

兴证期货·研发中心

2018年4月16日 星期一

农产品研究团队

李国强

从业资格编号：F0292230

投资咨询编号：Z0012887

程然

从业资格编号：F3034063

黄维

从业资格编号：F3015232

联系人

黄维

021-20370941

huangwei@xzfutures.com

内容提要

上周美糖低位震荡，巴西新榨季生产进入高峰期，关注最新数据。国内方面，上周五现货报价继续下调，郑糖弱势震荡。从基本面看，目前的糖价在广西制糖成本的下沿，而白糖此轮跌势至今，在成本附近还没有过像样的反弹。我们认为目前处于熊市的第一阶段，在这一阶段当价格下跌到成本时会受到支撑并形成反弹。从中长期看，下跌的趋势没有改变，很有可能会在反弹后出现中长期的空单入场点。

目前下游的库存较为薄弱，买涨不买跌的心态比较普遍。对于多头来说，最重要的是缺乏新的题材。旺季消费，成本支撑，国储1月份没有出库等都是利多因素，但是并不足以支撑起市场信心。二三季度抛储的次数较少，量也不多，因此9月底之前即使抛储量也不会很大，本榨季期末库存可能维持一个偏中性的水平。操作上建议暂时观望。

1. 行情回顾

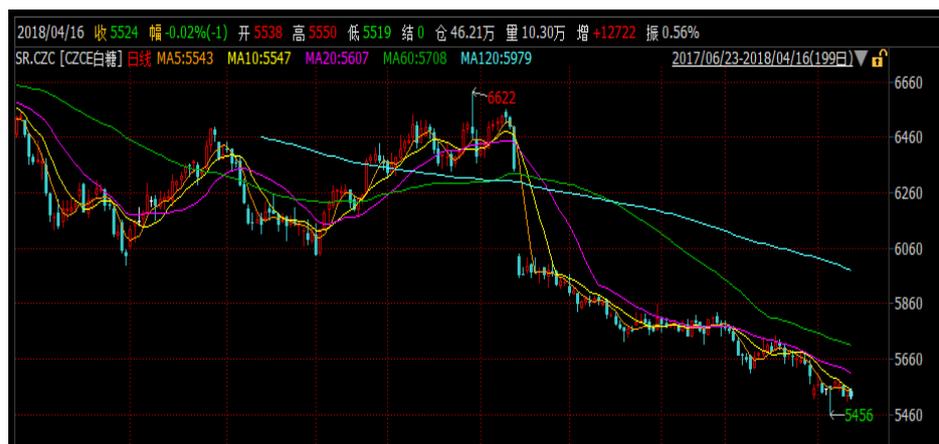
美糖低位震荡，国内方面，郑糖有超跌迹象。

图 1：美糖主连日线



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 2：郑糖主连日线



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2. 基本面分析

1.1 短期制糖成本是支撑，中长期看是空单入场点

制糖成本中最主要的部分是甘蔗成本，当然近几年人力成本，化肥成本的增长速度非常快，不过占比最大的仍然是甘蔗成本，因此我们用甘蔗价格来代表制糖成本。我们的主要观点是：目前仍处于增产周期，在增产周期中，白糖价格与制糖成本—甘蔗价格之间会形成一个向下的相互作用力。糖价价格会使得甘蔗价格下跌，反过来甘蔗价格的下跌会再次导致食糖价格的下跌。

我们可以把白糖的下跌周期分为三个阶段：第一阶段是转折期，是由牛市向熊市过渡的部分，下跌的主要原因是产量出现转折点，在这一时期制糖成本会成为糖价的支撑点，糖价在下跌至制糖成本后，会在成本附近震荡，并且有可能出现反弹。第二阶段是上文提及的，制糖成本和糖价共同形成一个向下的力，在这一阶段制糖成本会成为糖价的天花板、压力线。最后是超跌阶段，这一阶段糖价迅速脱离成本，形成超跌。总结一下，在第一阶段，成本会对糖价起到支撑作用，在第二阶段，成本与糖价共同形成向下的力，成本跌，糖价跌。第三阶段，糖价迅速脱离成本。

我们认为目前糖价处于从熊市周期的第一阶段向第二阶段过渡的时期，在这一阶段，制糖成本将会在短期内对糖价形成支撑。17/18 榨季广西甘蔗收购价为 500 元/吨，对应的制糖成本的下沿在 5800 附近。我们认为糖价很有可能在 5800 附近企稳并形成反弹。而到了下个榨季，由于糖价的下行，甘蔗收购价不可能再维持在 500，很有可能会下调 20 元至 480 元/吨，届时制糖成本会在 5600 左右。糖价是从前期高点一路下行至成本附近的，在成本附近并没有过有效的反弹。我们认为短期糖价在成本区域附近盘整后形成有效反弹的概率比较大，但是反弹后会迅速向下榨季的生产成本靠拢，而到了下榨季，制糖成本可能就会成为糖价中长期的天花板、压力线。

1.2 外盘动态

Unica 数据显示，巴西中南部地区糖厂 3 月下半月甘蔗压榨量低于去年同期。巴西中南部地区糖厂 3 月下半月压榨了 775.8 万吨甘蔗，较去年同期减少 2.6%；产糖量 17.3 吨，较去年同期减少 35.9%；乙醇产量为 4.29 亿公升，较去年同期增加 31.4%。3 月下半月 21.5% 的甘蔗用于生产糖，78.5% 的甘蔗用于生产乙醇；去年同期分别为 35.2% 和 64.8%。

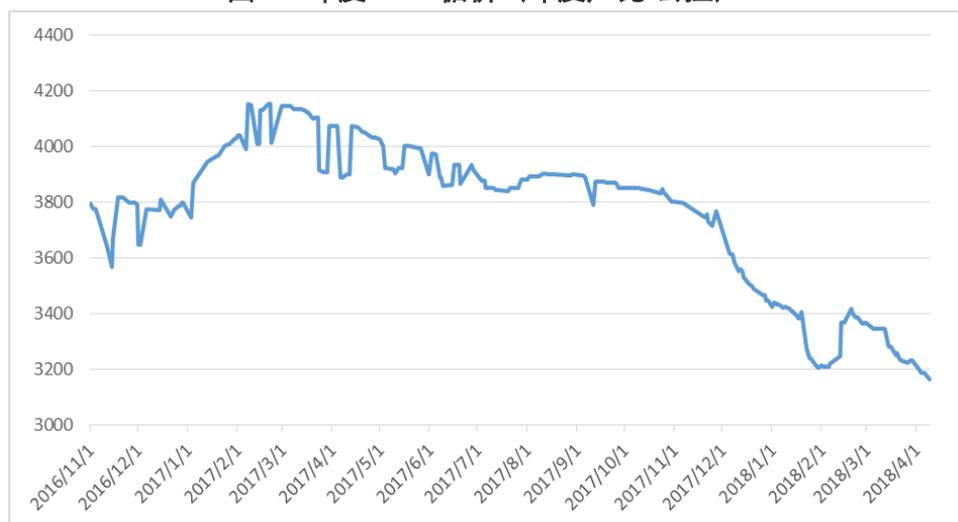
3 月份巴西乙醇进口量激增，为 3.256 亿公升，几乎较 2 月份翻倍，同比增长 12%。去年年初的时候，巴西进口乙醇数量大增，巴西国内乙醇销量下降，巴西甘蔗制乙醇比下降以及美糖下跌这件事是几乎同时发生的，

因此不免使人怀疑今年是否会发生同样的情况。从逻辑上看，在总需求不变的情况下，进口乙醇如果替代了巴西国内乙醇的市场份额，巴西国产乙醇只有降价以提高竞争力。不过今年和去年有一点不同，去年乙醇相对汽油价格偏高，今年乙醇价格相对偏低，这是利多糖价的，因为消费者可能会选择更便宜的乙醇，从而糖厂少生产糖。巴西新榨季在 4 月之后逐渐步入高峰，甘蔗制糖比，单产等数据值得密切关注。

另外近期巴西乙醇价格快速下跌，或利空美糖，宜继续关注。

1.3 重要数据图表

图 1: 印度 M30 糖价 (印度卢比/公担)



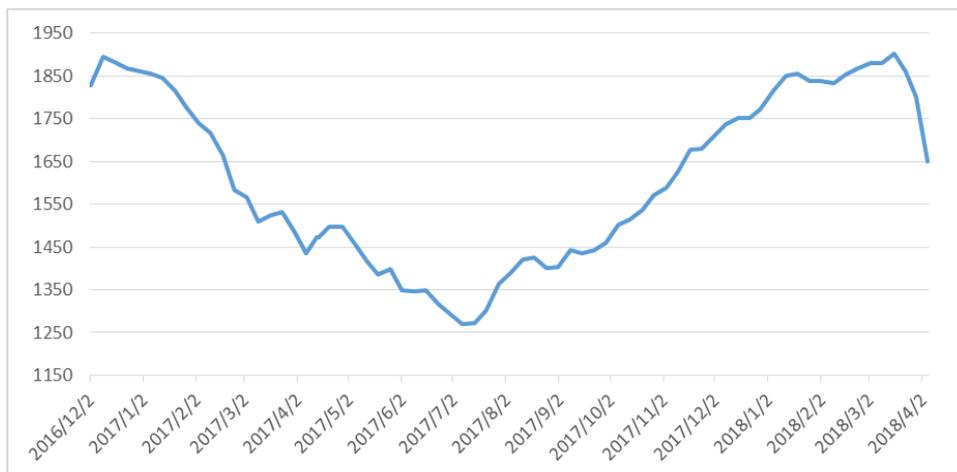
数据来源: bloomberg, 兴证期货研发部

图 2: 巴西圣保罗 Crystal Sugar (USD/50kg)



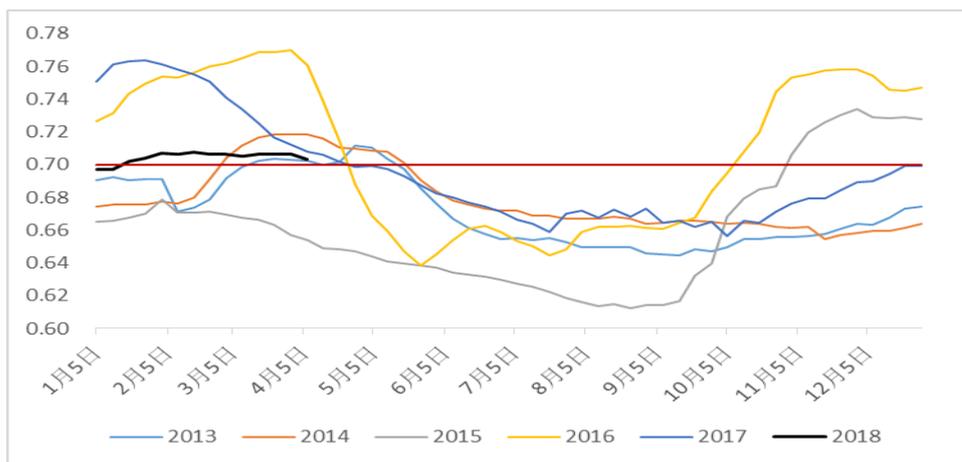
数据来源: bloomberg, 兴证期货研发部

图 3: 巴西圣保罗含水乙醇价格 (BRL/m3)



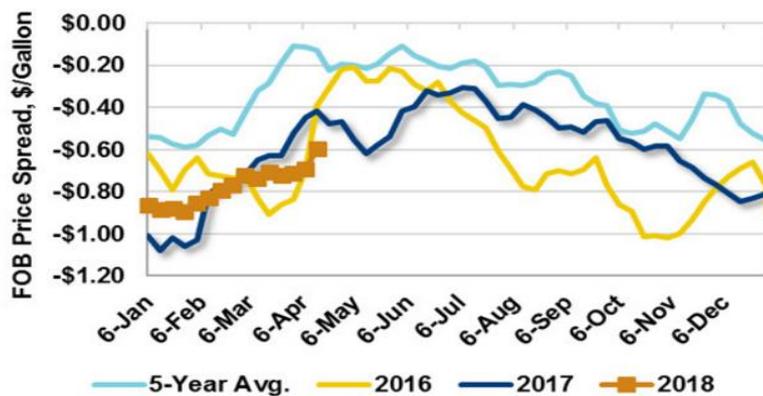
数据来源: 兴证期货研发部

图 4: 巴西圣保罗加油站含水乙醇与汽油比价



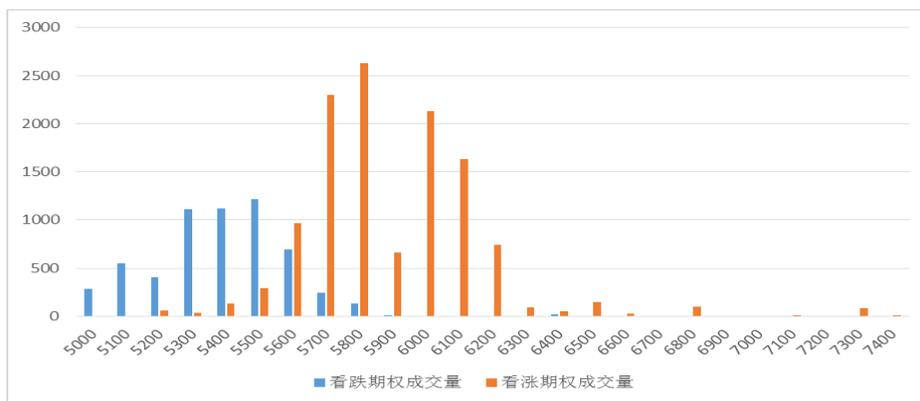
数据来源: 兴证期货研发部

图 5: 美国与巴西离岸乙醇价差 (美元/加仑)



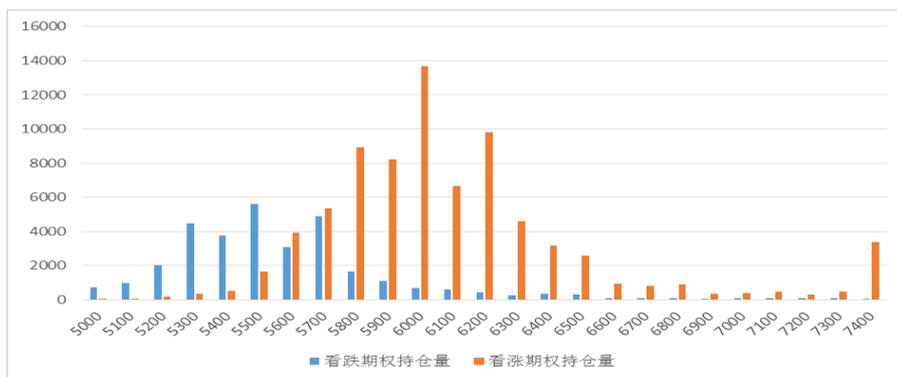
数据来源: 兴证期货研发部

图 6: 白糖 809 期权各合约成交量 (2018/04/13)



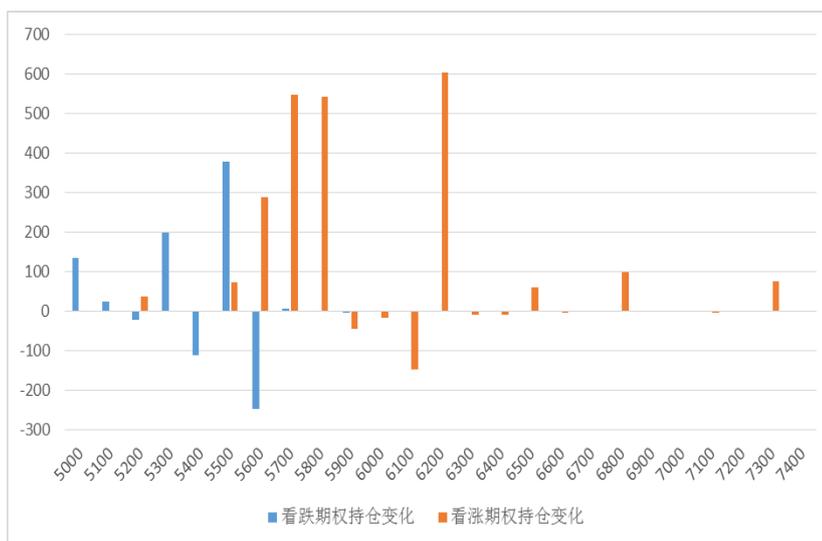
数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 7: 白糖 809 期权各合约持仓量 (2018/04/13)



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 8: 白糖 809 期权各合约持仓变化 (2018/04/13)



数据来源: wind, 兴证期货研发部

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。报告所采用的数据均来自公开资料，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断的得出结论，力求客观、公正，结论，不受任何第三方的授意影响。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告的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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。文中的观点、结论和建议仅供参考。兴证期货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。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的独立判断。

客户不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

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。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损失负任何责任。

本报告的观点可能与资管团队的观点不同或对立，对于基于本报告全面或部分做出的交易、结果，不论盈利或亏损，兴证期货研究发展部不承担责任。

本报告版权仅为兴证期货有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处兴证期货研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。