

兴证期货·研发中心

2018年6月25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

假期回来后第一个交易日，郑糖 809 合约迅速跌破 5200 点，最低跌至 5090 后在低位横盘。现货方面，日照报价大幅下调 300 元至 5800 元。主要原因是贸易商等待 5 月配额外关税下调后才开始集中进口糖，前期没有糖时日照报价虚高，有糖可卖时则选择顺价卖糖。其他产区方面，广西现货较上周下调 30 元至 5400 附近。

5 月国内销量数据利多，但是广西销糖率依然较低，5 月广西销糖率 53.11%，是历史第二低位，仅次于 2014 年的 51.41%。因此糖厂并没完全顺价销售，现货最困难的时候还没有到来，后期价格若进一步下跌，糖厂可能会出现甩货的行为。但是短期看，我们依然认为郑糖在成本附近会有支撑，目前 901 合约 5200 附近的价格已经跌破下榨季甘蔗价下调后预估的成本，因此郑糖仍有反弹的需求。操作上暂时观望。

1. 行情回顾

郑糖下破 5200 后低位震荡，美糖关注 12 美分支撑。

图 1：郑糖主连日线



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 2：美糖主连日线



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2. 国内基本面分析

2.1 从现货销售角度看，仍处于下跌周期中部

假期回来后第一个交易日，郑糖 809 合约迅速跌破 5200 点，最低跌至 5090 后在低位横盘。现货方面，日照报价大幅下调 300 元至 5800 元。主要原因是贸易商等待 5 月配额外关税下调后才开始集中进口糖，前期没有糖时日照报价虚高，有糖可卖时则选择顺价卖糖。其他产区方面，广西现货较上周下调 30 元至 5400 附近，云南下调 40 元至 5200 附近，湛江下调 80 元至 5600 附近。

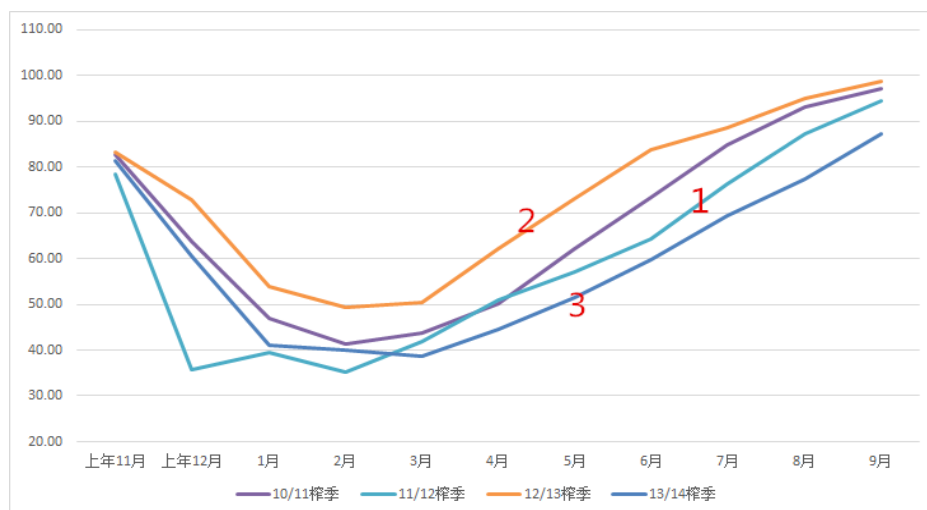
从现货销售的角度来看，目前应该还是处于熊市的中部，现货销售最艰难的日子还没有来到。截至 5 月底重点制糖企业成品白糖累计平均销售价格 5909 元/吨，甘蔗糖累计平均销售价格 5883 元/吨，均靠近成本线销售。但是随着糖价一直下跌，后期必然会跌破成本，糖厂在持续亏损后会出现甩货行为，在熊市的最后阶段，糖价大幅低于成本，但是糖厂会发现依然很难卖糖。

本榨季广西的销糖率依然偏低，2018 年 5 月广西的销糖率只有 53.11%，同比减少 9.29%，比历史均值减少 12.8%，是 2008 年以来第二低的水平，仅仅高于 2013/14 榨季的 51.41%。

对比上一个增产周期也就是 2011~2014 年广西的产销率，我们认为目前郑糖可能依然处于下跌的中部，未来仍有继续下跌的空间。在上一个增产周期中，增产的第一年也就是 2011/12 榨季，广西销糖率同比下降，表明在下跌的初期，糖厂依然希望能以更好的价格卖糖，并没有完全顺价销售。在增产的第二年，由于糖价持续下跌，市场的看空情绪持续发酵，下游随买随用不存货，糖厂不看好后市也急于出货，市场形成向下的共同作用力。此时糖厂的销糖率显著上升，糖厂出货意愿较强。到了增产的最后一年，糖价超跌，市场的悲观情绪达到顶峰，下游在等更便宜的糖，糖厂产量增加但是销量减少，库存居高不下。2013/14 榨季的时候，广西的销糖率创下历史新低，同时库存达到历史新高。此时下跌周期进入尾声，紧接着迎来的是减产周期，糖价在超跌后迎来反弹并走向反转。

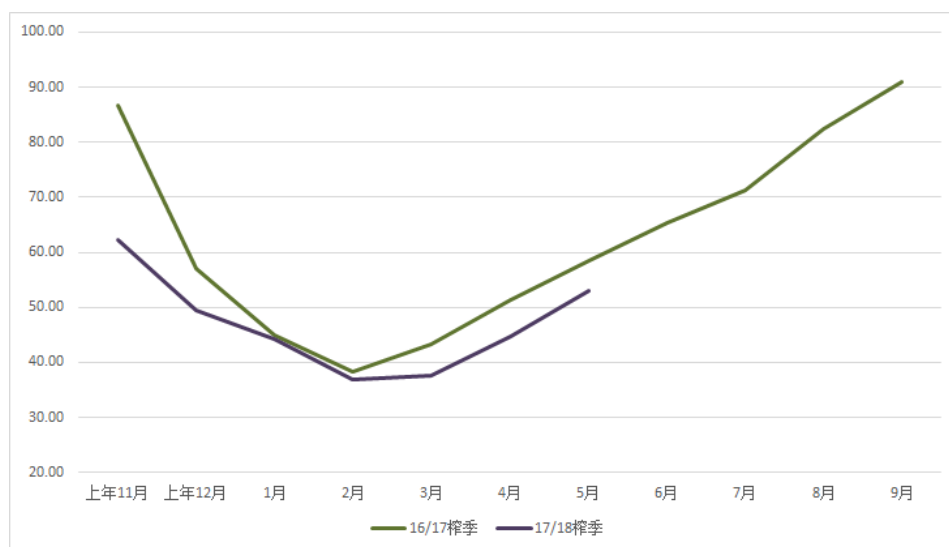
从目前的情况看，糖价在 2016 年底见底，2017/18 榨季的产销率比 2017 年低，5 月的销糖率接近历史低点。我们认为虽然糖价一直下跌，但是广西糖厂并没有急于出货，似乎仍在等待一个更好的价格卖糖。从这个角度看，现货最艰难的时刻可能还没有来到。如果下榨季产量依然增加的话，成本的下跌可能赶不上糖价的下跌，更多的产量意味着更多的亏损，糖厂可能会急于出货。但同时，市场看空的情绪持续发酵，下游买张不买跌，市场会形成由悲观预期形成的向下价格循环。此时，由于糖厂顺价卖糖，我们会看到广西销糖率明显回升。而在增产的最后一年，糖价超跌，市场悲观情绪达到顶峰，销糖率可能会创下新低。

图 1: 上一个增产周期中广西销糖率 (百分比)



数据来源: wind, 兴证期货研发部

图 2: 近期广西销糖率 (百分比)



数据来源: wind, 兴证期货研发部

2.2 从成本角度看，糖价有反弹的需求

但是从成本的角度看，我们认为糖价有反弹的需求。目前的糖价在广西制糖成本的下沿。在破位下跌后，901 合约的价格跌至 5400 下方，如果 2018/19 榨季广西甘蔗收购价跌至 480 元的话，901 合约的价格也将低于制糖成本。

白糖在下跌周期中可以分为三个阶段，我们依然认为白糖处于由第一阶段向第二阶段过渡的时期。在这个时期，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，但是很有可能要等到反弹过后才会出现中长期的空点。

下跌周期中的第一个阶段是转折期，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，形成超跌。

白糖这轮跌势到现在，在上榨季的成本附近还没有像样的反弹，如今又逼近下榨季下降后的成本。因此我们认为白糖很有可能在短期内形成超跌，有反弹的需求。

3. 国外动态

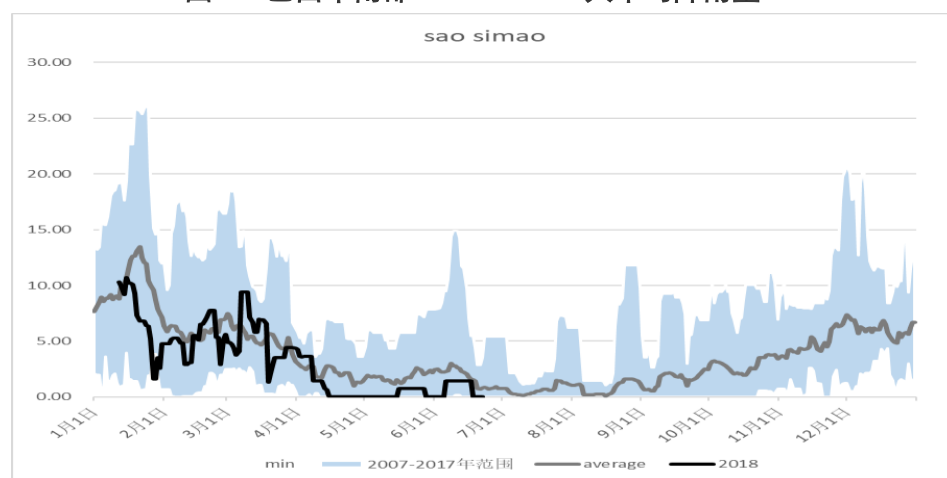
3.1 5月泰国食糖出口量大幅增加

据报道，5月泰国出口糖约129.5万吨，为去年同期的两倍以上，环比亦大增约54%，创该国最高月度出口水平。其中精制糖出口36.7万吨，台湾和缅甸是主要出口国，出口台湾8.2万吨，出口缅甸4.4万吨。泰国出口量大幅增加，特别是出口台湾和缅甸的数量增加令市场不安，市场担忧走私可能会有所抬头。

3.2 巴西主产区偏干旱

巴西主产区偏干旱，收割时期干旱有利于收割作业同时含糖量可能略有提升，不过对下榨季的产量会产生负面影响。

图1：巴西中南部 sao simao 12天平均降雨量



数据来源：bloomberg，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。