

将军赶路 志存高远

14-15 榨季生产期广西白糖考察及投资策略报告

新湖期货研究所
分析师：詹啸
执业资格号：F0260347
电话：0411-84806770
E-mail：
zhanxiao@xhqh.net.cn

经过连续三个榨季增产与天量进口，国内白糖库存也积累至历史最高水平，对于一个年消费量 1500 万吨左右的国家来说，13/14 榨季结转的食糖总库存却高达 1000 万吨以上，压制国内食糖价格至成本线下运行。由于劳动力价格近年来快速上涨，且农村劳动力流失严重，过于消耗人工的甘蔗已经渐渐不再受种植者青睐。值得注意的是，本次由甘蔗改种的其他品种不再是木薯和桑树等易于重新改回甘蔗的品种，而是出现大量的桉树、橘树等较难转回甘蔗的作物品种，使得未来两三年国内甘蔗种植面积不容乐观。

本次考察分两阶段进行，首先是北线的甘蔗主产区来宾和柳州的田间地头调研，之后是郑商所组织的广西全区四大主产区糖办的座谈以及崇左南宁部分糖厂的走访调研。分别了解了农民种植意愿及下榨季的种植计划；甘蔗的翻种、改种情况；糖企的生产与处境以及广西糖业界内人士的观点等。笔者在考察结论的基础上结合 3 月 22 日召开的广西糖会观点完成本文，对后期食糖市场走势形成了初步判断，以期能为投资者带来一定帮助。

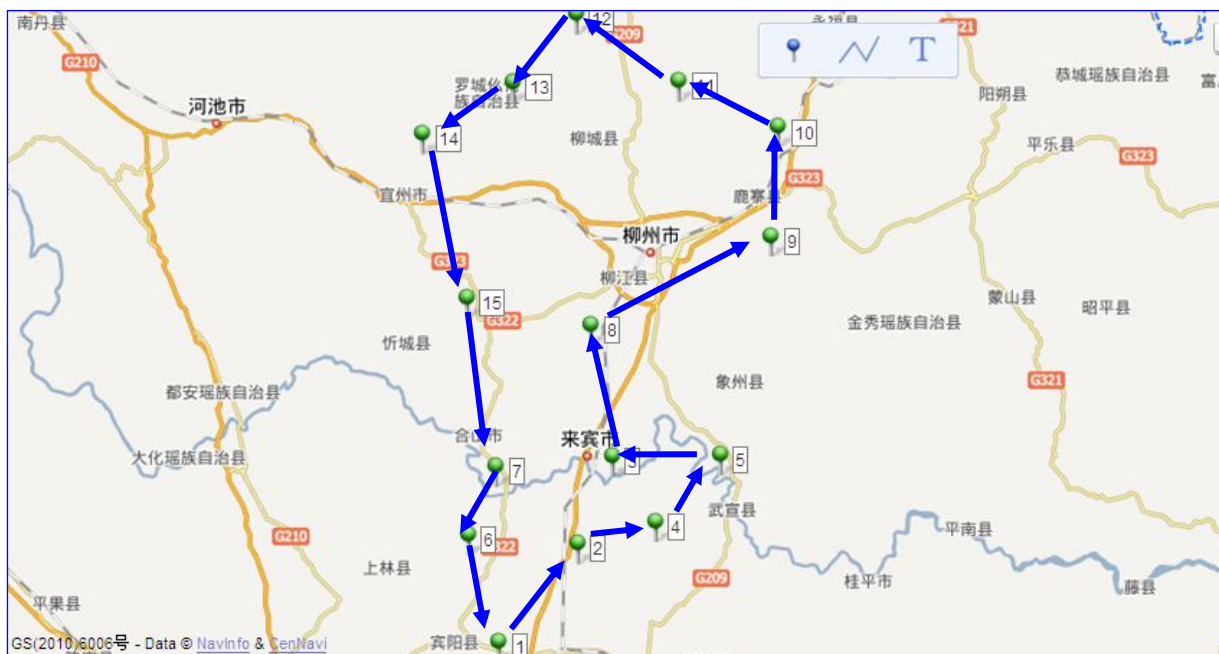
撰写日期：20150328

14-15 榨季生产期广西白糖考察报告

2014/15 榨季再度处于增产与减产周期的交替之年，国内白糖产量经历连续三个榨季增长，制糖企业亏损严重，市场流通环节库存降至极低水平，而结转国储以及工业库存甚至包括原糖库存均大幅攀升。糖协在去年 11 月的桂林糖会上预估的产量数据为 720 万吨，（对于 1200 万吨的产量预估市场普遍认为存在水分，因此不作为参考依据）已经有所超出此前市场认为的减产预期，但随着榨季生产进行，单产及出糖率水平仍在进一步下滑，市场不断修正产量预估，直至 3 月初部分业内人士甚至将广西产量预估至 600 万吨的低位水平，不过之后有所上调。本次 3 月下旬的南宁糖会上最终给出的 650 万吨的产量预期，相对较为适中，但笔者认为这一数字可能仍有进一步下调的可能。

本次考察分为两个阶段，第一阶段为桂北的来宾、柳州以及河池等地，第二阶段主要以糖厂、糖办座谈为主，田间地头走访目测为辅，贯穿整个南北线，覆盖崇左、南宁、来宾、柳州四大主产区，北线行程图如下：

图 1：北线考察路线图



一、调研情况综述

糖料的种植面积在国内来说是决定国内食糖产量的最关键因素，与巴西糖厂产能不足

而甘蔗过剩的情况相反，国内白糖产能远远超过甘蔗总量，广西全区设计日榨能力为 66.67 万吨，若以半年生产时间计算，满负荷下能入榨甘蔗 1.2 亿吨，而广西甘蔗年总产量不足 6000 万吨。全国 60% 的糖产自广西，而广西 80% 左右的糖来自南宁、崇左、来宾和柳州四大地区，因此重点考察这四大产区的种植面积或者下一榨季的种植意向对分析未来产量能起到决定作用。当然，笔者在调研的过程中也发现了一个重要的现象，即甘蔗的种植范围呈现从外围向内缩窄的趋势，而随着蔗价不断下调，最为优良的地块正逐渐改种其他作物。与此同时，今年改种的品种主要以桉树和橘树等多年生作物为主，切断了短期内改种回甘蔗的可能性。通过上述两点或可以看出，两三年内广西主产区不仅种植面积较难恢复，单产水平或许也是个问题。

1、来宾地区

来宾地处广西中部地区，14/15 榨季来宾种植甘蔗面积达 210 万亩，预计入榨原料蔗 910 万吨，是广西第二大产糖区，产量约占全区 15% 以上。本次来宾地区调研取点 40 余处，覆盖地区包含桥巩、迁江、石陵、邹圩、兴宾、蒙村、寺山、禄新等乡镇，途中主要经过永鑫、永凯、东糖、南华、凤糖等集团蔗区。

2014 年初由于糖厂多数拖欠甘蔗款，大量蔗农改种桉树等其他经济作物（在南宁周边主要以改造香蕉等果树、景观树及其他经济作物为主，进入来宾区域则出现大量改种桉树以及少量改种花生、玉米）。14/15 榨季新植蔗极少，不足全部面积的 20%，因此今年单产普遍不高（存在大量 3 年蔗而台糖品种退化严重，3 年蔗易长侧芽降低含糖率），从 13/14 榨季的 5.2 吨/亩大幅下降至 4.5 吨/亩左右。

考察过程中发现，今年甘蔗越榨越少，除之前虚报面积因素外，由于蔗价较低，原本不多的新植蔗大量用于留种（留种多选用新植蔗，质量较好），而现在种蔗用蔗种量大部分已由几年前的 0.5 吨增加至 1-1.5 吨，因此消耗了大量榨糖甘蔗。从翻种情况看，今年是多年以来翻种比例最大的一年，大量 3 年蔗甚至 2 年蔗被翻种，一方面减少了今年的榨糖蔗而用于留种，另一方面有利于增加下一年度的单产水平（一般我们以 30% 的翻种率来估算翻种情况，而今年估测这一水平增至 50%，假设每亩用种 1 吨左右，今年大约需要多消耗 220 万吨甘蔗，约 27 万吨白糖）。

主要争地作物比较效益

来宾地区增加了较多桉树面积（这一点大大超出我们于上榨季末的估算水平，目测局部多达四成以上桉树，少的地区也有一成以上），一般桉树 4-5 年砍收，平均年化利润约在 1000 元/亩左右。甘蔗若以 5 吨/亩计算利润约为 300 元/亩左右（甘蔗的种植收益计算较

为复杂，主要原因在于不同的蔗农施肥多少不一，另外承包土地与自有土地的租金也有较大区别。若以蔗农自家种植为例，平均每亩甘蔗需要投入 50 元农药与地膜、100 元机耕、2 包 160 元/包的复合肥、1 包 95 元/包的尿素以及平均 100 元/吨甘蔗的砍工，若以 5 吨/亩的单产计算，总投入为 1100 元左右，净利润约为 900 元。若承包用地租金大约为 800 元/亩，另外人工成本相对互帮互助式的农民本身种植要高出一些，砍工费大约 120 元/吨，基本上持平或略亏)。玉米以 1300 斤/亩单产计算可收入 1560 元/亩，除去 500-600 元的种植成本利润约为 1000 元/亩左右，种桑养蚕是柳州北部及西部的主要农业活动之一，去年蚕茧的售价大约为 18 元/斤，折合最终每亩收益在 3500 元左右，不过需要花费大量人工，因此蚕桑养殖不具备大规模扩大的潜力。

农民种蔗意愿低下的主要原因

综上所述结合调研感受，笔者认为从比价来看甘蔗收入相对偏低，这是甘蔗转种其他作物的主要原因，而即使在相同的比较收益情况下，由于砍蔗需要耗费大量人工，是现阶段广西蔗农种蔗意愿的另一大障碍，当然还有一点刺激改种的因素在于糖厂资金紧张无力及时兑付蔗款，这种现象在丰浩、永凯等集团的蔗区较为严重，而在财务压力较大的南华和东糖的蔗区也有一部分这方面的问题存在。

来宾已出现较多承包地块，本地人土地租金约为 50-100 元/亩不等，而外地承包商的租金则在 800 元/亩左右，或 2 吨甘蔗/亩。在广西大部分家庭缺乏劳动力，所见八成干活的为女性，男人多数外出务工，因此极大扩展了桉树面积，只需第一年种植护理，后期存续的三年不需要太多劳动力。桉树一旦种上就开始具备传染效应以及持续效应，途中所见大量 2014 年初新种植的桉树以及今年的新植桉树，这两批桉树都需要至少到 2018 年之后才能被砍收。另外，种植桉树之后的地块若要改种其他作物，需要花费更多的肥料养地，而硬结的土地也需要彻底的深耕犁田次才能重新种植，在种植桉树的同时由于其争抢水和肥料的特性，在周围四垄范围内都很难有收成，因此在周围邻居的桉树“传染”影响下，也有部分蔗农不得不放弃种植甘蔗，抛荒或跟随，而在部分水田中也出现桉树种植的情况也是我们所始料未及的（由于每年我们都会对广西地区进行调研，此种情况在 2014 年之前基本上极少出现）。有一个现象值得关注，途中遇到大量暂时堆放桉树木材的站点以及桉树苗的育苗点与售卖点，俨然形成了规模化一条龙式的种植产业链。因此，在本次调研过程中，几乎未发现去年改种的作物重新种植甘蔗的情况，而大部分蔗农均有进一步减少甘蔗种植的计划。

当然，桉树大量种植对土地有一定的危害，因此来宾政府已经下达文件禁止新增种植桉树，不过只有禁止的条文却缺乏执行措施，暂时难以彻底管控。不过桉树本身由于长期

种植也出现了一定的品种退化，所见局部桉树出现黄叶，显示出病态。这些因素或许会在后期略微抑制改种桉树的进程，但数年之内或难以有效控制。

2、柳州地区

柳州地处广西中北部，来宾北部，14/15榨季柳州地区共入榨甘蔗433万吨，较13/14榨季的716万吨减少283万吨，种植面积由152万亩下降到135万亩，约占广西全区产糖10%左右，在广西甘蔗主产区中名列第四。本次调研柳州地区采点30余处，途径柳城、柳江等县，覆盖穿山、百朋、东泉、沙埔、平山、太平、洛崖、六塘、洛东、洛西等多个乡镇，主要覆盖凤糖和三博蔗区。柳州地区是传统的甘蔗种植大区，同时也是广西经济仅次于南宁的重镇，地理位置上更靠北，气温相对更低，甘蔗单产不及来宾且蔗农更易改种其他效益更好的经济作物。

调研了解，凤糖和英糖集团均属于财务状况相对较好的集团，凤糖有光明集团的国企背景，资金充裕，而英糖的外资背景以及各糖厂之间的互助资金池使得其在现金流上也能够得到保证。此外，在柳州以及河池的宜州地区，我们都有观察到糖厂贴出的甘蔗补贴及扶持政策，除了收购价仍处于相对偏低水平外，诸如改种或翻种甘蔗给现金补贴、改种高糖蔗补贴蔗种、早期田间管理还给补贴等扶持政策，但即使如此，农民种蔗意愿依然不强，从河池宜州地区某糖厂了解到，该厂领导全力主抓种植面积，任务分派旬度考核，但仍表示达到去年同期水平都存在难度。而宜州地区的主要改种作物主要为桑树等，相较而言均不具备特别的比价优势，在这种情况下蔗农的种蔗意愿依然低下。对于经济更为发达的柳州来说，由于可改种的作物种类更多，农民表示在500元/吨以下的甘蔗价水平，均无法提起种植兴趣。

柳州地区争地作物以橘树和桑树为主

我们从柳州南部入境、经过柳州东部、东北部最后绕北部南下柳州西部，一路上最大的感受在于东部地区以改种桉树和橘树为主，偏南部地区以桉树居多，而东部及东北部开始见到连片橘树。据了解，从2014年初开始，柳州地区大量种植橘树，而我们所经途中，也出现大量种植了一年左右甚至新种植的橘树，种植橘树的效益目前较好。以砂糖橘为例，每斤收购价大约在5-5.5元，而一般橘树3-4年开始挂果，每亩地一年能够挂果6000-8000斤，以7000斤计算，每亩地年收益在3.5-4万元，而年投入化肥及其他成本约1.5万元，净利润2.5-3万元。还有其他两种橘树，香甜橘和普通橘，收购价分别为3元/斤和1-1.5元/斤，挂果量与种植技术难易程度方面有所不同，香甜橘每亩利润约2万元左右，而普通橘每亩利润仅有万元左右。由于橘树3-4年开始挂果，挂果后能够连续产果十余年，因此

若无其他病虫害等因素影响，改种橘树之后重新种甘蔗的概率大幅下降。一旦形成区域规模，采购树苗、种植技术推广、销售等方面的配套均会跟上，农民或许会更加倾向于种植橘树为主的果树。另据了解，种植橘树需要喷洒农药，而此种农药对于甘蔗来说有一定的危害，因此在临近橘树种植的地块也会对甘蔗种植产生一定影响。

柳州种植面积或仍可能大幅下降

凤糖生化是柳州主要的产糖集团，入榨甘蔗占柳州地区甘蔗总量的80%以上。从凤糖的产量情况可以明显探知今年柳州地区的产量降幅，13/14榨季凤糖集团甘蔗入榨总量达到583万吨，而14/15榨季预计入榨总量仅为371万吨，降幅为34.4%。而通过对凤糖的调研以及沿途目测和访问农户，笔者认为，柳州地区种植面积在15/16榨季或再降10-15%的水平，取中间值13%。尽管凤糖和英糖的糖厂都推出了不少的甘蔗种植鼓励措施，但依然难以唤起农民种植的积极性，大部分种植户依然以最终到手的收益为主要决策依据，13/14榨季时广西甘蔗统一收购价为440元/吨，造成了面积如此大幅的减少，而14/15榨季收购价进一步降为400元/吨，即使多家制糖集团承诺明年甘蔗保底价在430-450元/吨甚至更高，但依然是相对较低的价格水平。

3、整体情况（结合郑商所考察的崇左、南宁内容）

南宁：在郑州商品交易所的带领下走访了南宁糖业集团的明阳糖厂，据了解其于3月18日基本收榨，今年入榨甘蔗量136.8万吨，相比13/14榨季的194.8万吨水平减少近30%。此外由于天气原因今年出糖率较去年下降0.8个百分点，预计本榨季产糖16万吨，产量大幅下降10万吨。甘蔗量减少原因主要有三点，首先是近两年甘蔗价不断降低，农户种甘蔗收益较差，种植积极性不强，其次是天气原因，2014年4月之前比较干旱，影响甘蔗的出苗和生长，而4月起雨水过多又阻碍了种植，最后，两次强台风天气造成一定程度的倒伏，使得甘蔗减量并损失了一定的糖分。南糖的明阳糖厂蔗区在南宁具有一定的代表性，由此可以看出，南宁地区的甘蔗面积降幅整体较大，而南部地区受台风等天气影响确实相对北部严重，对14/15榨季的产量确实造成了较为严重的影响，不过单产和出糖情况可能会在下一个榨季得到一定的改观。

从种植面积来看，14/15榨季南宁地区糖厂的种植面积平均下降29%左右，预计下榨季的面积将会继续减少接近20%，我们在这里给出18%的降幅预估。不过对于单产来说可能会有一定的提高。南糖集团预计可能会采取承诺下榨季430元/吨的保底甘蔗价策略，鼓励农户种植甘蔗，在未来可能取得一定的成效。

崇左：14/15榨季崇左种植面积430万亩，较13/14榨季减少8万亩，13/14榨季甘

蔗产量 2028 万吨，产糖 249.7 万吨，预计本榨季甘蔗产量 1790 万吨，较上榨季减少 12% 左右。在与崇左糖办的座谈中了解到其预期 15/16 榨季种植面积继续减少约 30 万亩左右，减少幅度约为 7%，相比广西其他地区，甘蔗面积的减幅相对较少，原因在于当地缺少可大面积改种的经济作物，另外作为中国糖都，崇左政府一直在采取措施稳定甘蔗面积，对于新种甘蔗地，政府和糖厂都会给一定补贴。基于各项扶持政策的大力实施，笔者认为最终崇左的种植面积可能略好于预期，减幅大约在 5% 左右。途中所观察到的情况也显示出崇左地区改种其他品种的蔗地较少，主要以香蕉等果树为主。

14/15 榨季崇左地区甘蔗单产平均减少 0.3 吨/亩左右，由于位置较南宁更为靠南，主要影响仍是 2014 年两次强台风。本榨季崇左双高基地面积 38 万亩，广西全区 80 万亩，均高于上榨季的 20 万亩和广西全区的 50 万亩。

来宾：由于来宾和崇左市两大最重要的甘蔗产区，基于甘蔗面积减少由边缘向中心逐步缩减的情况，结合笔者调研途中观测以及沿途大量访问农户，预计 15/16 榨季种植面积继续减少 8% 左右，单产水平有望略微提高。

柳州：柳州地区与南宁类似，蔗区靠近经济发达地区，在甘蔗效益下降时容易找到替代种植的作物，在南宁表现为景观树、果树等，而近两年在柳州则表现为橘树。预计柳州 15/16 榨季面积继续减少 13%，仅次于南宁的降幅，单产水平预计也有提高。

综合情况：

13/14 榨季广西全区共入榨甘蔗 7050 万吨，种植面积 1560 万亩，平均亩产 4.52 吨。预计 14/15 榨季全区入榨 5400 万吨甘蔗，平均出糖率 12% 左右，产糖量 648 万吨，种植面积 1400 万亩，同比减少 160 万亩，平均亩产 3.91 吨。由于 2014 年春降雨较多，新植蔗比例偏少，宿根发芽不好，而夏季台风灾害影响，导致 14/15 榨季甘蔗普遍单产偏低。预计 15/16 榨季单产水平有所恢复，同时糖厂效益转好，大力补贴农民并督促田间管理，而从考察的途中不断发现今年宿根甚至新植蔗的出苗情况均较好，我们给出 5% 左右的单产增幅预估。而从出糖率的情况来看，14/15 榨季最终出糖率约在 12% 左右，最近 6 年的历史均值约为 12.06%，由于北部地区大量翻种，且部分糖厂要求蔗农改种高糖品种，因此我们预计出糖率会高于正常平均水平 0.1 个百分点以上，以此计算预计 15/16 榨季出糖率在 12.16% 以上。

预计 15/16 榨季广西整体种植面积减少 11.9%，降至 1240 万亩，单产水平提高 5% 至 4.1 吨，出糖率提高至 12.16%，预期产糖总量下降接近 5%。若 14/15 榨季产糖 650 万吨，则 15/16 榨季预期产糖 620 万吨。（本文采取较保守计算，除种植面积实际考察确认减少以外，单产水平及出糖率水平均认为会在一定程度上增加）。若 14/15 榨季最终产量仅为 630

万吨，则 15/16 榨季预计产量可能降至 600 万吨一线。

表 1：广西糖业发展局给出的本榨季减产幅度以及下榨季面积下降预估

地区	14/15 榨季减产幅度	14/15 榨季出糖率变化	15/16 榨季面积降幅预估
南宁	-29%	-0.8%	-20%
崇左	-14%		-7%
来宾	-25.2%	+0.1%	-10%
柳州	-36.42	-0.2%	-12.6%

资料来源：广西糖业发展局（调研了解）

表 2：对 15/16 榨季面积降幅与产量预估

地区	15/16 榨季面积下降幅度	单产变化	出糖率变化	15/16 榨季减产预估
南宁	-18%			
崇左	-5%			
来宾	-8%			
柳州	-13%			
综合	-11.9%	+5%	+1.33%	-4.77%

资料来源：新潮期货研究所（调研了解）

表 3：对于广西地区甘蔗面积的预估 单位：万亩

地区	10/11	11/12	12/13	13/14	14/15	15/16*
广西种植面积	1520	1560	1620	1560	1400	1240

资料来源：新潮期货研究所（调研结合糖协数据）

4、糖厂成本说明

13/14 榨季，我们对于糖厂的成本评估大约放在 4900 元/吨一线，其中工厂成本大约在 4200 元/吨左右，而另外需承担 700 元左右的财务费用及税费等，14/15 榨季，广西地区甘蔗收购成本下降 40 元至 400 元/吨，糖厂的原料成本也随之下降近 400 元/吨。普通甘蔗约 400 元/吨，良种甘蔗约 420 元/吨，由于出现糖厂抢蔗现象，部分糖厂抬高收购价，局部出现 480 元/吨的糖厂收购价。不过我们主要以平均水平计算，假设一般收购成本在 410 元/吨，入厂运杂费等 30 元/吨，合计 440 元/吨。以今年 12% 的出糖率计算，吨糖的入厂原料成本大约为 3666 元。加上吨糖约 200 元的直接人工、100 元的辅料以及 100 元的水费，出厂成本大约在 4066 元/吨，燃料动力基本上由糖厂燃烧蔗渣获得，我们了解到的几家糖厂平均消耗 14% 的蔗渣，另留 8% 的蔗渣打包出售，而目前蔗渣售价大约在 380 元/吨。由于废蜜和蔗渣的销售可以抵消部分糖厂出厂成本，因此最终的边际成本大约仅为 3800 元/吨左右。

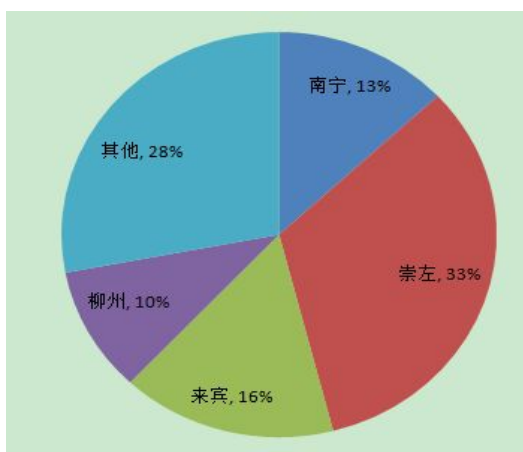
财务成本和其他诸如管理费用、销售费用、税费等成本各集团差距较大，规模效应好、管理方面领先的糖企最终税费可以低至 300-400 元/吨，而财务费用和其他费用均较高的糖企这部分费用或许高达 1000 元以上。由此造成了最低成本仅 4200 元/吨左右而最高成本可能超过 4800 元/吨的巨大差距。当然，规模较大的糖企由于鼓励蔗农的补贴以及大规模技术改造投入等费用，在出糖率降低、入榨量减少的情况下，所承担的吨糖成本进一步增加。从南糖明阳糖厂获得的数据显示，本榨季由于出糖率大幅下滑，其食糖销售成本高达 4900 元/吨，而去年甘蔗价更高的情况下其成本却仅为 4780 元/吨。

表 4：截止 2 月末广西出糖率水平 单位：%

榨季	09/10	10/11	11/12	12/13	13/14	14/15	15/16*
广西出糖率	12.5	12	11.89	11.62	12.05	11.95	12.16

资料来源：新潮期货研究所 *为预估数据 在历史 12.06%的平均值基础上加上 0.1 个百分点提高

图 2：广西各地区产糖量占比



资料来源：新潮期货研究所

二、糖会解读及新榨季供需情况概述

1、糖会上给出的产量预估数据及政府的态度

本次调研结束适逢广西糖会，今年由于推迟开榨广西糖会也较往年同期晚了一个月左右的时间，不过恰好赶在广西即将收榨的时间节点，对本榨季产量基本上能够给出一个比较准确的预估。对于 14/15 榨季产量以及 15/16 榨季的预估，糖协给出的数据如下：

表 5：糖协对于 14/15 榨季产量的预估及 15/16 榨季情况预期

地区	14 年 11 月全国糖会估产	本次估产	估产调整量	15/16 榨季预期
广西	720	650	-70	计划面积 1300 万亩，同比减 50 万亩。（低于我们的基础值和预估值）

云南	230	230	0	种植面积可能减少
广东	95	73	-22	产量预期在 70-80 万吨
海南	25	30	+5	预期面积由 77 万亩降至 60 万亩以下

资料来源：各省糖业协会

其实在本次调研之前，我们一直对于广西的产量维持 680 万吨的预期水平，而经过广西产区的走访了解，650 万吨估产应该是一个较为中肯的数字，最终数值甚至可能低于 650 万吨。而云南方面据我们了解到的信息来看，最终产量也可能低于 230 万吨，换言之，根据上述四大产区得出的结论，14/15 榨季全国食糖产量或许仅为 1050 万吨甚至更低，尽管最终糖协给出的统一数字是 1100 万吨。对于 15/16 榨季而言，初步将产量数字放在 1000 万吨左右，较本榨季略降 50 万吨。

对于进口管制的态度：限制进口方面最重要的信息需要商务部和发改委的表态，而发改委经贸司赵丽华的发言在本次糖会上应该说是表明了政府的态度，提出 20 字方针：认清形势、创新思路、规范经营、严格自律、稳定发展。其认为国内产量满足不了需求，因此未来大量进口将是常态，但同时表示了对近几个月来进口减少的支持与赞许，另外表达了有序进口管理的方向，支持配额外进口糖的自动许可证制度以及加工糖厂的自律行为。

此前我们也走访了加工糖企，从去年末开始，加工糖厂进口方面均开始谨慎并低调，尽管庞大的进口利润吸引，但普遍感觉加工糖厂存在顾忌，并未放开量进口。全国最大的加工糖厂日照凌云海明显放慢了其进口步伐，并且曾大量在盘面买入仓单。而其他不同规模的加工厂无论获得配额外额度多少，均盯紧凌云海并同时控制进口节奏，并未超越各自的规定限额。最终糖协领导也表示，近期出现的白糖进口有可能损害行业利益，因此也会积极向上级部分反映，并采取相应的管理措施，进一步控制好进口节奏。从以上几点来看，国内进口糖确实存在较大的阻碍，笔者认为，即使达不到完全限制在 300 万吨范围之内，也不会超过 13/14 榨季所进口的 402 万吨水平。

2、14/15 榨季供需平衡表

通过对产量的调研以及未来种植面积的预期，我们对 14/15 榨季的平衡表进行了一定的调整，并且对 15/16 榨季的供需有了初步的预估。从标红的库存数字可以看出，工业库存在本榨季末将有可能降至历史极低水平，这是将平衡商业库存保持在于上榨季末相同的情况下得出的结论。本榨季产量预计 1050 万吨，消费预计 1530 万吨，中间存在 480 万吨的产需缺口，而进口若以 320 万吨可流通量计算，最终需要消耗 160 万吨的原有结转库存，因此最终本榨季末有可能出现现货紧张的局面。

表 6：国内历年食糖供需平衡表

我国近年来食糖供需平衡表2015年3月末估算								
单位(万吨)	08-09	09-10	10-11	11-12	12-13	13-14	14-15*	15-16*
期初总库存	536	485	319	284	515	793	1031	906
其中：国储	180	260	150	42	332	582	638	678
其中：工业	154	37	31	114	84	54	191	26
其中：地储					50	50	50	50
其中：平衡商业	202	188	138	128	49	107	152	152
产量	1243	1074	1045	1151	1307	1330	1050	1000
进口量	103	148	208	426	366	402	360	400
消费量	1390	1379	1280	1340	1390	1490	1530	1550
出口量	7	9	8	6	5	4	5	5
期末总库存	485	319	284	515	793	1031	906	751
库存消费比	34.89%	23.13%	22.19%	38.43%	57.05%	69.19%	59.22%	48.45%

资料来源：新潮期货研究所 14/15 及 15-16 榨季数据为预估

三、后市展望与策略建议

进口管制之后，国内糖市走向与外盘出现了一定的脱节，国内行情也顺着进口被控制住的这条轨道越走越远，但过大的内外价差使得多空争论一直未停下，也许往往争议中单边行情才顺利延续。自 1 月合约多头盘面接下 30 余万吨仓单之后，接盘主力的思路其实很清晰地展现在投资者眼前，作为大型加工企业在进口被限制之后，无疑向国内买货成为最好的选择，而 1 月份的仓单则是国内品质最好的现货或至少是中上等的现货。

其实，除了上述加工商在国内接盘仓单以外，还有其他一些迹象也暗示着进口配额外原糖或白糖方面确实存在一定的阻碍。其中最大的疑问在于报关数据，2014 年 4 季度市场传出国家要求限制 2014 年进口量至 350 万吨的消息，而后连续两个月报关数据低于预期，最终 2014 年进口到港总量恰好略低于 350 万吨水平线。进入 1 月，投资者普遍预期此前未报关的到港糖船可能在 1 月之后陆续报关，随即对 1 月到港预估放在 50 万吨以上，然而市场再次失望而归，最终到港量仅为 39 万吨，绝对水平上不低，但却没能给投资者进口无法限制的预期，控制进口的预期始终无法证伪。而随着 2 月份海关到港数据 12 万吨的最终确认，再度大幅低于预期的 25 万吨水平，足以令市场相信政府的控制进口节奏的力度是空前的。接下来我们需要计算一下严格控制下最终 14/15 榨季进口量能够达到的水平，若以 350 万吨到港量计算，则从平衡表看，国内产需之间存在近 500 万吨的缺口，国内产量与进口加上本榨季初所剩余的 190 万吨工业期末库存，14/15 榨季可供应量约为 1600 万吨。而消费量预计较 13/14 榨季增加 40 万吨至 1530 万吨，其中考虑了消费低迷的因素、中间商囤货的因素以及走私糖增加抢夺市场份额的因素。最终结转工业库存量或较 13/14 榨季大幅下降 120 余万吨，换言之，进口被视作 350 乃至 400 万吨的常量之后，国内糖价的主导权

重新回到国内主产区的工业库存上。

主产区中仍以广西影响力最大，截止3月10日，广西已经销售陈糖100万吨、新糖250万吨，而总产量仅为650万吨甚至更低，那么本榨季还剩下7个月左右的销售期，而只有400万吨用以销售，平均每个月广西仅需销售不足60万吨糖。若以前五个月的销售来看，不考虑夏季消费高峰的情况，平均月销售量在70万吨左右，因此最终榨季末将会出现缺糖的现象。而预计到这一点，多数制糖企业在销售过半或者过2/3之后，便将开始集体惜售，从而大幅拉高国内糖价。一旦广西缺糖并开始惜售，北方加工糖产区也不会蓄意砸盘，由于加工厂日加工产能有限，四大主要加工厂每天可供应市场的量不足一万吨，因此面对10-11月的空档期，糖价拉升是大概率事件。而下一榨季国内面临进一步减产，新糖上市即使不再推迟开榨，大幅提价也是大概率事件，因此回到标题所标注的主题——将军赶路，志存高远。当然，若从现货的角度来看，当下并未到糖价发力上涨之时，价格超过5000元/吨中下游采购明显乏力，消费差已经是近一年多来中国几乎所有大宗农产品的通病，广西毕竟还有300余万吨库存等待消化，尤其是还有部分大集团资金状况依然堪忧，同时某加工企业手中握有大量仓单也需要找到高位回笼资金释放压力。现货上涨的最佳时机在夏季之后现货库存接近消化尾声之时。

策略建议

不过国内的食糖市场早已成为投资者关注的焦点，市场各种预期会大幅地超前反映在盘面上，与小品种或人气较弱的品种不同，郑糖市场甚至白糖现货往往在去库存最开始的时候开始上涨，而我们通过棉花的情况则可以看到，2010年的大牛市是从库存消费比最终降至10%以内之后才开始启动。因此，在糖市里的上涨周期中，我们能做的最好策略只能是遇到大幅回调时候买入，并在建立底仓之后逢高减持，逢低买回，这里的高低则需要视市场情绪而定，当然，若短线操作不佳的投资者，还是选择买入长期持有并选择远月低升水时换月更为理想。

对于套利而言，笔者认为当前并不是现货大涨的时间点，但期货可能率先上扬，而目前来看601合约作为下一榨季合约，继续减产的基本面支撑其更具有成长性，而较9月升水仅100点左右，还不能覆盖持仓成本，对于多头来说，在远月低升水的情况下换月也有一定吸引力。9月合约则面临着现货暂时难以启动的压力以及近60万吨仓单压力，可能在现货领涨之前会相对偏弱，尽管我们计算的结果显示9月附近现货供应紧张，但至少在5月之前较难出现大幅上扬行情。如果原糖上涨配合，601合约更加具备买入潜力。

买入策略	套利策略
------	------

1509 处于 5000-5100 区间买入持有	509 与 601 合约价差 100 点附近买 1 卖 9 反套
1601 处于 5100-5200 区间买入持有	
底仓长期持有并伺机换月，逢回调加仓部分逢高减持	
2015 年中短期目标：5500 点附近 2016 年长期目标：6000 点上方	价差目标：509-601=-180 在现货上涨乏力而期货率先领涨时可介入，待现货带动期货上涨且基差走强时不再合适反套
止损设置：建仓后向下 120 点为止损线	

- 风险点：**
- 1、政策层面突然放开进口管制
 - 2、消费需求大幅低于预期
 - 3、国储在 5500 元/吨上方拍卖

报告日期：2015年3月28日

分析师：詹啸，新湖期货白糖分析师。

执业资格号：F0260347

联系电话：0411-84806770

E-mail: zhanxiao@xhqh.net.cn

地址：大连市沙河口区会展路129号期货大厦2702

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。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的操作依据，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。