

【中粮巨献】2017 年报系列（白糖篇之国内部分）——糖价先扬后抑，国内抛储去库存

2017-01-11 韩旭 张欣萌 中粮期货研究中心

报告要点：

国内方面，2014/15 榨季国内食糖市场在进口政策的有力推动下由熊转牛，进入上涨通道。2016/17 榨季国产糖产量小幅恢复，但仍然产不足需，产需缺口需要依靠进口与抛储来弥补，由此正式进入国储糖去库存阶段，在此过程中，抛储节奏、进口政策依然是影响市场情绪、供需结构的关键因素。主产区广西甘蔗收购价上调，糖厂生产成本增加，预计生产成本将成为本榨季糖价最坚实的底部支撑；第二道防线需关注国储糖的抛储底价，若抛储底价由 2016 年的 6000 元/吨上调至 6500 元/吨，国内糖价底部支撑亦相应上调。而年度高点将依赖进口政策制定情况与储备政策调节情况而定。

第一部分 国内食糖市场

一、国内糖价走势回顾

2015/16 榨季国内迎来减产周期的第二年，国产糖产量继续下滑至 870.19 万吨，同比 2014/15 榨季下降 17.56%，较 2013/14 榨季下降 34.66%。从榨季初开始，由于内外价差持续扩大，丰厚的走私利润刺激了走私糖大量入境，挤占国产糖销售市场，榨季总走私量达到 260 万吨以上。在走私糖打压国内市场、外盘大幅走强的情况下，内外价差不断缩窄，配额外进口利润从二季度开始不断缩减直至消失，榨季总进口量从 2014/15 榨季创新高的 481.21 万吨大幅萎缩至 374.64 万吨，同比下降 22.14%。在国内减产以及进口成本上升的背景下，榨季

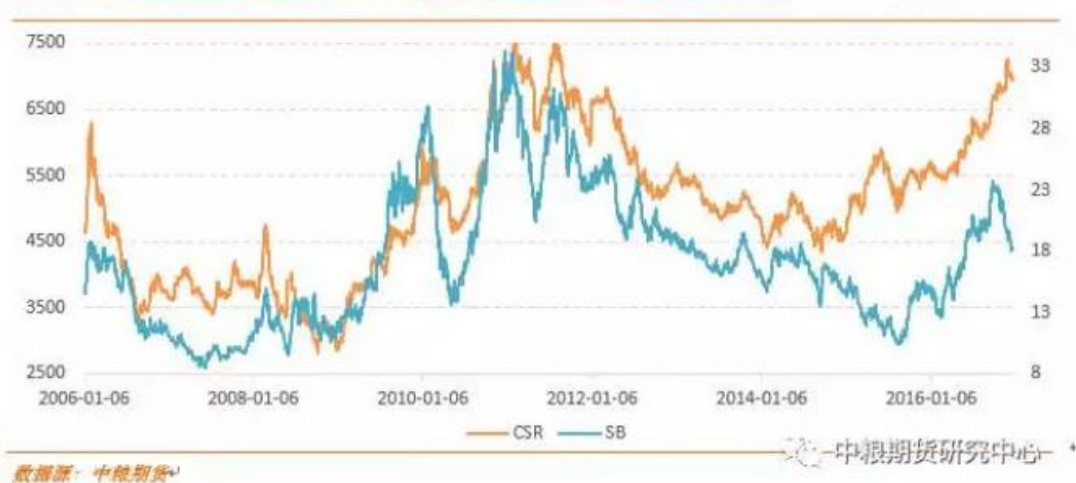
末国产糖工业库存相比上榨季明显回落至 59.83 万吨，降幅 35.69%，较 2013/14 榨季大幅下降 68.74%。

从价格来看，全年价格走势可分为三个阶段，每个阶段的主导因素各不相同。首先是 2016 年 1-5 月，**国内市场受到走私糖激增的打压**，国产糖销售萎靡不振，昆明现货报价跟随走私糖定价，整体运行区间为【5010, 5360】元/吨。盘面受此拖累展开了漫长的震荡走势，主力合约价格大体运行区间为【5400, 5900】元/吨。进入 6 月后，随着原糖上涨、内外价差的不断缩窄，原糖配额外进口窗口关闭、走私利润大幅下滑，加之印度政府开始征收 20%出口关税，切断了印度低品质白糖这一走私糖的主要来源，**国内市场开始重回国产糖主导**，糖价进入上升通道。9 月 22 日，商务部发布了关于对进口食糖进行保障措施立案调查的公告，市场开始担忧 2017 年进口政策更加严苛，进口关税或被大幅上调，刺激了糖价进一步上涨，**市场进入政策主导阶段**。10 月 28 日，政府进行了第一批储备糖竞拍，拉开了时隔三年后储备糖再次入市的序幕，但此次抛售量和抛售节奏都不及预期，或侧面体现了政府担心抛储打压市场的谨慎态度。11 月 28 日市场盛传配额外数量调降至 50 万吨且榨季收榨前不抛储，糖价在政策利好消息的刺激下历史第二次站上 7000 大关，主力合约最高探及 7314 元/吨高位。随后在外盘大幅回调、走私突然涌现、政策利好落空后、春节前备货旺季不旺的影响下，糖价深度回落 700 余点，主力合约最低下探至 6643 元/吨。

图 1.1: 国产糖产量(万吨)与南宁地区现货价格走势(元/吨)对比



图 1.2: 郑糖主力合约(元/吨)与 ICE 原糖主力合约(美分/磅)价格走势



二、国内市场供求分析及展望

1、国产糖产量小幅恢复，成本上涨支撑价格

2015/16 榨季是 2014/15 榨季开启减产周期后进入的第二个减产年份。减产主要来自广西、云南和广东三个甘蔗糖主产区，总计减产 179.4 万吨；以新疆、内蒙古为主产区的甜菜糖产量同比增长 17.02%。2016 年 11 月份我们连续第四年进行了广西主产区估产调研：由于甘蔗收购价上涨，种植收益增加，农民种植意愿增强，2016/17 榨季广西甘蔗种植面积小幅恢复，预计同比增长 2-3% 左右；甘蔗生长期间天气情况良好，预计甘蔗单产小幅提高，甘蔗总产量同比增加 3-4%。9、10 月份广西天气持续晴好，利好甘蔗糖分累计，开榨前各产区甘蔗含糖分普遍高于上榨季水平，榨季总产糖量要看之后天气及糖分的变化情况而定。初步估计 2016/17 榨季广西产糖量将比 2015/16 榨季的 511 万吨小幅恢复 40-60 万吨；

根据桂林糖会上其他各省糖协公布的预估数据计算，除云南由于种植面积下滑继续减产之外，其余主产区产量均有所恢复，尤其内蒙古甜菜糖产量预计同比大幅增长 23%，2016/17 榨季全国食糖总产量预计将小幅恢复至 935-955 万吨左右。

广西甘蔗收购价连续两个榨季上调，2015/16 榨季上调 40 元至 440 元/吨，2016/17 榨季继续上调 40 元至 480 元/吨。考虑糖分变化的影响预计 2016/17 榨季广西平均制糖成本将上涨 300 至 5800 元/吨，对于部分资金成本较高的糖厂，制糖成本或达到 6000 元/吨以上。考虑到甘蔗的二次联动结算制度，若榨季平均售价超过 6470 元/吨，糖企制糖成本将相应上调。在减产与进口控制的大背景下，制糖企业成本的上涨将成为未来糖价的重要底部支撑。

图 1.3: 全国食糖产量 (万吨) 与广西甘蔗收购价 (元/吨)



2、进口政策尚未明朗，打私力度拭目以待

2015/16 榨季，国内市场在走私糖的打压下表现疲软，内外价差不断缩窄，巴西原糖配额外进口利润从榨季初最高 1300 元/吨不断缩小直至消失，榨季末最低达到-600 元/吨。没有了利润的驱使，2015/16 榨季食糖进口量同比大幅下降 22.15%至 374.64 万吨，其中进口原糖 327 万吨，同比下降 21.28%；进口白糖 48 万吨，同比下降 26.03%。除去直接进入国储的约 40 万吨古巴糖之外，商业进口量约 335 万吨左右。巴西仍然是最大进口来源国，2015/16 榨季共进口巴西原糖 252.41 万吨，其次为古巴原糖，进口量为 46.45 万吨；泰国是最大的白糖进口来源国，累计进口泰国白糖 20.85 万吨，其次为韩国白糖，进口量 19.99 万吨。

2016年9月22日商务部发布了关于对进口食糖进行保障措施立案调查的公告，广西糖业协会代表国内食糖产业正式提交的《中华人民共和国食糖产业保障措施调查申请书》中提出对进口食糖进行保障措施调查。若调查结果最终成立，中国将对食糖进口实施保障措施，保障措施实施方式主要有提高关税、实行关税配额以及数量限制等。其中最有可能的就是上调关税。如果进口关税上调至100%，按国际糖价18美分/磅、人民币兑美元汇率7计算，进口成本将达到8000元/吨，远高于目前的市场价格，将令2017年进口量大幅缩减。对于进口保障措施最终是否会实施市场观点不一，但只要进口关税上调预期存在，就会对盘面带来有力支撑。调查结果最晚将于2017年3月22日前公布。

除了正规进口渠道之外，巨大的走私利润令走私量超出市场预期，2015/16榨季走私糖已成为了影响国内市场供需格局的重要因素之一。根据我们的估算，2015/16榨季初印度白糖的走私利润高达1300元/吨，加之印度政府为了释放国内库存实施了强制出口补贴政策，从2015年12月起印度出口至缅甸的食糖数量异常走高，2014/15榨季总计出口缅甸的食糖数量仅为4.9万吨，但2015年12月当月出口至缅甸的食糖数量就达到了32.45万吨，体现了中国国内走私需求的激增。2015/16榨季印度总计向缅甸出口食糖142.57万吨。除印度之外，泰国也是中国走私糖的主要来源国之一。从2015年10月起泰国出口至缅甸、越南、老挝三国的食糖数量同样异常走高，榨季总出口量达到117.69万吨。2016年6月开始，由于泰国白糖升水大幅高于巴西白糖，同时巴西与泰国的运费差缩减，巴西白糖的走私利润逐渐追平甚至反超泰国，巴西白糖也成为了走私糖的来源之一，但量级较小，2015/16榨季总计出口至缅甸的数量为30.54万吨。综上所述，2015/16榨季印度、泰国和巴西总计向中国走私的白糖数量达到290万吨，考虑到缅甸边境有部分库存未及时入境，2015/16榨季入境的走私糖总量或达260-270万吨。

对于2016/17榨季，由于进口保障措施预期的存在，今年四季度国内外糖价走势再次出现背离，走私利润大幅上涨至历史高位。在丰厚利润的刺激下，近期市场又开始涌现走私糖的身影。若进口保障措施确认实施，那么中国进口量预期将大幅下滑，势必打压国际糖价，同时提振国内糖价，内外高价差或成常态，榨

季走私量或仍维持高位。但若不实施进口保障措施，进口量或将维持 2015/16 榨季水平，内外价差缩窄，走私量或将不足 180 万吨。

图 1.4：分类食糖进口量（万吨）



数据来源：中糖期货

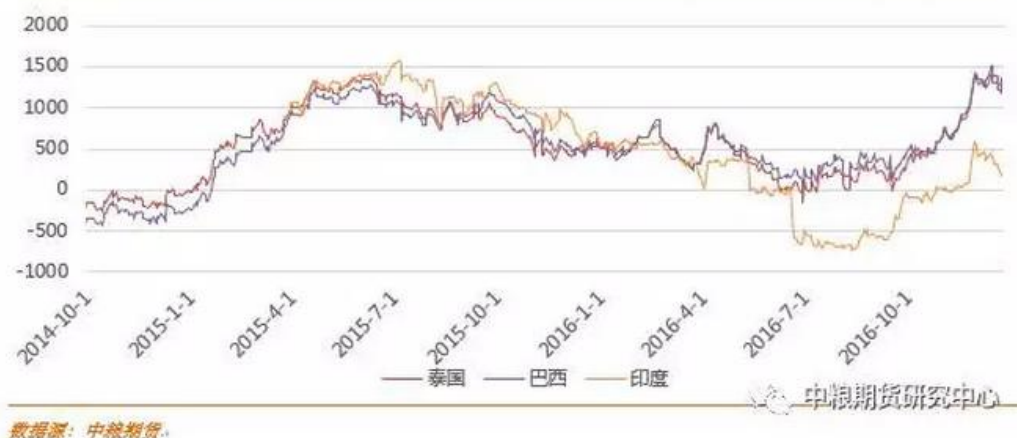
中糖期货研究中心

图 1.5：原糖盘面进口利润（元/吨）



数据来源：中糖期货

图 1.6: 走私利润 (元/吨)



3、终端消费疲弱、消费替代持续增长

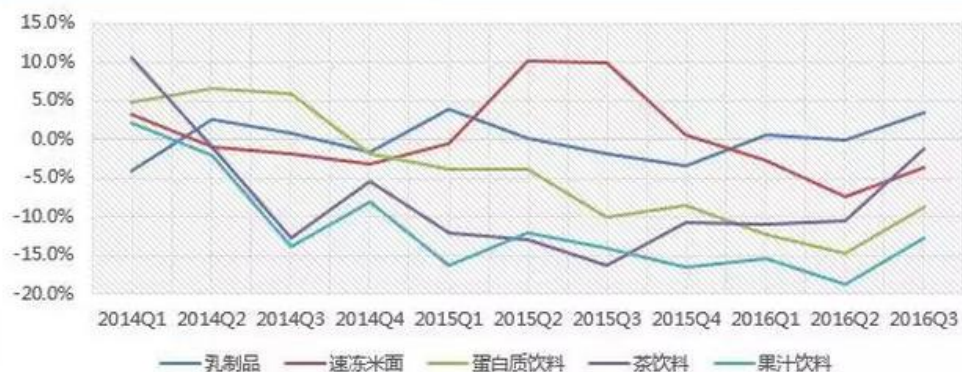
近年来进口量的增长增加了国产糖的销售压力,同时其全年连续供应的特点逐渐熨平了国内食糖采购的季节性特征。从 13/14 榨季开始,政府倡导的限制“三公消费”等举措抑制了食品行业的季节性需求,导致传统的春节消费旺季、夏季饮料消费高峰、中秋消费旺季等几个关键时点的国产糖销售量并未出现明显好转。

过去 14 年间,随着人口增长与城镇化的推进,年均食糖消费复合增长率约为 6% 左右,但伴随人口红利消失、经济增速下滑、饮食习惯的调整,近几年国内食糖消费增速有明显放缓迹象。据中金公司公布的零售品消费数据显示,从 2015 年四季度至 2016 年三季度,乳制品、速冻米面、蛋白质饮料、茶饮料、果汁饮料等主要含糖饮品的季度消费量普遍呈现同比下滑的趋势。其中蛋白质饮料和果汁饮料降幅最大,基本达 10% 以上。我们推算 2015/16 榨季白糖消费量不增反降至 1460 万吨。展望 2017 年,淀粉糖与白糖之间 4000 元/吨以上的替代价差或成为常态,预计淀粉糖将继续挤占白糖市场,食糖消费下滑趋势仍将延续。

淀粉糖方面,目前全行业总产能为 1700 万吨,年产量为 1000 万吨,其中最受关注的果糖产能为 660 万吨,年产量约为 360 万吨。淀粉糖行业近几年两极分化现象十分明显,小型企业纷纷倒闭,大型企业规模扩张速度加快,随着白糖与淀粉糖之间价差拉大,大型企业开工率提高,预计未来行业将呈现集中化发展趋势。随着 2016 年白糖现货价格的上涨,广西南宁一级白砂糖价格与山东地区果糖 F55 之间替代价差从年初 2400 元/吨上涨到 4600 元/吨左右,创历史新高。在如此高的替代价差影响下,用糖企业竭尽所能最大化选择淀粉糖已是必然,但替

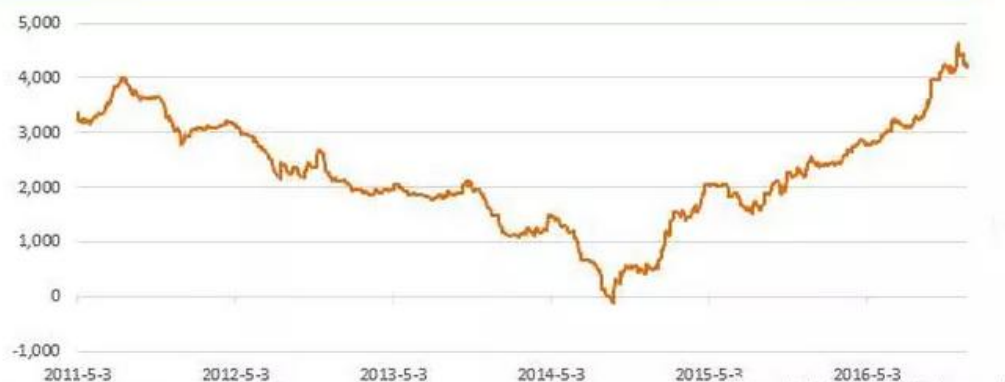
代的过程涉及配方更改、新品研制等流程，并不是一蹴而就的。2015/16 榨季，果糖 F55 产量同比增加 30 万吨，其中出口增量为 20 万吨，剩余仅 10 万吨为白砂糖的替代增量。预计 2016/17 榨季，替代的效果将逐步体现，替代量或将继续增加。

图 1.7: 含糖饮品终端消费量季度同比



数据来源: 中粮期货。

图 1.8: F55 折糖价与白砂糖现货价差 (元/吨)



数据来源: 中粮期货。

4、国储抛售弥补缺口

10 月 28 日政府进行了第一批国储糖竞拍，竞拍量为 20 万吨，低于此前预期的 35 万吨，竞拍标的为加工糖厂回炉精炼后 2016/17 榨季生产的一级白砂糖，竞拍底价为 6000 元/吨，最终成交价高达近 7000 元/吨。随后 11 月 9 日政府进行了第一批第二次国储糖的竞拍，数量为 10.8 万吨，最终成交价依然接近 7000

元/吨。12月初，市场开始传出消息政府将于12月下旬进行第二批储备糖竞拍，数量达30万吨。但随后糖价不断下行，政府抛储消息迟迟未发布，最后决定于12月30日竞拍9.2万吨储备糖。因此，截止2016年底，加上10月份广西投放的17万吨地方储备，市场上已累计投放了57万吨储备糖。

从前三次抛储可以看出政府利用储备调控市场的态度：避免打压市场，但当糖价过度上涨、糖厂捂盘惜售时坚决通过放储增加供给，从而达到调节市场供求的目的。2016/17榨季，预计国产糖产量恢复至945万吨，消费量下滑至1430万吨，市场存在485万吨的产销缺口，需要通过进口（包括正规进口与走私）与抛储弥补，抛储的数量与节奏是决定糖价走势的关键因素之一。

三、国内食糖市场展望

2014/15榨季国内食糖市场在进口政策的有力推动下由熊转牛，进入上涨通道。2016/17榨季国产糖产量小幅恢复，但仍然产不足需，产需缺口需要依靠进口与抛储来弥补，由此正式进入国储糖去库存阶段，在此过程中，抛储节奏、进口政策依然是影响市场情绪、供需结构的关键因素。底部方面，主产区广西甘蔗收购价上调，糖厂生产成本增加，预计生产成本将成为本榨季糖价最坚实的底部支撑；第二道防线需关注国储糖的抛储底价，若抛储底价由2016年的6000元/吨上调至6500元/吨，国内糖价底部支撑亦相应上调。而年度高点将依赖进口政策制定情况与储备政策调节情况而定。若进口保障措施得以实施，国内糖价短期有望大幅冲高，甚至突破历史高位，国际糖价受此影响预计将走弱，内外价差再次攀升令走私糖大量涌现，受走私糖打压以及需求萎缩的拖累，预计榨季后半段糖价将回落；若进口保障措施最终落空，预计糖价短期大幅回落，随后回归进口成本定价。

至于市场最为关注的贸易保障政策能否实施我们无从猜测，但2016年底中央高层反复提及的农业供给侧结构性改革给国产糖市场带来希望，食糖在农产品中占比虽小但也是关系国计民生的重要战略物资。以目前国内供需情况估算，由于前期糖价低迷国产糖产量连年下调，国内自主产量不足1000万吨；近年来在消费升级、淀粉糖替代的影响下消费一改之前的上升势头绝对量出现连续下滑，但仍维持在1400万吨以上，若从长周期角度看，伴随着我国城镇化率的提升国内食糖消费终将恢复增长势头。因此，未来的产需缺口将达到400万吨以上并有

可能进一步增加，由此来看目前 700 多万吨的国储糖去库存目标很容易实现，在走私与进口得以管控的情况下国储糖去库存进度将会加快。**除此之外更加值得关注的是，中央农村工作会议提出，以增加农民收入、保障有效供给为主要目标，要把发展农业适度规模经营同脱贫攻坚结合起来，要协同发挥政府和市场“两只手”的作用，更好引导农业生产、优化供给结构。**按广西主产区农民自主种植甘蔗的成本计算，目前 480 元/吨的甘蔗收购价对应的正常情况下农民种植收益仅为 600 元/亩，广西农村人均耕地面积不足 2 亩，若不考虑外出务工收入，农民种植甘蔗年收入不足 1200 元，大幅低于国家制定的年收入贫困线标准。因此，若任由走私、低价进口糖冲击市场，将再次陷入“国产糖厂亏损、甘蔗收购价下调、农民种蔗返贫、国产糖种植面积将会进一步下滑，进口依存度进一步上升”的恶性循环。因此，在农业供给侧改革的背景下，保证农民种蔗收入提高，除了广西推行的“双高”基地建设之外，保证食糖价格平稳运行是主要目标。而欲实现此目标就要严控走私、运用政策调控手段减少“低价”糖进口，为国内糖料种植领域提升生产力创造喘息之机。