种植一次，宿根可以生长三年，待三年期满，蔗农才会考虑更换种植作物。

图表 1 18/19 榨季全球主要食糖生产国产量：万吨



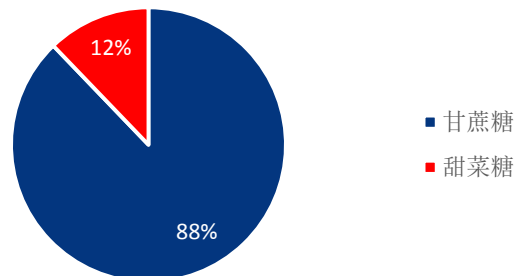
资料来源：Wind，华创证券

图表 2 94/95-18/19 榨季我国食糖产量走势：万吨



资料来源：中国糖业协会，华创证券

图表 3 18/19 榨季甘蔗糖甜菜糖占比

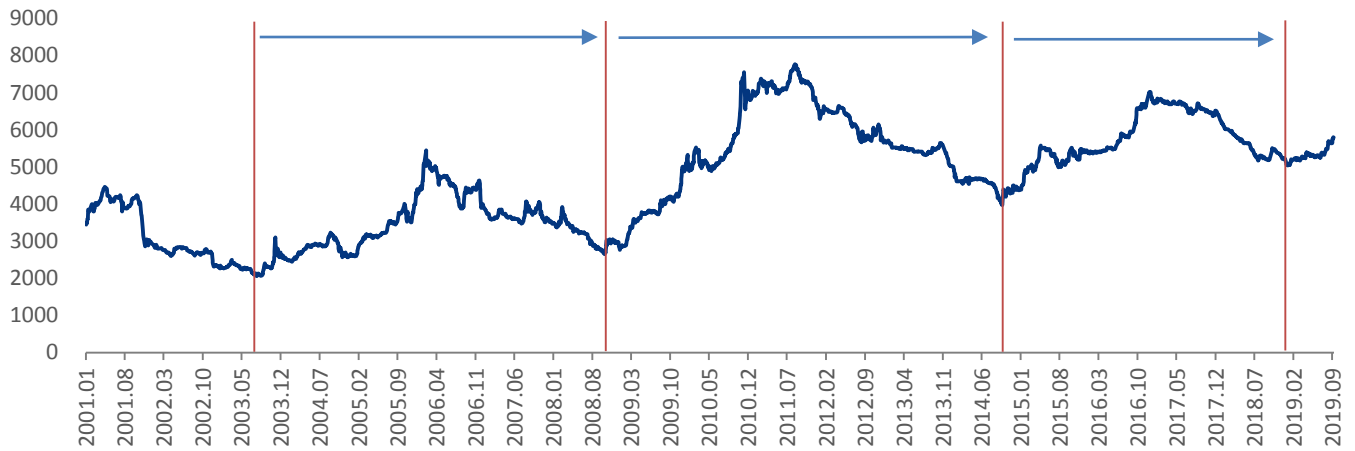


资料来源：中国糖业协会，华创证券

食糖产量的波动带来食糖价格的周期变化，2003 年至今，糖价共经历了 3 个完整周期：

- ① 2003 年 8 月-2008 年 10 月，经历 62 个月完整周期，上升周期 30 个月，食糖价格由 2,055 元/吨涨至 5,450 元/吨，涨幅 165.21%；
- ② 2008 年 10 月-2014 年 9 月，经历 71 个月完整周期，上升周期 34 个月，食糖价格由 2,665 元/吨涨至 7,765 元/吨，涨幅达 191.73%；
- ③ 2014 年 9 月-2019 年 1 月，经历 52 个月完整周期，上升周期 27 个月，食糖价格由 3,970 元/吨涨至 7,020 元/吨，涨幅 76.83%；

图表 4 柳州白砂糖现货价走势：元/吨



资料来源：广西糖网，华创证券

图表 5 国内白糖价格波动周期列表

	完整周期	上升阶段	下降阶段	完整周期	上升周期	下降周期	白糖价格（元/吨）		
							最高点	最低点	最大涨幅
周期一	2003/8-2008/10	2003/8-2006/2	2006/2-2008/10	62 个月	30 个月	32 个月	5250	2055	155.47%
周期二	2008/10-2014/9	2008/10-2011/8	2011/8-2014/9	71 个月	34 个月	37 个月	7760	2660	191.73%
周期三	2014/9-2019/1	2014/9-2016/12	2016/12-2019/1	52 个月	27 个月	25 个月	7020	4050	72.84%

资料来源：广西糖网，华创证券

（二）2019/20 榨季内糖产量或小幅回升

2000 年至今，国内糖料总播种面积在 1914 万亩至 2889 万亩之间波动，其中，甘蔗播种面积在 1462 万亩和 2563 万亩间波动，甜菜糖播种面积在 193 万亩和 609 万亩间波动。2016 年糖价见顶，2017/18 榨季、18/19 榨季全国糖料播种面积分别攀升至 2126 万亩、2191 万亩，同比分别增长 4.9%、3.1%。但播种面积难以恢复至前期高点，18/19 榨季全国糖料播种面积较前一轮高点 12/13 榨季下降 13.6%。

2000 年至今，中国糖产量在 620 万吨和 1484 万吨之间波动，其中，蔗糖产量在 551 万吨和 1368 万吨间波动，甜菜糖产量在 59 万吨和 132 万吨间波动。18/19 榨季制糖生产已于 5 月底全部结束，据中国糖业协会数据，总产量 1076 万吨，上榨季 1031 万吨，同比增长 4.41%；其中，甘蔗糖产量 945 万吨，同比增长 3.2%；甜菜糖产量 132 万吨，同比增长 14.4%。与播种面积相似，我国食糖产量也难以恢复至前期高点，18/19 榨季全国糖产量较前一轮高点 13/14 榨季下降 19.2%。分主产区看，18/19 榨季广西产糖量 634 万吨，同比增长 5.2%，产糖率 11.59%，同比下降 0.26 个百分点；云南产糖量 208 万吨，同比增长 0.6%，产糖率 12.8%，同比下降 0.03 个百分点；广东产糖量 74.44 万吨，同比下降 7.1%；18/19 榨季内蒙古产糖量 65 万吨，同比增长 35.4%；新疆产糖量 56 万吨，同比增长 3%。

甘蔗产量与天气状况关系紧密。99/00 榨季、10/11 榨季我国甘蔗主产区经历了严重霜冻，00/01 榨季、04/05 榨季、09/10 榨季、15/16 榨季则分别经历了严重干旱，08/09 榨季则经历了低温雨雪冰冻，全国食糖产量变动明显超过全国甘蔗播种面积的变动。

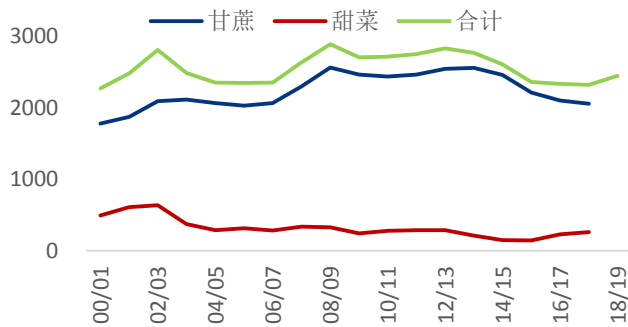
根据农业农村部预测：2019/20 榨季我国糖料播种面积 2223 万亩，其中，甘蔗播种面积 1864.5 万亩，甜菜播种面积 358.5 万亩；19/20 榨季我国糖料单产 3.95 吨/亩，较前一榨季提升 0.1 吨/亩；19/20 榨季我国食糖产量 1088 万吨，较前一榨季增加 12 万吨，其中，甘蔗糖 949 万吨，甜菜糖 139 万吨。

图表 6 国内榨季时间进度

	2019												2020																							
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12												
中国	18/19 收榨												19/20 开榨-收榨												20/21 开榨											

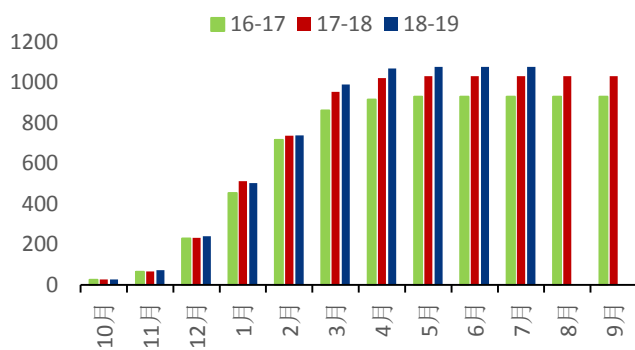
资料来源：华创证券

图表 7 00/01 -18/19 榨季全国糖料播种面积



资料来源：中国糖业协会，华创证券

图表 9 16/17-18/19 榨季全国食糖月度累计产量

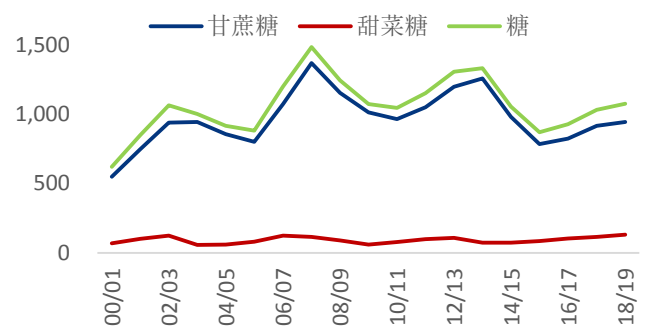


资料来源：中国糖业协会，华创证券

图表 11 食糖产量与自然灾害的关系列表

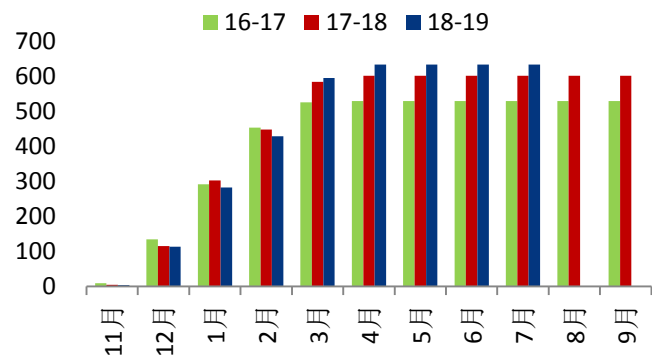
制糖期	99/00	00/01	04/05	08/09	09/10	10/11	15/16
全国糖料播种面积 (万亩)	2068	1923	2044	2757	2483	2548	2170
全国食糖产量 (万吨)	681	620	917	1243	1074	1045	870
全国糖料播种面积 yoy		-7%	-2%	6%	-10%	3%	-8%
全国食糖产量 yoy		-9%	-8%	-16%	-14%	-3%	-18%
全国甘蔗播种面积 (万亩)	1518	1462	1807	2399	2258	2269	1967
全国甘蔗糖产量 (万吨)	615	551	857	1153	1014	966	785
全国甘蔗播种面积 yoy		-4%	3%	8%	-6%	0%	-9%
全国甘蔗糖产量 yoy		-10%	-9%	-16%	-12%	-5%	-20%
全国甜菜播种面积 (万亩)	550	461	237	358	225	280	203
全国甜菜糖产量 (万吨)	66	69	60	90	60	79	85

图表 8 00/01 -18/19 榨季全国食糖产量



资料来源：中国糖业协会，华创证券

图表 10 16/17-18/19 榨季广西食糖月度累计产量



资料来源：中国糖业协会，华创证券

全国甜菜播种面积 yoy		-16%	-26%	-2%	-37%	24%	5%
全国甜菜糖产量 yoy		5%	3%	-22%	-33%	32%	15%
自然灾害	霜冻	干旱	干旱	雨雪冰冻	干旱虫害	霜冻	干旱

资料来源: Wind, 华创证券

图表 12 18/19 榨季国内甘蔗、木薯、桉树种植利润对照表

品种	广西 (元/亩)	广东 (元/亩)	云南 (元/亩)
甘蔗	177	-279	-11
木薯	872	970	852
桉树	450	396	400

资料来源: 布瑞克农业咨询, 华创证券

(三) 国内食糖消费量相对稳定, 2018/19 榨季内糖工业库存压力小

我国是全球第三大食糖消费国。2000 年至今, 国内食糖消费量在 865 万吨至 1580 万吨之间波动。随着人口增长以及城镇化进程加快, 18/19 榨季全国消费量提升至 1580 万吨, 同比增长 0.64%。食糖消费主要分为工业消费和民用消费, 其中, 工业消费占比约 59%, 民用消费为 41%。工业消费主要分布在食品加工、饮料、饮食等用糖行业, 工业消费中乳制品、饮料、饼干和糖果的食糖消费量约 67%, 生产出的大多数商品最终还是以各种形式进入到民用消费领域中; 民用消费具有相对刚性, 需求弹性小, 主要是随着人口数量增加以及经济水平提高而稳步增长。我国食糖人均消费量 11kg, 远低于世界平均水平 22.89kg 与发达国家也存在较大差距, 随着我国经济发展、人民生活水平的提高和食物消费结构的变化, 我国食糖消费量有望稳步提升。

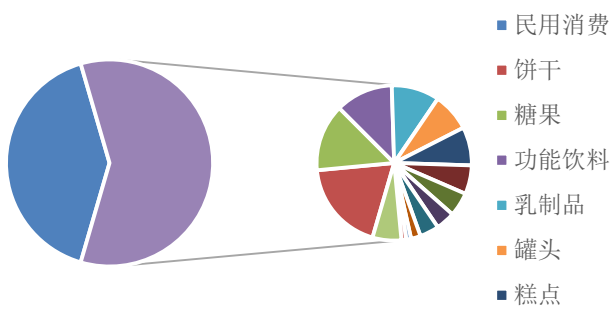
18/19 榨季截至 8 月底, 全国累计销售食糖 960.26 万吨, 同比增长 7.94%, 累计销糖率 89.24%, 同比提升 2.96 个百分点。其中, 甘蔗糖销量 836.99 万吨, 销糖率 88.62%; 甜菜糖销量 123.27 万吨, 销糖率 93.71%。分主产区看, 广西累计销糖 634 万吨, 同比增长 11.34%, 产销率 85.77%, 同比提升 4.71 个百分点; 云南累计销糖 173.45 万吨, 同比增长 7.94%, 产销率 83.39%, 同比提升 16.77 个百分点; 广东累计销量 78.31 万吨, 同比增长 8.49%, 产销率 96.73%, 同比提升 16.77 个百分点。18/19 榨季内糖销售端整体进度优于往年, 工业库存端压力小, 截至 8 月 31 日, 食糖新增工业库存 116 万吨, 同比下降 17.1%。

图表 13 00/01-18/19 国内食糖消费量走势: 万吨



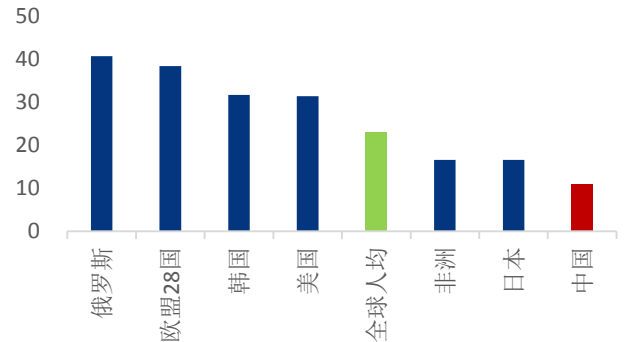
资料来源: 中国糖业协会, 华创证券

图表 14 2018 年国内食糖消费构成



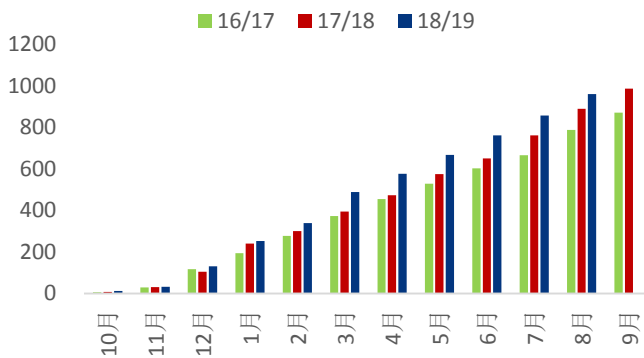
资料来源：中国期货业协会，华创证券

图表 15 2018 年国内人均食糖消费与其他国家地区



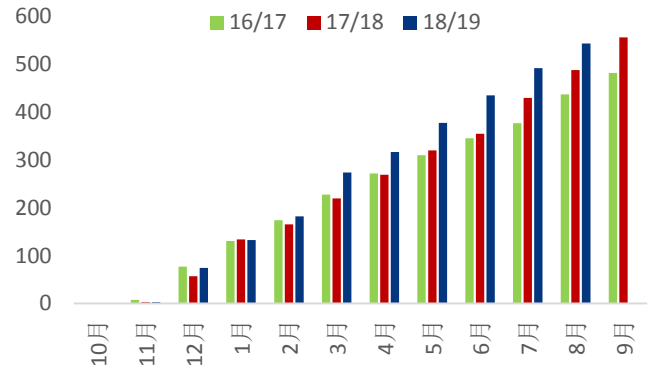
资料来源：FAO，华创证券

图表 16 16/17-18/19 榨季全国月度累计销量



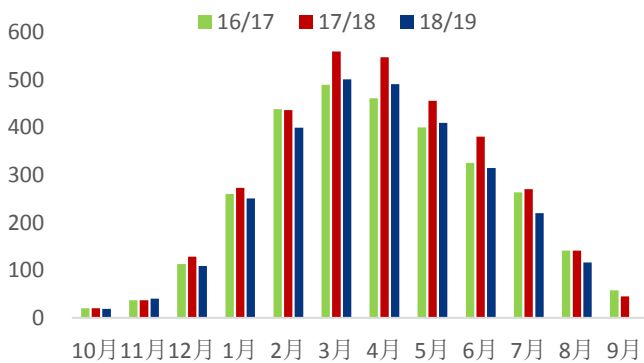
资料来源：中国糖业协会，华创证券

图表 17 16/17-18/19 榨季广西月度累计销量



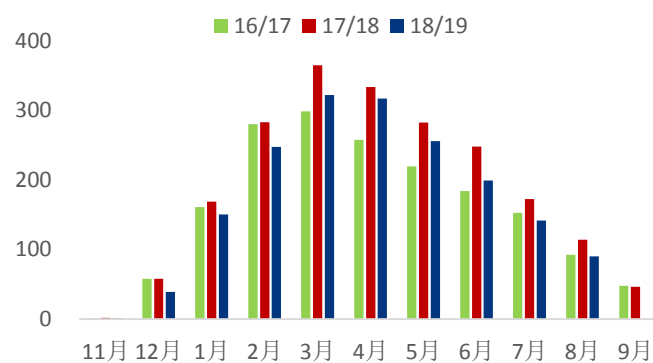
资料来源：中国糖业协会，华创证券

图表 18 16/17-18/19 榨季全国新增工业库存

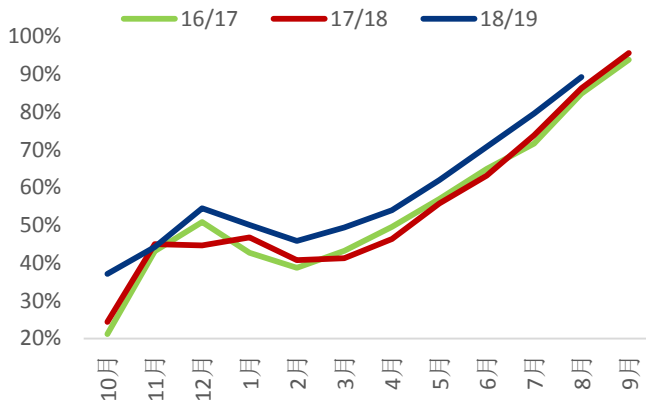


资料来源：中国糖业协会，华创证券

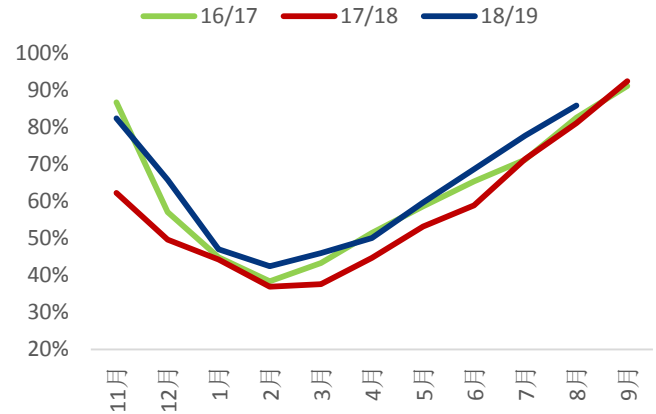
图表 19 16/17-18/19 榨季广西新增工业库存



资料来源：中国糖业协会，华创证券

图表 20 16/17-18/19 榨季全国产销比


资料来源：中国糖业协会，华创证券

图表 21 16/17-18/19 榨季广西产销比


资料来源：中国糖业协会，华创证券

(四) 外糖进口稳中有降，政策变动成为 X 因素

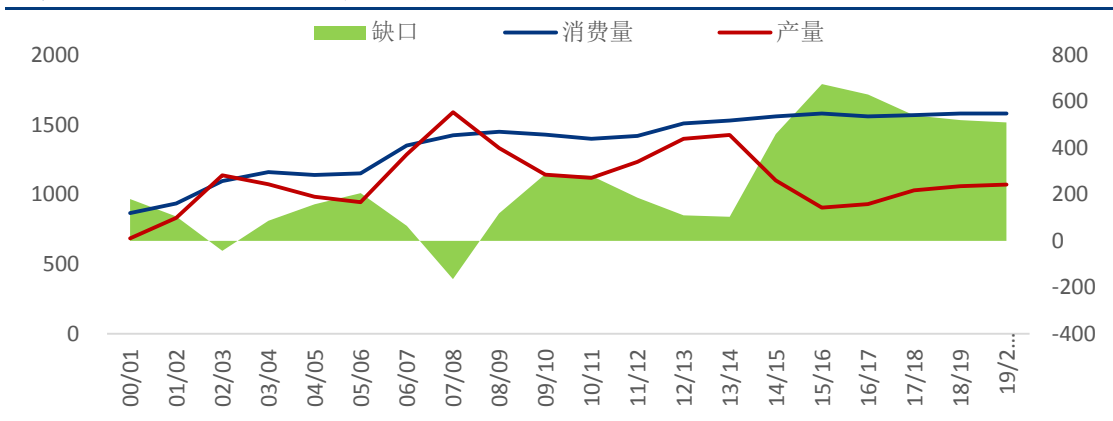
我国是全球第二大食糖进口国，国内食糖缺口长期依赖进口弥补。18/19 榨季国内食糖存在 500 万吨左右的供给缺口，占消费量 27%，需通过进口补足。我国进口实行配额管理与许可证管理制度：

① 进口配额分为配额内及配额外两部分。关税配额管理自加入 WTO 后开始实行，2004 年起配额内进口量 194.5 万吨，配额内进口关税统一降低为 15%，配额外进口关税降低至 50%。根据 2003 年颁布的《农产品进口关税配额管理暂行办法》，商务部每年 9 月底出台次年食糖进口关税配额申请和分配细则；目前，我国食糖进口关税配额分为国营配额和非国营配额，国营配额占比 70%，私营配额占比 30%，进口关税配额证自每年 1 月 1 日起至当年 12 月 31 日有效；

② 2014 年 11 月 1 日起，商务部将配额外食糖纳入自动进口许可管理。目前每年发放的配额外进口许可额度在 150 万吨左右，同时对配额外进口征收保障措施关税。2017 年 5 月 22 日，商务部公布对进口食糖保障措施调查的终裁决定，认定在调查期内被调查产品进口数量增加，中国国内食糖产业受到严重损害，且进口产品数量增加与严重损害之间存在因果关系，国务院关税税则委员会决定自 2017 年 5 月 22 日起对进口食糖产品实施保障措施。保障措施采取对关税配额外进口食糖征收保障措施关税的方式，实施期限 3 年，且实施期间措施逐步放宽，2017 年 5 月 22 日至 2018 年 5 月 21 日税率为 45%，2018 年 5 月 22 日至 2019 年 5 月 21 日税率为 40%，2019 年 5 月 22 日至 2020 年 5 月 21 日税率为 35%，三年合计关税依次为 95%、90%、85%。

2020 年保障措施关税到期后，或不再延期。2019 年 5 月 21 日，巴西农业部公开表示，已经同中国达成关于巴西糖进口关税的协议，将撤销巴西在 WTO 针对中国食糖贸易政策的调查，同时在声明中表示不再需要世贸组织 (WTO) 介入来解决问题；据巴西蔗糖产业联盟委员会 (Unica) 称，中国将在 2020 年 5 月前取消对巴西糖的额外进口关税。

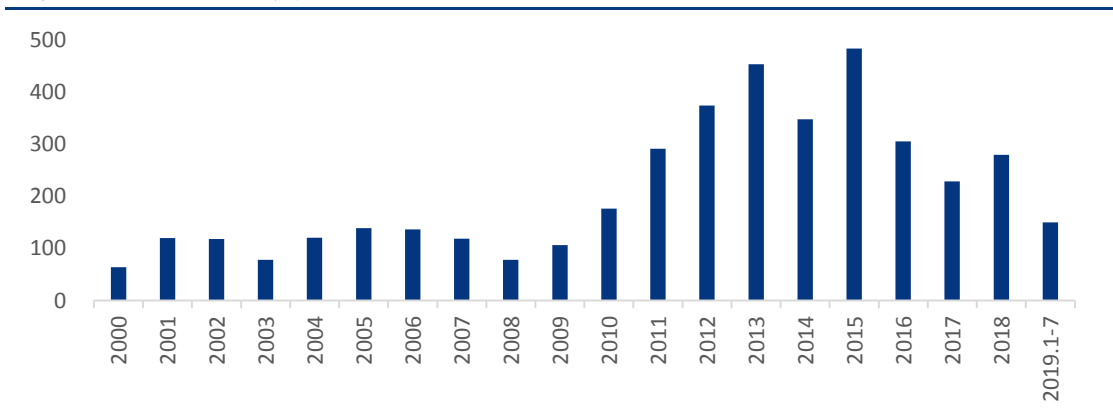
图表 22 2000/01-18/19 榨季国内食糖供给缺口



资料来源：中国糖业协会，华创证券

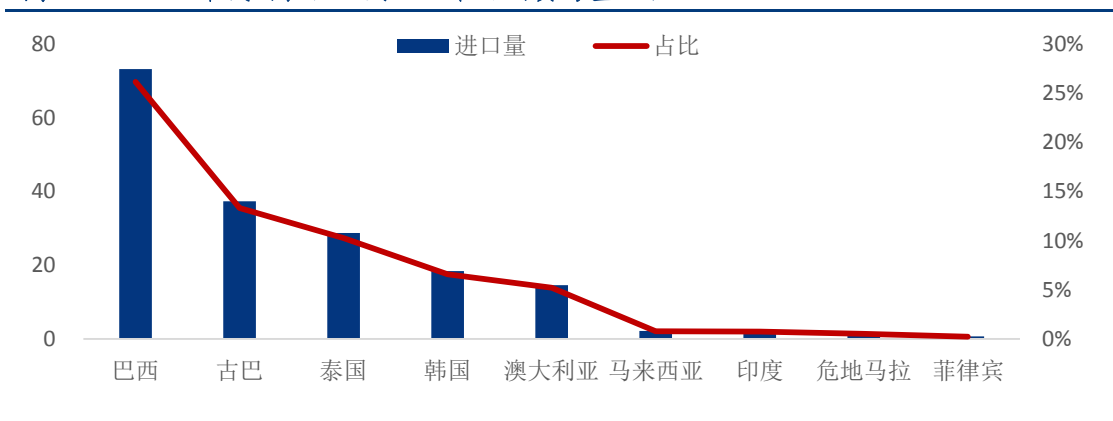
2000 年至今，国内食糖进口数量在 64 万吨至 485 万吨之间波动，其中，主要进口来自巴西、泰国及古巴等国。海关总署公布数据显示，2018 年中国累计进口糖 280 万吨，同比增长 22.3%。前五大进口国依次为巴西、古巴、泰国、韩国、澳大利亚，进口量分别为 73 万吨、37 万吨、29 万吨、18 万吨、15 万吨，进口占比分别为 26%、13%、10%、7%、5%。由于今年进口许可下发较晚，上半年进口量同比下滑，2019 年 1-7 月累计进口糖 150 万吨，同比下滑 8%；其中，7 月进口食糖 44 万吨，同比增长 76%，环比增长 214%。

图表 23 2000-2019 年食糖进口量变动



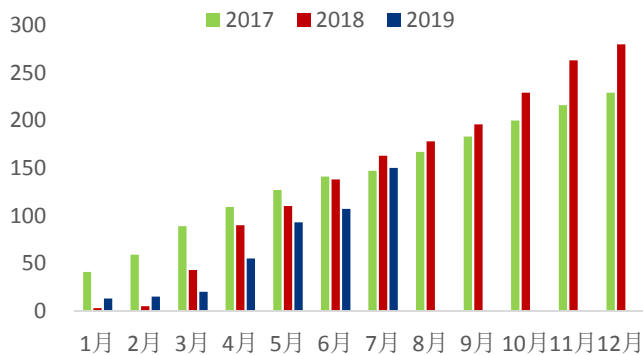
资料来源：海关总署，华创证券

图表 24 2018 年我国食糖主要进口来源国贸易量及占比



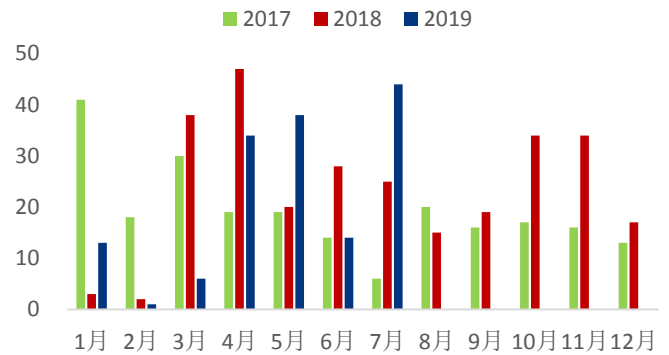
资料来源：海关总署，华创证券

图表 25 2017-2019 年食糖月度累计进口



资料来源：海关总署，华创证券

图表 26 2017-2019 年食糖月度进口



资料来源：海关总署，华创证券

甘蔗生产成本来源于三大因素：地租、养护及人工。我国甘蔗生产成本远高于其他主产国，原因如下：

- ① 地租高。我国甘蔗租金成本在 9604 元/公顷，分别为甘蔗主产国巴西、印度与泰国的 64 倍、91 倍与 128 倍；
- ② 养护成本高。甘蔗生长环节所需的肥料为 6083 元/公顷，分别为巴西、印度与泰国的 6 倍、6 倍与 5 倍。农药与种苗费用亦明显处于高位；
- ③ 人力成本高。仅收割环节所需人工成本即在 8004 元/公顷，分别为巴西、印度与泰国的 2 倍、4 倍与 3 倍。除收割环节外，播种与养护也多为人工进行，与外国机械化生产对比，成本高。

2019 年 9 月 11 日，巴西糖配额内进口估算价较柳糖现价低 2532 元/吨，较郑糖期货价低 2341 元/吨，巴西糖配额外进口估算价较柳糖现价低 807 元/吨，较郑糖期货价低 616 元/吨；2019 年 9 月 11 日，泰国糖配额内进口估算价较柳糖现价低 2723 元/吨，较郑糖期货价低 2532 元/吨，巴西糖配额外进口估算价较柳糖现价低 1115 元/吨，较郑糖期货价低 924 元/吨。目前看，巴西、泰国配额外进口估算价与国内糖价相比优势明显，国内糖价将继续受到国际食糖市场扰动。

图表 27 2018 年甘蔗主产国生产成本对比

	中国 (元/公顷)	巴西 (元/公顷)	印度 (元/公顷)	泰国 (元/公顷)	澳大利亚 (元/公顷)	美国 (元/公顷)
地租	9604	150	105	75	135	180
用工	6003	1890	2250	2505	2280	3045
耕地	2201	675	555	735	645	840
种苗	1334	315	375	450	450	450
肥料	6083	937	975	1125	2025	1875
农药	867	405	375	525	450	495
收割	8004	3525	1860	3000	2625	4200
总计	34095	7897	6495	8415	8610	11085

资料来源：Wind，华创证券

图表 28 巴西糖配额内进口估算价与国产糖价差



资料来源: Wind, 华创证券

图表 29 巴西糖配额外进口估算价与国产糖价差



资料来源: Wind, 华创证券

图表 30 泰国糖配额内进口估算价与国产糖价差



资料来源: Wind, 华创证券

图表 31 泰国糖配额内进口估算价与国产糖价差



资料来源: Wind, 华创证券

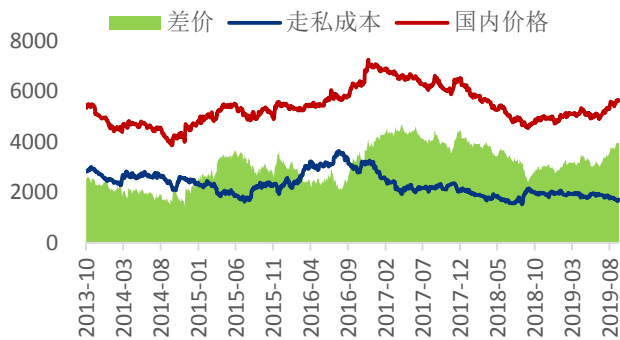
(五) 2019 年走私量下降 60%，配额进口食糖价格影响效力增大

流入我国的走私糖多来自泰国，不含税走私糖成本仅 2,000 元/吨左右，而国内当前现货价格 5,700 元/吨，走私利润超过一倍。国内外糖价价差长期存在，走私利润居高不下，从而导致走私屡禁不止。过去 6 个榨季走私量在 45 万吨至 260 万吨之间波动，2014 年保障措施关税实施是关键节点，整体走私量出现分化。15/16 榨季保障措施关税施行叠加全球糖价走牛，走私获利丰厚，走私量达到历史高值，18/19 榨季走私利润虽依旧高企，但走私量明显减少，主要原因包括：

- ① 缅甸方面暂停食糖转口贸易，从泰国至缅甸再至云南这条走私渠道被打断，走私下降。从云南边境和南方港口城市进入的走私糖大幅减少；
- ② 今年国内打黑除恶力度空前，接连破获走私大案，涉黑的食糖走私团伙减少。

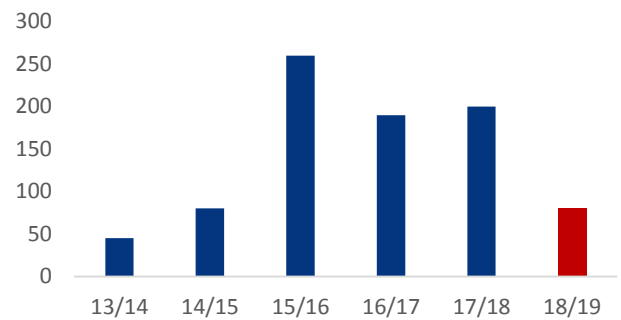
我们预计未来仍将处于严打走私的高压态势之中，走私减少对于国内糖价影响力下降。保障措施关税虽取消，但配额总量依旧保持不变，即进口外糖的价格变动成为国内糖价运行的关键因子，有望与国际糖价形成共振走势。

图表 32 走私糖利润空间



资料来源: NYBOT, 郑州商品交易所, 华创证券

图表 33 13/14-18/19 榨季走私食糖



资料来源: 牛钱网, 华创证券

图表 34 13/14-18/19 榨季走私糖对应国内糖价波动

	走私量 (万吨)	国内价格区间 (元/吨)		走私利润空间 (元/吨)	
13/14	45	3970	5650	1531	2620
14/15	80	4200	5580	1431	3684
15/16	260	5200	6590	2091	3654
16/17	190	6420	7020	3073	4704
17/18	200	5170	6545	2406	4465
18/19	80	5040	5800	2762	3996

资料来源: Wind, 华创证券

图表 35 2019 年破获走私糖案件

时间	地点	数量	内容
2019.01.06	云南红河	18 吨	边境管理支队南溪边境检查站破获走私食糖案件, 涉案嫌疑人 3 名
2019.01.18	江苏常熟	500 吨	南京海关缉私局苏州分局在常熟食茆沙北水道过驳区查获走私案, 案值 750 万元
2019.01.21	浙江宁波	1200 吨	宁波海关于某非设关地码头查获走私食糖案, 查扣伯利兹籍船舶 2 艘, 涉案嫌疑人 37 名
2019.04.10	浙江无锡	300 吨	江阴出入境边防站联勤海关缉私、海事等破获食糖走私案, 查扣走私船舶 1 艘, 涉案金额 110 万元
2019.04.28	江苏张家港	600 吨	张家港海关缉私分局破获绕关走私食糖案, 查扣走私船舶 1 艘, 涉案嫌疑人 15 名
2019.05.24	江苏如皋	200 吨	如皋执法部门于如皋水域破获走私案, 查扣走私船舶 1 艘, 涉案嫌疑人 4 名
2019.06.06	江苏张家港	665 吨	张家港海关缉私分局破获走私食糖案, 查扣走私船舶 1 艘, 涉案嫌疑人 14 名
2019.06.11	上海	2800 吨	上海海关破获绕关走私食糖大案, 查扣走私船舶 5 艘, 涉案嫌疑人 40 名, 走私专款 800 余万元, 团伙累计涉案金额 7.5 亿
2019.07.03	江苏苏州	500 吨	苏州海关联合常熟海事局破获走私食糖案, 查扣走私船舶 1 艘, 涉案嫌疑人 7 名, 涉案金额 250 万元
2019.08.07	江苏连云港	400 吨	灌河海事处破获走私食糖案, 查扣走私船舶 1 艘
2019.08.25	江苏江阴	1000 吨	江阴海关缉私分局破获走私食糖案, 查扣走私船舶 1 艘, 涉案嫌疑人 9 名

资料来源: 华创证券整理

二、全球食糖供需向好，去库存步伐加速

(一) 国际糖价波动剧烈，主产国产量影响大

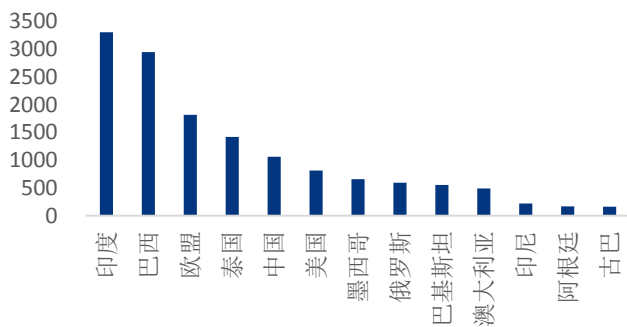
2018/19 榨季全球产糖量 1.79 亿吨，同比下降 8%；其中，甘蔗糖产量 1.39 亿吨，同比下降 7.9%，甜菜糖产量 0.4 亿吨，同比下降 8.4%。甘蔗种植区域主要集中于南美洲和亚洲；甜菜种植区域集中在欧洲和北美。全球前五大产糖国包括印度、巴西、欧盟、泰国与中国，18/19 榨季各国食糖产量分别为 3307 万吨、2950 万吨、1818 万吨、1419 万吨、1076 万吨，占全球食糖总产量的比重分别为 18.5%、16.5%、10.2%、7.9%、5.9%，合计共占全球总产量近 60%。

图表 36 全球主要产区榨季时间进度

	2019												2020											
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
巴西	19/20 开榨-收榨																							
印度	18/19 收榨									√	19/20 开榨-收榨												20/21	
泰国	18/19 收榨									√	19/20 开榨-收榨												20/21	

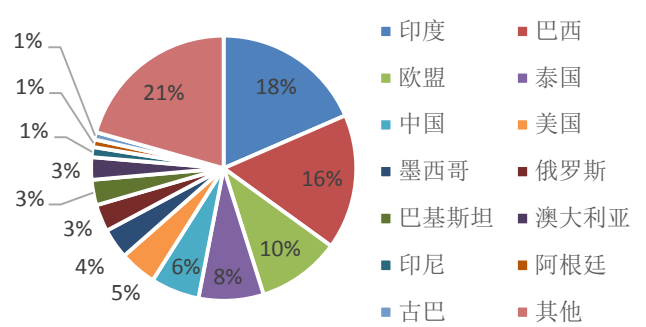
资料来源：华创证券 (注：√表示目前是9月，对应每个产区的生产进度)

图表 37 18/19 榨季全球食糖主产国产量



资料来源：Unica，华创证券

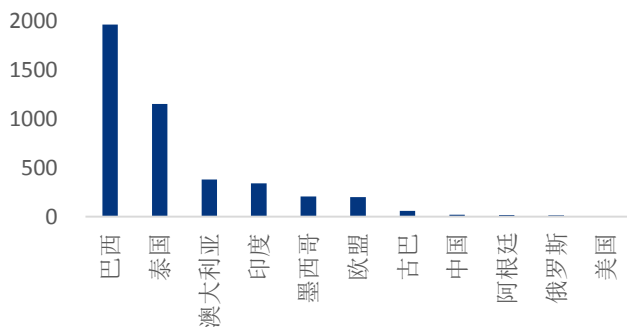
图表 38 18/19 榨季全球食糖主产国产量占比



资料来源：Unica，华创证券

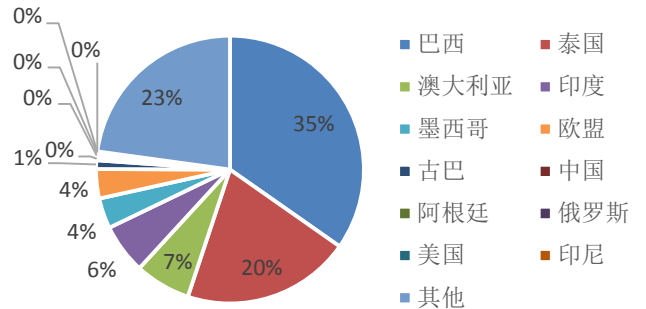
2018/19 榨季全球食糖贸易量 5644 万吨，同比下降 12.5%；前四大出口国分别是巴西、泰国、澳大利亚和印度，贸易量分别为 1960 万吨、1150 万吨、380 万吨、340 万吨，占全球食糖贸易量比重分别为 34.7%、20.4%、6.7%、6.0%。

图表 39 18/19 榨季全球食糖主贸易国出口量



资料来源：Unica，华创证券

图表 40 18/19 榨季全球食糖主贸易国出口量占比

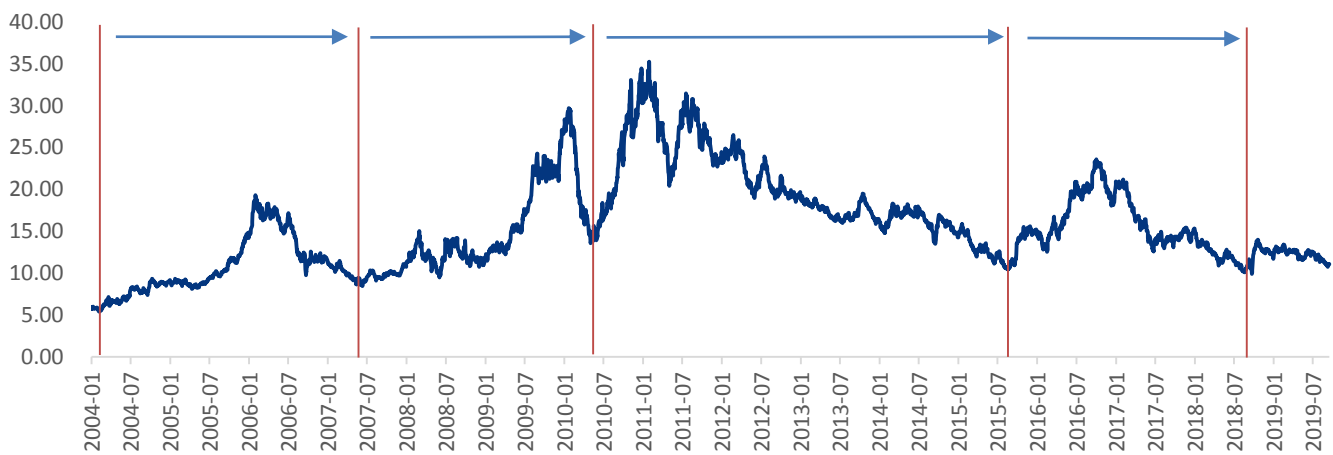


资料来源：Unica，华创证券

国际食糖产量的波动带来食糖价格的周期变化，2004 年至今，国际糖价共经历了 4 轮完整周期：

- ① 2004 年 2 月-2007 年 6 月，经历 40 个月完整周期，上升周期 24 个月，国际糖价由 5.36 美分/磅涨至 19.3 美分/磅，涨幅 260.1%；
- ② 2007 年 6 月-2010 年 5 月，经历 35 个月完整周期，上升周期 34 个月，国际糖价由 8.45 美分/磅涨至 29.72 美分/磅，涨幅达 251.7%；
- ③ 2010 年 5 月-2015 年 8 月，经历 63 个月完整周期，上升周期 9 个月，国际糖价由 13.58 美分/磅涨至 35.28 美分/磅，涨幅 159.8%；
- ④ 2015 年 8 月-2018 年 9 月，经历 37 个月完整周期，上升周期 14 个月，国际糖价由 10.42 美分/磅涨至 23.61 美分/磅，涨幅 126.6%；

图表 41 NYBOT 11 号糖：美分/磅



资料来源：NYBOT，华创证券

图表 42 国际食糖价格波动周期列表

	完整周期	上升阶段	下降阶段	完整周期	上升周期	下降周期	国际糖价（美分/磅）		
							最高点	最低点	最大涨幅
周期一	2004/2-2007/6	2004/2-2006/2	2006/2-2007/6	40 个月	24 个月	16 个月	19.30	5.36	260.07%
周期二	2007/6-2010/5	2007/6-2010/1	2010/1-2010/5	35 个月	31 个月	4 个月	29.72	8.45	251.72%
周期三	2010/5-2015/8	2010/5-2011/2	2011/2-2015/8	63 个月	9 个月	54 个月	35.28	13.58	159.79%
周期四	2015/8-2018/9	2015/8-2016/10	2016/10-2018/9	37 个月	14 个月	23 个月	23.61	10.42	126.58%

资料来源：NYBOT，华创证券

（二）巴西 18/19 榨季产量同比下滑 25.29%，19/20 榨季糖醇比持续下降

1、18/19 榨季食糖产量下降 25.3%，新榨季中南部产量同比下降 4.9%

巴西是世界上唯一的，一年有两次甘蔗收获期和加工期的国家，得天独厚的优势使巴西成为全球最大的糖生产国和出口国。18/19 榨季巴西食糖产量 2950 万吨，同比下降 24.1%，被印度超越成为全球第二大食糖主产国；18/19 榨季巴西出口食糖 1960 万吨，同比下降 30.5%，但其仍是世界第一大食糖出口国，出口量占全球食糖贸易量 34.7%。

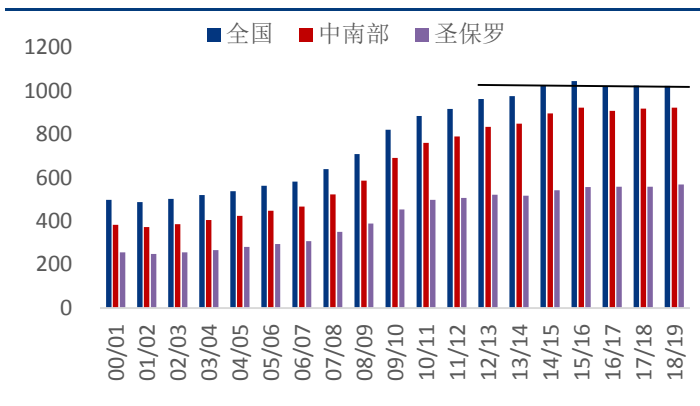
2000 年至今，巴西甘蔗种植面积在 1045 万公顷至 498 万公顷之间波动，近三个榨季种植面积较为稳定。18/19 榨季

甘蔗种植面积在 1023 万公顷，同比下降 0.1%；中南部作为甘蔗主产区，甘蔗种植面积在 373 万公顷至 923 万公顷之间波动，约占全国种植面积的 90%。18/19 榨季中南部甘蔗种植面积在 923 万公顷，同比上涨 0.6%；圣保罗在中南部甘蔗种植中占主导地位，圣保罗甘蔗种植面积在 248 万公顷至 569 万公顷之间波动，占中南部种植面积的 60%，18/19 榨季甘蔗种植面积在 569 万公顷，同比上涨 1.7%。

2000 年至今，巴西甘蔗产量在 2.6 亿吨至 6.7 亿吨之间波动。相较于甘蔗，巴西食糖产量波动性明显更强。巴西食糖产量在 1620 万吨至 3873 万吨之间波动。18/19 榨季巴西糖产量 2904 万吨，同比降幅 25.3%，其中主产区中南部产量 2651 万吨，同比降幅 26.5%，圣保罗产量 1817 万吨，同比降幅 26.1%。累计糖醇比例降至历史低位 35.2%，导致食糖产量大幅下滑。

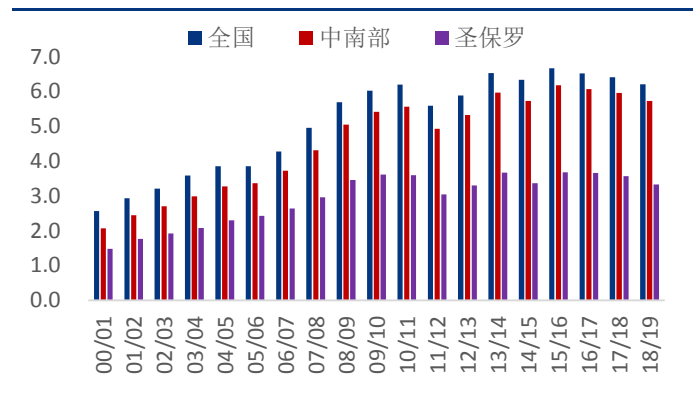
4 月份进入 19/20 榨季，据巴西蔗糖产业联盟委员会（Unica）最新数据显示，截至 9 月底，巴西中南部压榨进度接近 45%，累计压榨甘蔗 4 亿吨，同比上升 1.2%，累计产糖 1797 万吨，同比下降 4.9%。

图表 43 00/01-18/19 榨季巴西甘蔗种植面积



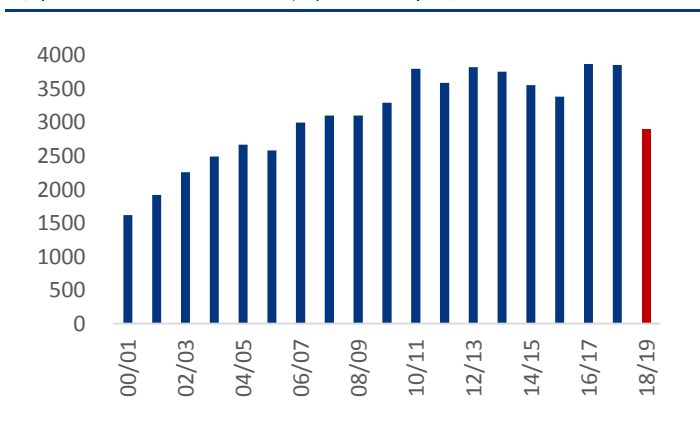
资料来源：Unica，华创证券

图表 44 00/01-18/19 榨季巴西甘蔗产量



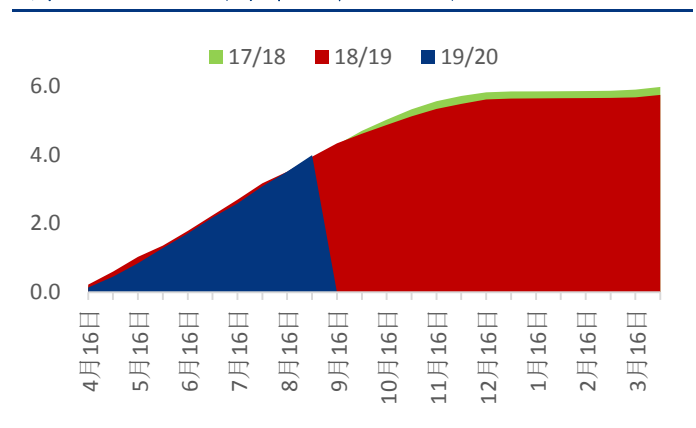
资料来源：Unica，华创证券

图表 45 00/01-18/19 榨季巴西糖产量



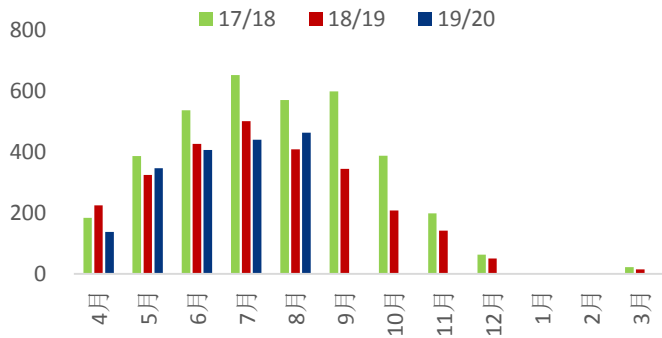
资料来源：Unica，华创证券

图表 46 19/20 榨季中南部甘蔗入榨进度



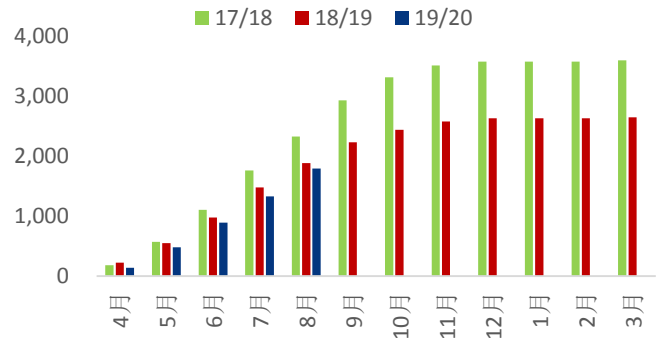
资料来源：Unica，华创证券

图表 47 17/18-19/20 榨季中南部月产糖量



资料来源: Unica, 华创证券

图表 48 17/18-19/20 榨季中南部月累计产糖量

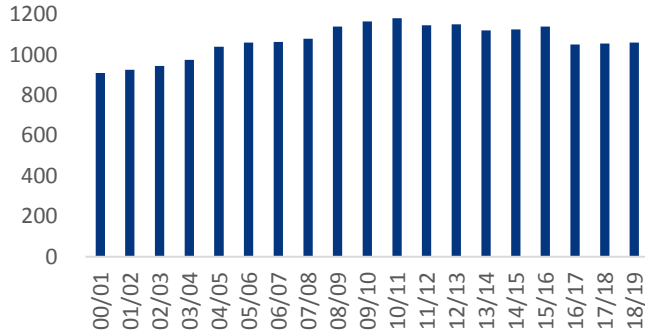


资料来源: Unica, 华创证券

2、18/19 榨季出口降幅达 30.5%，19/20 榨季同比下滑 10.5%

2000 年至今，巴西食糖消费量在 910 万吨至 1180 万吨之间波动，18/19 榨季巴西食糖消费量 1060 万吨，同比增长 0.5%，占国内产量 36.5%。巴西大部分食糖用于出口，2000 年至今出口量在 770 万吨至 2850 万吨之间波动。近年来，巴西食糖产量锐减造成出口量大幅下降，18/19 榨季巴西食糖出口量 1960 万吨，同比下降 30.5%，19/20 榨季巴西食糖出口进度与 18/19 榨季相似，6 月当月出口量 154 万吨，同比下降 20.2%，累计出口量 452 万吨，同比下降 10.5%。

图表 49 00/01-18/19 榨季巴西食糖消费



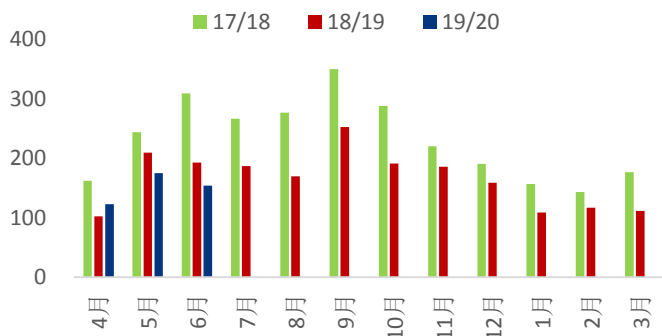
资料来源: USDA, 华创证券

图表 50 00/01-18/19 榨季巴西食糖出口



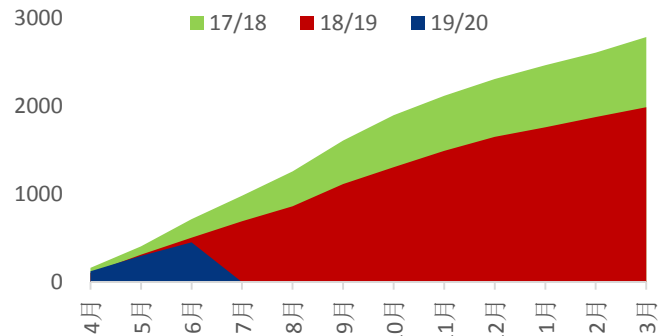
资料来源: Unica, 华创证券

图表 51 17/18-19/20 巴西食糖月度出口量



资料来源: Unica, 华创证券

图表 52 17/18-19/20 巴西食糖月度出口进度



资料来源: Unica, 华创证券

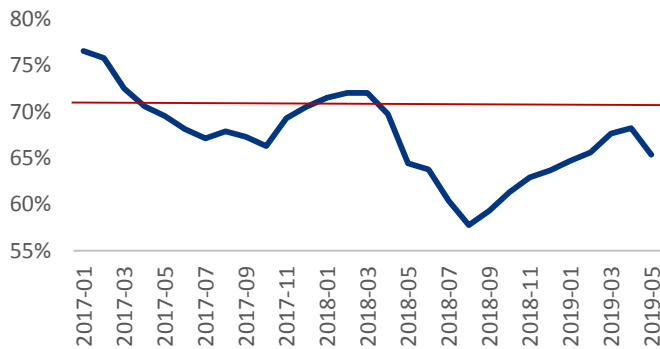
3、18/19 榨季糖醇比同比下降 11.3 个百分点，预期将继续维持低位

甘蔗同样可用于制作酒精（乙醇），巴西甘蔗酒精产业成熟，是世界上最大的甘蔗酒精生产国，其生产的甘蔗酒精主要分为无水酒精和含水酒精。无水酒精以 20%~25% 的比例掺入汽油，作为混合燃料给普通汽车提供动力；含水酒精（酒精浓度 95%）主要以 100% 比例用于酒精燃料汽车。此外，含水酒精和汽油可以以任意比例组成混合燃料，给新型混合燃料汽车提供动力。

由于巴西政府大力扶植乙醇产业发展，巴西大多数糖厂都采用糖醇联动工艺同时生产蔗糖和乙醇，甘蔗在蔗糖和乙醇之间进行分配。糖厂一般根据食糖和乙醇相对价格变动调整糖醇比，当原糖价格低迷，生产乙醇相较于生产原糖的收益比高时，糖厂就会下调制糖比，减少原糖生产而加大乙醇生产。18/19 榨季巴西糖醇比 35.2%，同比下降 11.3 个百分点。

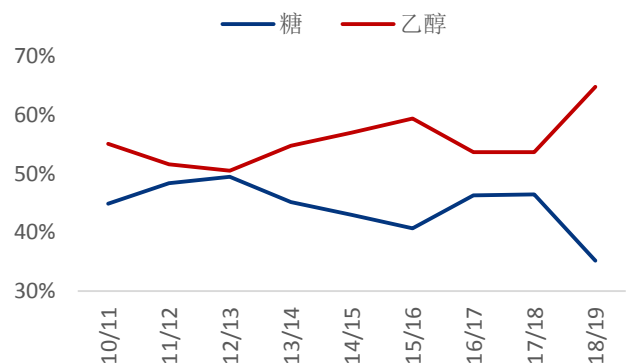
截至今年 9 月初，19/20 榨季巴西累计糖醇比仅 35.52%，同比下降 0.95 个百分点。我们认为主要原因在于：巴西醇油比持续低于平衡点 0.7，乙醇更具价格优势；且乙醇折糖价为 12.6 美分/磅，较原糖同样具有价格优势。替代需求显现乙醇增产，带来糖醇比持续走低。原油黑天鹅事件加速糖厂向制醇倾斜。9 月 14 日，沙特的国家石油公司沙特阿美（Saudi Aramco）旗下 Abqaiq 和 Khurais 两家工厂遭遇武装袭击，本次袭击事件导致沙特约一半的石油生产关停，影响近 570 万桶原油生产，约占全球原油日产量 5%，短期内国际油价迅速拉升，且时间节点处于巴西甘蔗压榨中期。石油黑天鹅事件将在沙特完全复产前助推巴西糖厂糖醇比下滑，我们预期 19/20 榨季糖醇比处于 35%-37.5% 范围内。

图表 53 2017-2019 年圣保罗醇油比



资料来源：Unica，华创证券

图表 54 10/11-18/19 榨季巴西糖醇比



资料来源：Unica，华创证券

4、雷亚尔汇率走高致出口减弱，预计出现 864-955 万吨供给缺口

巴西货币雷亚尔贬值时，会促进巴西食糖出口，进而增加国际食糖供给，造成国际糖价下降，反之亦然。目前来看巴西货币雷亚尔处高位，巴西出口意愿减弱。以 13.7% 的糖分测算，19/20 榨季巴西全国产糖量预期在 2925-3134 万吨，同比持平或略增 21-230 万吨，较正常情况（17/18 榨季）存在 726-935 万吨的产量差额。巴西国内糖消费端基本稳定，产量差额导致作为全球主要食糖出口国的出口量大幅下降，预计 19/20 榨季巴西出口进度不及 18/19 榨季，出口量在 1865-1974 万吨，较正常情况（17/18 榨季）约有 864-955 万吨的供给缺口。

（三）印度 18/19 榨季产量同比减产 3.9%，19/20 榨季产量有望继续下降，去库存步伐加速

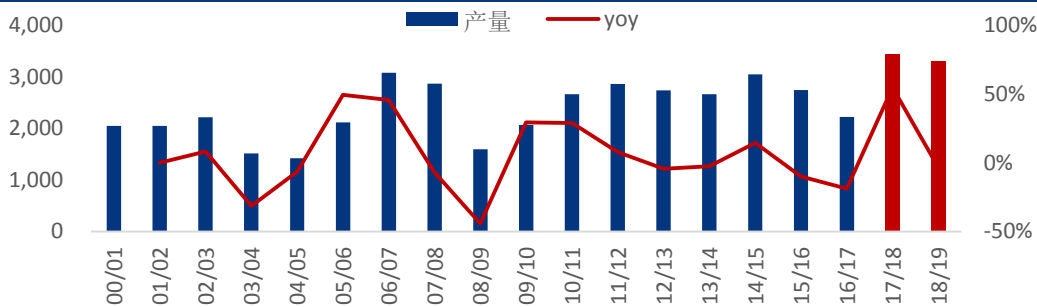
1、19/20 榨季预期产量下滑 15.3%

18/19 榨季印度食糖产量首次超过巴西位列世界第一，占全球总产量 18.5%，消费量占全球 16.1%，居世界第一，出口量占全球 6%，居世界第四位。近年来由于印度食糖产量波动剧烈，其在食糖净出口与净进口之间不断转换。

2000 年至今，印度甘蔗播种面积在 366 万公顷至 520 万公顷之间波动，18/19 榨季甘蔗播种面积 520 万公顷，同比增长 5.1%。其主产区主要分布在 Uttar Pradesh 北方邦、Maharashtra 马哈拉施特拉邦及 Karnataka 卡尔纳塔卡邦。各邦甘蔗种植面积分别为 223 万公顷、90 万公顷与 35 万公顷，占比分别为 47.2%、19.1%及 7.4%。19/20 榨季，受季风降雨不足，印度全国夏季作物播种面积下降至 2343.3 万公顷，同比减少 27%。根据 2019 年 6 月下旬的卫星图像，印度全国的甘蔗种植面积为 493.1 万公顷，同比减少 5.2%。

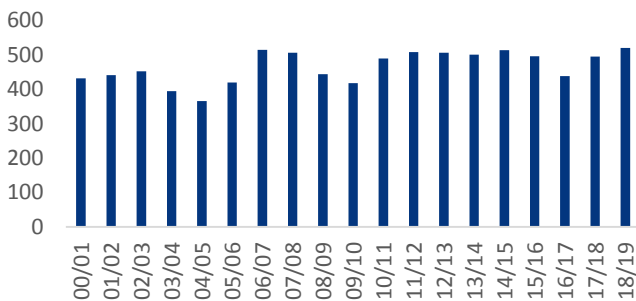
2000 年至今，印度食糖产量在 1417 万吨至 3431 万吨之间波动，且呈现周期性变化。最近 2 个榨季连续高产，17/18 榨季产糖 3431 万吨，同比增长 45.5%；18/19 榨季产量为 3307 万吨，同比下降 3.9%，依旧处历史高位。对于 19/20 榨季，受天气因素影响，我们预计印度糖产量降至 2700-2900 万吨，同比减少 400-600 万吨。

图表 55 00/01-18/19 榨季印度食糖产量



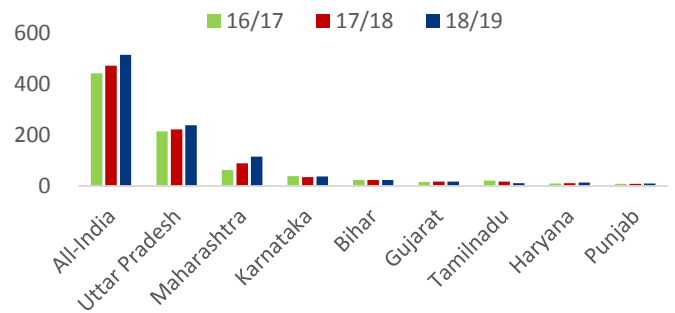
资料来源: USDA, 华创证券

图表 56 00/01-18/19 榨季印度甘蔗种植面积



资料来源: ISMA, 华创证券

图表 57 16/17-18/19 榨季印度主产邦甘蔗种植面积



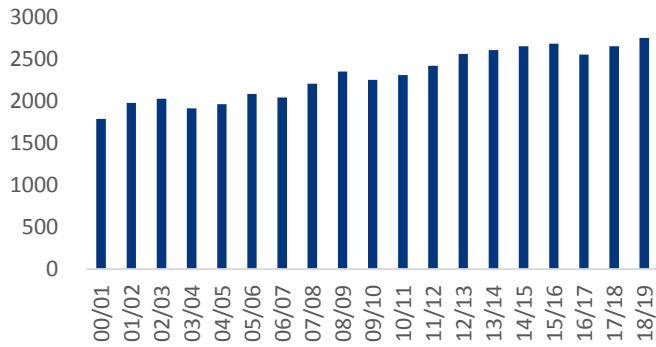
资料来源: ISMA, 华创证券

2、库存高企压制国际糖价运行区间

印度是全球第一大食糖消费国。2000 年至今，其国内食糖消费量在 1785 万吨至 2750 万吨之间波动。随着人口增长以及城镇化进程加快，18/19 榨季全国食糖消费量达到历史新高 2750 万吨，同比增长 3.8%，占全国产量 83.2%；19/20 榨季印度全国消费量有望稳步攀升至 2800 万吨。

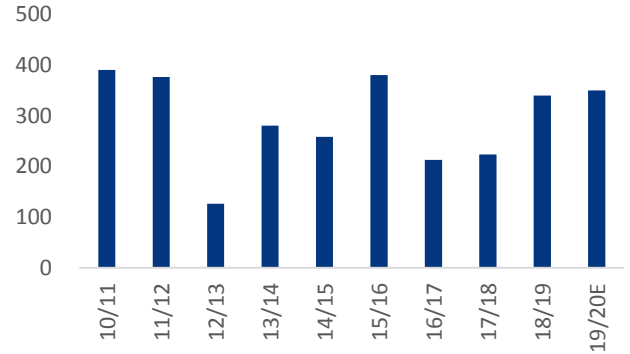
2000 年至今，印度国内库存在 400 万吨至 1758 万吨之间波动。17/18 榨季期末库存 1421 万吨，同比增长 116.3%；18/19 榨季期末库存达到 1638 万吨，同比增长 15.2%。库存高企使得印度糖厂资金流紧张，结余大量未兑付给蔗农的甘蔗收购款。为缓解糖厂的资金压力以及印度糖业的困局，出口是主要途径。2010 年至今，印度食糖出口量在 126 万吨至 390 万吨之间波动，18/19 榨季出口量 340 万吨，同比增加 52.1%，但该出口量远低于印度政府预期。

图表 58 10/11-18/19 榨季印度食糖消费



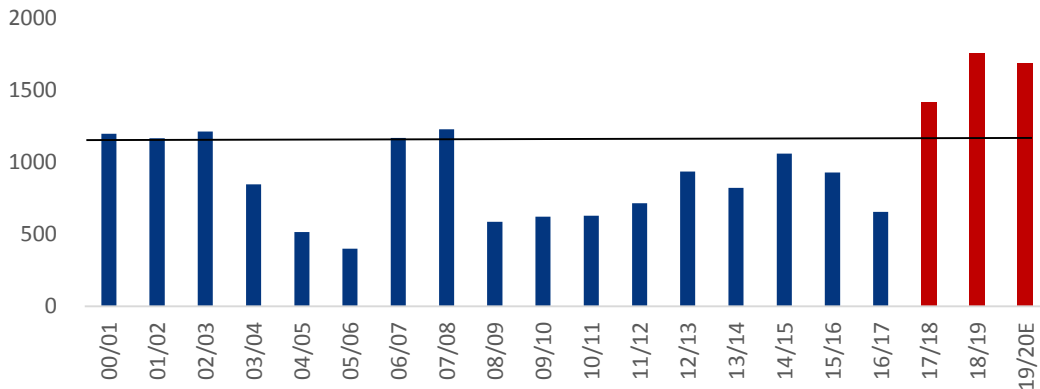
资料来源: USDA, 华创证券

图表 59 10/11-19/20E 印度食糖出口



资料来源: USDA, 华创证券

图表 60 10/11-19/20E 印度食糖期末库存

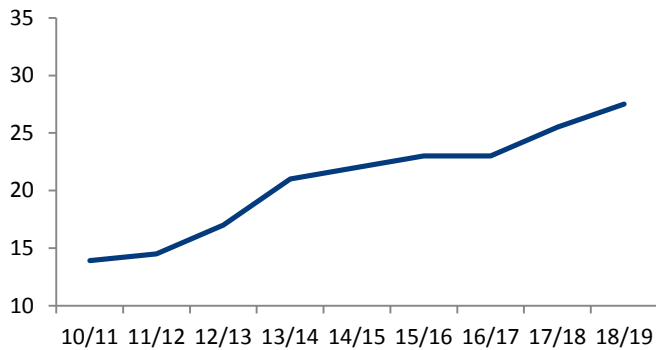


资料来源: USDA, 华创证券

3、FRP 带来印度糖业的周期循环以及近期库存高企

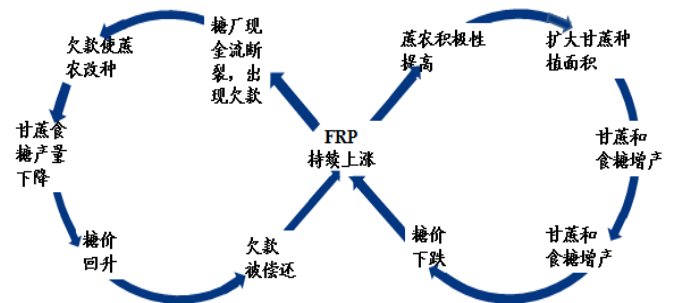
我们认为,造成印度食糖产量波动、库存波动的主要因素在于印度甘蔗收购价格的政府定价(FRP)。其具体价格会在每个榨季开始前的7月公布,糖厂按此价格向蔗农支付甘蔗收购款项。除此之外,印度还存在州政府制定价格(SAP)。存在SAP的地区,SAP优先于FRP,且价格不能低于FRP。然而,甘蔗收购价格和食糖价格之间缺乏关联性。农民在印度政府票选时掌握主要选票,出于政治考虑,每届政府都会通过制定收购价格方式保证农民的利益,10/11榨季至今FRP从未下调。随着甘蔗收购价不断提升,蔗农种植积极性变高并扩大种植面积;甘蔗及食糖增产导致食糖产量过剩,产量过剩导致糖价下跌;然而,甘蔗收购价格继续上升,从而导致糖厂现金流断裂;制糖厂无法支付甘蔗款,形成大量欠款;蔗农因不满欠款,放弃甘蔗改种其他作物;甘蔗产量减少,价格随之上涨;糖企现金流向好,欠款被偿还,蔗农种植甘蔗的积极性会再次提高,至此形成印度糖业的周期循环。

图表 61 10/11-18/19 榨季印度政府定价 FRP



资料来源: ISMA, 华创证券

图表 62 印度政府定价政策对食糖产业影响示意图



资料来源: 华创证券

4、配套政策加码，去库存步伐加速

随着莫迪成功连任，其将印度糖业政策定调为与巴西争夺全球第一产地地位，高额库存必须处理。18/19 榨季，印度政府原计划提供 550 多亿卢比补贴实现 500 万吨糖出口，然而，由于内外糖价严重倒挂，即使考虑政府补贴，糖厂出口也难以保本，截至 8 月底，实际出口量仅为 340 万吨。

19/20 榨季，印度政府继续加码 627 亿卢比出口补贴，争取实现 600 万吨出口量，印度还建立 400 万吨糖缓冲库存。此外，印度未来 20 亿升燃料乙醇增量需求也是消化过剩产量的可选方案之一；印度于 2018 年 6 月提出的提高乙醇产能或于今年实施，印度马邦政府考虑制定政策将该州 25% 甘蔗用于乙醇生产，若政策落地且完全实施，19/20 榨季印度食糖产量有望减少 150 万吨。

我们认为，印度糖产业配套措施有望促进全球食糖供需格局向好。短期看，印度食糖库存会继续压制全球糖价；中长期看，印度库存加速消化将缩短国际糖价筑底时间。

图表 63 2019 年印度出口政策

时间	内容
2 月	印度政府将该国糖最低销售价上调至 31 卢比/公斤，根据政府给予的甘蔗补贴和出口补贴政策折算，印度糖出口门槛约在 13.5 美分/磅左右，当国际糖价高于该位置，则印度可能会有大量的糖流入到国际市场。
5 月	莫迪赢得大选，将与巴西争夺最大产糖国地位，正考虑出台新的糖出口政策，为糖厂提供出口补贴。
7 月 16 日	印度将保留其糖出口补贴，不过将调整提供补贴的方式。之前竞争对手巴西和澳大利亚就印度糖业的出口补贴一事向世界贸易组织(WTO)提出申诉。
7 月 24 日	印度内阁经济事务委员会批准建立 400 万吨缓冲库存，为期一年，预计支出 167.4 亿卢布。
8 月 29 日	莫迪政府批准在 19/20 榨季为糖厂提供总金额为 626.8 亿卢比的出口补贴，每吨糖 10448 卢比，上限 600 万吨。以糖厂名义入蔗农账户，若糖厂没有甘蔗欠款则入糖厂账户。

资料来源: 华创证券整理

(四) 泰国 18/19 榨季产量同比下降 6.2%，19/20 榨季预期减产 8.4%，去库存进行时

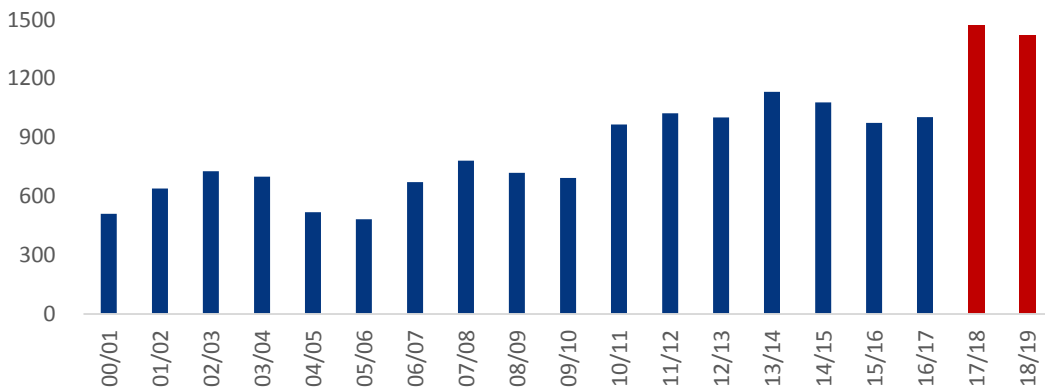
1、18/19 榨季产量同比下滑 6.2%，19/20 榨季产量有望进一步下降

泰国糖产量占全球的 7.42%，位列世界第四；出口量居世界第二位，列巴西之后。2000 年至今，泰国甘蔗播种面积在 88 万公顷至 141 万公顷之间波动，18/19 榨季甘蔗播种面积 130 万公顷，同比下降 5%。泰国甘蔗种植面积占总耕

地面积的 8.4%，甘蔗种植分布在 4 个蔗区，东北部、中部、北部及东部，其中东北部产能最大，甘蔗及食糖产量约占全国总产量 50%。2000 年至今，泰国甘蔗产量在 4766 万吨至 1.03 亿吨之间波动，18/19 榨季甘蔗产量 1.03 亿吨，同比增长 14.3%。

2000 年至今，泰国食糖产量在 484 万吨至 1471 万吨之间波动，最近两个榨季高产。17/18 榨季产量 1471 万吨，同比增长 46.6%，18/19 榨季产量 1419 万吨，同比下滑 6.2%，但仍处于历史高位。由于国内甘蔗收购价降至历史低位，部分蔗农转种木薯等其他作物，甘蔗面积萎缩，且干旱天气导致甘蔗单产、榨糖率下降，19/20 榨季泰国糖产量有望进一步下滑。

图表 64 00/01-18/19 榨季泰国食糖产量



资料来源: USDA, 华创证券

图表 65 00/01-18/19 榨季泰国甘蔗种植面积



资料来源: FAO, 华创证券

图表 66 00/01-18/19 榨季泰国甘蔗产量



资料来源: FAO, 华创证券

2、消费稳定，增产带来库存压力

2000 年至今，泰国食糖消费量在 175 万吨至 268 万吨之间波动，约占国内食糖产量 18%。18/19 榨季全国食糖消费量小幅下滑至 255 万吨，同比回落 1.2%。由于泰国在 17/18、18/19 榨季连续两年大幅增产，产量远超国内消费量，结余大量库存。17/18 榨季期末初库存 684 万吨，同比增长 21.8%；18/19 榨季期末初库存 698 万吨，同比增长 2%。往年泰国食糖库存在 520 万吨左右，目前超额库存达到 178 万吨。

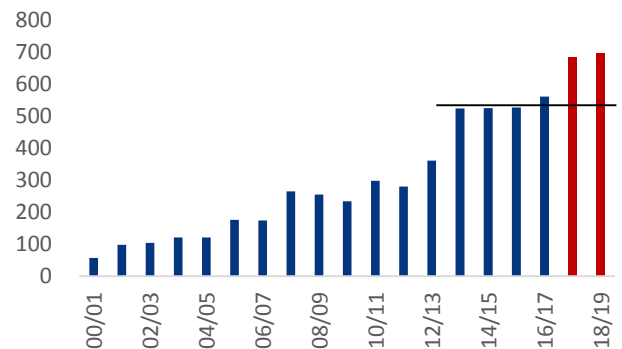
2000 年至今，泰国食糖出口数量在 224 万吨至 1150 万吨之间波动。18/19 榨季出口量 1150 万吨，占食糖总产量 71.4%。泰国主要出口国为中国、日本、新加坡、美国等地，此外会有少量食糖通过走私等渠道流通至中国。

图表 67 00/01-18/19 榨季泰国食糖消费



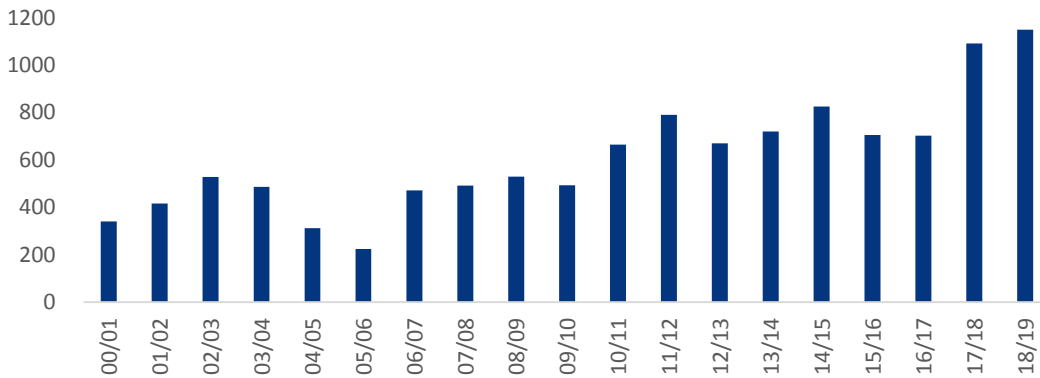
资料来源: USDA, 华创证券

图表 68 00/01-18/19 榨季泰国食糖期末库存



资料来源: USDA, 华创证券

图表 69 2000/01-18/19 榨季食糖出口



资料来源: USDA, 华创证券

3、收购价历史低位, 19/20 榨季泰国有望进入去库存阶段

泰国食糖产业施行政府主导下的“订单农业”。根据 1984 年《甘蔗和蔗糖法案》所建立的甘蔗与糖委员会, 要求蔗农和糖厂在规定网站注册, 糖厂会与蔗农签订甘蔗收购合同, 通常在开榨期间糖厂支付 90% 蔗款, 剩余 10% 蔗款根据糖和糖蜜的最终销售利润, 在糖厂和蔗农之间按照 3:7 分配。

2018 年泰国国内价格市场化, 糖价向国际糖价看齐, 糖价明显下跌, 糖厂面临着较大财务压力。18/19 榨季初, 甘蔗收购价为 700 泰铢/吨, 同比下降 180 泰铢/吨, 创十年新低。我们估计 19/20 榨季初始甘蔗价格将低于每吨 700 泰铢, 从而进一步降低农户种植积极性, 部分蔗农将改种木薯、稻谷等其他作物, 19/20 榨季泰国有望进入库存消化阶段。

三、国际糖价步入上升通道, 国内糖价有望共振向上

① 18/19 榨季全球食糖主产国产量下降。18/19 榨季生产结束, 巴西食糖产量 2950 万吨, 同比下降 24.1%; 印度食糖产量 3307 万吨, 同比下降 3.9%; 泰国食糖产量 1419 万吨, 同比下滑 6.2%。18/19 榨季主产国减产, 但高库存造成糖价进入持续筑底阶段。

② 19/20 榨季全球食糖供需状况改善, 糖价有望步入上升通道。据巴西蔗糖产业联盟委员会(Unica)最新数据显示, 截至 9 月底, 巴西中南部压榨进度接近 45%, 累计产糖 1797 万吨, 同比下降 4.9%; 19/20 榨季, 印度甘蔗种植面积

同比减少 5.2%，糖产量或降至 2700-2900 万吨；19/20 榨季，泰国甘蔗种植面积下降，糖产量或降至 1300 万吨。2019 年第四季度，随着主产国产需缺口逐渐明朗，国际糖价有望步入上升通道。

③ 国际糖价步入上升通道，国内糖价有望共振向上。18/19 榨季我国产糖量 1076 万吨，同比增长 4.4%；根据农业农村部预测，2019/20 榨季我国糖料播种面积 2223 万亩，食糖产量 1088 万吨，产量较前一榨季增加 12 万吨。在内糖产量趋稳、严打走私、进口政策相对稳定的情况下，外糖价格走势已成为国内糖价走势的关键因素。目前内糖新增工业库存少，新榨季尚未开始，国内糖价运行区间整体上移。我们预计，随着国际糖价步入上升通道，内糖价格也将共振向上。

四、风险提示

自然灾害，政策风险，价格不及预期。

农业组团队介绍

组长、首席分析师：王莺

英国布里斯托大学经济学硕士，CFA。曾任职于元大京华证券（香港）上海代表处、华泰柏瑞基金、民生证券。2015年加入华创证券研究所。2012年水晶球卖方分析师第五名。

助理研究员：陈鹏

中国人民大学经济学硕士。2019年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	花洁	销售经理	0755-82871425	huajie@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyings@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com	

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。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。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别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,自主作出投资决策并自行承担投资风险,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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500