

兴证期货.研发中心

2019年4月15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

上周盘面大幅增仓上行。由于市场预期国内食糖产量将进入减产周期,且3月销量较好,期末库存压力较小,仓单同比减少,因此做多资金涌入糖市。从基本面看,目前我们维持谨慎的观点。从国内糖价周期与广西甘蔗价格间的关系来看,糖价会围绕制糖成本大幅波动,超涨超跌,从而形成糖价周期。一般在糖价下跌的周期中,甘蔗价格随糖价一起下跌;而在上涨周期中,甘蔗价格将随糖价一起上涨。当前榨季甘蔗收购价为490元/吨,仅次于历史最高价500元/吨。如果糖价就此进入三年的上涨周期,则制糖成本必然将创下新高,根据我们观察到的规律,糖价也会在上漲周期内创下历史新高。而展望未来一段时间的供需,恐怕很难支持这样的价格。广西将进行甘蔗价格改革,但目前具体政策仍未落地,我们认为大概率不会改变糖价的运行规律。

短期看,做多资金大量涌入,盘面有继续上冲的可能。

1. 行情回顾

上周盘面增仓大幅上行，短期有继续上冲的可能。

图 1: 郑糖 1909 日线



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 2: 美糖主连合约



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

2. 基本面分析

2.1 现货价格上涨

上周现货报价上涨，柳州上涨 50 元至 5290，昆明上涨 60 元至 5100，湛江上涨 100 元至 5265，鲛鱼圈上涨 90 元至 5395；销区方面，西安上涨 50 元至 5395，北京上涨 100 元至 5500，武汉上涨 60 元至 5640，上海上涨 60 元至 5520。

从盘面看，上周 909 合约从 5080 附近大幅增仓上行，上涨至前高 5260 附近后横盘整理。价差方面，拉涨过程中 9 月合约抛压较大，1 月合约抛压较小，9-1 价差快速缩小。基差方面，随着盘面快速拉涨，基差有所回落。

图 3：国内产销区食糖现货价

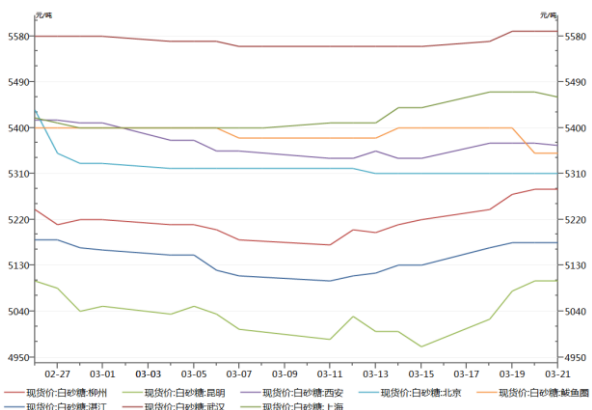


图 4：郑糖 909 合约走势



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 5：郑糖基差（柳州现货-郑糖主连）

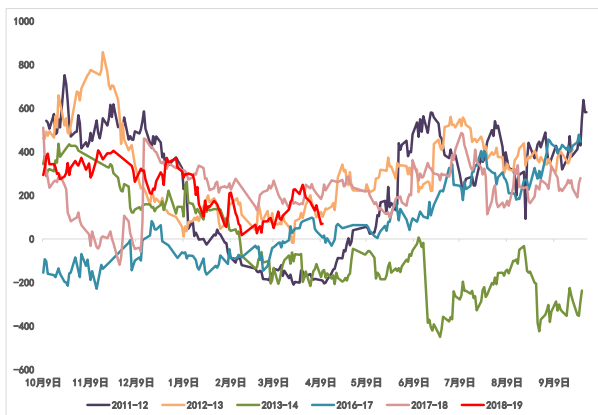


图 6：郑糖 9-1 价差



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.2 3 月产量回升，销售较好

截至 3 月底，全国共生产食糖 989.70 万吨，同比增加 3.79%，其中广西产量为 596 万吨，同比增加 1.88%；截至 3 月底全国共销售食糖 489 万

吨，同比增加 24.17%，其中广西销糖量为 274 万吨，同比增加 24.55%；截至 3 月底全国销糖率为 49.41%，同比增加 19.64%，其中广西销糖率为 45.97%，同比增加 22.22%；全国新增库存为 500.70 万吨，同比减少 10.55%，其中广西新增库存为 322 万吨，同比减少 11.78%。

3 月广西产糖 166.5 万吨，同比增加 30.3 万吨，销糖 91.9 万吨，同比增加 37.6 万吨。降雨虽然降低了出糖率，但使得甘蔗单产提高，3 月广西产量明显回升。另外受增值税的影响，3 月销量也明显回升。

销量方面，今年的销售节奏较去年明显提升。截至 3 月底广西的销糖率同比增加了 22.22%，去年榨季初期糖厂存在一定的惜售情绪，销糖率偏低，但是本榨季销售节奏明显加快。销量较好叠加产量略增，使得库存同比减少，截至到 3 月底全国的工业库存同比下降 10.55%，广西的工业库存同比减少 11.78%，榨季末期库存压力相对较小。

图 7：广西食糖产量（万吨）

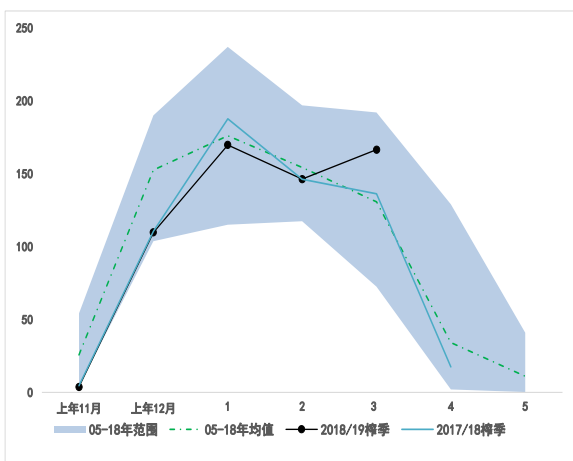
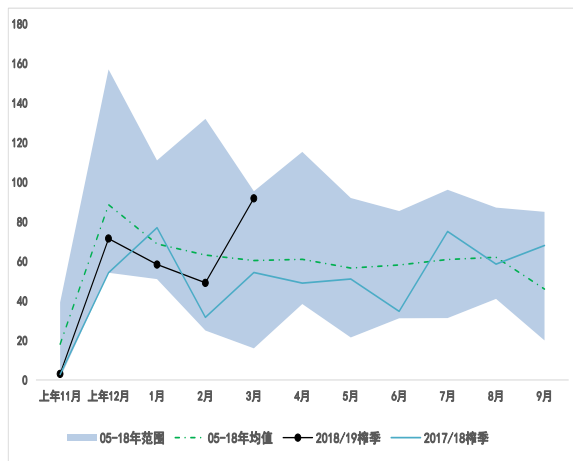


图 8：广西食糖销量（万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

图 9：广西新增库存（万吨）

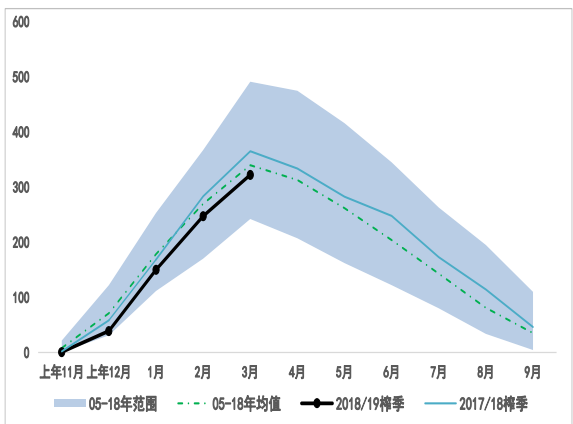
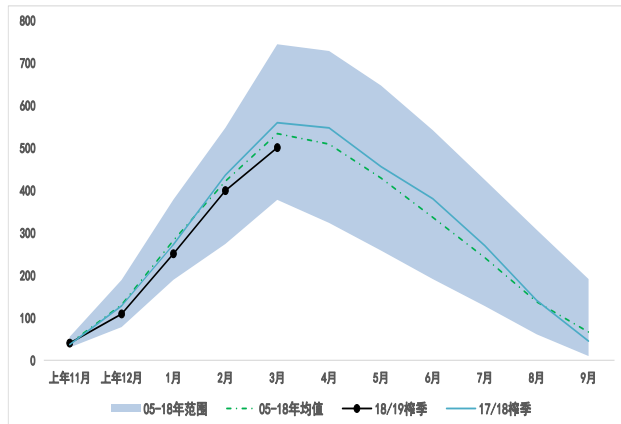


图 10：全国新增库存（万吨）



数据来源：Wind，兴证期货研发部

2.3 郑糖大幅增仓上行

上周三郑糖大幅增仓上行，当日 909 合约从 5080 点附近增仓约 13 万手，最高拉涨至 5240 后回落到 5200 附近。次日，从 5200 附近又增仓约 9 万手，最高拉涨至 5280 后减仓回落，随后在前高 5260 下方整固。上涨过程中 9 月合约面临较大抛压，上周四尾盘一度出现减仓回落，1 月合约抛压较小，9-1 价差快速缩小。

从基本面看，目前暂时没有新的变化，后期行情以及相应策略的关键问题在于国内糖价是否已经见底反转。国内糖价的决定因素是产量与政策，按照国内食糖产量三年一个周期的规律，在经过将近三年的增产周期后，郑糖大概率进入减产周期。但是由于广西提出甘蔗价格改革，未来甘蔗价格如何确定存在不确定性，导致未来产量如何变化也出现了变数。

我们认为虽然政策发生了变化，但是糖价的运行规律没有发生根本的改变。食糖价格本质上是由供需决定的，其中供给端起到决定性的作用。其中供给主要受两方面的影响：种植面积和天气，其中种植面积是由种植甘蔗的经济效益，也就是甘蔗收购价决定的。也就是说糖价主要是由甘蔗收购价来决定的，同时甘蔗价格反过来也会影响糖价。两者相互影响，构成了糖价的周期运动。

即使政策由甘蔗最低收购价改为市场定价，这个逻辑也不会发生改变。我们认为未来糖价依然会围绕甘蔗价格来变化，而且甘蔗价格的变化必然是会落后于糖价的变化。所以才会形成糖价的大幅波动，超跌超涨。

因此我们认为即使广西进行甘蔗价格市场化改革，糖价依然会围绕甘蔗价格做周期运动，在经过近三年的增产周期后，未来甘蔗价格易跌难升，广西甘蔗种植面积很难大幅增加。除了种植面积之外，由于甘蔗的生理特性，在经过三年的增产后，宿根蔗单产大概率下降，在种植面积不出现大幅增加的情况下，广西甘蔗产量易降难升。

不过从另外一些角度看，我们发现 2014 年郑糖见底时的基本面情况与目前并不完全相同。2014 年糖厂库存处于 2008 年以来的最高位，糖厂销糖率偏低，上半年市场看空氛围较重，现货压力较大。但是今年糖厂销售节奏较快，同时库存偏低。另外 2014 年糖价下跌幅度较大，糖价最低点较 2014 年生产成本低约 20%，但今年糖价最低点较成本低约 10%。

总的来看，郑糖具有长期上涨的基础，但短期缺乏事件性推动，利空也没有完全释放完毕。

2.4 外盘消息

据报道，咨询机构 Job Economy 预期巴西中南部地区 2019/20 年度糖产量为 2850 万吨，较上次预估调高 100-200 万吨。甘蔗产量预计为 5.70 亿吨，乙醇产量预计为 283 亿公升，低于 2018/19 年度创纪录的 309 亿公升。预计糖出口量将在 1900 万吨左右，大体和上年水平相当。

据报道,2019年3月巴西共出口食糖 111.88 万吨,同比减少约 36.69%,其中原糖出口 95.5 万吨,同比减少 30%;精制糖出口 163.38 万吨,同比减少 59.22%。2018/19 榨季巴西共出口食糖 1995 万吨,同比减少 28.29%。

图 11: 巴西东南部乙醇汽油比

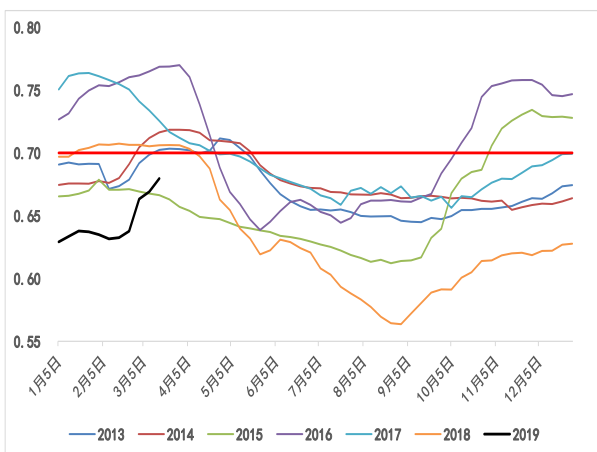
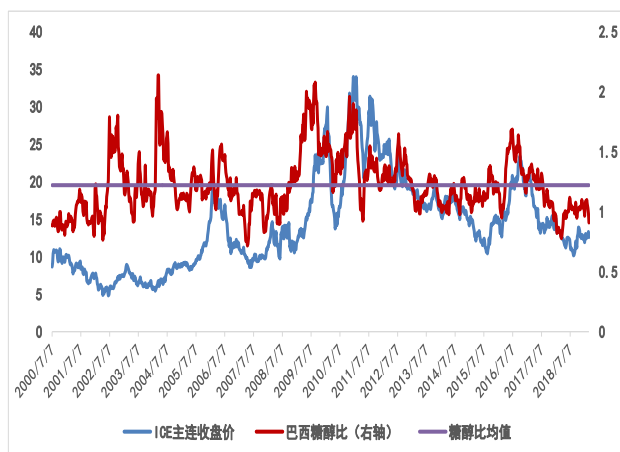


图 12: 巴西乙醇折糖比价与美糖期货价格



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 13: 美国 Gulf 与巴西 Santos 离岸价差

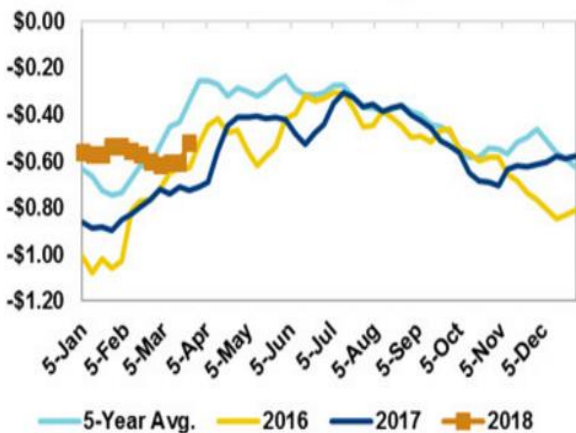
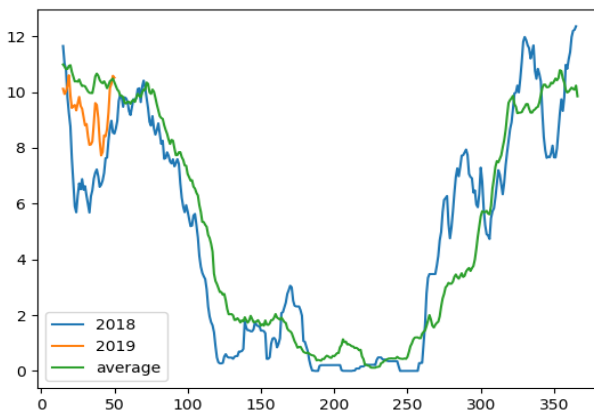


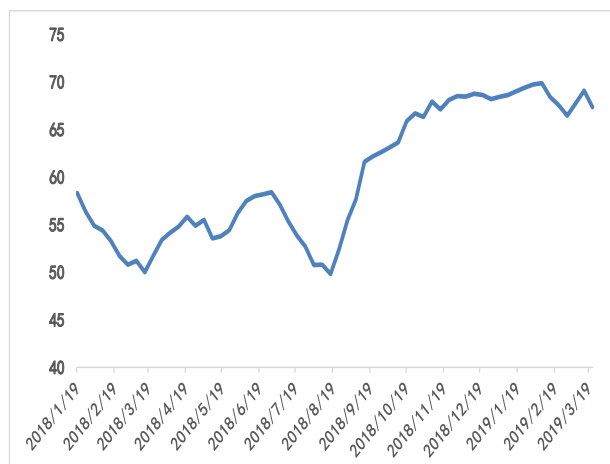
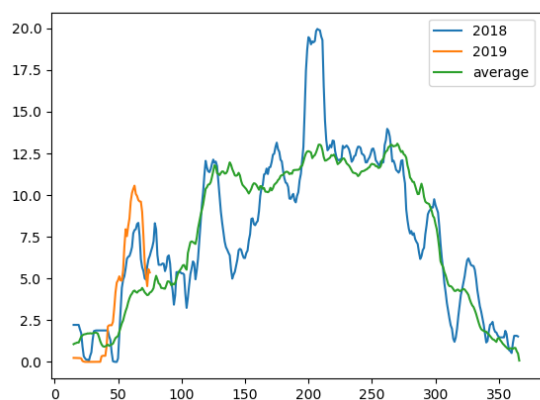
图 14: 巴西中南部降雨量 (mm)



数据来源: Wind, 兴证期货研发部

图 15: 泰国中北部主产区降雨量 (mm)

图 16: 巴西国内糖价 (BRL/50kg)



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。