



郑糖 1601 的交易逻辑

研究报告·分析报告**摘要****报告作者**

作者：王佳博

电话：13284225533

E-mail: wjb929@163.com

从业资格号：F0287487

投资咨询号：Z0002493

报告日期：2015 年 8 月 10 日

成本、预期、现货是目前郑糖 1601 的主要交易逻辑：期价处于中线乐观与短期压力的对抗中徘徊，我们要密切关注价格对成本以及主要供需变量调整后的反应，当前市场的风险主要来自政策的不确定性。

独立申明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

一、成本逻辑

14/15 榨季，广西甘蔗收购价 400 元/吨，对应广西糖厂平均制糖成本 4600-4700 元/吨。根据笔者调研，广西产区成本区间波动较大，其中低成本区间可触及 4200-4300 元/吨，如南华部分糖厂；高区间可触及 5000-5200 元/吨，如广西农垦等国有糖厂（三费均摊过高）。

表 1 广西生产成本

	入榨甘蔗	产糖量	出糖率	吨糖耗蔗(1/出糖率)	收购价	生产成本
"04/05	4370	532	12.17%	8.214285714	155	1273.214286
"05/06	4332	537.7	12.41%	8.056537102	210	1691.872792
"06/07	5584	708.6	12.69%	7.880327406	260	2048.885126
"07/08	7689	937.2	12.19%	8.204225352	260	2133.098592
"08/09	6120	763	12.47%	8.020969856	260	2085.452163
"09/10	5518	710.2	12.87%	7.769642354	286	2222.117713
"10/11	5539	672.8	12.15%	8.232758621	414	3408.362069
"11/12	5764	694.2	12.04%	8.303082685	500	4151.541343
"12/13	6710	791.5	11.80%	8.477574226	475	4026.847757
"13/14	7075	855.9	12.10%	8.266152588	440	3637.107139
"14/15	5216	634	12.15%	8.227129338	400	3290.851735

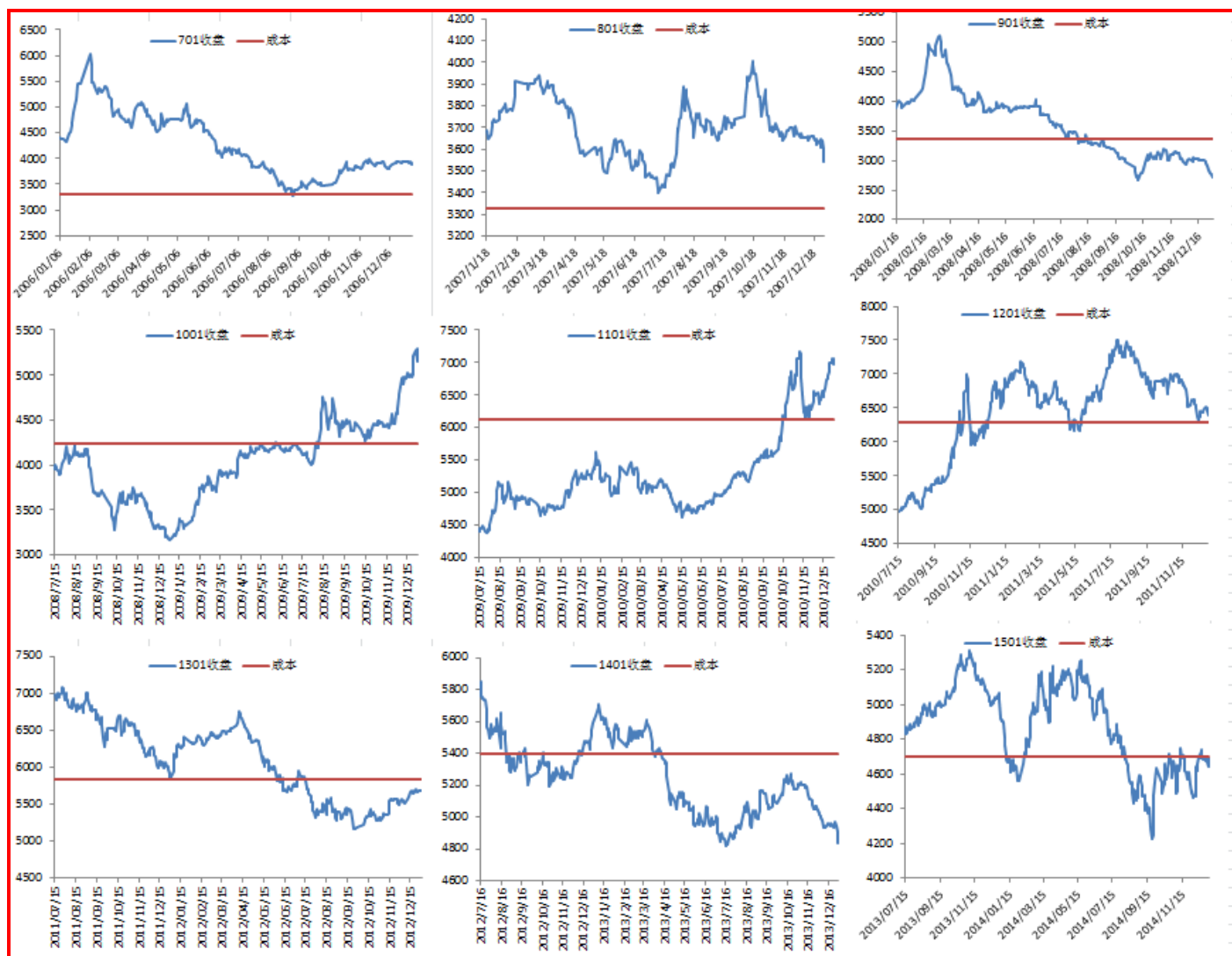
数据来源：国联期货研发部

目前市场对于 15/16 榨季广西提高甘蔗收购价有着较为统一的预期，一方面从蔗农利益出发，一方面也兼顾糖厂的蔗源底线。根据广泛的调研，450-460 元/吨是各方都能接受的价格区间。按照历史平均的吨糖耗蔗量 8.15 吨，新榨季生产成本为 3667.5-3749 元/吨。吨糖耗蔗每波动 0.1 吨，生产成本就会波动 50 元左右。假定榨季糖价同比上涨产生 50 元/吨的增值税增幅，且三费维持不变。那么 15/16 榨季的全广西制糖成本将处于 5200-5300 元/吨。

这里还要尤为关注上榨季已出现的蔗源紧张下的抢蔗现象，中粮以及广西农垦农牧科的两位经理表示，适当提高收购价（+10）或是保证蔗源的唯一办法。这将提升局部地区生产成本 100 元上下。

在确认 15/16 榨季制糖成本后，我们再观察历史上 1 月合约在成本附近的表现。

图1 1月合约在成本的表现



数据来源：国联期货研发部

从历史表现看，无论是牛市抑或熊市，成本对期价都产生了重要的影响（牛市支撑、熊市压力），而越是临近合约后半周期，成本的作用也就越加明显，因为这时候投资者对成本的计算更加贴近真实。

虽然近期期货市场整体波动剧烈，但郑糖 1601 合约依旧维持在 5200 上下波动，多头依旧在等待合适的时点交易这一重要的成本因素。

二、均价预期

除了成本因素，另一个影响 1601 的中线因素就是投资者对 2016 年 1 月国内糖价的预期调整，对均价的预期核心是对下一个供应周期主要变量的预期。

对于评估农产品一个周期的供需强弱几乎是对供应端单向的评估，因为消费往往不会出现较大的变化，只有供应端发生大比例的波

动且当前均价存在事实性错估的时候，才会出现交易性的投资机会。

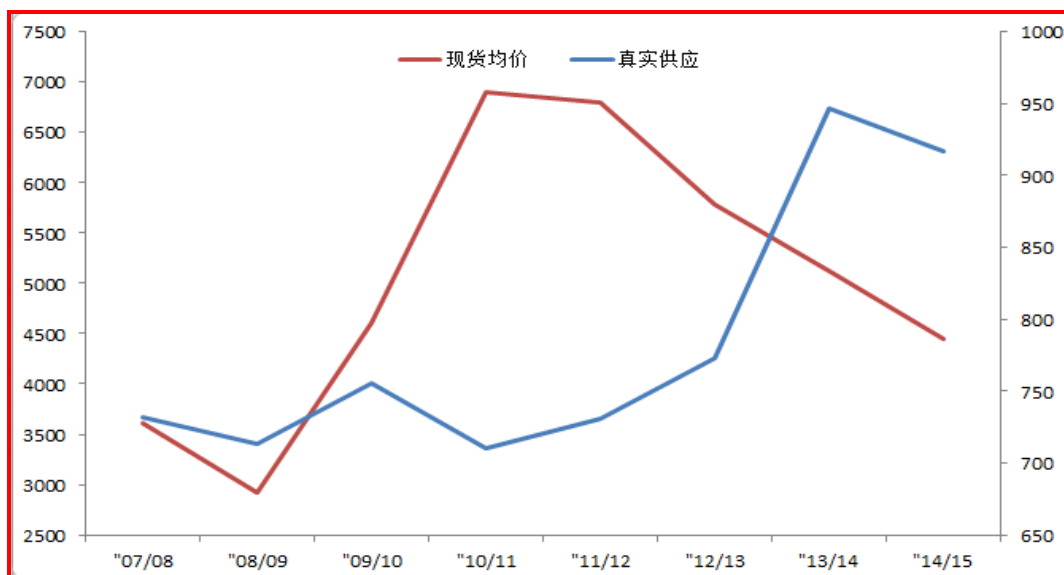
按照这个原则，笔者整理了每个榨季 10 月初至 1 月底的供应端变化：

表 2 阶段供应量

10-1 月食糖供应量								
	07/08	08/09	09/10	10/11	11/12	12/13	13/14	14/15
产量	684	586	612	565	522	671	652	491
期末库存	40	154	37	32	44	84	54	191
进口量	24	14	12	42	139	98	191	147
原糖库存	10	10	10	10	25	70	50	100
合计	759	763	671	648	730	923	947	917
收放储影响	(27)	(80)	85	62	0	(150)	0	0
真实供应	732	683	756	710	730	773	947	917
该阶段柳州 现货均价	3604	2915	4614	6896	6793	5778	5121	4450
1 月上半月 柳州均价	3474	2854	5110	6981	6448	5685	4778	4482

注：由于中糖协未曾公布原糖加工企业期末库存，笔者根据当年进口量及行业人士沟通估计了前 5 个榨季的原糖期末库存

图 2 真实供应与现货均价的关系



数据来源：国联期货研发部

1、期末库存：截至 7 月底，全国工业库存 282.85 万吨，交易所库存中约有 5 万吨国产糖，8-9 月产销合计预估 160-190 万吨，14/15 榨季结转工业库存预估 100-130 万吨。

2、产量：我们观察到，如果结转很高（60 万吨划分），那么 10-1 月期间的产糖量占全年的比重就会低于 50%，正如去年，糖厂推迟开榨导致 14/15 榨季同期产量占全年比重为 47%，而结转很低的时候，同期的产糖占比就会超过 50%，正如 09/10 榨季的 57%。根据市场普遍预估的

950-1000 万吨的 15/16 榨季全国产量，结合上文提到的结转预估，新榨季 10-1 月的全国产量仅为 450-470 万吨，创近 10 年的最低水平。

3、原糖结转+进口量：进口目前是国内糖价的重大变数。根据榨季初北京会议的精神，市场普遍预计 14/15 榨季政府将协同中糖协将进口量有效控制在 380 万吨。但目前看，这一标准在榨季末期开始出现失控。按照糖协的“意愿”估算，7-9 月份只有 40 万吨的进口空间，但实际根据船期监测，7 月份国内巴西糖已知到港量 21.18 万吨（不包含租船合同在内）。8 月份国内进口巴西糖已知到港量约 22.28 万吨（不包含租船合同在内），其中仅日照港 7-8 月的到港量就有近 20 万吨。加上泰国等其它来源国的进口，预计三季度到港至少 80-100 万吨，远超糖协的红线，即使为了响应北京会议号召延迟报关，也只不过是压力后移而已。笔者猜测目前 1509 的一大部分虚盘很大概率来自进口糖套保。这部分糖的成本大概只有 12.5 美分。另外重要一点是，目前交易所仓单主要集中在港口，意味着大量加工糖（约 25 万吨）在注销后流入市场或形成结转。结合新榨季国内适当放大进口填补供需缺口的大格局，笔者预计“原糖库存+进口量”之和为 210-240 万吨。

4、收放储影响：如果新榨季继续收窄进口政策，将有 100 万吨的国储糖流出，100 万吨轮库需求，在春节前预计将流出大概 50 万吨左右，时间大概在 12 月底—春节前。

综合看，新榨季 10-1 月的真实供应预计在 810-890 万吨，供应“强度”将呈现两头大中间小的态势。结合历史同期表现，笔者预计该阶段柳州现货均价为 5500-5700 元，其中 1 月均价为 5300-5500 元。

与成本因素一致，均价预期也是不断调整的中期变量。虽然这两个因素目前看对 1601 是正面的，但我们还在观察市场何时出现错估，何时交易这些关键的变量。短期看，1601 合约还要受到现货低迷的制约。

三、现货逻辑

无论牛市抑或是熊市，糖价在上半年都有一轮中线下跌行情，这在历史上已被多次验证。

14/15 榨季与 08/09 榨季有许多类似的地方——减产第一年，贸易商反季节囤货、进口受阻（但成因不同）、阶段性受成本反压、下跌启动时点接近等等。但不同的是我们看到本榨季更大的跌幅和更长的时间跨度。本榨季跌幅超过 08/09 榨季最大的原因就是消费失去了承接力：

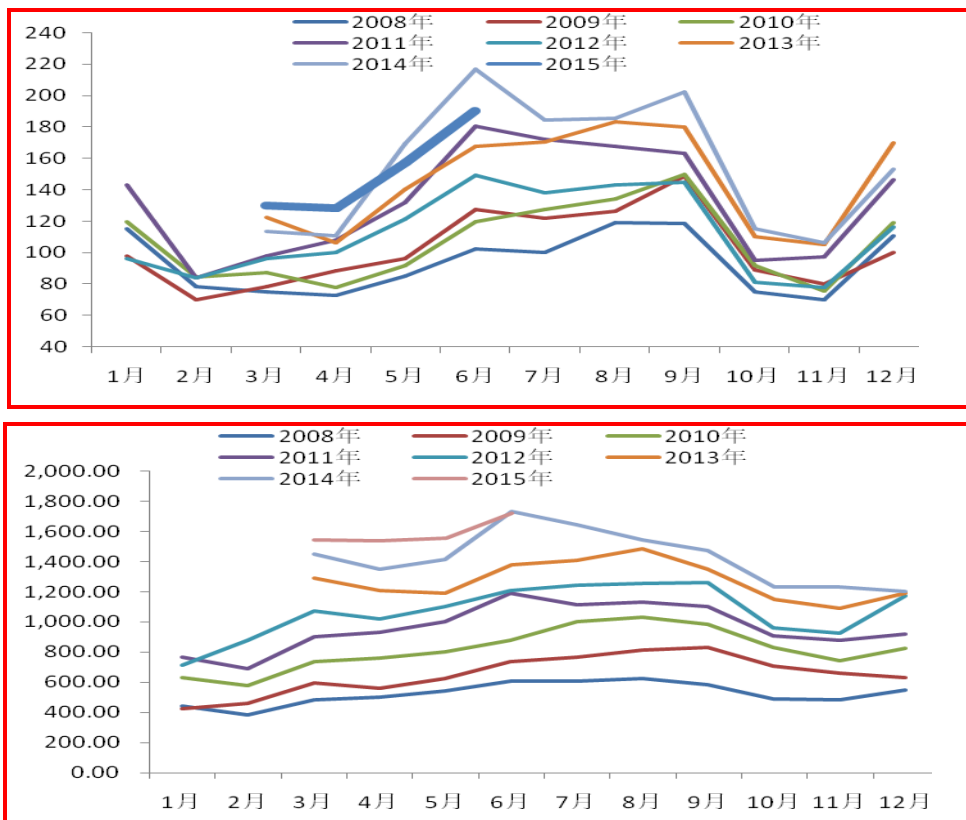
表 3 销售数据

	06/07	07/08	08/09	09/10	10/11	11/12	12/13	13/14	14/15
11月	63.76	63.35	27.45	33.82	40.05	24.17	49.99	38.39	13.21
12月	174.98	122.38	81.85	146.04	128.99	88.73	167.65	123.97	91.74
1月	143.57	150.6	116.512	117.05	102.71	98.30	146.39	110.88	147.05
2月	107.06	169.85	190.08	103.36	72.62	116.14	94.74	101.42	74.77
3月	121.64	135.79	137.02	99.01	102.89	137.72	144.91	103.41	104.67
4月	81.37	116.98	117.25	84.53	89.58	115.9	163.36	118.2	113.66
5月	91.63	123.62	127.46	92.64	117.91	86.66	154.13	88.43	72.39
6月	108.72	133.12	115.11	107.3	104.6	81.61	122.83	105.35	70.16
7月	114.8	131.99	94.75	114.78	114.75	114.8	73.86	116.68	85.1
8月	85.43	105.61	133.25	95	83.06	118.18	76.72	117.66	
9月	66.17	76.46	65.42	48.6	43.84	85.4	58.26	116	

数据来源：中糖协

除了客观的产销数据，笔者从东糖、农垦等糖厂销售总监的口中得知，今年终端的拿货意愿不强，甚至可以用“清淡”形容，这与往年差异非常大。此外，笔者5月份在广西调研期间了解到钦州等地还有部分1501的交割糖存库待售（预计1509仍有部分1501的转抛糖。）。消费的低迷从终端的数据也可以验证。

图 3 软饮料、碳酸饮料产量



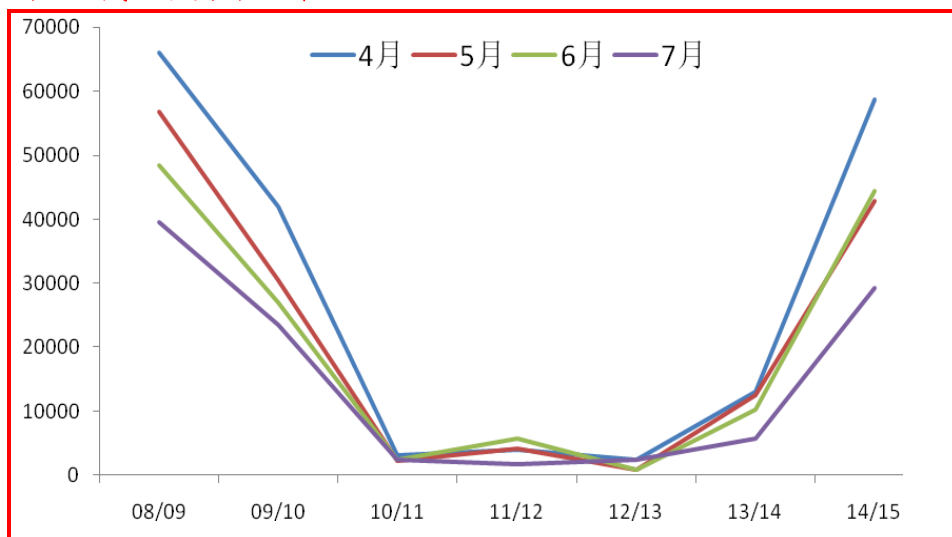
数据来源：wind

笔者对本榨季的消费比较悲观，预计只有 1450-1480 万吨左右。

经济下滑的大背景以及淀粉糖的冲击是最重要的因素。

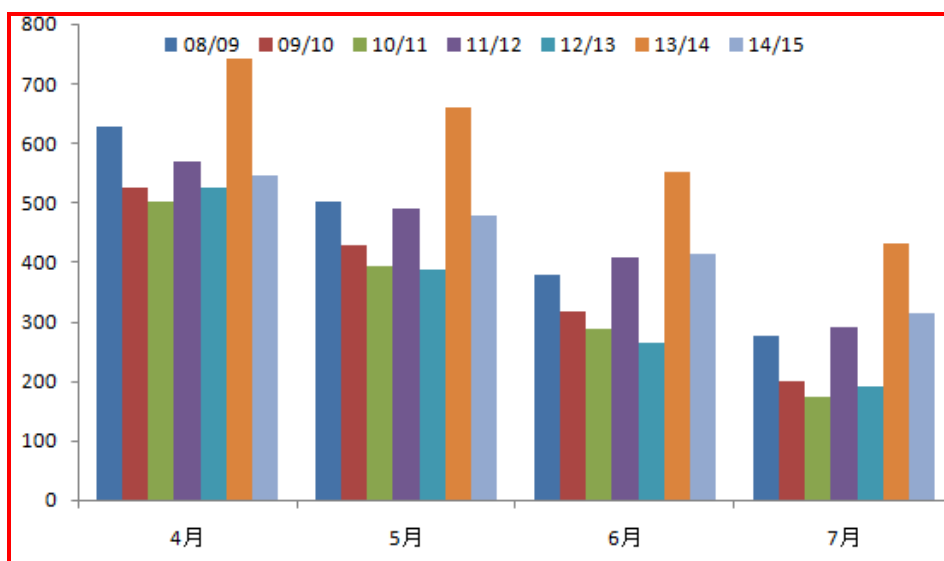
我们再来看看 8、9 月份的供应情况：截至 7 月底，郑商所仓单合计约 3 万张，几乎将全部在 9 月完成注销，这将给市场带来 30 万吨的供应增量。

图 4 截至各月末仓单总量



数据来源：郑商所

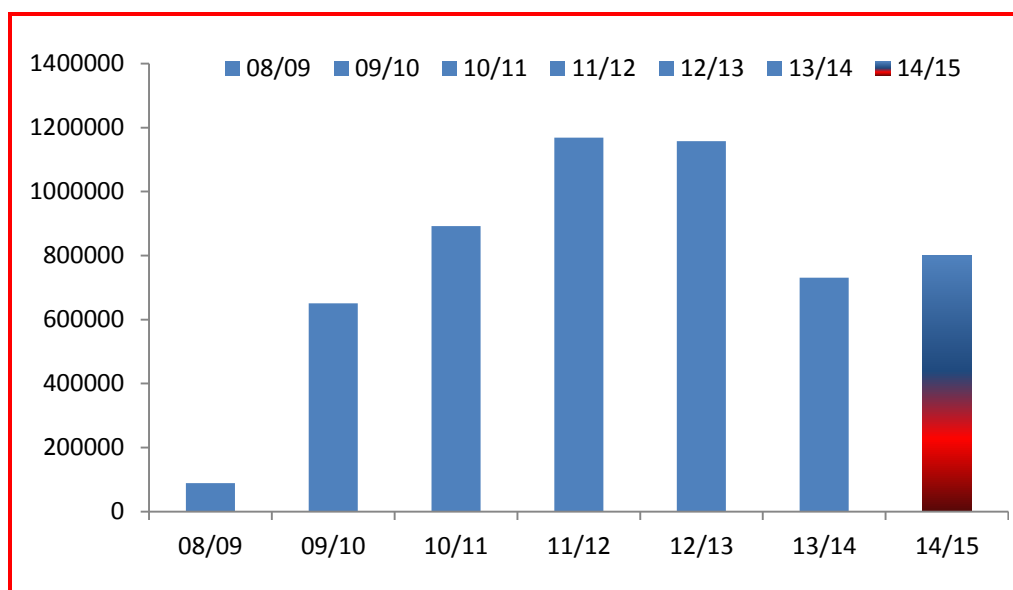
图 5 工业库存+仓单库存



数据来源：国联期货研发部

供应端再看进口，近 5 个榨季 8-9 月的进口合计均值为 92 万吨，按照糖协的“意愿”，8、9 月份的有效进口（报关）数应远低于这个水平——40 万吨，变数在于政策的持续性。

图6 8-9月进口量



数据来源：海关总署

统计发现，如果 8-9 月份政策的进口底线得以实现，那么 14/15 榨季的阶段供应量并不（像单计算国内）悲观，供应总量与 12/13 榨季的规模接近，并远低于 13/14 榨季的水平，参考两个榨季同阶段的现货均价 5415 与 4270，目前柳州 5000 元的现货水平属中性偏低估。笔者认为低估的状况与市场交易低消费有关，目前相对正面的因素是贸易商的库存目前较为薄弱，且 8-9 月又是一个传统的消费旺季，对消化目前的供应压力有所帮助。

因此笔者认为如果没有政策层面的松动，目前现货层面的压力虽在但已被市场逐步消化，期现的下方空间已经十分有限，当前只是一个磨底的过程。

四、总结

成本、预期、现货是目前郑糖 1601 的主要交易逻辑：期价处于中线乐观与短期压力的对抗中徘徊，我们要密切关注价格对成本以及主要供需变量调整后的反应，当前市场的风险主要来自政策的不确定性。

联系方式

国联期货大连营业部

地 址：辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号 2510

电 话：0411-82302785

传 真：0411-82302685

E-mail: wjb929@163.com

免责声明

本报告中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。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述期货操作的依据。由于报告在撰写时融入了研究员个人的观点和见解以及分析方法，如与国联期货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国联期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司及其研究员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所提供资料、分析及预测只是反映国联期货公司在本报告所载明日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。

本报告版权归国联期货所有。未经书面许可，任何机构和个人不得进行任何形式的复制和发布。如遵循原文本意的引用，需注明引自“国联期货公司”，并保留我公司的一切权利。