

国内市场驱动转弱，巴西榨前关注天气

——2月白糖报告

观点概述

基本面方面：

国际市场总体供需情况边际转向宽松的预期保持不变，但是运行节奏上仍然会受到短期驱动造成的波动影响。国际市场当前运行到印度和泰国榨季正在进行，市场对于两国的减产预期基本兑现，但是总体产量的减少情况可能相对预期有所好转，国际市场对于糖价的估值预期有所下调。巴西榨季基本结束，最终产量和预期不会有太大变化，不过巴西新的榨季即将开始，开榨前的天气变化可能会成为预期端市场新的交易驱动。

国内市场从总体视角看，增产的预期正在现货市场兑现，而进口总量也预期同比增加，国内市场供需边际转变为宽松的趋势仍然保持。阶段来看，南方市场开始进入收榨阶段，预期总体节奏慢于上产季，供给阶段性压力在3月仍然保持。市场进入春节后的市场淡季，需求端利多驱动减弱，国内糖价下方支撑减弱。在国内基本面和国际糖价走势共同影响下，预计郑糖继续偏弱运行。

基差方面：

当前白糖期限结构仍然保持 Back 结构，基差随着合约月份的增加而呈现递增，主力合约当前已经运行到历史的偏中性区间，但是远月合约基差仍然有走弱回归空间。

月间方面：

二月 5-9 价差和 9-1 价差估值已经从高估值位置有所回落，考虑到本产季整体供给相交上产季边际转向宽松，预计以上两个价差的支撑位置可能会继续回调，但是谨慎预期端利空，例如外盘下跌等因素，对价差产生的阶段性反弹效应。

风险提示

国产糖产地天气变化，巴西产地天气变化，全球宏观环境变化。

研究员：胡林轩

邮箱：hulx@ghlsqh.com.cn

TEL：0571-85135825

从业资格号：F3076492

投资咨询资格号：Z0018242

2024年03月01日

目录

观点概述	1
风险提示	1
一、行情回顾	3
二、估值分析：国产糖估值偏中性，加工糖仍然亏损	3
三、基本面分析：2月国内基本面先强后弱，国际市场受到巴西天气扰动	4
（一）国际市场：供给端等待巴西开榨，需求端变化不大	4
1.供给：北半球减产基本兑现，巴西开榨前持续关注天气情况	4
2.需求：原白价差高位震荡	8
（二）国内市场：供给总体节奏正常，需求端同比好转	8
1.供给：预计2月产量同比增多，且环比减少不大	8
2.需求：国产糖销售情况良好	9
3.库存：压力暂时不大	9
4.进口：预计一季度进口同比增加明显	10
四、期限结构分析	10
（一）基差：远月基差仍有回归空间	10
（二）月间价差：支撑位置预计继续下调	10
五、后市观点：关注巴西天气变化，郑糖预计偏弱运行	11
【免责声明】	11

一、行情回顾

2月郑糖共计15个交易日,总体呈现出春节前走强而春节后回调的状态,月内总体下跌172元/吨,跌幅2.66%,月内主力合约最高触及6596元/吨高点,为春节前偏强的表现,春节后则连续下跌,最低触及6227元/吨,月底出现阶段性企稳迹象。

ICE原糖期货则月度表现先强后弱,春节前外盘持续交易巴西降雨偏少的话题,国际糖价整体走强,5月合约最高触及23.66美分/磅,随后在60天线附近遭遇持续压力,在国内春节假期期间向下回调,呈现出半月偏弱的态势。月底盘面有继续交易巴西天气状态的迹象,出现一定程度的反弹。

总体来看,春节后郑糖失去了国内市场需求端的驱动和外盘的带动效应从而表现较弱,而ICE原糖仍然具有巴西天气这个交易话题,让其具备一定的反弹驱动。

图1: ICE原糖主力月度走势



来源: ICE、国海良时研究

图2: 郑糖主力月度走势

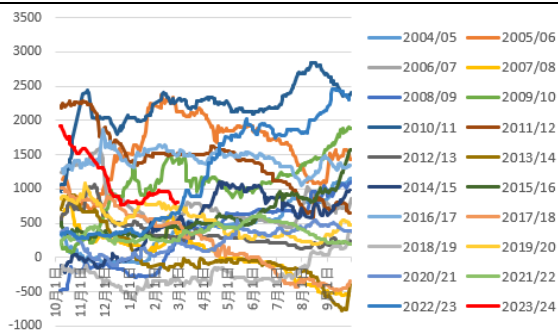


来源: 郑商所、国海良时研究

二、估值分析: 国产糖估值偏中性, 加工糖仍然亏损

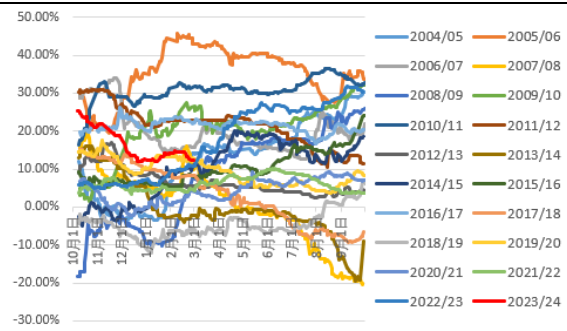
从利润的角度看,国产糖本产季的利润水平暂时处于历史偏中性的位置,因此国产糖的估值在当前的糖价下其实趋于合理。

图3: 国产糖压榨利润估计



来源: 国海良时研究

图4: 国产糖压榨利润率估计

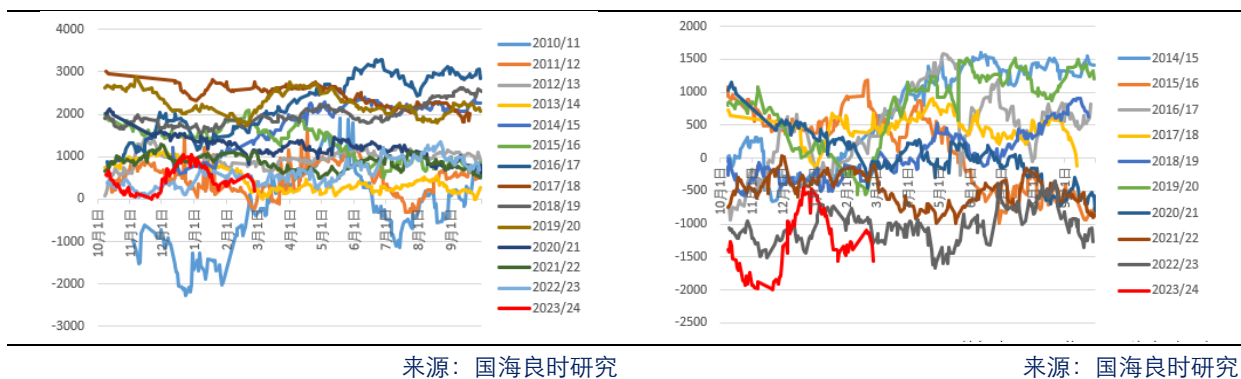


来源: 国海良时研究

从进口加工糖的角度看,配额内关税水平的进口糖加工成本仍然偏高,导致配额内进口糖利润水平虽然不至于亏损,但仍然处于历史区间十分偏低的位置。而配额外进口糖继续处于亏损区间,也从侧面印证了近期配额外到港预报的持续零值。

图5: 配额内进口糖利润估计

图6: 配额外进口糖利润估计



三、基本面分析：2月国内基本面先强后弱，国际市场受到巴西天气扰动

（一）国际市场：供给端等待巴西开榨，需求端变化不大

1.供给：北半球减产基本兑现，巴西开榨前持续关注天气情况

巴西：天气偏干让新产季产量有减少预期

巴西的 2023/24 产季基本落下帷幕，截至 2 月上半月，巴西中南部地区累计入榨量为 64659.6 万吨，较去年同期的 54321.2 万吨增加了 10338.4 万吨，同比增幅达 19.03%；由于糖价相对乙醇价格的绝对优势，累计制糖比为 49.04%，较去年同期的 45.95%增加了 3.09%，继续保持历史高水平；累计产糖量为 4215.8 万吨，较去年同期的 3356.7 万吨增加了 859.1 万吨，同比增幅达 25.59%，大幅度增产在 11 月收窄高峰已经基本见到端倪。

图 7.巴西中南部双周压榨量

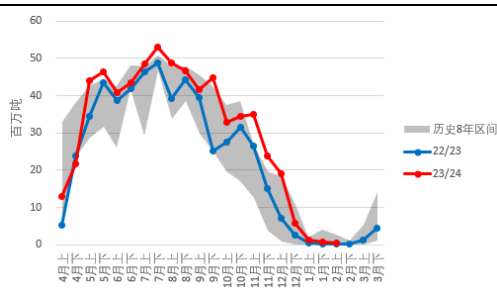


图 8.巴西中南部双周压榨量累计

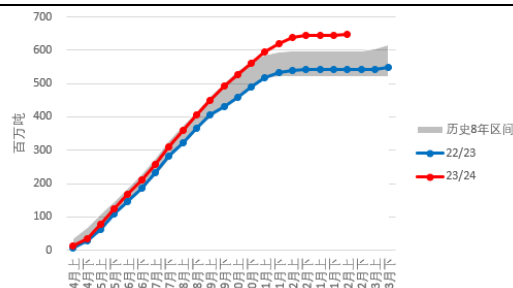


图 9.巴西中南部双周产量

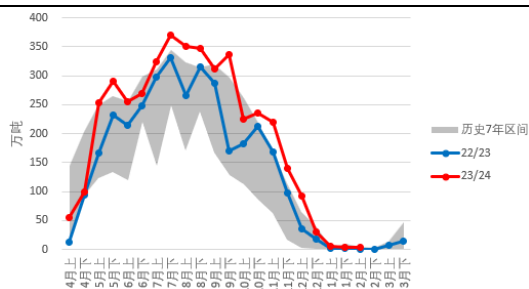
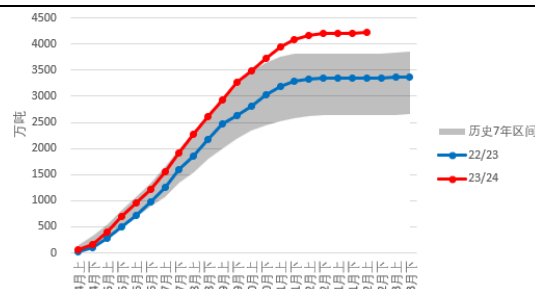


图 10.巴西中南部双周产量累计

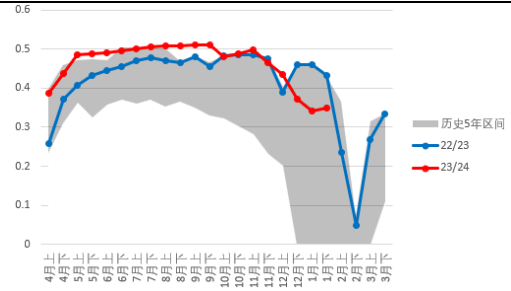
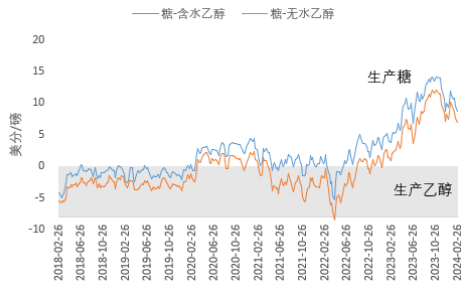


来源：UNICA、国海良时研究

来源：UNICA、国海良时研究

图 11.巴西糖醇比价情况

图 12.巴西中南部制糖比

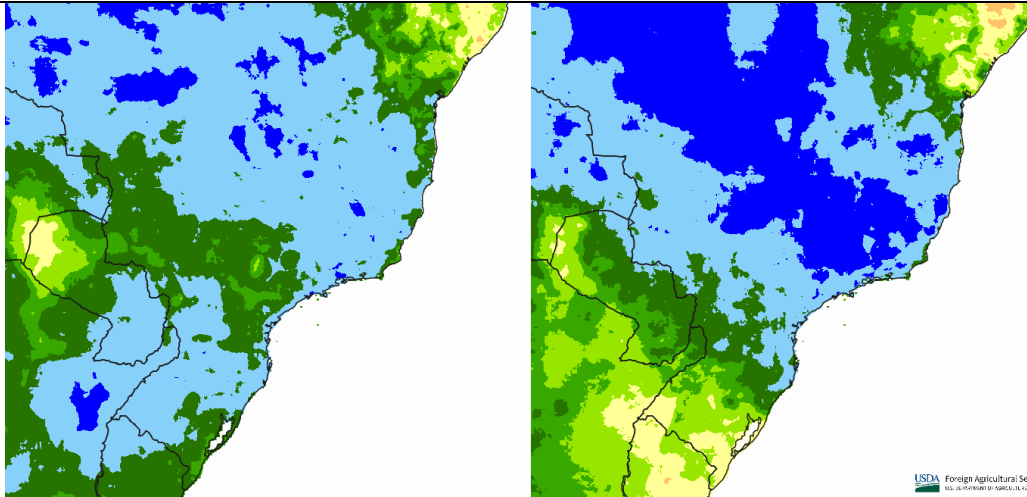


来源：CEPEA、UNICA、国海良时研究

来源：UNICA、国海良时研究

ICE 原糖在 1 月和 2 月有交易巴西产地降雨偏少的话题，同时市场也调低了对于巴西 2024/25 产季产量的预期：Sucden 于 2 月 26 日发布报告称，受巴西 2023 年 12 月至 2024 年 2 月的降雨量较平均水平偏低约 30%的影响，预计 2024/25 榨季巴西中南部食糖产量为 4080 万吨，同比减少 180 万吨；Tereos 表示巴西受降雨不足影响，预计 2024/25 榨季巴西中南部甘蔗总产量将低于 6 亿吨，同比减少 10%。从 USDA 实际降雨记录来看，巴西在 12 月-1 月的累计降雨的确发生了同比减少的情况，但总体并未到干旱天气的程度，如果巴西产地在开榨前降雨能够有所弥补，预计减产的程度不会太多。因此，巴西开榨前的天气情况是国际市场近期糖价走势的关键关注点。

图 13: 巴西 12 月至 1 月累计降雨 (左 2024, 右 2023)



来源：USDA、国海良时研究

图 14: 巴西平衡表

榨季	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24(1月)	2023/24(2月)
期初库存	629.4	614.2	632.2	491.8	493.5	392.9	305.3	130.6	130.6
产量	3873.4	3860.8	2905.3	2960.6	4150.3	3504.9	3708.8	4550	4550
进口量	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0	0
出口量	2828.6	2782.8	1985.7	1893.9	3240.9	2642.5	2933.5	3400	3400
消费量	1060.0	1060.0	1060.0	1065.0	1010.0	950.0	950.0	955	955
期末库存	614.2	632.2	491.8	493.5	392.9	305.3	130.6	325.6	325.6
库存消费比	57.94%	59.64%	46.40%	46.34%	38.90%	32.14%	13.75%	34.10%	34.10%

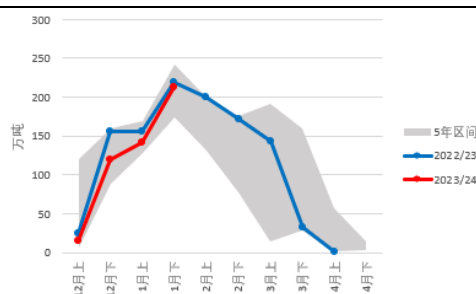
来源：国海良时研究

泰国：产量同比明显减少，月度出口遭到拖累

受到生长期的天气干旱影响，泰国甘蔗产量和甘蔗质量均出现下降，当前市场正在兑现之前的减产预期，泰国 2023/24 榨季截至 2 月 15 日，累计甘蔗入榨量为 6451.4 万吨，累计产糖量为 659 万吨，降幅 12.57%。

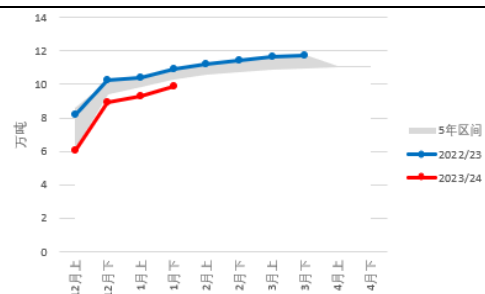
泰国本产季产量预计高于之前预期，2 月机构再次对泰国预期产量进行了下调。机构 Rangsit 表示，由于蔗糖产量欠佳，泰国榨糖厂预计在 3 月就能完成全部压榨工作，而往年通常要 4 月初才能完成压榨工作。该机构对泰国 2023-24 年的蔗糖产量预估为 700-750 万吨，低于去年 11 月预估的 700-800 万吨。

图 15.泰国月度产量



来源：TSMC、国海良时研究

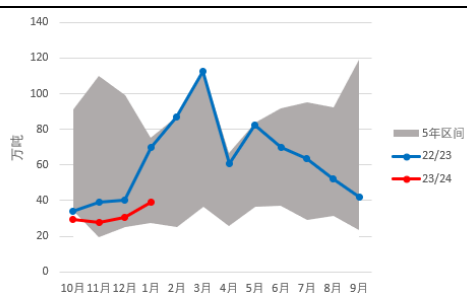
图 16.泰国月度产糖率



来源：TSMC、国海良时研究

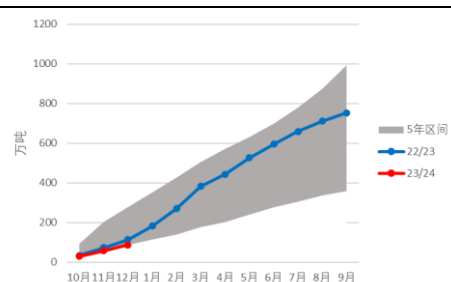
产量同比明显减少也拖累了泰国月度出口量，最新数据显示，2024 年 1 月泰国出口食糖 39.29 万吨，其中出口原糖 18.28 万吨，白糖 4.02 万吨，精制糖 17.00 万吨，1 月出口总量同比减少 30.55 万吨，减少幅度 43.7%，2023/24 产季累计出口达到 126.55 万吨，同比上个产季减少 56.44 万吨，减少幅度 30.8%。

图 17.泰国月度出口量



来源：TSMC、国海良时研究

图 18.泰国月度出口量累计



来源：TSMC、国海良时研究

泰国提高本产季的甘蔗收购价格到 1420 泰铢，比上个产季增加 340 泰铢，预计继续刺激泰国蔗农种植甘蔗，未来 2024/25 产季预计种植面积会增加明显，但近期市场尚未开始交易这一驱动。

图 19：泰国平衡表

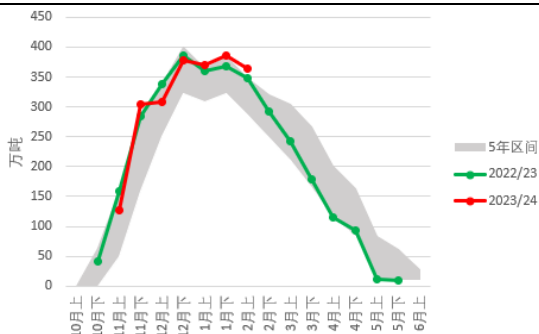
榨季	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24(1月)	2023/24(2月)
期初库存	450.3	645.2	821.9	586.7	739.7	694.3	690.3	690.3
产量	1435.4	1456.4	827.0	774.0	1013.0	1140	850	750
进口量	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0	0	0
出口量	982.5	1031.7	826.2	386.0	816.4	894.0	700.0	600.0
其中：海关	940.5	992.7	800.5	360.0	737.3	750	600	500
其他途径	42.0	39.0	25.8	26.0	79.1	144	100	100
消费量	258.0	248.0	236.0	235.0	242.0	250	255	255
期末库存	645.2	821.9	586.7	739.7	694.3	690.3	585.3	585.3
库存消费比	250.1%	331.4%	248.6%	314.8%	286.9%	276.1%	229.5%	229.5%

来源：国海良时研究

印度：减产幅度低于预期

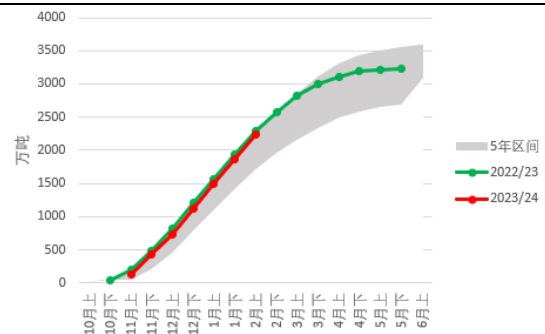
2 月上半月印度产糖 364 万吨，同比增加 15 万吨，为连续第三个双周产量实现同比增加，累计产量大约 2236 万吨，同比减少 48 万吨，减少幅度相比之前有所缩减。本产季，印度政府表示不会将有更多的糖产量用于制乙醇，预计本产季糖产量减幅可能会小于预期。

图 20：印度月度产量



来源：ISMA、国海良时研究

图 21：印度月度累计产量



来源：ISMA、国海良时研究

2 月印度政府表示，印度政府将提高 2024/25 榨季甘蔗最低收购价，从 2023/24 榨季的 3150 卢比/吨上调至 3400 卢比/吨（以产糖率 10.25%为基准），价格涨幅约 8%，幅度较大。预计大幅刺激印度蔗农种植甘蔗积极性，2024/25 产季甘蔗种植面积预计大幅度增加。

图 22：印度平衡表

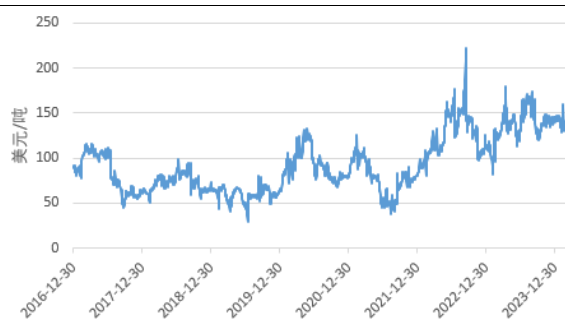
榨季	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24(1月)	2023/24(2月)
期初库存	387.6	1071.6	1457.8	1073.9	818.5	572.9	532.9	532.9
产量	3247.9	3316.2	2741.1	3119.2	3578.0	3290	3300	3250
进口量	21.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0	0	0
出口量	46.4	380.0	595.0	719.1	1123.6	610	300	250
消费量	2539.0	2550.0	2530.0	2655.5	2700.0	2720	2750	2750
期末库存	1071.6	1457.8	1073.9	818.5	572.9	532.9	782.9	782.9
库存消费比	42.21%	57.17%	42.45%	30.82%	21.22%	19.59%	28.47%	28.47%

来源：ISMA、国海良时研究

2.需求：原白价差高位震荡

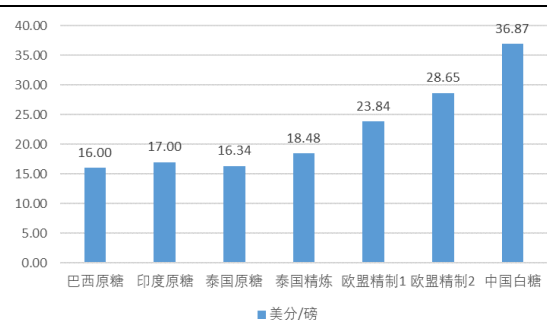
国际市场原糖白糖价差仍然处于高位，随着原糖价格有所回调，但是白糖价格回调幅度不大，让原糖加工利润仍然较高，因此国际原糖进口加工商对原糖的采购意愿仍然较强，原糖的国际需求并未发生减弱迹象。

图 23：原糖白糖价差



来源：国海良时研究

图 24：各主产国制糖成本



来源：国海良时研究

(二) 国内市场：供给总体节奏正常，需求端同比好转

2月并未对国内市场供需平衡表有改动，因为供给端压榨基本稳定并月度产量大体符合预期，消费方面表现较好，符合先前预期。总体来看，期末库存消费比仍然同比小幅调低，预期国内市场糖价重心向下运行的趋势并未改变。

图 25：国内市场平衡表

年度	2017/18	2018/19	2019/20	2020/21	2021/22	2022/23	2023/24(Jan)	2023/24(Feb)	环比	同比
期初库存	382.89	408.53	334.77	319.38	523.04	528.14	370.81	370.81	0	-157.33
总供给	1610.04	1511.74	1503.51	1756.66	1571	1418.67	1580	1580	0	11.83
产量	1031.04	1076.04	1041.51	1066.66	956	897	980	980	0	83
进口	542	423	462	690	615	509	600	600	0	91
收/抛储	37	12.7	0	0	0	12.67	0	0	0	-12.67
总需求	1584.4	1585.5	1518.9	1553	1565.9	1576	1570	1570	0	-6
消费	1565	1565	1500	1540	1550	1560	1560	1560	0	0
出口	19.4	20.5	18.9	13	15.9	16	10	10	0	-6
期末库存	408.53	334.77	319.38	523.04	528.14	370.81	380.81	380.81	0	10
库存消费比	26.10%	21.39%	21.29%	33.96%	34.07%	23.77%	24.41%	24.41%	0.00%	0.64%

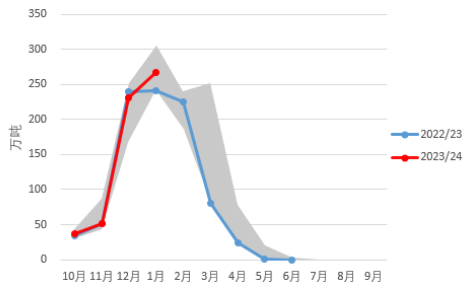
来源：国海良时研究

1.供给：预计2月产量同比增多，且环比减少不大

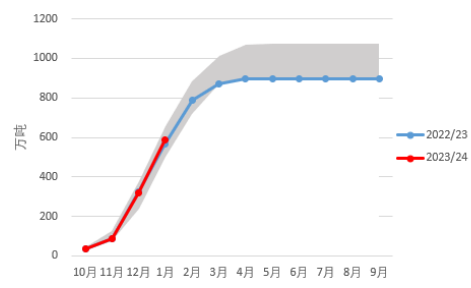
1月国产糖全部开工，产量267万吨，同比增加26万吨，累积产量586万吨，同比增加也是超过20万吨。2月开榨糖厂中只有个别停榨，开工产能虽然小幅下降，但仍然处于高位位置。预计糖协公布2月国产糖产量仍然是同比增加的，环比有小幅下降，3月预计进入停工高峰。

图 26：国产糖月度产量

图 27：国产糖月度累计产量



来源：中糖协、国海良时研究

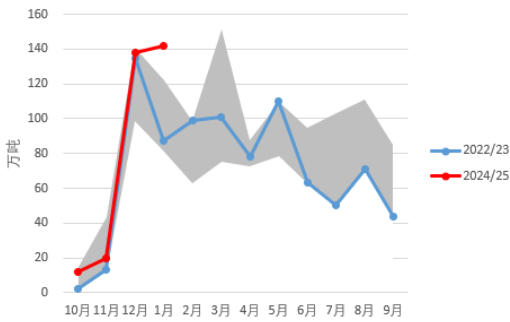


来源：中糖协、国海良时研究

2.需求：国产糖销售情况良好

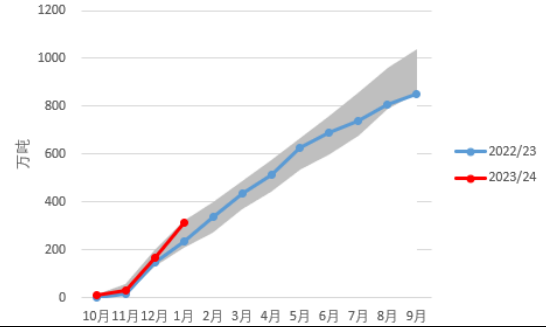
1月国产糖销量141万吨，为近8个产季以来新高，主要是因为下游在备货旺季的情况下，叠加糖价有所回调，下游补充库存意愿强烈。本产季累计销售量为311.76万吨，同比增加74.76万吨，销糖率超过一半，大大超过去年同期时期。

图 28: 国产糖月度销量



来源：中糖协、国海良时研究

图 29: 国产糖月度累计销量

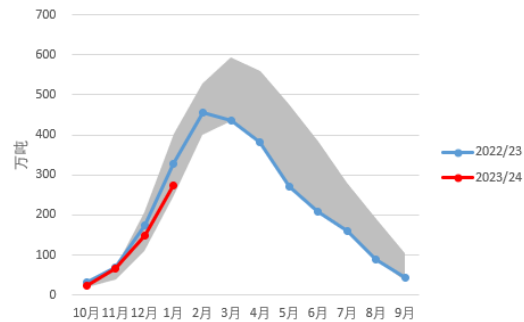


来源：中糖协、国海良时研究

3.库存：压力暂时不大

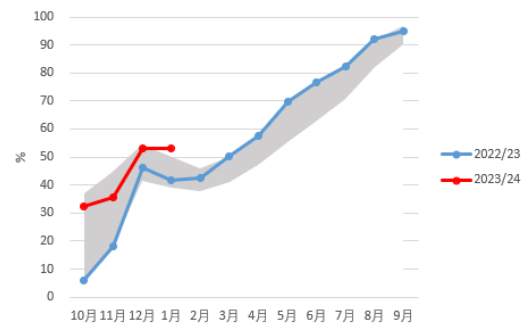
国产糖截止1月底工业新增库存为275万吨，同比去年同期329万吨减少54万吨，库存水平位于历史同期水平低位，叠加销糖率创造近些年历史高位记录，可以估计国产糖库存压力暂时不大。

图 30: 国产糖工业库存



来源：中糖协、国海良时研究

图 31: 国产糖销糖率

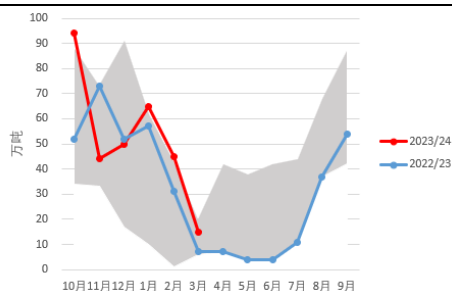


来源：中糖协、国海良时研究

4.进口：预计一季度进口同比增加明显

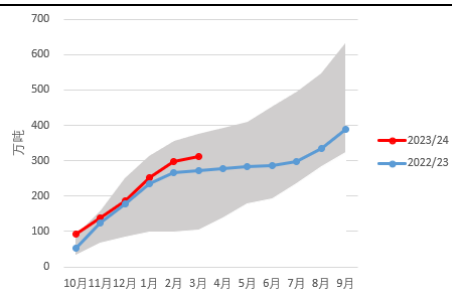
虽然 1 月和 2 月进口数据还未具体发布，但是根据船期推测，一季度我国食糖总进口量预计超过 100 万吨是大概率，可能会来到 125 万吨，同比去年一季度进口量 95 万吨增加 30 万吨。本年度整体的累计进口量预计要大于去年，不管是食糖进口量还是替代品糖浆预拌粉的进口量，预计都要同比增加。

图 32：食糖月度进口



来源：海关、国海良时研究

图 33：食糖月度进口累计

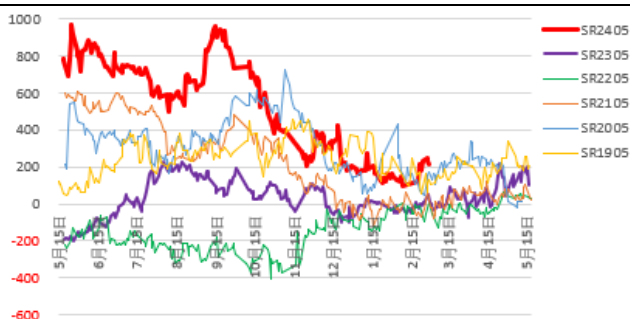


来源：海关、国海良时研究

四、期限结构分析

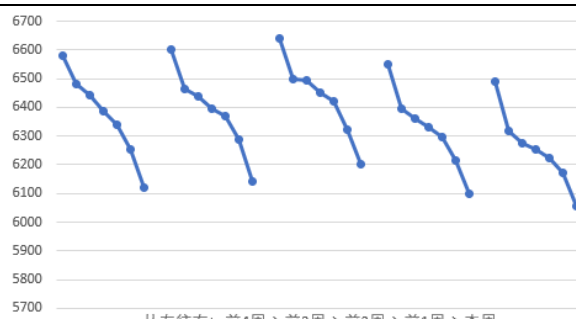
。

图 34：5 月合约基差变化



来源：国海良时研究

图 35：近 5 周期限结构变化（左→右）



来源：国海良时研究

（一）基差：远月基差仍有回归空间

当前白糖期限结构仍然保持 Back 结构，基差随着合约月份的增加而呈现递增，主力合约当前已经运行到历史的偏中性区间，但是远月合约基差仍然有走弱回归空间。

（二）月间价差：支撑位置预计继续下调

二月 5-9 价差和 9-1 价差估值已经从高估值位置有所回落，考虑到本产季整体供给相交上产季边际转向宽松，预计以上两个价差的支撑位置可能会继续回调，但是谨慎预期端利空，例如外盘下跌等因素，对价差产生的阶段性反弹效应。

五、后市观点：关注巴西天气变化，郑糖预计偏弱运行

国际市场总体供需情况边际转向宽松的预期保持不变，但是运行节奏上仍然会受到短期驱动造成的波动影响。国际市场当前运行到印度和泰国榨季正在进行，市场对于两国的减产预期基本兑现，但是总体产量的减少情况可能相对预期有所好转，国际市场对于糖价的估值预期有所下调。巴西榨季基本结束，最终产量和预期不会有太大变化，不过巴西新的榨季即将开始，开榨前的天气变化可能会成为预期端市场新的交易驱动。

国内市场从总体视角看，增产的预期正在现货市场兑现，而进口总量也预期同比增加，国内市场供需边际转变为宽松的趋势仍然保持。阶段来看，南方市场开始进入收榨阶段，预期总体节奏慢于上产季，供给阶段性压力在3月仍然保持。市场进入春节后的市场淡季，需求端利多驱动减弱，国内糖价下方支撑减弱。在国内基本面和国际糖价走势共同影响下，预计郑糖继续偏弱运行。

【免责声明】

本报告中的信息均来源于已公开的资料，国海良时期货有限公司对这些公开资料获得信息的准确性、完整性及未来变更的可能性不做任何保证。

由于本报告观点受作者本人获得的信息、分析方法和观点所限，本报告所载的观点并不代表国海良时期货有限公司的立场，如与公司发布的其他信息不一致或有不同的结论，未免发生疑问，所请谨慎参考。投资有风险，投资者据此入市交易产生的结果与我公司和作者无关，我公司不承担任何形式的损失。本报告版权为我公司所有，未经我公司书面许可，不得以任何形式翻版、更改、复制发布，或投入商业使用。如引用请遵循原本文意，并注明出处为“国海良时期货有限公司”。

如本报告涉及的投资与服务不适合或有任何疑问的，我们建议您咨询客户经理或公司投资咨询部。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议，或担保任何投资及策略契合个别投资者的情况。本报告并不构成给予个人的咨询建议，且国海良时期货有限公司不会因接收人收到本报告而视他们为其客户。

国海良时期货有限公司具有期货投资咨询业务资格。