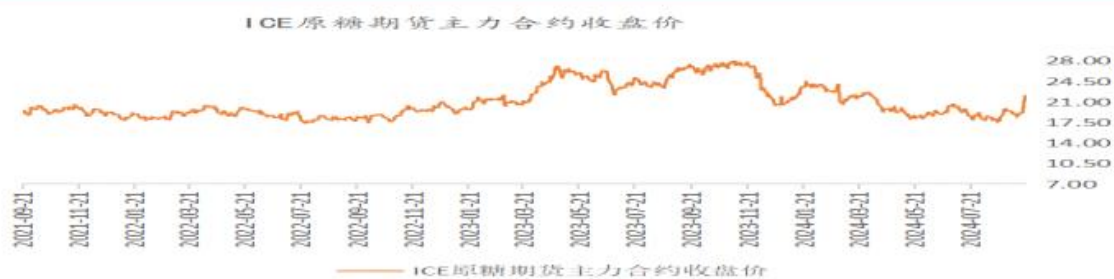


一、行情回顾

盘面来看，内外糖呈现相对内弱外强格局，本周国际原糖快速暴力拉涨，出现单日涨幅5%以上极端行情，主要受到巴西天气炒作影响，出现逼仓，郑糖总体趋势跟随原糖，但涨幅不及原糖，主要由于国内进口糖继续增量到港，糖浆预拌粉进口量持续处于高位，国内食糖供应预期充足。截至2024年9月20日，国际ICE原糖期货主力合约收盘报价22.13美分/磅，郑糖期货主力合约收盘报价5843元/吨。

图1：ICE原糖期货主力合约盘面走势



来源：文华财经 新潮研究所

图2：国内白糖期货主力合约盘面走势



来源：文华财经 新潮研究所

二、基本面分析

1、国际方面

图 3: 美元指数走势、内外糖走势对比、巴西雷亚尔走势、印度卢比走势



来源：同花顺 新湖研究所

(1) 巴西火灾：借题发挥，逼仓？

图 4：巴西 2024/25 榨季最新双周产数据

Table 1. 2024/2025 harvest season: accumulated production until September 1, 2024

Product	South-Central region			São Paulo			Others states		
	2023/2024	2024/2025	Var. (%)	2023/2024	2024/2025	Var. (%)	2023/2024	2024/2025	Var. (%)
Sugarcane ¹	406,645	422,610	↑ 3.93%	236,921	245,841	↑ 3.76%	169,724	176,769	↑ 4.15%
Sugar ¹	26,150	27,169	↑ 3.90%	17,408	17,871	↑ 2.66%	8,742	9,298	↑ 6.35%
Anhydrous ethanol ²	7,920	7,458	↓ -5.84%	3,893	3,737	↓ -4.01%	4,027	3,721	↓ -7.60%
Hydrous ethanol ²	11,174	12,999	↑ 16.34%	4,229	4,971	↑ 17.53%	6,945	8,029	↑ 15.61%
Total ethanol ²	19,094	20,457	↑ 7.14%	8,122	8,708	↑ 7.21%	10,971	11,749	↑ 7.09%
TRS ¹	55,810	58,014	↑ 3.95%	32,168	33,624	↑ 4.53%	23,642	24,390	↑ 3.16%
TRS/ ton of sugarcane ³	137.25	137.27	↑ 0.02%	135.77	136.77	↑ 0.73%	139.30	137.98	↓ -0.95%
Share % sugar	49.17%	49.15%	↓	56.79%	55.78%	↓	38.81%	40.01%	↑
ethanol	50.83%	50.85%	↑	43.21%	44.22%	↑	61.19%	59.99%	↓
Liters of ethanol/ ton of sugarcane	40.88	40.99	↑ 0.27%	34.28	35.42	↑ 3.32%	50.09	48.74	↓ -2.71%
Kg of sugar/ ton of sugarcane	64.31	64.29	↓ -0.03%	73.47	72.69	↓ -1.06%	51.51	52.60	↑ 2.11%

Table 2. 2024/2025 harvest season: BI-WEEKLY values (2nd two-week period of August, 2024)

Product	South-Central region			São Paulo			Others states		
	2023/2024	2024/2025	Var. (%)	2023/2024	2024/2025	Var. (%)	2023/2024	2024/2025	Var. (%)
Sugarcane ¹	46,583	45,067	↓ -3.25%	27,743	25,544	↓ -7.93%	18,840	19,523	↑ 3.62%
Sugar ¹	3,467	3,258	↓ -6.02%	2,351	2,073	↓ -11.82%	1,116	1,185	↑ 6.17%
Anhydrous ethanol ²	890	889	↓ -0.14%	470	416	↓ -11.44%	420	473	↑ 12.48%
Hydrous ethanol ²	1,418	1,563	↑ 10.27%	559	606	↑ 8.41%	859	957	↑ 11.48%
Total ethanol ²	2,308	2,452	↑ 6.25%	1,029	1,022	↓ -0.66%	1,279	1,430	↑ 11.81%
TRS ¹	7,170	7,001	↓ -2.36%	4,226	3,919	↓ -7.26%	2,944	3,082	↑ 4.67%
TRS/ ton of sugarcane ³	153.92	155.34	↑ 0.92%	152.31	153.42	↑ 0.72%	156.29	157.87	↑ 1.01%
Share % sugar	50.75%	48.85%	↓	58.39%	55.52%	↓	39.79%	40.36%	↑
ethanol	49.25%	51.15%	↑	41.61%	44.48%	↑	60.21%	59.64%	↓
Liters of ethanol/ ton of sugarcane	44.46	46.68	↑ 4.97%	37.08	40.00	↑ 7.89%	55.34	55.40	↑ 0.11%
Kg of sugar/ ton of sugarcane	74.43	72.30	↓ -2.86%	84.74	81.16	↓ -4.23%	59.26	60.72	↑ 2.46%

来源：UNICA 新湖研究所

图 5：巴西最新双周糖产相关数据



来源：UNICA 新湖研究所

图 6: 巴西乙醇折糖价、原糖优势



来源: UNICA ANP 钢联数据 新湖研究所

生产方面, 根据 unica 的数据来看, 双周数据利多糖价, 8 月下半月, 巴西中南部地区甘蔗入榨量为 4506.7 万吨, 同比降幅 3.25%; 甘蔗 ATR 为 155.34kg/吨, 较去年同期的 153.92kg/吨增加 1.42kg/吨; 制糖比为 48.85%, 较去年同期的 50.75%减少 1.9%; 产乙醇 24.52 亿升, 同比增幅 6.25%; 产糖量为 325.8 万吨, 同比降幅达 6.02%。累计值来看, 2024/25 榨季截至 8 月下半月, 巴西中南部地区累计入榨量为 42261 万吨, 同比增幅达 3.93%; 甘蔗 ATR 为 137.27kg/吨, 较去年同期的 137.25kg/吨增加 0.02kg/吨; 累计制糖比为 49.15%, 较去年同期的 49.17%减少 0.02%; 累计产乙醇 204.57 亿升, 同比增幅达 7.14%; 累计产糖量为 2716.9 万吨, 同比增幅达 3.9%。

低库存现状支撑国际糖价有力反弹。除此之外, Czarnikow 认为巴西中南部地区的糖结转库存将减至 200 万吨以内, 或成为 2020/21 榨季以来的最低水平。

巴西火灾对国际原糖的影响, 总体来看和之前火灾发生后的预估一致, 但市场仍然在借此话题进行交易, 导致国际原糖出现逼仓行情。Czarnikow 近期表示由于巴西干燥天气和 8 月火灾影响, 巴西中南部地区 2024/25 榨季糖产量或较预期下调近 9%, 预估巴西中南部地区的糖产量将达到 3920 万吨, 为历史第二高水平, 但同比略减 7%。据路透社报道, 全球知名糖企 Tereos 高管 Pierre Santoul 近日表示, 该公司在巴西的甘蔗田约有 3 万公顷被烧毁, 造成约 1810 万美元的经济损失。Tereos 公司在巴西有 7 家糖厂, 全部位于巴

西主要产糖地圣保罗州。除 2024/25 榨季的甘蔗收成外，下一榨季（2025/26 榨季）的甘蔗产量同样让人担忧。火灾影响了当前甘蔗的糖分，也导致可用于制糖的甘蔗数量减少。

巴西食糖出口依然强劲，巴西对外贸易秘书处（Secex）公布的出口数据显示，巴西 9 月前两周出口糖和糖蜜 186.63 万吨，较去年同期的 70.81 万吨增加 111.82 万吨；日均出口量为 18.66 万吨。

后市来看，按照巴西目前的收割进度和制糖比来看，我们预计巴西 24/25 榨季的最终食糖产量仍然相对可观，预计巴西中南部食糖产量或达到 3900-3950 万吨左右，全境产量或达到 4250 万吨左右。但是，单产情况并不乐观，我们对巴西 24/25 榨季末至 25/26 榨季的单产产生一定担忧，可能出现年底提前休榨的情况，同时，根据目前的种植情况来看，下一季单产或同比下降，需要关注四季度后或者巴西下一榨季开榨前此问题是否成为市场交易点。

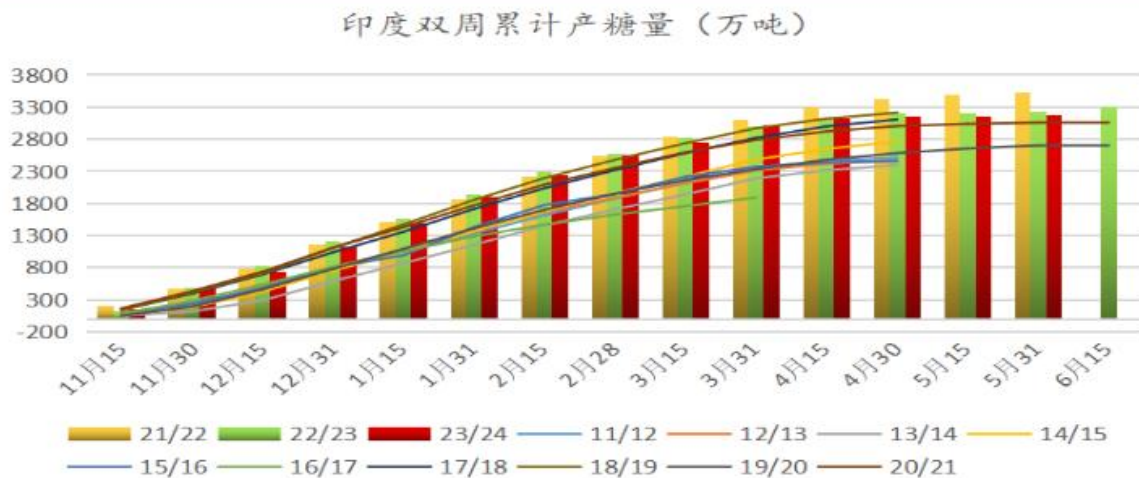
（2）印度食糖出口问题：糖价飙升，摇摆？

据印度投资信息和信用评级机构 ICRA 近日发布报告指出，印度糖和生物能源制造商协会（ISMA）预计，2024/25 榨季的糖产量将从 2023/24 榨季的 3400 万吨降至 3330 万吨。由于政府已经取消了糖转乙醇的上限，考虑到糖转乙醇消耗的 400 万吨，预计 2024/25 榨季的糖产量将下降至 2930 万吨。根据表需来看，如果印度 24/25 榨季预估食糖产量在 3330 万吨以上，加上 500-550 万吨的结转库存，除去 2750-2850 万吨的国内食糖消费，再除去 E20 计划中 2024/2025 年度需要消耗的约 400-450 万吨转乙醇的食糖，还剩余约 200-300 万吨可供出口食糖。

目前国际原糖糖价暴力拉涨，回归 22 美分/磅一线上下波动，给出印度食糖较大的出口利润空间，随着交易视线逐步转回北半球，市场对印度新季食糖出口问题的猜测愈发严重。最新的消息是，据外媒报道，印度计划连续第二年延长糖出口禁令，以应对甘蔗产量下降的前景。政府消息人士称，印度还计划从 11 月开始的新销售季节，提高石油公司从糖厂购买乙醇的价格 5% 以上，以促进生物燃料生产。为了减少碳排放，印度的目标是到 2025-26 年将乙醇在汽油中的比例从现在的 13%-14% 提高到 20%。

印度食糖出口问题反复摇摆，目前仍未有定夺。我们认为，影响印度糖能否出口的关键因素，除了政策导向，更多的是乙醇和糖出口之间的利润比较，需要关注印度食糖出口平价和国际糖价直接是否给出出口利润，我们认为短期的关键在于印度开榨之前国际原糖价格能否保持在 19.5 美分/磅以上，长线来看则需要关注乙醇价格变动。

图 7: 印度双周糖产量数据



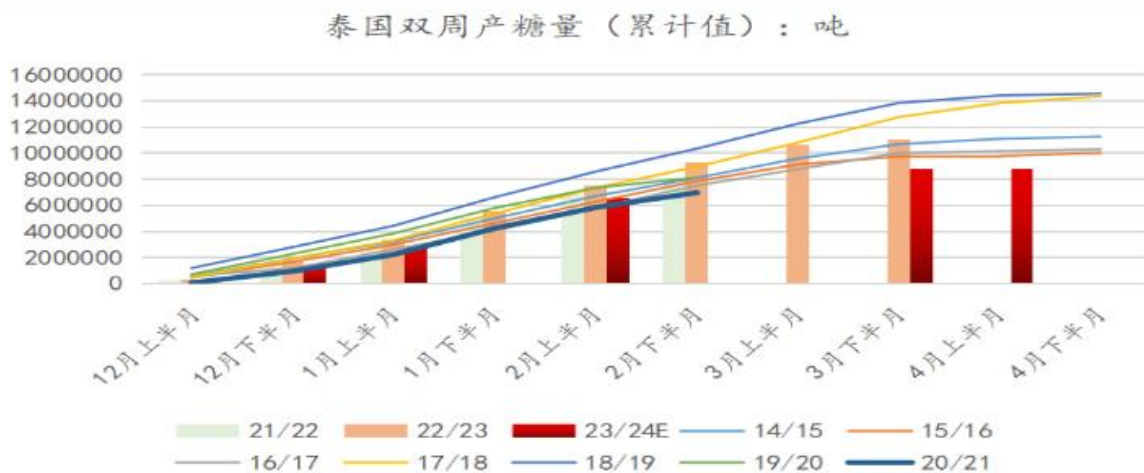
来源: ISMA Global Weather Interactive 新湖研究所

图 8: 印度食糖供需平衡表预估



来源: USDA ISMA 新湖研究所

图 9：泰国食糖双周数据



来源：OSCB 新湖研究所

（3）内糖相对外糖偏弱：进口量较大，替代品进口量维持高位，新季开榨在即

9月初国内广东广西均出现影响程度较大的台风天气，根据泛糖科技的数据来看，本轮台风“摩羯”对于广西、广东与海南蔗区的甘蔗生产影响较大，估计损失甘蔗量约190万吨，以三省区的历史产糖率均值计算，折糖约21万吨，如果考虑到甘蔗倒伏造成的糖分累积不佳因素，则产糖量损失会更多。超强台风“摩羯”肆虐两广地区的甘蔗种植区，预计广西、广东、海南三省甘蔗产量分别损失约115万吨、61万吨、10万吨，合计约186万吨，按照1吨甘蔗生产0.033吨糖蜜计算，则我国甘蔗糖蜜产量预计减少约6万吨，但较上榨季仍会有明显增产。根据目前产区情况预计，2024/25榨季全国甘蔗入榨量为7732万吨，甘蔗糖蜜产量为255.16万吨，较原预测减少6万吨。其中，广西、广东、海南糖蜜预计产量分别为179.29万吨、17.52万吨、2.01万吨。按照目前中糖协的预估，24/25榨季国内食糖产量或达到1100万吨左右，减去台风影响导致的食糖产量减量，最终新季或同比增产约80万吨，关注后续含糖量数据情况。

甜菜糖厂9月中下旬陆续开机，将继续补充国内食糖供给，或抵消台风影响。

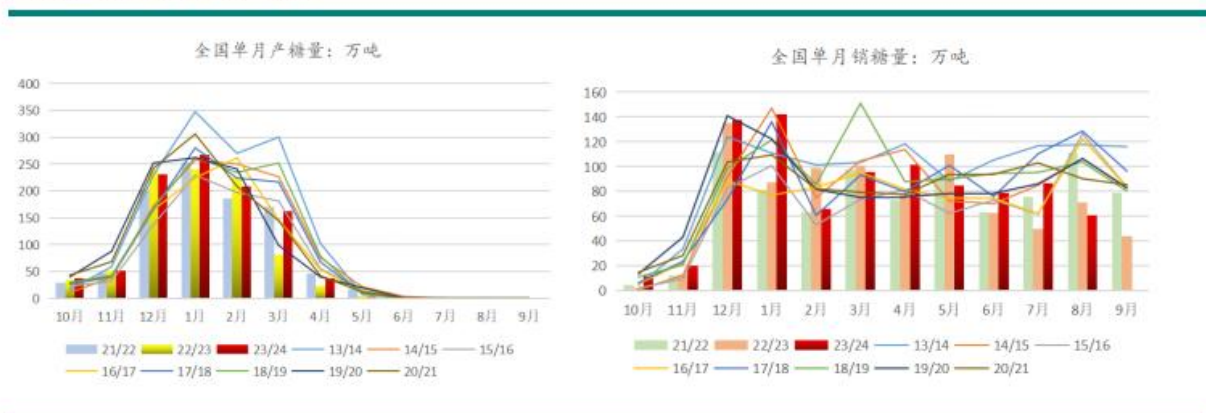
进口方面来看，海关总署公布的数据显示，2024年8月份我国进口食糖77万吨，同比增加40.40万吨，增幅110.41%。2024年1-8月我国累计进口食糖249.39万吨，同比

增加 91.95 万吨，增幅 58.41%。2023/24 榨季截至 8 月底，我国累计进口食糖 435.38 万吨，同比增加 100.82 万吨，增幅 30.13%。

海关总署公布的数据显示，8 月份我国进口糖浆和预混粉合计 27.12 万吨，同比增加 8.62 万吨。2024 年 1-8 月我国进口糖浆及预混粉合计 145.11 万吨，同比增加 21.24 万吨。23/24 榨季截至 8 月底我国进口糖浆及预混粉合计 186.74 万吨，同比增加 44.02 万吨。

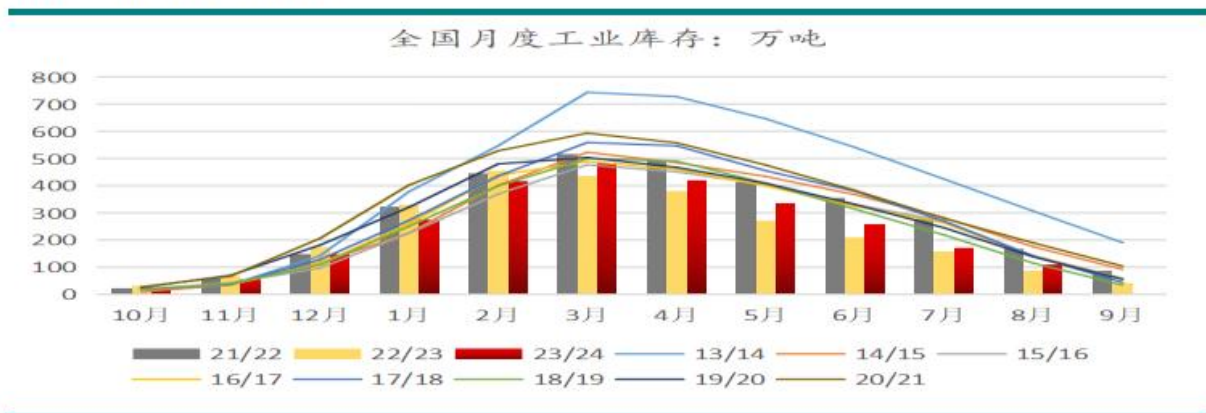
国际原糖暴力反弹，配额外内外价差倒挂格局再次对国内后续进口产生一定威胁，但是与之抗衡的是国内新季食糖开榨在即，自供应将会增加，或缓解由于原糖暴涨带来的进口危机。短期来看，关注三季度末甜菜糖开机后对 01 合约糖价的施压情况，关注反弹逢高沽空布局。

图 10: 全国单月糖产销



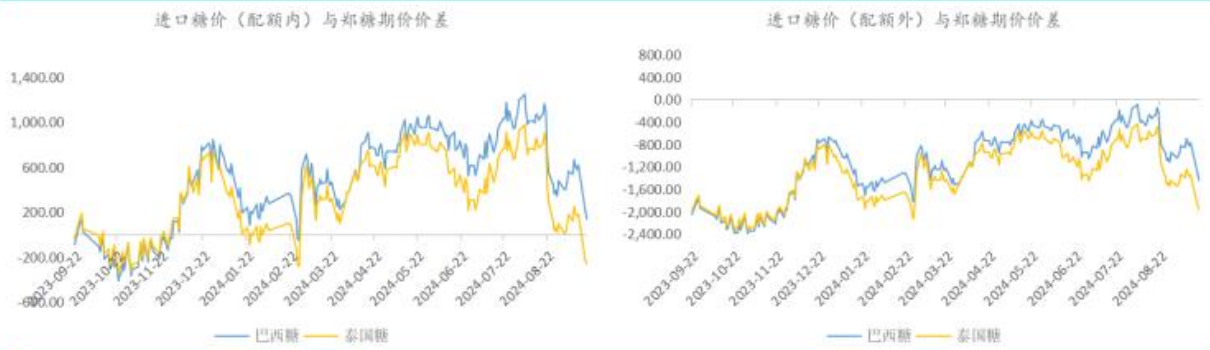
来源: 中国糖业协会 新湖研究所

图 11: 全国糖月度工业库存



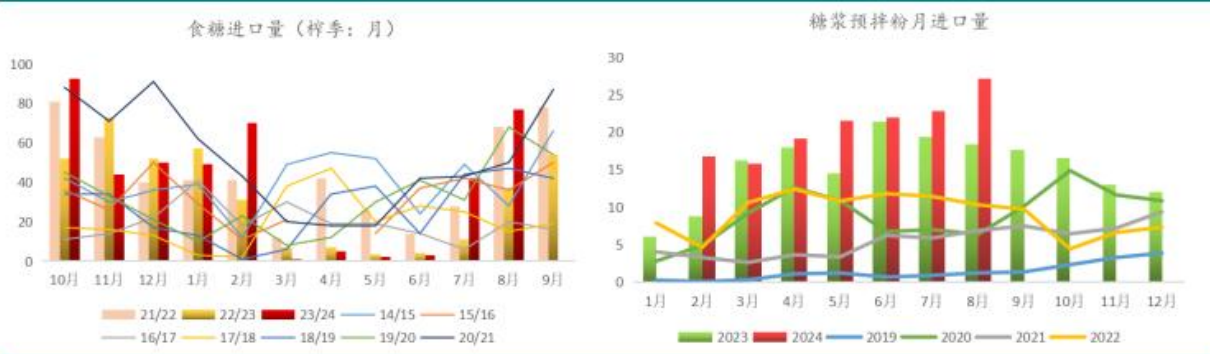
来源: 中国糖业协会 新湖研究所

图 12: 食糖进口利润情况



来源：同花顺 新湖研究所

图 13: 食糖进口数据、糖浆预拌粉进口数据



来源：海关数据 新湖研究所

图 14: 基差



来源：同花顺 新湖研究所

三、结论、观点

国际方面，国际原糖如预期反弹，但反弹力度明显大于市场预期，存在逼仓现象，短期关注技术压力是否生效，基本面来看，巴西火灾造成的损失逐步被盘面消化，后期关注巴西制糖比是否在原糖优势增加的情况下回归高值，同时关注印度出口问题是否出现新的转机。

国内方面，郑糖相对原糖偏弱运行，但受到原糖带动，仍有一定反弹，关注上方技术压力位。现货端挺价意愿降低，关注期现回归方向。九月中下旬甜菜糖厂陆续开机，后期或对 01 合约产生较大压力，关注是否给出逢高布空机会。长线来看，国内外供需格局均趋向宽松，预计国内糖价长期维持偏弱运行可能性较大。

撰稿人：新湖农产品组

陈燕杰

执业资格号：F3024535

投资咨询号：Z0012135

孙昭君

执业资格号：F3047243

投资咨询号：Z0015503

电话：0411-84807839

撰写日期：2024 年 09 月 20 日

审核人：刘英杰

免责声明：

本报告由新湖期货股份有限公司（以下简称新湖期货，投资咨询业务许可证号32090000）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其他法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于新湖期货。未经新湖期货事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布。如引用、刊发，须注明出处为新湖期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。本报告的信息均来源于公开资料和/或调研资料，所载的全部内容及观点公正，但不保证其内容的准确性和完整性。投资者不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是新湖期货在最初发表本报告日期当日的判断，新湖期货可发出其他与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新湖期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知更新情况。新湖期货不对因投资者使用本报告而导致的损失负任何责任。新湖期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于投资者，新湖期货建议投资者独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计、税务建议或担保任何内容适合投资者，本报告不构成给予投资者投资咨询建议。研究报告全部内容不代表协会观点，仅供交流使用，不构成任何投资建议。

