



## 去库存进度左右筑底进程 三季度糖价谨慎看多

### 内容提要：

- 本榨季产销率偏低，现货交投清淡，糖价同比下降明显。本制糖期全国共生产食糖 1331.8 万吨，截至 5 月底累计销糖率 51.41%，同比降幅近两成。重点企业成品白糖累计平均销售价格 4785.96 元/吨，同比降低 833 元/吨。
- 进口增速保持平稳，国储及工业库存偏高仍是制约糖价上行的重要影响因素。当前库存消化慢多因中间商表现消极，以销定进，终端消费并未出现萎缩，因此库存消化进度存在较大弹性，并直接影响糖价运行情况。
- 据云南糖网统计及预测，2014/15 榨季糖料种植面积较上一年度减少 7.2% 至 2600 万亩，平均株数及株高同比下降，初步统计多家机构对 14/15 榨季估产均值在 1200 万吨左右，我国食糖生产将步入减产周期。
- 基差波动提前进入减产周期惯有的模式，且三季度三月份上涨概率为年内最为连续的时间段。预计郑糖三季度将延续震荡上行节奏，去库存进度左右筑底进程。
- 三季度趋势操作方面，建议投资者谨慎偏多。1501 合约中线多单可设定 4800-4850 为参考止损位，站上 5200 可适量浮盈加仓，过程中注意风险控制，防止宽幅洗盘风险。

分析师

姓名：高岩

从业资格号：F0249001

电子邮箱：gaoyan@neweraqh.com.cn

## 一、供求分析

### 1. 产销情况

据中糖协 6 月初产销简报消息，2013/14 年制糖期全国糖厂已全部停榨。截至 2014 年 5 月底，本制糖期全国共生产食糖 1331.8 万吨（上制糖期同期产糖 1305.8 万吨），比上一制糖期同期多产糖 26 万吨，其中，产甘蔗糖 1257.17 万吨（上制糖期同期产甘蔗糖 1197.3 万吨）；产甜菜糖 74.63 万吨（上制糖期同期产甜菜糖 108.5 万吨）。

截至 2014 年 5 月底，本制糖期全国累计销售食糖 684.7 万吨（上制糖期同期销售食糖 921.17 万吨），累计销糖率 51.41%（上制糖期同期 70.54%），其中，销售甘蔗糖 640.33 万吨（上制糖期同期 847.99 万吨），销糖率 50.93%（上制糖期同期 70.83%），销售甜菜糖 44.37 万吨（上制糖期同期 73.18 万吨），销糖率 59.45%（上制糖期同期 67.45%）。

**图表 1 2013/14 榨季我国食糖产销进度表**

省 区	截至 2014 年 5 月底累计			备注
	产糖量	销糖量	销糖率	
全国合计	1331.8	684.7	51.41	
甘蔗糖小计	1257.17	640.33	50.93	
广东	118.5	84.3	71.14	已全部收榨
其中：湛江	104.5	74.1	70.91	已全部收榨
广西	855.8	440	51.41	已全部收榨
云南	230.63	88.24	38.26	已全部收榨
海南	41.65	21.3	51.14	已全部收榨
福建	0.85	0.85	100.00	已全部收榨
四川	3.18	2.74	86.16	已全部收榨
湖南	1.52	1.47	96.71	已全部收榨
其他	5.04	1.43	28.37	已全部收榨
甜菜糖小计	74.63	44.37	59.45	
黑龙江	2.99	2.95	98.66	已全部收榨
新疆	44.91	23.46	52.24	已全部收榨
内蒙古	17	11	64.71	已全部收榨
河北	5.63	3.91	69.45	已全部收榨
其他	4.1	3.05	74.39	已全部收榨

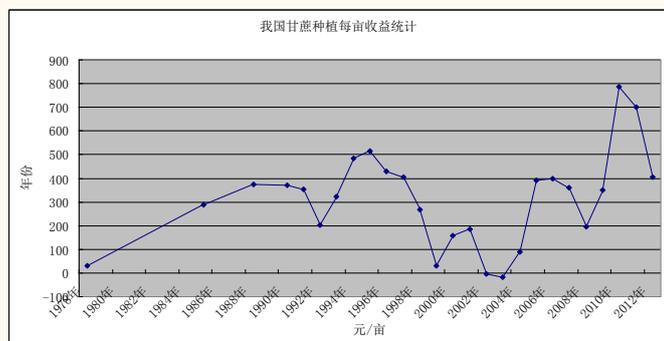
资料来源：中国糖业协会

2013/14 年制糖期截至 2014 年 5 月底，重点制糖企业（集团）累计加工糖料 9196.63 万吨，累计产糖量 1142.79 万吨。重点制糖企业（集团）累计销售食糖 559.21 万吨，累计销糖率 48.93%（上制糖期同期为 64.56%）；成品白糖累计平均销售价格 4785.96 元/吨（上制糖期同期为 5620.3 元/吨），其中：甜菜糖累计平均销售价格 5231.22 元/吨（上制糖期同期为 5879.54 元/吨），甘蔗糖累计平均销售价格 4759.88 元/吨（上制糖期同期为 5596.48 元/吨）。

国产糖厂的惯例都是季产年销，虽然眼下的市场价格低于成本，但因为要支付蔗农甘蔗款及维持企业正常运转，糖厂虽然有惜售心理但仍必须按照市价保持稳定的出货量。

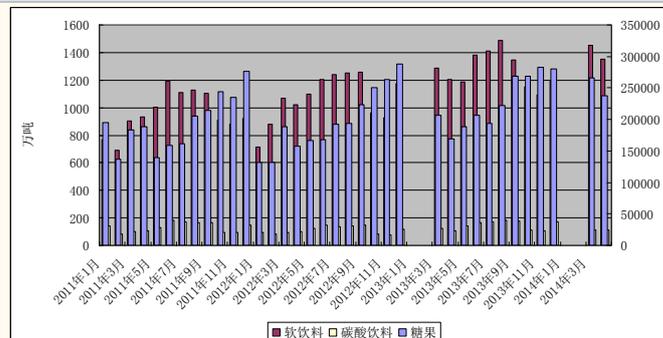
根据本榨季甘蔗收购价格及物资、人工成本计算，每亩甘蔗种植收益处于近 5 年来的平均水平以下。

图表 2：我国甘蔗种植收益情况统计



资料来源：新纪元期货

图表 3：我国含糖食品、饮料月度产量统计

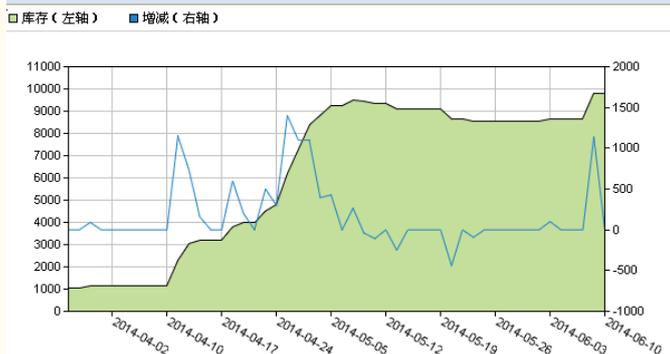


资料来源：新纪元期货

下游含糖食品、饮料的产量保持平稳，其中软饮料产量增幅明显，碳酸饮料及糖果产量同比增幅平缓。

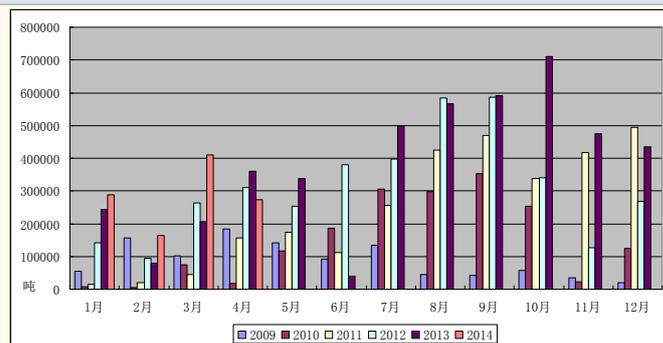
因新糖生产已经完成且处于消费淡季，二季度以来白糖库存显著增加，成为制约糖价上行的重要因素。

图表 4：2014 年二季度白糖库存变动情况



资料来源：新纪元期货

图表 5：我国食糖月度进口量对比统计



资料来源：新纪元期货

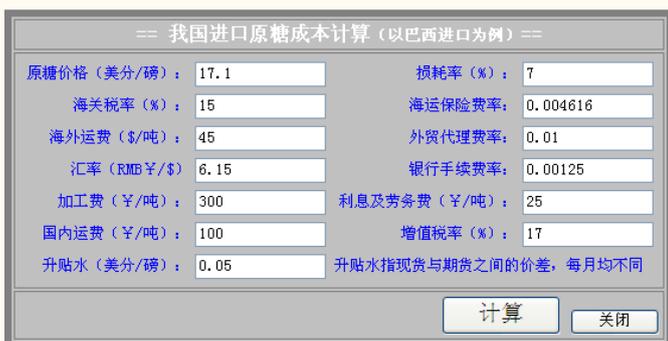
## 2. 进出口

据中国海关统计机构 5 月 21 日提供的数据显示，2014 年 4 月份中国进口食糖 27.26 万吨（3 月份进口 41.11 万吨），同比 2013 年 4 月份减少 24.29%，由于国际糖价持稳，2014 年 4 月份我国食糖平均进口价格为 441.04 美元/吨，基本持平于上月的平均进口价格（3 月为 442.88 美元/吨）。1-4 月份我国累计进口食糖 113.62 万吨，同比上年同期增长 27.82%。

依据以下方法计算我国食糖进口成本：初价=（原糖价格+升贴水）\*22.04623（重量单位换算）\*1.0275（旋光度增值）；海运保险费=初价\*海运保险费率；到岸价（人民币）=（初价+海运保险费+海外运费）\*汇率；不含税价=到岸价\*（1+外贸代理费率）\*（1+银行手续费率）+利息及劳务费；含税价=不含税价\*（1+海关税率）\*（1+增值税率）；精炼后完税价格=含税价\*（1+0.07）+加工费+国内运费。

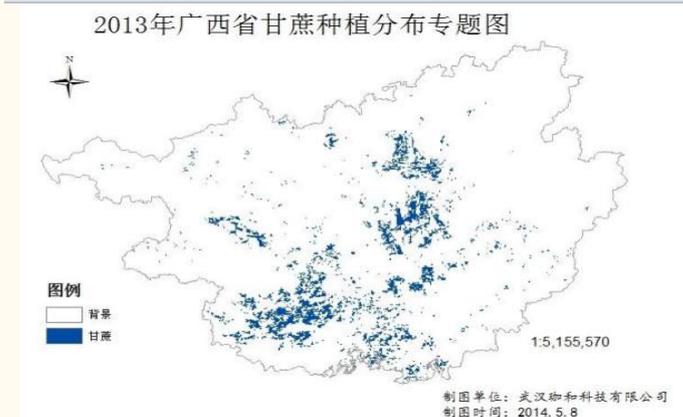
计算结果为进口完税精炼后每吨白糖价格折合人民币 4333.43 元/吨，低于国内主产区现货主流成交价，更低于到港地区白糖平均销售价格。

图表 6：我国食糖进口成本计算



资料来源：云南糖网

图表 7：广西甘蔗种植面积遥感图



资料来源：云南糖网

### 3. 新榨季我国甘蔗种植及生长情况

通过卫星遥感监测系统提取广西甘蔗种植面积图，通过量化测算，广西 2013 年甘蔗种植面积为 1897.8 万亩，从 2011 年到 2013 年，种植面积增幅分别为 2.86%、3.42%、2.12%。

经初步的遥感预测（当前甘蔗出苗期种植面积图提取效果不佳，暂未列示）结合糖价下降等因素对蔗农种植积极性的影响，预计 2014 年广西甘蔗种植面积将出现下滑。

图表 8：广西甘蔗种植面积



资料来源：云南糖网

图表 9：广西甘蔗产区降雨值



资料来源：云南糖网

2014 年甘蔗产区降水量明显少于历年同期，月平均降水量达到近 5 年以来的最低值。

从月度温度变化情况分析，2014 年初至 5 月份温度变化在 4 年均值附近，对于出苗期的甘蔗生长有利。

据云南糖网统计，整体来看，中国 2014/15 榨季糖料种植面积较上一年度减少 7.2%，仅为 2600 万亩（170 万公顷）。3 月-5 月出现的持续的降雨及多云天气导致广西甘蔗生长放缓。每亩的平均植株数量下滑 4.8%，植株高度下降 31%，今年甘蔗的生长情况为最近四年来最差水平。

据此预期，中国 2014/15 榨季（始于 10 月 1 日）的糖产量预计为 1200 万吨，较 2013/14 榨季产量减少 131.8 万吨。

图表 10: 广西甘蔗产区月温度变化



资料来源：云南糖网

#### 4. 厄尔尼诺及其对全球蔗糖主产国的影响

根据美国国家海洋和大气管理局、世界气象组织、我国 2014 年春季厄尔尼诺及汛期气候预测会商会等多家机构的结论显示，2014 年出现厄尔尼诺现象是大概率事件。预计今年夏季的厄尔尼诺现象将影响东南亚印度、泰国等主产国降水量，给正处生产期的甘蔗产量带来巨大冲击，同时厄尔尼诺还将影响巴西甘蔗收割和原糖外运。

主产国方面，国际糖业组织 ISO 估计 2014/15 年度巴西度巴西糖产量将下降 50 万吨至 3700 万吨，出口量将达 2550 万吨。较 3 月结束的 2013/14 年度下降 110 万吨左右，或达到三年来的最低点。

2013/14 年度（10 月开始）截至 5 月 15 日印度糖产量较 2012/13 年度的 2470 万吨下降 3.24%，仅达 2390 万吨。

**图表 11 世界百万吨以上主要产糖国家 13/14 年度供求统计 (单位: 千吨)**

国家	年初存量	总产量	总进口	总供应	总出口	总使用	结转库存	总需求	库存消费比
美国	1,980	8,054	3,059	13,093	227	10,691	2,175	10918	0.1992
墨西哥	1,548	6,890	231	8,669	2,485	5,140	1,044	7625	0.1369
古巴	149	1,600	0	1,749	850	749	150	1599	0.0938
危地马拉	120	2,600	0	2,720	1,850	797	73	2647	0.0276
巴西	-535	38,750	0	38,215	27,250	11,260	-295	38510	-0.0077
哥伦比亚	300	2,400	290	2,990	600	2,000	390	2600	0.1500
阿根廷	446	1,800	0	2,246	220	1,840	186	2060	0.0903
欧盟28国	4,044	16,000	3,650	23,694	1,500	18,300	3,894	19800	0.1967
俄罗斯	275	4,400	1,100	5,775	100	5,415	260	5515	0.0471
乌克兰	812	1,700	5	2,517	100	1,800	617	1900	0.3247
南非	172	2,450	225	2,847	600	1,885	362	2485	0.1457
埃及	160	2,020	1,200	3,380	400	2,820	160	3220	0.0497
土耳其	157	2,200	5	2,362	20	2,260	82	2280	0.0360
印度	10,425	25,450	1,800	37,675	2,000	26,200	9,475	28200	0.3360
巴基斯坦	639	4,970	10	5,619	440	4,450	729	4890	0.1491
中国	6,790	14,800	2,800	24,390	45	16,000	8,345	16045	0.5201
泰国	3,240	10,900	0	14,140	8,700	2,650	2,790	11350	0.2458
印度尼西亚	814	2,080	3,700	6,594	0	5,200	1,394	5200	0.2681
菲律宾	887	2,500	40	3,427	350	2,250	827	2600	0.3181
澳大利亚	83	4,300	90	4,473	3,190	1,218	65	4408	0.0147
世界	43,162	174,826	52,545	270,533	58,678	168,476	43,379	227154	0.1910

数据来源: 国际糖业组织

国际糖业组织 (ISO) 周三发布的电邮报告显示, 预计 2013/14 年度全球糖市供应过剩 440 万吨, 低于上一年度的 1,120 万吨, 2 月份时 ISO 预期 2013/14 年度全球糖市供应过剩 420 万吨。ISO 同时预计 2014/15 年度糖市不会供应过剩, 2015/16 年度将出现供应短缺。

另一权威分析机构 Datagro 的预测将更偏向于利多, Datagro 称因厄尔尼诺气候现象威胁产量前景, 预计全球 2014/15 年度糖市供应将短缺 246 万吨, 高于此前预计的 161 万吨, 主要因巴西糖产量下滑。

美国农业部表示, 10 月 1 日起的一年内 (2014/15 年度), 全球糖产量将下滑 0.1% 至 1.75589 亿吨, 先前预估为 1.75703 亿吨, 因全球头号产糖国巴西的干旱摧毁了甘蔗作物。

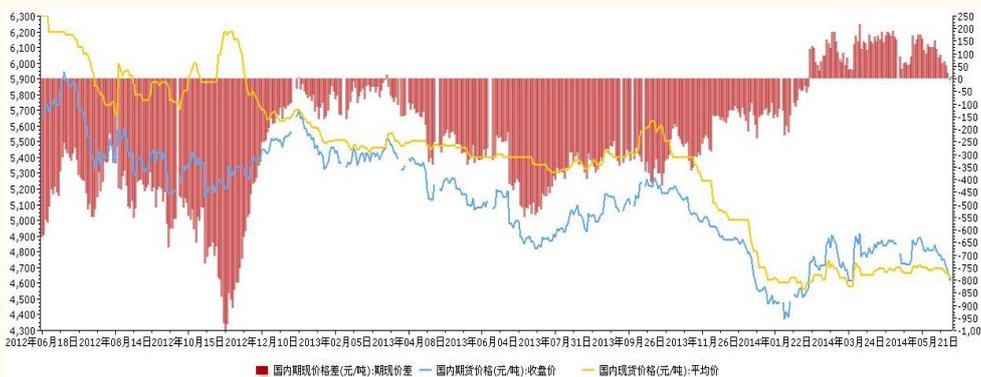
## 二、价差及波动性分析

### 1. 价差分析

因为近 3 年对比分析 2012/13 榨季以来的期现价差走势, 因为处于增产周期之中, 行业普遍对后市看跌, 期货价格低于现货价格成为常态, 在 2014 年 2 月份之前, 期货

价格仅仅在 2013 年春节消费旺季前后曾贴近现货价格，其余时间段期货报价经常性保持低于现货价格 350 元/吨以上，至 2014 年春节过后，价差逐渐向正向市场特征过渡，即基差由常态的负值转为正值，期货价格高于现货价格的平均值达到 150 元/吨左右。

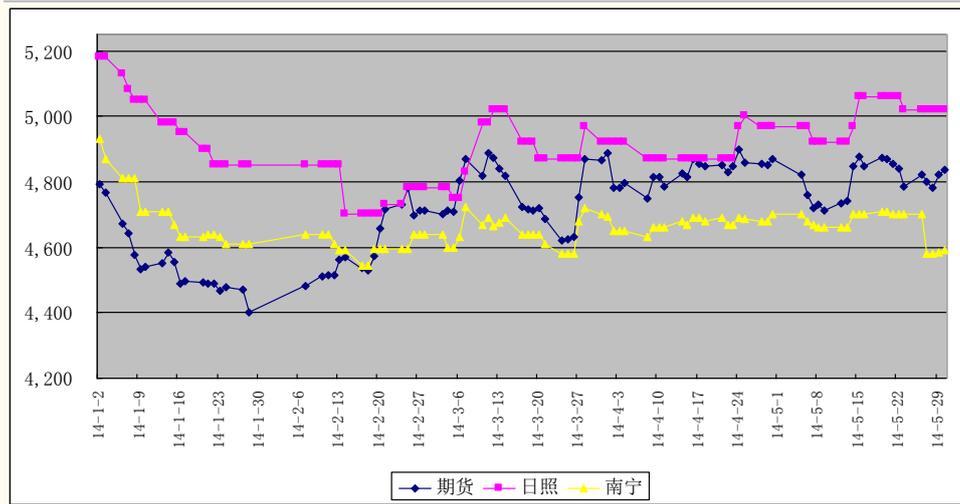
图表 12: 白糖期现价差走势



资料来源：大智慧

下图是 2014 年以来产区代表性价格南宁价格、销区代表性价格之一的日照糖价与期货主力合约价格的走势对比，可以看出期货价格自 2014 年春节后以来即在上述南宁产区报价与日照销区报价之间波动，接近二者的平均价格附近。

图表 13: 产区、销区价格与期货主力合约价格走势对比



数据来源：wind

据上述价差分析可以发现当前国内市场开始由增产周期的正基差向减产周期常有的负基差过渡，合约之间也呈现正向排列，市场预期已经由看跌后市向看涨后市转变。

## 2. 波动性分析

采样 2006 年白糖期货上市以来的月度收盘价数据，采用季节性分析方法得到上涨概率、最大涨跌幅、平均振幅及季节性指数数据如下表。

图表 14 郑糖季节性统计表

月份	上涨概率	月均收益率	平均最大涨幅	平均最大跌幅	平均振幅	季节性指数
1月	44.44%	3.69%	7.31%	-3.90%	11.21%	100.00%
2月	66.67%	4.70%	8.45%	-2.62%	11.07%	105.38%
3月	33.33%	-3.33%	3.16%	-6.12%	9.27%	99.12%
4月	22.22%	-2.15%	2.88%	-4.74%	7.61%	97.69%
5月	22.22%	-1.22%	3.44%	-4.22%	7.66%	98.32%
6月	33.33%	-2.47%	1.86%	-5.01%	6.88%	97.46%
7月	50.00%	-0.07%	4.04%	-5.35%	9.39%	98.70%
8月	62.50%	-0.04%	5.58%	-4.40%	9.98%	101.27%
9月	50.00%	-1.01%	3.39%	-3.81%	7.21%	98.84%
10月	75.00%	4.25%	8.24%	-2.93%	11.17%	102.86%
11月	37.50%	0.10%	5.42%	-3.68%	9.10%	101.22%
12月	50.00%	0.66%	5.56%	-3.79%	9.35%	100.49%

数据来源：新纪元期货

分析得出，三季度中 8 月份上涨概率高达 62.5%，其余两个月的上涨概率也都达到了 50%，其中 8 月份的最大涨幅达到 5.58%，三季度三月份是季节性强势最为集中和连续的那三个月份。

### 3. 技术分析

2013 年下半年郑糖先扬后抑走过山车行情，10 月下旬到达高点 5278，至年末跌至 4378，跌幅 900 点，2014 年 2 月 7 日以一个标志性的上涨跳空开启筑底反转进程，经过近半年的时间，日线周期已经构筑 4 个波谷形态，分别在 2 月上旬、3 月下旬、5 月上旬、6 月中旬，除 6 月中旬波谷略低于 5 月上旬波谷之外，其他波谷排列满足上涨趋势特征，且 6 月 13 日下探诱发多头激烈抵抗，当前价格仍运行在震荡上行趋势牵制范围以内，但上行趋势斜率自 4 月初以来有所放缓。

图表 15：郑糖指数日线图趋势分析



资料来源：新纪元期货

2013 年 10 月下旬高点至 2014 年 1 月末低点这一波段长距离下跌的 50% 分割线在 4828，接近最近的两个日线波谷位置，守住这一线是确立中线涨势的必要条件。从目前的盘面特征推断，如果不出现新的利空消息则具备坚守上述支撑位的条件。三季度筑底进程和可能的涨幅将主要受到消费启动的影响，关注销糖率和库存变动。

### 三、分析结论及操作建议

2013/14 榨季是本轮增产周期的最后一个榨季，自 2014 年春节之后郑糖步入反弹筑底中线趋势，以郑糖指数计，2 月以来上涨约 570 点，涨幅达 13%。2013 年 10 月下旬至 2014 年 1 月末长距离下跌累计跌幅 900 点，50% 分割线位于 4828，当前多空争夺重心已经到达上述分割线之上，低位的反弹酝酿已经由量变积累到临近质变的关键价位，中线反转的条件已经具备。

从供求等关键因素分析，本制糖期全国共生产食糖 1331.8 万吨，同比增产 26 万吨；截至 5 月底累计销糖率仅达 51.41%，同比降低 19.13%，降幅明显，工业库存量大增。同时由于今年进口增速不减，1-4 月份我国累计进口食糖 113.62 万吨，同比上年同期增长 27.82%，国储及商业库存也较为充足。庞大的库存是制约糖价上行的一个关键性影响因素。

本榨季截至 5 月底成品白糖累计平均销售价格 4785.96 元/吨，较去年同期下调 834.34 元/吨，糖企出现大面积亏损，两家糖业上市公司发布的一季度报告也显示主营业务出现亏损。糖价在制糖企业成本线附近运行限制了现货糖价的下行空间，对期货价格形成直接支撑。

由于厄尔尼诺现象带来的异常气候特征，2014/15 榨季以巴西为代表的主产国减产预期强烈，而中国 2014/15 榨季也将步入减产周期，供求形势的转变造成投资者看好后市。

具体到中国当前的食糖供求形势，目前投资者在下一榨季的减产预期和当下库存压力偏大之间博弈，三季度将迎来传统消费旺季，去库存化的进度将影响筑底进程。据笔者了解，当前消费偏淡、库存高企的一大直接原因是中间经销商不看好中短期糖价，多以销定进，商业库存偏低，而终端民用和工业用途的消费并没有出现萎缩，因此库存消化过程将平稳进行，预计糖价也将以缓和上涨的态势完成中线反转上行。

基于上述分析，建议投资者在三季度仍以谨慎偏多思路操作，1501 合约中线多单可设定 4800-4850 为参考止损位，站上 5200 可适量浮盈加仓，过程中注意风险控制，防止宽幅洗盘风险。

**特别声明：**

本报告的信息来源于已公开的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性、完整性或可靠性。报告内容仅供参考，报告的信息或所表达观点不构成期货交易依据，新纪元期货有限公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向咨询期货研究员并谨慎决策。

本报告旨在发送给新纪元期货有限公司的特定客户及其他专业人士。报告版权仅为新纪元期货有限公司所有，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。如引用发布，需注明出处为新纪元期货有限公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

新纪元期货有限公司对于本免责申明条款具有修改权和最终解释权。

**公司机构：**

<b>总部</b>	<b>北京东四十条营业部</b>	<b>南京营业部</b>
电话：0516 - 83831105	电话：010 - 84261653	电话：025 - 84787997
传真：0516 - 83831100	传真：010 - 84261675	传真：025- 84787997
地址：江苏省徐州市淮海东路153号 新纪元期货大厦（221005）	地址：北京市东城区东四十条68号 平安发展大厦4层403、407室 （100027）	地址：南京市玄武区珠江路63-1号南 京交通大厦9楼5-11房（210008）
<b>广州营业部</b>	<b>苏州营业部</b>	<b>常州营业部</b>
电话：020 - 87750882	电话：0512 - 69560998	电话：0519 - 88059972
地址：广州市越秀区东风东路703号 粤剧院文化大楼11（510080）	传真：0512 - 69560997	传真：0519 - 88051000
	地址：苏州工业园区苏州大道西2号1 幢国际大厦602-604单（215021）	地址：常州市武进区延政中路2号 世贸中心B栋2008-200（213121）
<b>杭州营业部</b>	<b>上海浦东南路营业部</b>	<b>重庆营业部</b>
电话：0571 - 56282608	电话：021 - 61017393	电话：023 - 67917658
传真：0571 - 56282601	传真：021 - 61017396	传真：023 - 67901088
地址：杭州市上城区江城路889号 香榭商务大厦7-E（310009）	地址：上海市浦东新区浦东南路 256号1905B室（200125）	地址：重庆市江北区西环路8号B幢 8-2、8-3、8-3A（400020）
<b>无锡营业部</b>	<b>南通营业部</b>	
电话：0510 - 82827006	电话：0513-55880598	
地址：无锡市南长区槐古豪庭15号 7楼（214000）	地址：南通市环城西路16号6层603- 2、604室	