



2018.06.08

白糖：市场选择性忽视利好信息

近期报告：

----5月产销数据分析



周小球



021-52138201



zhouxiaojie@gjjas.com

证书编号 Z0001891

投资要点：

近期糖价破位下跌的主要原因是仓单交割以及直补传言，选择性忽视了5月产销数据利好的信息。

在直补传言没有落地前，策略上推荐91反套进行对冲，在SR1809合约价格对买方形形成吸引力后，择机单多SR1901合约。



从中糖协公布的最新产销数据来看，17/18 榨季全国食糖产量为 1031 万吨，同比增加 102 万吨，与预期一致；累积销量同比增加 46 万吨，5 月销量同比增加 26 万吨，意味着市场消费有起色，基本面阶段性转好。

1. 产销数据分析

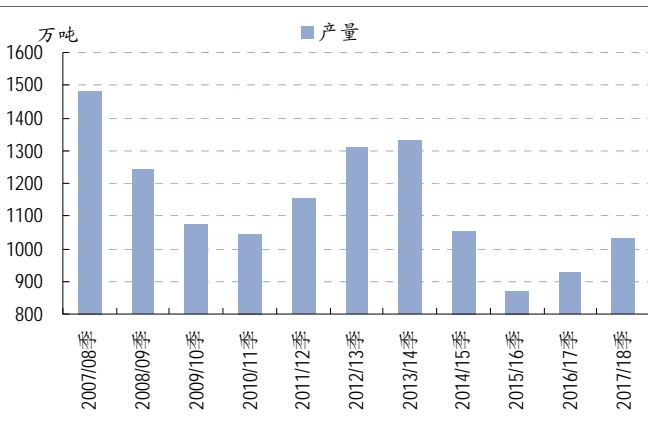
中国糖业协会简报消息，2017/18 榨季除云南省有一家糖厂尚在生产外，其他省（区）糖厂均已收榨。截至 2018 年 5 月底，本榨季全国共生产食糖 1030.63 万吨（上榨季同期产糖 928.78 万吨），比上榨季同期多产糖 101.85 万吨，其中，产甘蔗糖 915.66 万吨（上榨季同期产甘蔗糖 824.07 万吨）；产甜菜糖 114.97 万吨（上榨季同期产甜菜糖 104.71 万吨）。截至 2018 年 5 月底，本榨季全国累计销售食糖 574.67 万吨（上榨季同期 528.63 万吨），累计销糖率 55.76%，其中，销售甘蔗糖 480.52 万吨（上榨季同期 457.82 万吨），销糖率 52.48%，销售甜菜糖 94.15 万吨（上榨季同期 70.81 万吨），销糖率 81.89%。

1.1 产量与预期一致

17/18 榨季全国食糖产量为 1031 万吨，同比增加 102 万吨，与预期一致。从整个榨季来看，虽然云南还有一家糖厂在生产，但是对总产量的影响较小，全国产量在 5 月份基本明确。截至 5 月底，全国产量 1031 万吨，之前预期是 1020-1030，与预期一致。

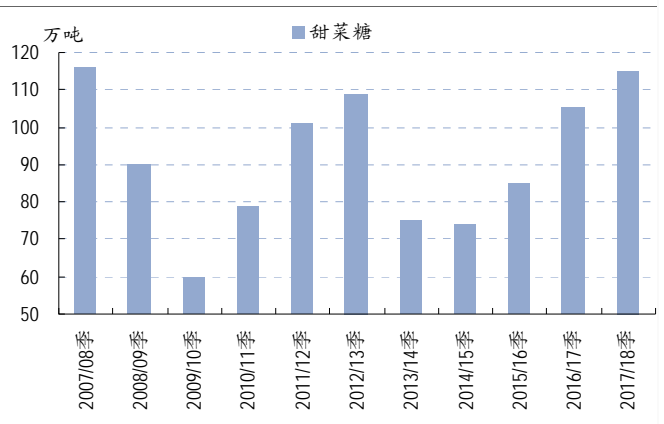
从历年全国食糖产量来看，虽然 17/18 榨季国内产量有所增长，但是仍处于历年低位；17/18 榨季甘蔗收购价格位于历年高位水平，高价格仍无法刺激甘蔗糖产量恢复至历史最高水平，意味着甘蔗糖产量已经遇到了很大的瓶颈。反观甜菜糖，虽然总产量仍较低，但是 17/18 榨季的产量已经恢复至历史最高水平，并有继续增长的潜力。

图 1 我国食糖历年产量



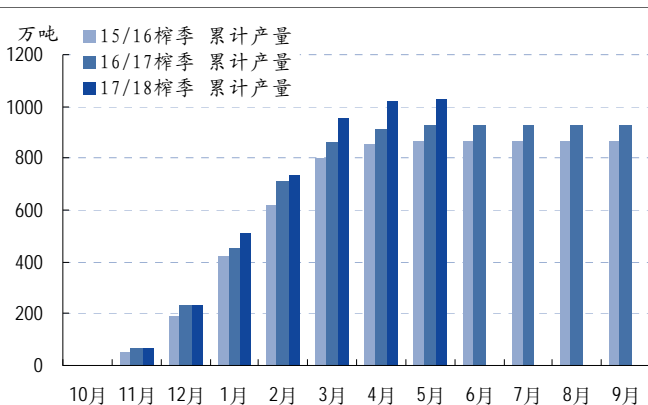
资料来源：中国糖业协会、国泰君安期货产业服务研究所

图 2 我国甜菜糖历年产量



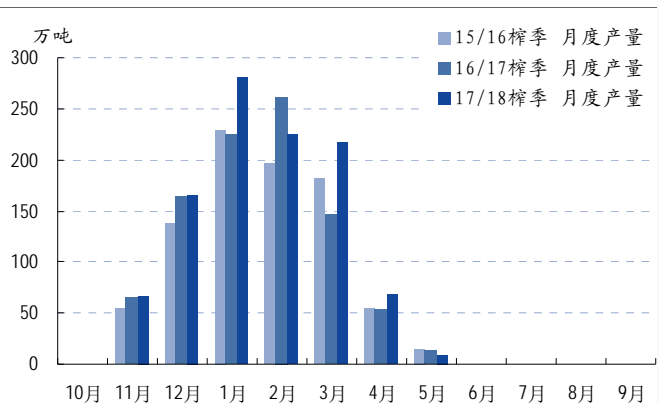
资料来源：中国糖业协会、国泰君安期货产业服务研究所

图 3 我国食糖累计产量



资料来源：中国糖业协会、国泰君安期货产业服务研究所

图 4 我国食糖月度产量

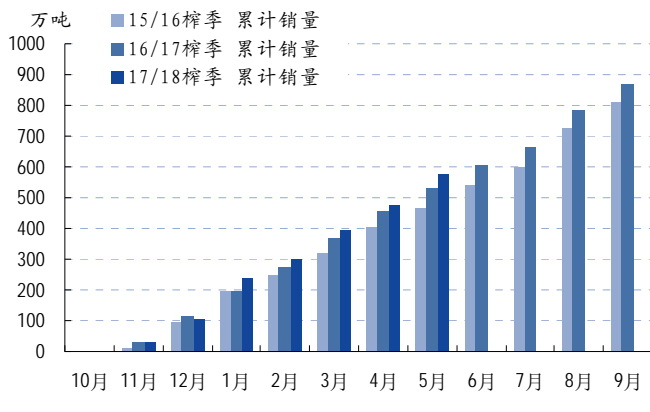


资料来源：中国糖业协会、国泰君安期货产业服务研究所

1.2 销量好于预期

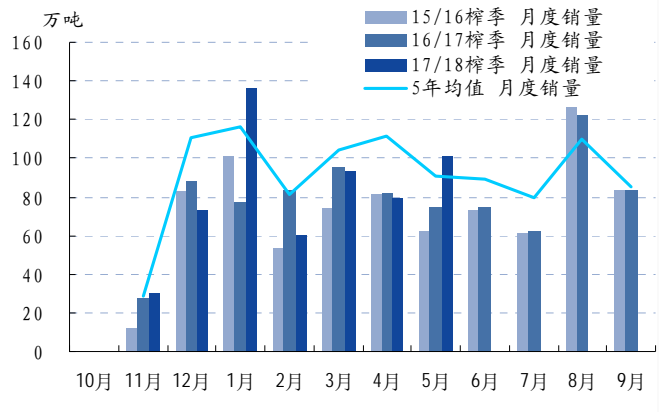
5月销量同比环比均好于预期。截至5月底，全国食糖累积销量575万吨，同比增加46万吨；5月份月度销量为101万吨，同比增加26万吨，环比增加21万吨，且高于过去5年的均值，意味着市场的销量阶段性好转。从过去的经验来看，6月份的销量大概率比5月份更高，意味着今年6月份市场食糖销量会达到100万吨附近，市场继续维持快速去库存阶段。

图5 我国食糖累计销量



资料来源：中国糖业协会、国泰君安期货产业服务研究所

图6 我国食糖月度销量



资料来源：中国糖业协会、国泰君安期货产业服务研究所

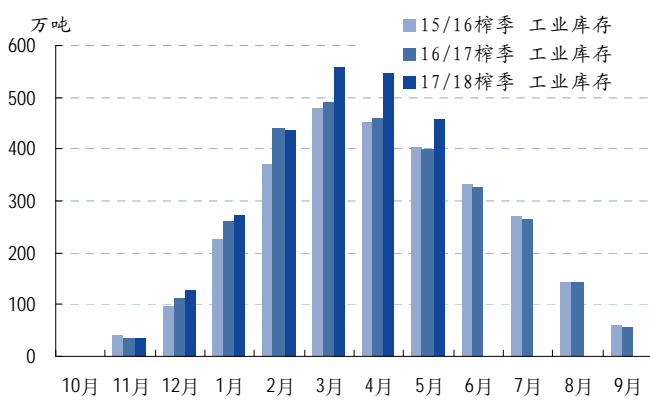
1.3 库存同比略增

截至5月底工业库存为456万吨，同比增加55万吨，但是环比下降31万吨。预计截至6月底工业库存下降至350万吨左右，同比仅增加30万吨，夏季消费将增加库存消化的速度。

库存往产业链上游转移。截至5月底，制糖企业工业库存同比增加55万吨，并不是市场需求不振造成，而是产业链库存上移造成。在价格下跌周期，产业链中下游都是尽量减少库存，从而使得库存都堆积在产业链的上游，这是为什么我们看到制糖企业工业库存高企的原因。

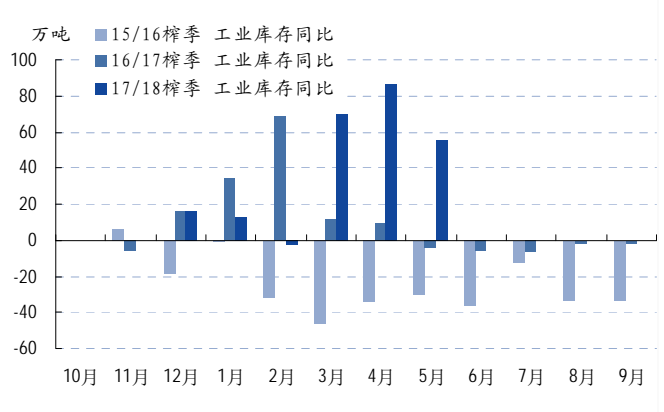
预计到榨季末，市场商业库存同比持平。16/17榨季的尾端储备拍卖了54万吨，这截止5月底工业库存的增加量一致，也就是说，与上榨季相比，市场最终的商业供应量基本相当，市场并没有明显转差；但是，在国际糖价下跌使得国内的边际成本下移，产业链库存的转移使得糖厂的压力更大，糖厂卖糖处于亏损的阶段，糖厂资金扛不住的时候，被动降价销售的可能性就会增加。

图7 我国食糖工业库存



资料来源：中国糖业协会、国泰君安期货产业服务研究所

图8 我国食糖工业库存同比



资料来源：中国糖业协会、国泰君安期货产业服务研究所

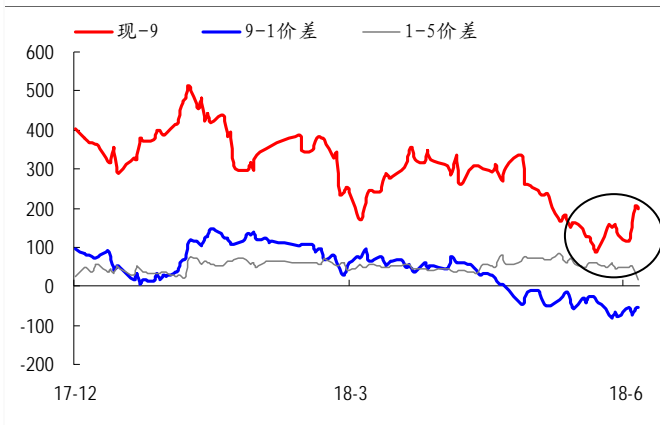


2. 我们的观点

产销数据利多。单纯从产销数据而言，我们认为截止5月底国内食糖产销数据整理偏好，特别是5月份月度的销量同比和环比均有增加，且从季节性角度看，预计6月份的月度销量也会较好，因此市场处于快速去库存阶段，利好市场。

我们认为需要辩证看5月的月度销量。5月销量数据好，可能存在一个风险点，5月下旬基差缩小至今年以来的最低点，市场上应该存在相当的“买现货空期货”的情况，从而放大了5月的月度销量，将当前的库存后移。

图9 基差与价差



资料来源：中国糖业协会、国泰君安期货产业服务研究所

图10 国内食糖价格对比



资料来源：中国糖业协会、国泰君安期货产业服务研究所

供需平衡表：供需平衡表方面，16/17榨季，国内大数拍卖了140万吨；17/18榨季表观供应缺口减少了150万吨，留给拍卖的空间变小了，预计本榨季拍卖概率低，但是如果储备方面有超预期的情况发生，那么市场边际上就变差；18/19榨季表观供应缺口再减少120万吨，供需更加平衡。

仓单和直补利空近月价格。我们认为促使近期糖价破位下跌有两个重要原因，一个原因是仓单需要在9月合约上交割退出，而目前产业链一边倒看空，没有明确的接货方；另一个原因是市场传言甘蔗种植将进行直补，直补意味着生产成本断崖式下跌500-1000元/吨，幅度与补贴的力度直接相关。在供大于求的市场，假如甘蔗收购价直补50元/吨，那么5500元/吨就是市场短期的顶，假如甘蔗收购价直补100元/吨，那么5000元/吨就是市场短期的顶。

投资策略：无论18/19榨季是否直补，我们都要首先解决9月合约的仓单问题，因此单空SR1809合约以及91反套(SR1809合约与SR1901合约反套)都存在投资机会；我们认为18/19榨季直接直补的概率不高，或者补贴的力度不大，那么18/19榨季的合约在5500元/吨以下都存在低估的机会，策略上可以先91反套保护，然后5000-5200元/吨附近短线单多SR1901合约。

**本公司具有中国证监会核准的期货投资咨询业务资格****分析师声明**

作者具有中国期货业协会授予的期货投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的期货标的的价格可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的研究服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为“国泰君安期货产业服务研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。



上海市静安区延平路 121 号 31 楼

电话: 021-52137126

传真: 021-52138150

金融理财部

上海市延平路 121 号三和大厦 10 楼 A 座 (200042)

电话: 021-52138122

传真: 021-52138110

产业发展部

上海市延平路 121 号三和大厦 28 楼

电话: 021-52131163

上海期货大厦营业部

上海市浦电路 500 号期货大厦 2001B (200122)

电话: 021-68401861

传真: 021-68402738

上海国宾路营业部

上海市国宾路 36 号万达广场 B 座 1607、1608 室

电话: 021-55892500

传真: 021-65447766

天津营业部

天津和平区郑州道 18 号港澳大厦 6 层 (300050)

电话: 022-23392200

传真: 022-23300863

上海中山北路营业部

上海市中山北路 3000 号 507、508 单元 邮编: 200063

电话: 021-32522822

传真: 021-32522823

杭州营业部

杭州市江干区五星路 185 号民生金融中心 A 座 6 楼 B 室

电话: 0571-86809289

传真: 0571-86922517

北京营业部

北京建国门外大街乙 12 号双子座大厦东塔 7 层 06 单元

电话: 010-58795755

传真: 010-58795787

深圳营业部

深圳市福田区莲花街道益田路西、福中路北新世界商务中心 1502、1503、1504

电话: 0755-83734575

传真: 0755-23980597

大连营业部

辽宁省大连市沙河口区会展路 129 号大连期货大厦 2703 室

电话: 0411-84807755

传真: 0411-84807759

宁波营业部

宁波市高新区扬帆路 999 弄 4 号 6 楼 (315040)

电话: 0574-87816665

传真: 0574-87916513

长春营业部

吉林省长春市朝阳区延安大街 99 号盛世国际 2022 室

电话: 0431-85918811

传真: 0431-85916622

广州营业部

天河区珠江新城华夏路 10 号富力中心 1102 单元

电话: 020-38628010

传真: 020-38628583

南京营业部

南京市建邺区河西商务中心南京新地中心二期 1911 室

电话: 025-87780990

传真: 025-87780996

郑州营业部

郑州市郑东新区商务外环路 30 号期货大厦 805 室

电话: 0371-65600697

传真: 0371-65610168

武汉营业部

武汉市江岸区建设大道 718 号浙商大厦 40 楼 4005 室

电话: 027-82886695

传真: 027-82888027

青岛营业部

青岛市崂山区香港东路 195 号杰正财富 5 楼 501 室

电话: 0532-80993629

传真: 0532-80993630

国泰君安证券各营业部受理 IB 业务

客户服务中心: 95521

<http://www.gtjaqh.com>

国泰君安期货客户服务电话 95521