

糖业：白糖超级牛市进入第二阶段

分析师：蒋小东、吴晓丹

021-22169122、22169123

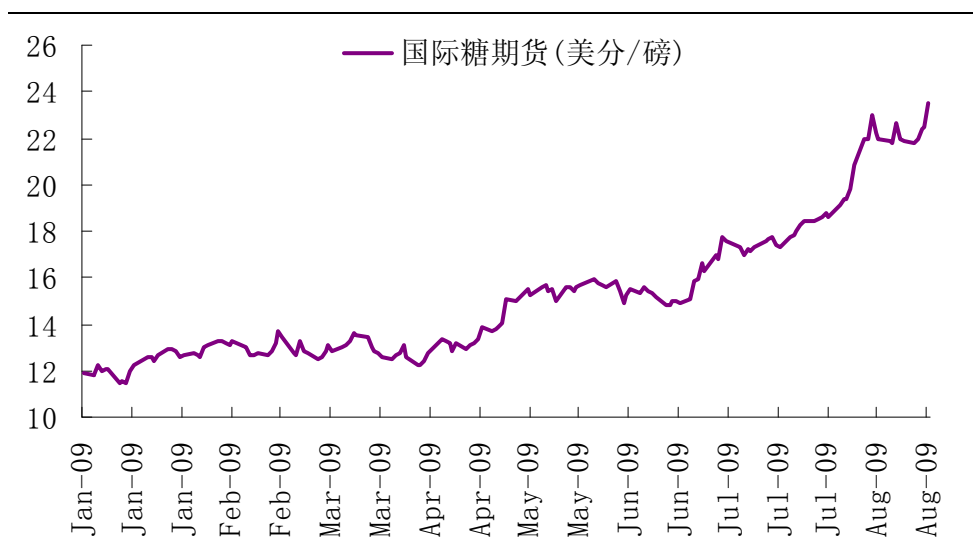
jiangxd@ebcn.com wuxd@ebcn.com

◇ 事件：国际糖价周五再创 28 年新高

◆国际糖价再创新高，这正是我们所预期的超级牛市：

国际糖价周五上涨 4.58%，一举突破近 2-3 周的 22 美分/磅的平台，再创 28 年新高。如果说前期市场还处于怀疑是否存在超级牛市的阶段，那么周五国际糖价的上涨却是实实在在告诉市场，超级牛市正在步步验证。

图 1：国际糖期货走势：



数据来源：彭博

我们今年五月份以来的糖系列报告反映了我们对此轮糖超级牛市认识不断加深的过程。09 年 5 月至 6 月初，我们仅停留在国内白糖供需变化造就的普通牛市层面，详见报告：

《20090504_农林牧渔：糖价上涨将引发糖企阶段性行情》、

《20090514_农林牧渔：下榨季广西糖料蔗收购价确定将有利糖价上涨》、

《20090602_农林牧渔：下榨季甘蔗种植面积将略降，建议增加中粮屯河配置》。

而 8 月份后，由于我们对历史糖价波动性的理解和此轮行情的时间演变顺序，我们越来越认识到这轮国际糖价的行情接近于 50 年来的第 3 轮超级牛市，详见报告：

《20090804_农林牧渔：白糖基本面支持糖价进一步上涨》、

《20090810_糖业深度报告：白糖 50 年内第 3 次超级牛市近在眼前》、

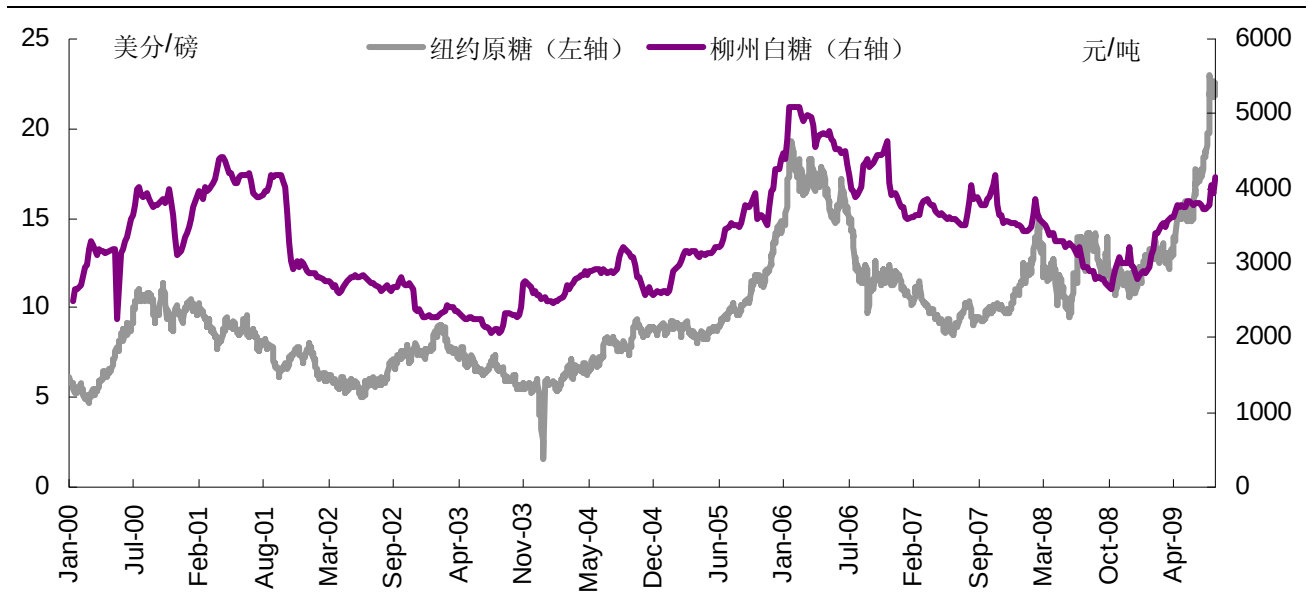
《20090819_农林牧渔：巴西：会是糖价潜在利空吗？》

◆国内外糖价高度相关，贸易量不影响相关性：

市场以贸易量少为由而误以为逻辑上看国内糖价和国际糖价不应该存在明显的相关性。

而从近十年的内外糖的实际走势看，二者却存在高度的相关。唯一相关性相对较弱的时期发生在近半年，但这并不构成内外糖价不联动的理由，近半年国内外糖价的弱相关性在于国内外的供需状况截然不同，国际连续存在缺口，而国内 08/09 榨季由于减产才刚开始走向紧平衡乃至不足。

图 2：国内、国际近十年糖价对比：



数据来源：彭博 光大证券研究所

事实上，从全球视野看，全球糖的贸易量都不高，但这并不构成国际各地糖价不联动的主要理由，其联动更多基于心理及潜在贸易层面。我们相信，伴随着近期国际糖价创出 28 年新高，国内糖价的新高走势也将近在眼前。

◆白糖超级牛市正在进入第二阶段，继续看好南宁糖业、中粮屯河：

我们预期，白糖的超级牛市将进入第二阶段。伴随着国际糖价周五再次创出新高，国内现货、期货糖价将开始快速上涨，需求将迅速放大，这里的需求主要是投机性需求，将同时出现在现货和期货两处，原本显性的社会库存将快速沉淀为社会库存。同时，糖厂开始惜售，从现象上来看，现货的成交量和第一阶段一样不会很高，不同的是，第一阶段是观望，第二阶段是惜售。

进入第二阶段，我们原本所预期的 08/09 榨季的 1350 万吨的需求量可能明显上升，上升的是投机性需求，在社会库存层面，需求增加 100-200 万吨社会库存将变得轻而易举，而这将造成现有库存的迅速枯竭。

伴随着投机性需求的快速增长，糖价也将迅速上升，最最保守的观点是国内糖价冲破前期 5500 元/吨的高点，而超级牛市下，技术上国际糖价先看 25 美分，再看 40 美分，而 40 美分下内糖价格将升至 8000 元/吨。

我们所设立的南糖 40 元目标价、屯河 25 元目标价是基于 6000 元的糖价，而伴随着超级牛市的演变，原本我们的预期只会让后知后觉者认为保守。

◆一周内国内外催化相继出炉，未来还有什么：昙花一现的第三阶段？：

我们预期，未来一周国内外的催化剂将相继出炉，国际的催化剂是期货价格快速上涨，国内的催化剂是 8 月份的消费数据，我们预期 9 月份工业库存仅剩余 150 万吨，这仅够 2 个月的消费之需。

我们无法预期白糖超级牛市第二阶段的高度和存在时间长短，但我们之前的预期：因为市场无法增加 09/10

榨季的供应量，但是却能几乎无限增加 10/11 榨季的产量，这样，最保守的安全时间在于 09 年年底，而略显乐观一点的周期在 2010 年 3 月份，即这之前看多糖价都是安全的。

还有一个问题，第二阶段之后是什么，我们认为是昙花一现的第三阶段，二者的差别在于，第二阶段还是有成交量的，看多者追加价码仍能获得糖，惜售者多少还会售出手中部分糖；而疯狂的第三阶段，或者称之为昙花一现的第三阶段，除了糖价的猛涨外，鲜有现货易手，随着糖价无节制的快速上涨，第三阶段在美丽的礼花中结束。

分析师介绍

蒋小东，南开大学经济学学士，证券从业 7 年，2006 年起从事农林牧渔行业研究，2008 年新财富最佳分析师“农林牧渔”第四名。
吴晓丹，上海交通大学管理学硕士。2008 年 3 月起加入光大证券研究所团队，现从事农林牧渔行业研究。

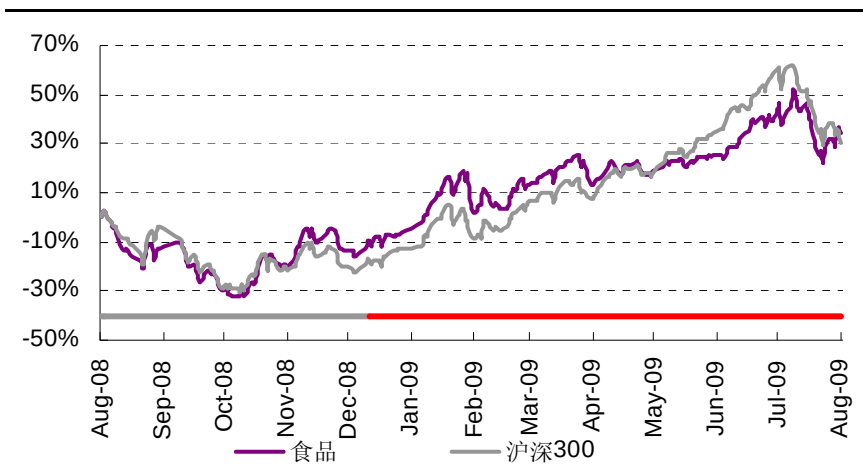
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

食品

分析师：蒋小东



资料来源：光大证券研究所

日期	行业评级
2009-01-07	增持
2009-03-20	增持
2009-05-04	增持
2009-05-14	增持
2009-06-02	增持
2009-07-01	中性
2009-08-04	中性
2009-08-05	增持
2009-08-10	增持
2009-08-19	增持

买入 —	增持 —	中性 —
减持 —	卖出 —	

行业及公司评级体系

买入——未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持——未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性——未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持——未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出——未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志	010-68561122-1717	13810794466	lidz@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68561122-1779	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561122-1732	13718402651	wujiang@ebsecn.com
上海				
	戴茂戎	021-22169999-9086	13585757755	daimr@ebsecn.com
	王莉本	021-22169999-9083	13641659577	wanglb@ebsecn.com
	杨日昕	021-22169999-9082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
深圳				
	王汗青	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。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抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。