



Bigger mind, Bigger fortune
智慧创造财富

南华期货研究所
投资咨询业务资格：
证监许可【2011】1290号

边舒扬
投资咨询证号：
Z0012647

浑水摸鱼

摘要

2020 年上半年白糖 2105 合约大多数时间波动区间为 5300-5800，2109 合约大多数时间波动区间为 5300-5700，4-5 月出现一波涨势，主要因宏观利多情绪影响，随后价格回落更多的是回归了供求矛盾的主旋律，今年高库存叠进口加工糖施压糖价。

展望 2021 年下半年，市场关注的重点依旧集中在巴西和印度，巴西的天气和糖醇比会对三季度的行情造成较大的干扰，而印度的疫情以及新榨季的开榨情况会对四季度造成较大影响。国内方面，我们仍然需要关注库存的变化以及进口节奏的变化。在供应压力依旧较大的情况下，我们不建议做多操作，操作上建议逢反弹做空为主。价差方面建议 9-1 反套继续持有，1-5 套利暂时不考虑操作。期权方面，不建议做买权，前期仍建议做卖出宽跨式期权，上下各 300 点。

风险点：巴西干旱影响加重、印度新榨季种植面积下降。

目录

第 1 章	行情回顾及策略建议.....	4
第 2 章	国内白糖市场现状分析.....	4
2.1.	关注国产糖库存变化.....	5
2.1.1.	国产糖进入累库高峰期.....	5
2.2.	关注进口节奏.....	6
2.2.1.	关注进口利润.....	6
2.2.2.	糖浆影响有所减弱.....	8
2.3.	9-1 反套继续持有.....	8
第 3 章	国际食糖市场分析.....	9
3.1.	关注印度出口节奏.....	9
3.2.	泰国减产对市场影响减小.....	10
3.3.	关注巴西干旱.....	11
第 4 章	行情展望.....	12
	免责声明.....	13

图表目录

图 1: 郑糖价格走势图 (元/吨)	4
图 2: 中国食糖供需平衡表 (单位: 万吨)	5
表 2.1.1: 20/21 制糖年全国食糖产销进度 (万亩、万吨)	6
图 2.2.1.1: 食糖月度进口量 (万吨)	7
图 2.2.1.2: 配额外糖进口利润 (元/吨)	7
图 2.2.3.1: 我国进口糖浆数量 (万吨)	8
图 3.1: 内外糖价对照 (元/吨, 美分/磅)	9
图 3.1.1: 印度食糖生产状况 (万吨)	10
图 3.2.1: 泰国出口情况 (吨)	11
图 3.3.1: 巴西中南部生产进度 (万吨)	11
图 3.3.2: 巴西中南部糖醇比.....	12

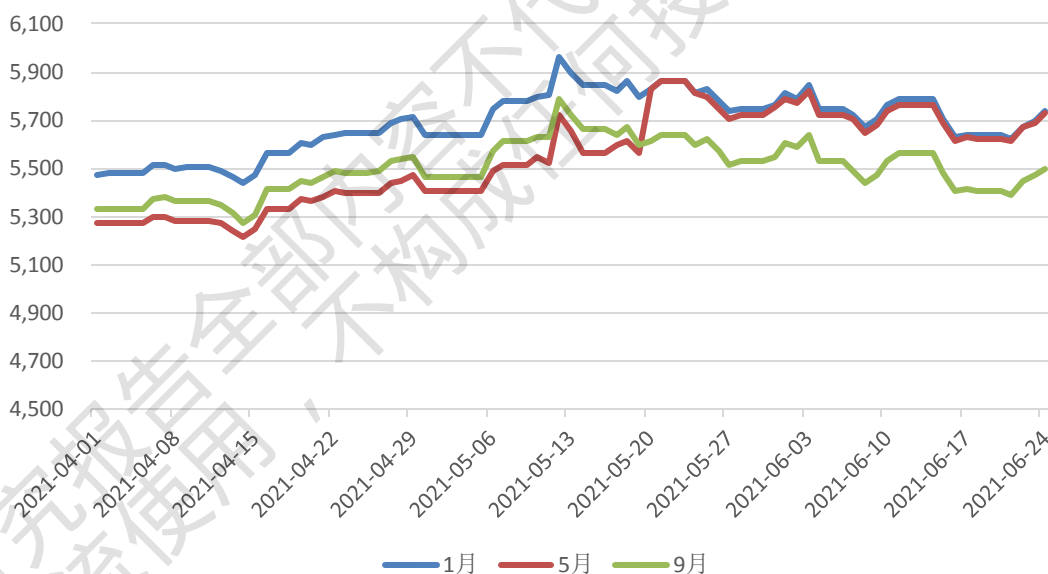
研究报告全部内容不代表协会观点
仅供交流使用,不构成任何投资建议。

第1章 行情回顾及策略建议

2021 年上半年国内白糖市场波动不大，整体重心略有上移，2109 合约大多数时间波动区间为 5300-5700，4-5 月出现一波涨势，主要因宏观利多情绪影响，随后价格回落更多的是回归了供求矛盾的主旋律，今年高库存叠进口加工糖施压糖价。下半年，库存压力的问题依旧是我们关注的重点，同时由于二季度由于进口利润不佳进口释放会集中在下半年，对糖价施压会比较明显，供应方面如若没有特别大的影响糖价可能也起不了太大的风浪。

策略建议：逢高波段做空为主，价差方面择机做 9-1 反套。期权方面，择机卖出宽跨式期权。

图 1：郑糖价格走势图（元/吨）



资料来源：郑商所 南华研究

第2章 国内白糖市场现状分析

二季度是国内食糖的累库高峰期，往年此时市场的关注点会从国产糖向进口糖转移。不过由于配额外进口一直没有利润，导致二季度进口量并不大。而到了三季度，如若国产糖消化依旧不够快的话，市场抑制效应就会比较明显，而到了四季度，新糖的上市比

较正常的话白糖价格走势就很难有上涨行情，因此第三季度的库存消化情况是国内市场的关键因素。

图 2：中国食糖供需平衡表（单位：万吨）

国内食糖供需平衡表（万吨）						
榨季	16/17	17/18	18/19	19/20	20/21（预估）	
上季工业结转库存	59.83	57.87	45.52	35.41	56.62	
产量	928.82	1031.4	1076.04	1041.51	1050	
销量	870.95	985.88	1040.63	984.89	970	
销糖率	93.77%	95.59%	96.71%	94.56%	92.38%	
当季工业结转库存	57.87	45.52	35.41	56.62	80	
进出口	进口	230	243	325	375	532
	走私+糖浆折算（估计）	230	200	80	80	50
	出口	12.49	18.4	19.2	15.85	16
	净进口	217.51	224.6	305.8	359.15	516
	净进口（含走私+糖浆）	447.51	424.6	385.8	439.15	566
储备库	国储抛储量	98.96	0	0	0	0
	广西抛储量	37.27	0	0	12.73	0
供给量	当年总供给	1224.69	1210.48	1346.43	1356.77	1486
	当年总供给（含走私+糖浆）	1454.69	1410.48	1426.43	1436.77	1536
	国内总供给	1284.52	1268.35	1391.95	1392.18	1542.62
表观需求量	1456.65	1422.83	1436.54	1415.56	1512.62	

资料来源：南华研究

2.1. 关注国产糖库存变化

2.1.1. 国产糖进入累库高峰期

截至 2021 年 5 月底，全国已累计产糖 1066.05 万吨，同比增加 25.33 万吨，其中甘蔗糖 912.79 万吨，同比增加 11.35 万吨，产甜菜糖 153.26 万吨，同比增加 13.98 万吨。全国累计销售食糖 589.26 万吨，同比减少 41.83 万吨，累计销糖率 55.28%，而上榨季为 60.64%，其中销售甘蔗糖 470.26 万吨，同比减少 64.96 万吨，销糖率 51.52%，去年同期为 59.37%，销售甜菜糖 119 万吨，同比增加 23.13 万吨，销糖率 77.65%，去年同期为 68.83%。

我们可以看到今年的库存量是比较大的，其一是因今年产量要比去年多 25 万吨，其二是在去年四季度和今年一季度进口量非常大，导致进口糖过早大量进入市场挤占国产糖空间。

表 2.1.1：20/21 制糖年全国食糖产销进度（万亩、万吨）

20/21 制糖年全国食糖产销进度							
单位：万亩、万吨							
省区	2020 糖料种植面积	20/21 年度预计		截至 2020 年 5 月底累计			备注
		收购糖料量	产糖量	产糖量	销糖量	销糖率	
全国合计	2082	8858	1050	1066.05	589.26	55.28	
甘蔗糖合计	1735	7360	899	912.79	470.26	51.52	
广东	144	650	65	53.98	44.79	82.98	已全部收榨
其中：湛江	135	610	61	47.25	38.27	80.99	已全部收榨
广西	1120	4900	600	628.79	325.55	51.77	已全部收榨
云南	440	1700	220	220.62	95.98	43.5	已有 50 家收榨
海南	26	93	12	8.77	3.39	38.65	已全部收榨
其他	5	17	2	0.63	0.55	87.3	已全部收榨
甜菜糖合计	347	1238	151	153.26	119	77.65	
内蒙古	230	700	85	89.10	71.2	79.91	已全部收榨
新疆	102	485	60	57.61	43.76	75.96	已全部收榨
黑龙江	6	12	1.5	1.45	0.74	51.03	已全部收榨
其他	9	41	4.5	5.10	3.3	64.71	已全部收榨

资料来源：中国糖业协会 南华研究

2.2. 关注进口节奏

2.2.1. 关注进口利润

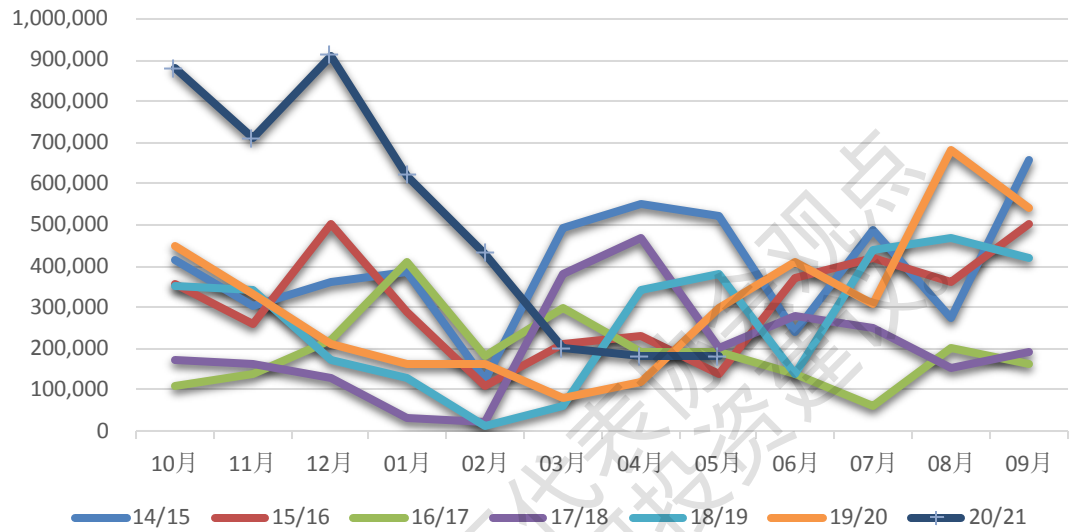
截至 5 月底，20/21 年度（2020 年 10 月-2021 年 9 月）全国进口糖 411 万吨，同比上榨季增加 230 万吨，2021 年 1-5 月我国进口糖 161 万吨，同比增加 78 万吨。由于 2020 年配额外许可证发放量是非常大的，因此整体的进口量也很大，这就造成了去年四季度和今年一季度进口量爆表的局面。不过二季度由于配额外进口利润消失，进口大幅缩减，4-5 月合计进口仅为 36 万吨。

2021 年我国进口配额依旧是 194.5 万吨，而配额外许可证发放量传闻为 287 万吨，2020 年全年的进口量为 527 万吨，因此 2021 年全年的进口对比下是有所减少的，但是如果按照榨季计算，19/20 年进口量为 375 万吨，而 20/21 年度已经进口了 411 万吨，因此下半年的进口压力会有所增加，尤其是四季度。

不过，二季度到目前为止配额外进口利润基本在平水上下，或许 6-7 月的进口量依

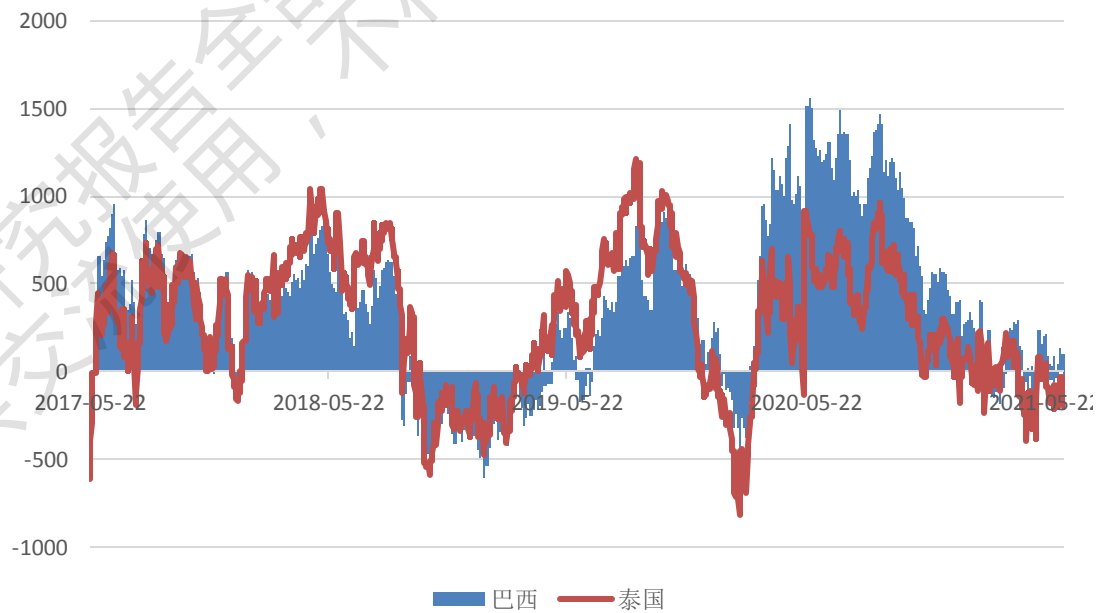
旧不会太大，更多的进口量会进一步向后推。

图 2.2.1.1：食糖月度进口量（万吨）



资料来源：海关总署 南华研究

图 2.2.1.2：配额外糖进口利润（元/吨）



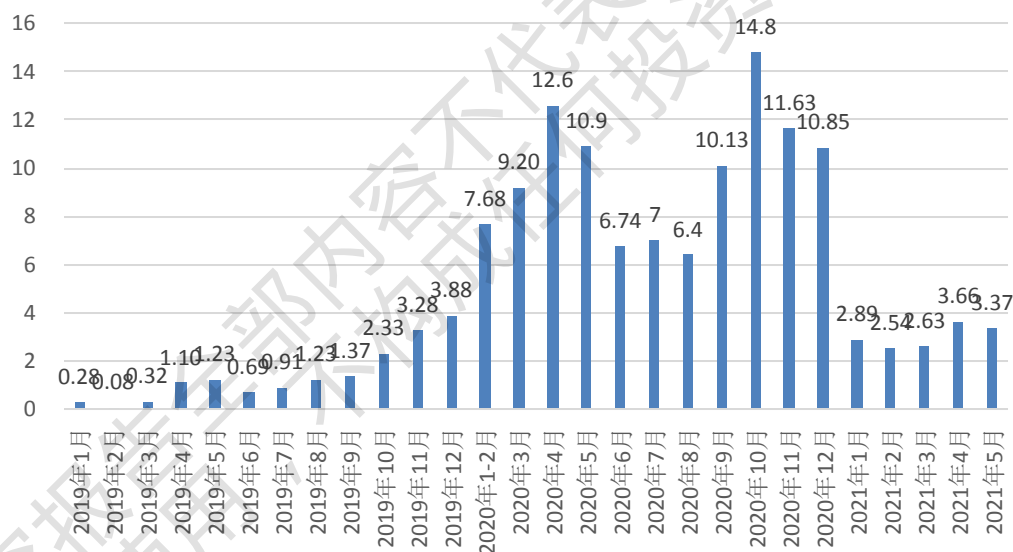
资料来源：wind 南华研究

2.2.2. 糖浆影响有所减弱

在走私糖持续遭遇打击下，不少投机分子开始寻找新的替代品来牟取暴利，进口糖浆很快就进入他们的视野。从 2019 年底开始，我国进口糖浆的数量急剧增长。2020 年我国累计进口糖浆 107.93 万吨，同比增加 91.22 万吨。以 0.54 折算，2020 年糖浆替代食糖量为 49.26 万吨。由于进口糖浆没有关税的，因此可以看到在原本几乎没有进口量的糖浆上，出现了爆发式的增长。

2021 年海关在进口糖浆上进行了更详细的标注，甘蔗或甜菜糖水溶液被单独列出，如此一来我们可以更精准的看到进口替代糖浆的数量。2021 年 1-5 月份该细分项合计进口 16.98 万吨，因此量并不大，后续我们会继续追踪。

图 2.2.3.1： 我国进口糖浆数量（万吨）



资料来源：海关总署 南华研究

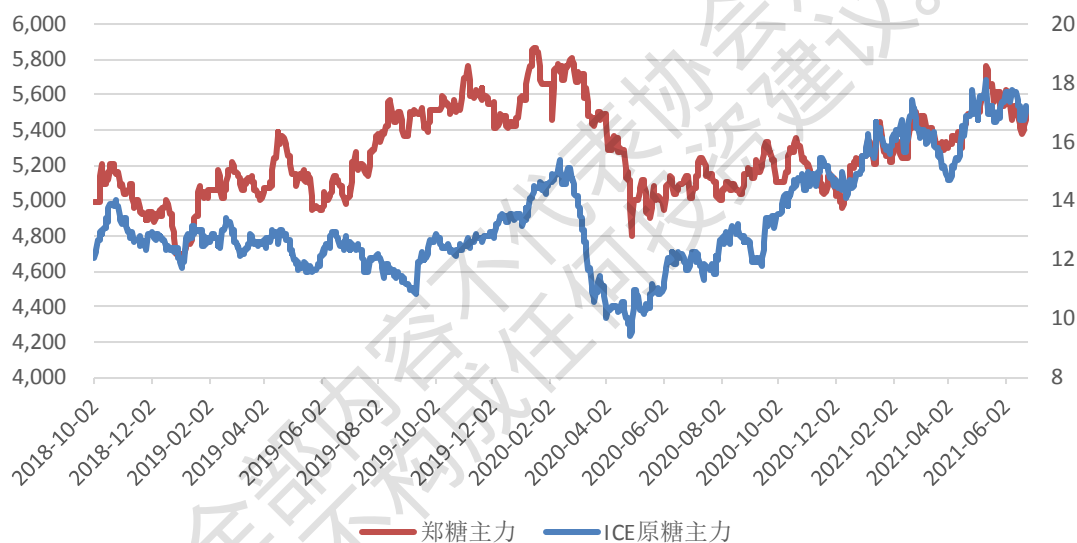
2.3.9-1 反套继续持有

我们季度报告中推荐的 9-1 反套有所斩获。主要逻辑是 9 月合约库存压力更大，而 1 月是新糖合约，国内内蒙、新疆地区减产导致压力并没有特别大，两个月时间从自-150 附近跌至-250 点的价差，获利 100 点，后续这个价差可能还会继续扩大。对于 1-5 套利，两个合约均为 21/22 年度的合约，5 月合约运行时间还比较短，目前讨论还为时尚早，我们会在下一份的季度报告中体现。

第3章 国际食糖市场分析

今年上半年，国际糖价涨后跌，波动较大。今年年初，正处于泰国的销售期，但由于泰国减产以及印度糖由于运输和集装箱短缺问题，导致全球食糖贸易出现阶段性供应短缺，糖价在 2 月出现一波上涨，但是进入 3 月后，疫情的反复和全球金融市场动荡的影响导致糖价再度回落。4 月开始，巴西进入压榨期，受旱情影响，前期的压榨进度偏慢，使得原糖出现了一波上涨行情，随后陷入高位震荡中。

图 3.1：内外糖价对照（元/吨，美分/磅）



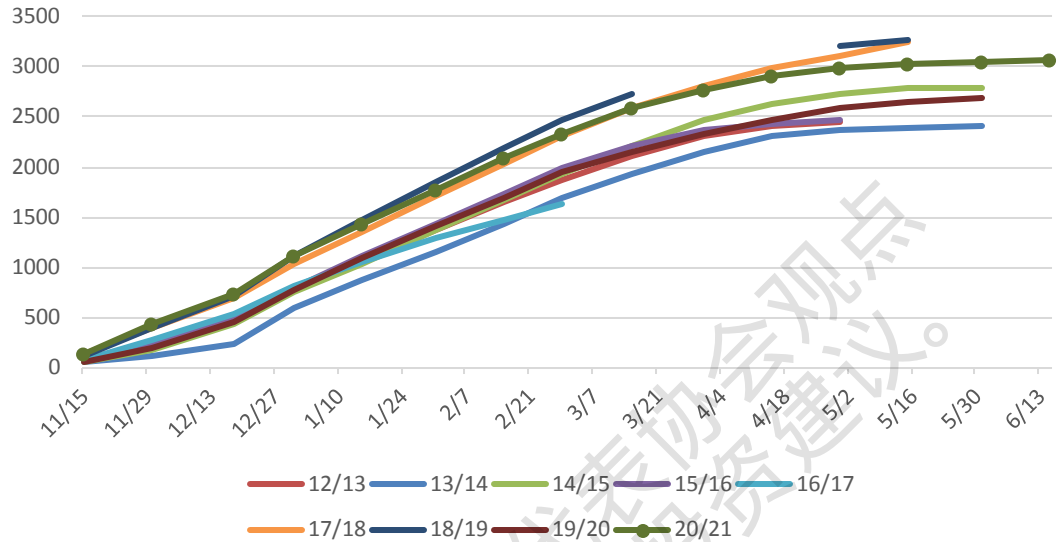
资料来源：wind 南华研究

国际糖业组织（ISO）在 6 月的预估表示，20/21 榨季全球食糖短缺 310 万吨，低于上次预估的 310 万吨。全球糖产量从原先的 1.69 亿小幅上调至 1.692 亿吨，主要因巴西中南部产量上调，但被泰国和古巴产量下降部分抵消。全球食糖消费量预估下修至 1.724 亿吨，低于此前估计的 1.738 亿，但仍比上一年度增加 1.2%。

3.1. 关注印度出口节奏

印度糖厂协会（ISMA）数据显示，20/21 榨季截至 6 月 15 日，印度全国累计产糖 3067 万吨，同比增加 355 万吨。但糖厂认为期在国内市场的销售量将增加 80 至 100 万吨，出口可达 700 万吨，同比增加 110 万吨。预计印度最终的产量可能在 3090 万吨，同比增长 12.7%。如若上述预期实现，考虑到印度的消费量在 2600 万吨，那么最终的期末库存减少 200-250 万吨至 850-900 万吨，上榨季的结转库存为 1100 万吨。目前印度还有 5 家糖厂仍在压榨，其中北方邦累计产糖 1106 万吨，同比减少 150 万吨，仅还有 1 家未收榨。马邦于 5 月 31 日全部收榨，产糖 1069.8 万吨，同比增加 450 万吨。

图 3.1.1：印度食糖生产状况（万吨）



资料来源：ISMA 南华研究

出口方面，2020 年印度总出口配额为 600 万吨，尽管没有补贴依旧在截至 5 月份已经签约 570 万吨合约。19/20 榨季的出口量为 595 万吨。印度制糖厂今年可能会再比配额多出口 50-100 万吨，目前国际市场的价格几乎和印度出厂价持平，但是糖厂也乐于出口，因为这给了他们在下一个榨季之前减少库存的机会。

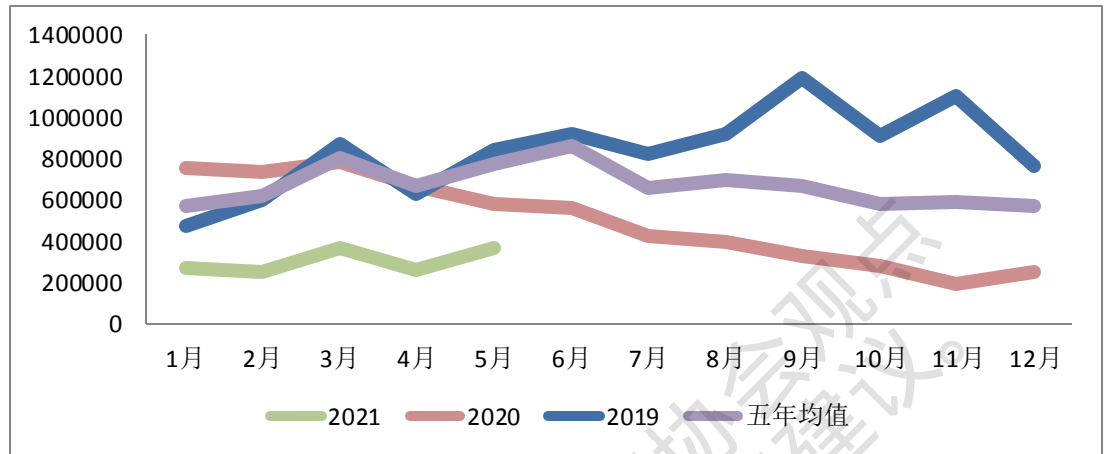
3.2. 泰国减产对市场影响减小

泰国 3 月 31 日结束甘蔗压榨，共计压榨甘蔗 6665.88 万吨，同比减少 11%，产糖 757 万吨，同比下降 8.5%，为 09/10 榨季以来最低水平，低于此前 ISO 预估的 780 万吨。

泰国糖厂公司 TSMC 将 21/22 榨季甘蔗产量预估下调至 1 亿吨以下，因糖厂在激烈的甘蔗收购竞争中提高了收购价，将从每吨 1000 泰铢提高至每吨 1300 泰铢。泰国 21/22 年度的甘蔗产量将为 8500 万吨，而糖产量将低于 700 万吨。

出口方面，泰国作为亚洲主要出口国，因糖产量进一步下滑导致出口量有明显下降。今年 3 月、4 月、5 月分别出口糖 36.3 万吨、25.69 万吨及 36.47 万吨同比减少 65.56%，泰国去年 10 月至今年 5 月累计出口糖 234.25 万吨，同比减少 62.8%。

图 3.2.1: 泰国出口情况 (吨)



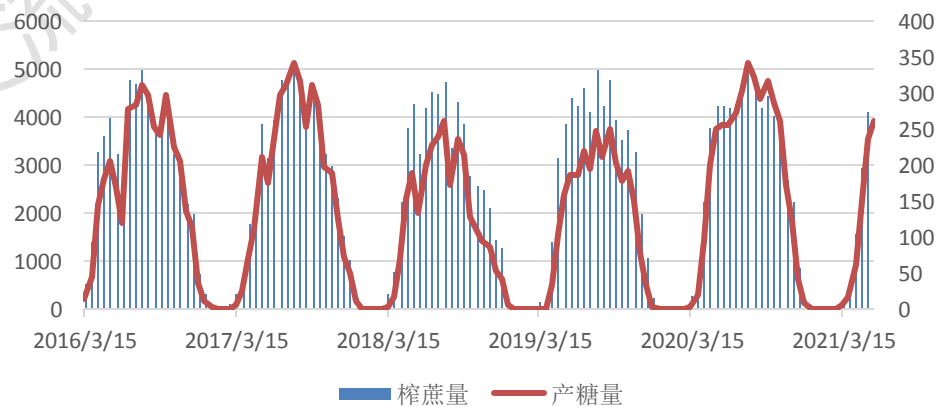
资料来源: 泰国海关 南华研究

3.3. 关注巴西干旱

巴西中南部在3月中下旬进入21/22榨季。巴西蔗产联盟UNICA数据显示,截至5月底,巴西中南部21/22榨季累计压榨甘蔗1.296亿吨,同比减少10.88%,累计产糖715.2万吨,同比减少11.12%,累计产乙醇58.24亿公升,同比减少6.66%,平均制糖比45.14%,上榨季为45.83%。平均甘蔗出糖量(ATR)为每吨128.27千克,略高于去年同期的126.69千克。

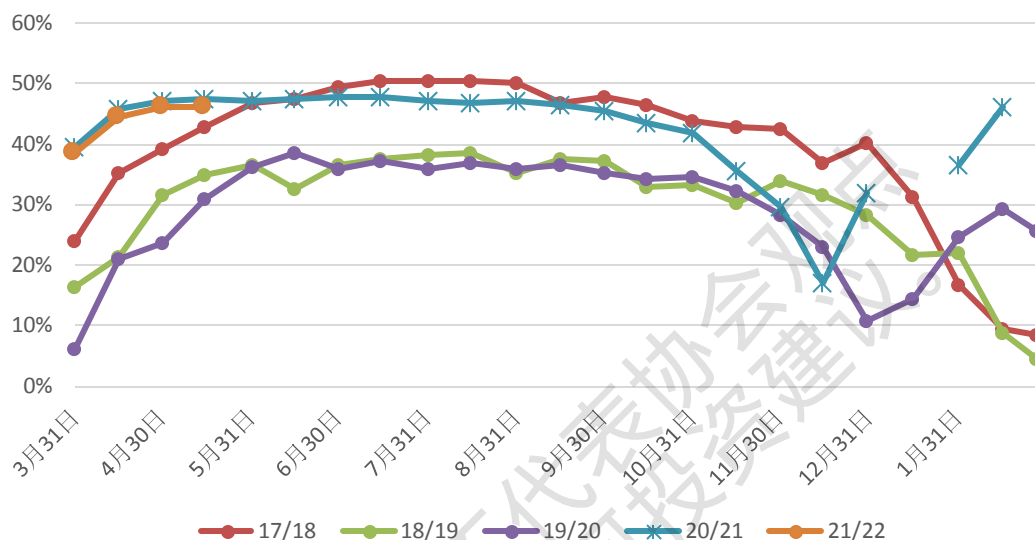
考虑到当前的气候情况,干旱将继续侵袭甘蔗,预计整个榨季巴西甘蔗平均单产为每公顷72.5吨,同比下降6.8%,巴西银行Itau BBA银行预估21/22年度中南部压榨量预估下调至5.6亿吨,同比下降7.5%,3月预估为5.85亿吨。

图 3.3.1: 巴西中南部生产进度 (万吨)



资料来源: UNICA 南华研究

图 3.3.2：巴西中南部糖醇比



资料来源：UNICA 南华研究

从 2021 年 4 月开始，巴西中南部进入 21/22 榨季，巴西产糖量低于当前年度创记录的产量，预测为 3840 万吨，因甘蔗含糖量下降。

2021 年燃油消耗可能增加，燃料乙醇消费或有增加。21/22 年度巴西乙醇需求甚至可能高于产量，为了满足这一需求增长，糖厂可能将会更大的生产乙醇，因此 21/22 年度巴西中南部的糖醇比可能会有所下降，20/21 年度糖醇比为 46%。巴西大型糖和乙醇生产商 Sao Martinho SA 预计该松散加工的甘蔗中大约 58%将用于生产乙醇，这将高于上榨季的 53%。

第4章 行情展望

展望 2021 年下半年，市场关注的重点依旧集中在巴西和印度，巴西的天气和糖醇比会对三季度的行情造成较大的干扰，而印度的疫情以及新榨季的开榨情况会对四季度造成较大影响。国内方面，我们仍然需要关注库存的变化以及进口节奏的变化。在供应压力依旧较大的情况下，我们不建议做多操作，操作上建议逢反弹做空为主。价差方面建议 9-1 反套继续持有，1-5 套利暂时不考虑操作。期权方面，不建议做买权，前期仍建议做卖出宽跨式期权，上下各 300 点。

免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货股份有限公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货股份有限公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货股份有限公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货股份有限公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货股份有限公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州西湖大道 193 号定安名都 3 层 邮编：31002

全国统一客服热线：400 8888 910

网址：www.nanhua.net

股票简称：南华期货 股票代码：603093



南华期货营业网点