

回归价值中枢，演绎季节规律

中证期货研究部 农产品小组

王聪颖	陈树韦	侯峻
电话：(0755) 83213347	电话：(010) 57762981	电话：(0755) 83212747
邮箱：wcy@citicsf.com	邮箱：chenshuwei@citicsf.com	邮箱：houjun@citicsf.com
杨文新	吴向科	陈静
电话：(0755) 83212744	电话：(0755) 82537903	电话：(010) 57762982
邮箱：ywx@citicsf.com	邮箱：wxk@citicsf.com	邮箱：chenjing@citicsf.com

摘要：

- ❖ 总体观点：糖价呈现前跌后涨的格局，但全年再创历史新高可能不大。全球进入丰产周期，预计期末库存消费比将走高；国内也告别连续3年减产，迎来新一轮增产轮回。高糖价对用糖需求抑制明显，2011年春节消费行情或不可期。2011/12年度供需缺口约200万吨，完全可以由进口填补，国内糖市不存在刚性缺口。预计糖价在2012年牛市难以再现，回落至价值中枢5712元/吨的可能性较大，全年运行平稳，季节性行情主导，波动区间为4700-6700。
- ❖ 操作上，建议2012年上半年做空，5-6月关注糖价筑底后夏季行情的做多机会。另外把握市场节奏，视情况判断春节多头行情的启动和强度。其他时间保持偏空或震荡整理操作思路。
- ❖ 首先，国际上，巴西2011/12年度产糖略好于市场预期，2012/13年度将实现恢复性增产，印度产糖2600万吨，泰国1000万吨。而经济低迷，用糖需求增长缓慢。全球糖市供需平衡表显示，期末库存消费比将走高，糖价有望回落。
- ❖ 其次，国内2011/12年度预计产糖1150-1200万吨，糖市将结束连续3年减产造成的紧张格局。具体看预计北方甜菜糖创历史新高达到200万吨；南方广西能达到720万吨，云南突破200万吨。
- ❖ 第三，几个问题的思考——甘蔗收购价对应的7000元/吨联动价格不构成支撑；2011年春节旺季不旺在所难免；2011年的冬天是拉尼娜现象，但目前看温度同比一直偏高1-2度，霜冻的可能不大。
- ❖ 第四，市场告诉我们什么？——基金净多持仓量正萎缩。资金从糖市撤离；期限结构：远期曲线走低，预示糖价未来走熊。
- ❖ 2012年行情展望：总体上，白糖牛市终结，未来2-3年将步入漫漫熊市周期。具体到2012年的行情，糖价将回归价值中枢5712元/吨，全年运行区间（4700-6700）；而受白糖产销的季节性

2012年度白糖投资策略

规律主导，糖价呈前跌后涨的格局，存在波段机会。

- ❖ 1-2月春节前后，预计将演绎“旺季不旺”。3-5月，处于传统消费淡季，糖价延续弱势，甚至可能跌破成本价。而6-9月，夏季到来，下游尤其是饮料行业消费增幅较大，将拉动糖价走高。而10-12月，则重点取决于2012/13年度糖产量的预估和新糖上市情况，可能出现震荡整理后继续上行的格局；但总体上，糖生产处于“增产”周期，糖价在2012年再创历史新高的可能不大。

2012 年度白糖投资策略

目录

一、行情回顾：新高平台上，双重大顶终结牛市	1
二、糖市大棋局——全球增产，基本格局扭转	3
2.1 巴西：2011/12 年度糖产量十年来首度降低，预计 2012/13 年恢复性增产	4
2.2 印度：预计 2011/12 年度产糖 2600 万吨，超过 2200 万吨的消费量，至少出口 300 万吨	5
2.3 泰国：连续两年大幅增产，预计 2011/12 年度产糖 1000 万吨，出口达 760 万吨历史新高	7
小结：总的看，全球糖增产，糖市大棋局的基调由“供需紧张”向“供过于求”转变。	9
三、国内增产，供需缺口进口补	10
3.1 糖料面积：甘蔗甜菜分别达到均衡	11
3.2 产糖量：糖产量预计实现恢复性增产，达到 1150-1200 万吨。	12
3.3 国内消费平稳：连续两年高糖价对糖需求有一定抑制作用，国内糖消费预计保持平稳略增。	14
3.4 进口形势良好：国际糖市增产，为我国进口需求提供了有力的支持	17
四、几个问题的阐述	19
4.1 甘蔗二次结算联动价格 7000 元/吨对糖价不构成绝对支撑	19
4.2 2012 年春节“旺季不旺”在所难免	21
4.3 2011 年的冬天广西出现霜冻的可能不大	21
五、市场告诉我们什么？	23
5.1 净多持仓量正萎缩	24
5.2 期限结构：远期曲线走低，糖价仍在下跌通道	24
六、2012 年度回归价值中枢，演绎季节规律	25
免责声明	27

2012 年度白糖投资策略

图目录

图 1.1: 郑糖指数 2011 年创新高, 双重顶 (日K线图)	1
图 1.2: 原糖指数 2011 年创 1980 年来新高, 双重顶 (日K线图)	1
图 2.1: 泰国、印度、巴西与世界糖出口变动图.....	3
图 2.2: 全球糖产量分布 (2011/12 年度预估)	3
图 2.3: 全球糖出口分布 (2011/12 年度预估)	3
图 2.4: 巴西十年来首次减产	4
图 2.5: 巴西 2011/12 年度产糖 (红色)	4
图 2.6: 巴西糖产量和出口降低, 但期末库存消费比提高	5
图 2.7: 巴西甘蔗种植面积稳定增长.....	5
图 2.8: 巴西甘蔗单产正处于上升通道的调整阶段.....	5
图 2.9: 2011/12 巴西糖用甘蔗比例为近 3 年最高.....	5
图 2.10: 印度糖产量波动较大, 其进口需求变化多端, 但总体上期末库存消费比正从底部回升	6
图 2.11: 印度甘蔗种植面积和甘蔗单产周期变动规律显著	7
图 2.12: 印度人均食糖和粗糖消费量.....	7
图 2.13: 印度国内产需缺口(千吨).....	7
图 2.14: 印度年进口食糖量(千吨).....	7
图 2.15: 泰国糖产量、出口稳步增长, 成为国际糖出口国行列的“后起之秀”	8
图 2.16: 泰国甘蔗种植面积稳定, 单产达到历史最高水平.....	9
图 2.17: 泰国糖出口量预计未来 3-5 年强劲增长	9
图 2.18: 全球食糖供需状况: 期末库存消费比正从底部回升	9
图 2.19: 世界和主要糖生产国、消费国期末库存消费比回升	10
图 3.1: 中国食糖供需状况: 期末库存消费比正从底部回升	11
图 3.2: 中国糖料面积 (单位: 千公顷)	11
图 3.3: 主产区甘蔗糖产量.....	13
图 3.4: 广西省内各大集团和糖厂预计 2011/12 年度产糖量.....	13
图 3.5: 食糖月销量 2011 年同比降低.....	14
图 3.6: 食糖月度累计销售率 2011 年同比降低.....	14
图 3.7: 含糖食品同比继续增长, 但涨幅下降:	15
图 3.8: 2011 年淀粉糖产量为 1050 万吨	16
图 3.9: 2000 年以来淀粉糖产量年度增长率	16
图 3.10: 现货报价-柳州	16
图 3.11: 现货报价-南宁	16
图 3.12: 现货报价-昆明	17
图 3.13: 现货报价-营口	17
图 3.14: 2011 年 1-10 月累计进口糖 201 万吨, 同比增 24%	17
图 3.15: 2010/11 榨季累计进口糖 241 万吨, 同比增 41.06%	17
图 3.16: 2010 年, 我国进口食糖量 (月度值)	18

2012 年度白糖投资策略

图 3.17: 2011 年 1-10 月, 我国进口食糖量 (月度值)	18
图 3.18: 巴西糖 2011/12 年度月出口量 6 月回升, 同比持平.....	18
图 3.19: 巴西糖 2011/12 年度累计出口量同比降低.....	18
图 3.20: 2010 年我国累计进口食糖分国别占比: 泰国仅为 0.65%.....	19
图 3.21: 2011 年 1-10 月我国累计进口食糖分国别占比: 泰国比重提升至 12.95%	19
图 4.1: 过去 7 年, 现货最低价有 5 年低于联动价.....	19
图 4.2: 过去 7 年, 期货最低价有 4 年低于联动价.....	19
图 4.3: 2007/2008 和 2008/2009 两年现货最低价跌破成本	20
图 4.4: 2008/2009 年期货最低价跌破成本.....	20
图 4.5: 主产区历年甘蔗收购首付价连涨 3 年	21
图 4.6: 广西糖生产成本近 3 年来涨幅明显.....	21
图 4.7: 2011 年 11 月销糖量同比降 40%, 且低于 2008 年	21
图 4.8: 2011 年 11 月糖产销率同比降低 17 个百分点	21
图 4.9: 近五年来, 拉尼娜和厄尔尼诺的分布	22
图 4.10: 广西气温同比历史气温均值偏高.....	23
图 4.11: 广西气温同比 2009 年以来气温均值偏高.....	23
图 4.12: 广西降雨同比历史降雨均值略高.....	23
图 4.13: 广西降雨同比 2009 年以来降雨均值略高.....	23
图 5.1: 原糖非商业净多头减少至 2008 年以来最低水平	24
图 5.2: 郑糖持仓回落, 资金流出	24
图 5.3: SR1205 合约-SR1201 合约价差探底回升.....	25
图 5.4: SR1209 合约-SR1201 合约价差探底回升.....	25
图 5.5: SR1209 合约-SR1205 合约价差探底回升.....	25
图 5.6: 远期曲线走低 (以 2011 年 12 月 9 日为例)	25

表目录

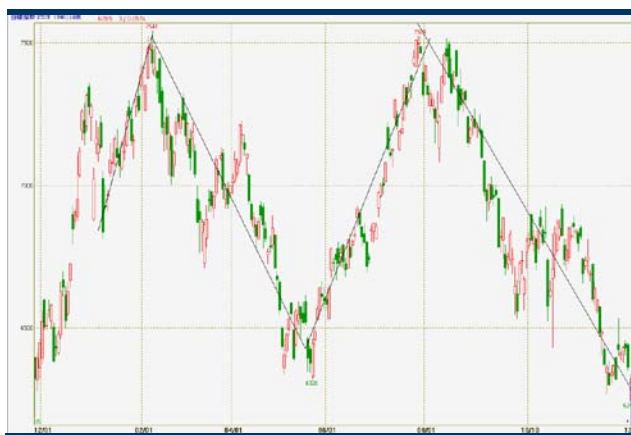
表 3.1: 国内历年糖产量 (单位: 万吨)	12
表 3.2: 2010/11 年度食糖产量排行榜.....	13
表 3.3: 下游含糖食品产量 (2000-2011)	15

一、行情回顾：新高平台上，双重大顶终结牛市

2010年的明星品种——白糖，在2011年再次赚足了眼球，颇具可圈可点之处。尤其是双重顶格外牵动人心，也预示着糖价连续3年的大牛市或将终结。

年初内外盘延续2010年的涨势，在春节消费的催化作用下，分别创30年和历史新高；年中7、8月份，在夏季消费的提振下，两度挑战年初纪录高点，均未果。历史新平台上的双重大顶，消费旺季的双头走势，显示市场承压较重。鉴于此，我们在8月底撰写了投资策略报告《季节性行情提前结束，新榨季压力渐重》，认为夏季消费行情已经提前结束，新榨季到来供需格局悄然发生逆转。在此后也维持了中长期看空至5800-6000的观点，并得到了市场的证实。

图 1.1: 郑糖指数 2011 年创新高，双重大顶（日K线图）



资料来源：文华财经，中证期货研究部

图 1.2: 原糖指数 2011 年创 1980 年来新高，双重大顶（日 K 线图）



资料来源：文华财经，中证期货研究部

具体看，国内白糖走势如我们在年报中预期的，在新高平台上演绎了季节性规律，全年高点分别出现在春节期间和夏季。以指数为例，全年三个最高点依次为2011年2月18日当周7541，2011年7月29日当周的7524，2011年8月12日当周的7514。目前糖价从8月见顶之后回落，一路延续下跌，逐步接近我们中长期看空到5800-6000的区间。

总的看国内2011年糖价走势特点有三：

1. 季节性规律提前。

在国内连续三年减产、以及春节消费旺盛等利多因素提振下，糖价再接再厉，一举创下历史新高。之后进入传统消费淡季，糖价也在纯销期一路走低至6300一线，经过5月底徘徊整理，6月迎来夏季消费，展开了为期近三个月的强大上行攻势。

白糖季产年销，一般的，到了9月份是新旧榨季交替之际，也恰恰是老糖将尽，新糖未出的“青黄不接”之时。行业内也有“七死八活九回头”的说法，意为，7月糖价低迷，8月夏季消费需求

2012 年度白糖投资策略

旺盛，糖价走高，9月市场缺货，糖价仍继续上涨。不过今年略有不同的是，糖价在7月底高达7524，逼近年初高点，8月中旬复上升至7500附近。之后就坚定了调头下跌。一路畅快淋漓，直奔6000。

究其原因，是进口糖大量增长，国储频频出手，打乱了糖价季节性规律的运行，总的看，是提前了——夏季消费提前来临，夏季消费提前结束。在盘面上，可以看到6月初开始上涨，8月底终结。而往年一般都是7月上涨，9月底终结。

2. 7000元/吨以上高位运行时间长达6个月之久。

2011年糖价之高，高位运行时间久长达6个月。糖价在7000以上的时间分为两段：一是，春节前后，即1月至4月初，中间略有反复。这段时间主要的利多因素有两个，国内是连续3年减产造成了国内供需紧张，而恰逢春节，供需缺口就显得格外突出。国际上，4月巴西2011/12年开榨，Unica调低糖产量预估，尤其这是巴西在连续十年增产之后首度减产，更让本来期末库存比就处于历史低位的糖市感觉“看不到光明的曙光”。二是，7月5日至9月5日整整两个月的时间，糖价都在7000上方高位运行。

3. 三个山头构筑双重大小顶。

双重大顶是指2011年初和2011年7-8月形成的大顶，时间跨度6个月；双重小顶是指2011年7-8月形成的小顶，时间为2个月；而三个山头尤其以2011年初的顶最高。2011年7、8月处于夏季消费旺季，也没能超越年初的历史高位，实质上已经预示了基本面供需由紧张转为宽松。糖价的牛市就此总结，糖高宗、糖太宗等也将成为历史。大山压顶，白糖也终于低下高昂的头。

《中证期货2011年度白糖投资策略报告——告别低糖价，更上一层楼》2011.1.10

《中证期货2011年2月白糖投资策略报告：历史新高 后有望回落，共响第一季度协奏曲》
2011.2.11

《中证期货2011年度3月白糖投资策略报告 基本面与政策博弈，3月初进行方向选择》2011.3.3

《中证期货2011年度二季度白糖投资策略报告：一季度行情如期上演，二季度初延续弱势》
2011.4.1

《2011年5月白糖投资策略报告：新高平台上演季节规律 短期内仍有下行风险》2011.5.5

《中证期货2011年6月白糖投资策略报告：敏感期消费升温 糖价震荡上行》2011.6.9

《中证期货2011年下半年白糖投资策略报告 三季度看多，四季度高位震荡》2011.6.24

《中证期货2011年8月白糖投资策略报告短期加速调整，中期上涨格局暂不改》2011.8.1

《中证期货2011年9月白糖投资策略报告 双顶成型，后市偏空》2011.9.5

《中证期货2011年四季度白糖投资策略报告 反弹后将重回下跌，有待春节消费提振》
2011.10.13

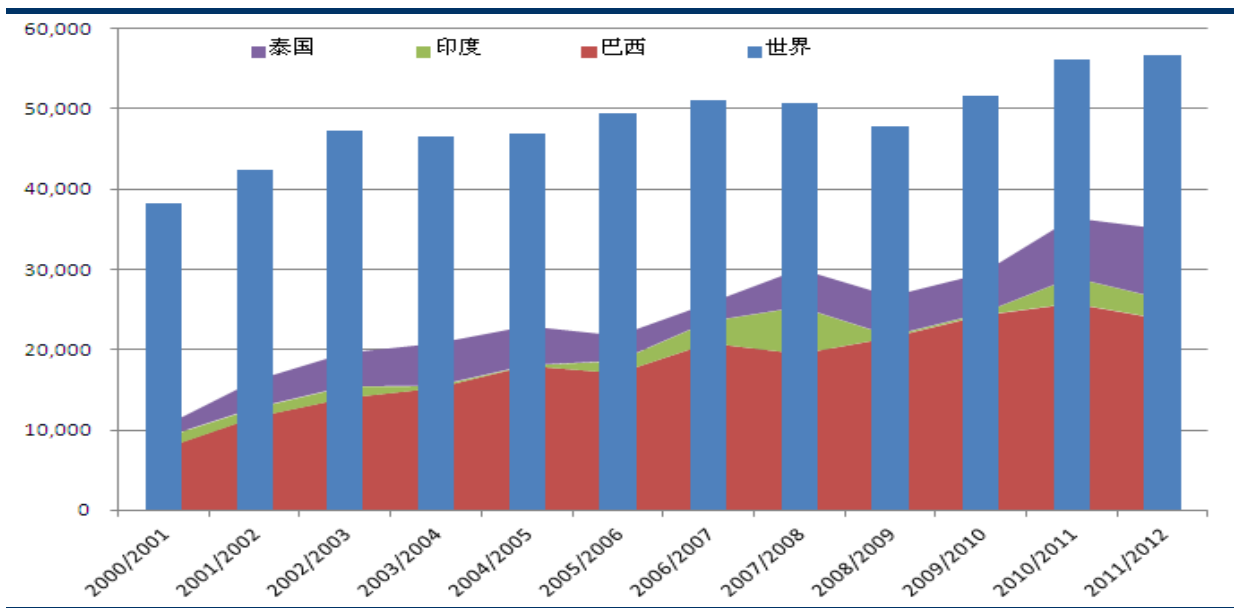
《中证期货2011年11月白糖投资策略报告 短期看空，消费提振尚待时日》2011.11.2

二、糖市大棋局——全球增产，基本格局扭转

引子：全球糖市主要看巴西、印度和泰国的脸色。

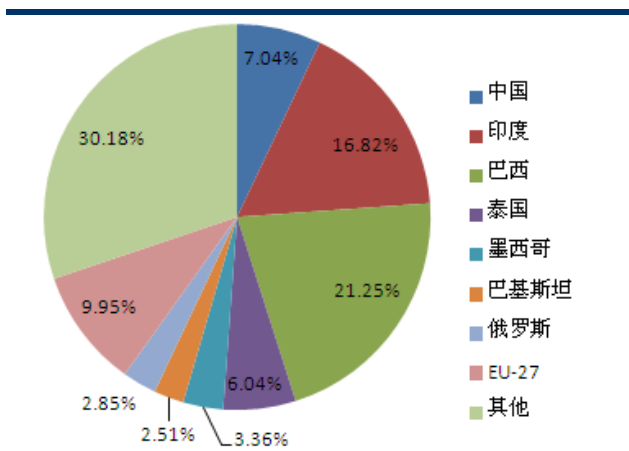
具体而言，巴西产量和出口量居全球之首，地位自然举足轻重；印度是全球第一大糖消费国，产糖量也位居前列，其出口量虽不大，但其产量的波动幅度较大，故其进口需求波动会影响全球糖市场的供需平衡。而泰国可谓是“后起之秀”，其产糖量增长迅速，居世界第四；泰国糖产量的70%多用于出口，出口量居世界第二。

图 2.1: 泰国、印度、巴西与世界糖出口变动图：三国之和占 61.5%，且印度保持平稳，泰国增长弥补巴西减少部分



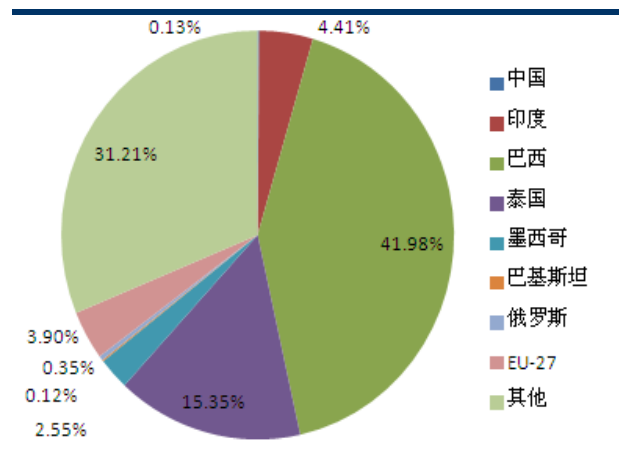
资料来源: USDA, 中证期货研究部

图 2.2: 全球糖产量分布 (2011/12 年度预估)



资料来源: Bloomberg, 中证期货研究部

图 2.3: 全球糖出口分布 (2011/12 年度预估)



资料来源: Bloomberg, 中证期货研究部

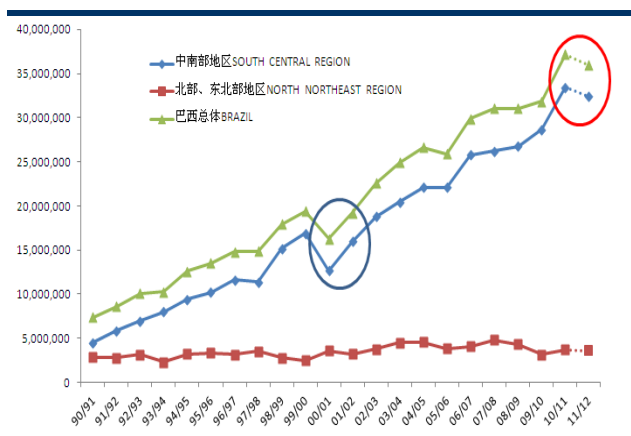
2012 年度白糖投资策略

2.1 巴西：2011/12 年度糖产量十年来首度降低，预计 2012/13 年恢复性增产

2011年4月巴西开始2011/12年度的压榨工作，随着生产的继续，Unica对巴西甘蔗和食糖生产的预估不断调低，引发了市场对食糖供应紧缺的担忧。但总体上看，巴西2011/12年度糖产量下降幅度低于预期，出口总量略降，但期末库存消费比维持稳定，预计2012/13年度能实现恢复性增产，重新回到糖产量上升通道。

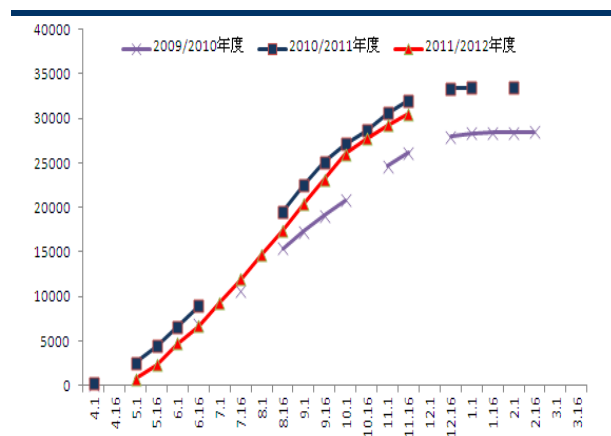
Unica每半个月公布的生产数据显示，巴西中南部地区2011/12年度每半月累计产糖量同比降幅最大时达到18%。截至11月16日，巴西中南部地区累计产糖量同比降4.73%。虽然总体上较2010/11年度减产已成事实，但减产幅度低于预期。预计巴西糖产量能达到3600万吨，同比降3.2%，最初预估减产10%。

图 2.4: 巴西十年来首次减产



资料来源：Unica, 中证期货研究部

图 2.5: 巴西 2011/12 年度产糖 (红色)



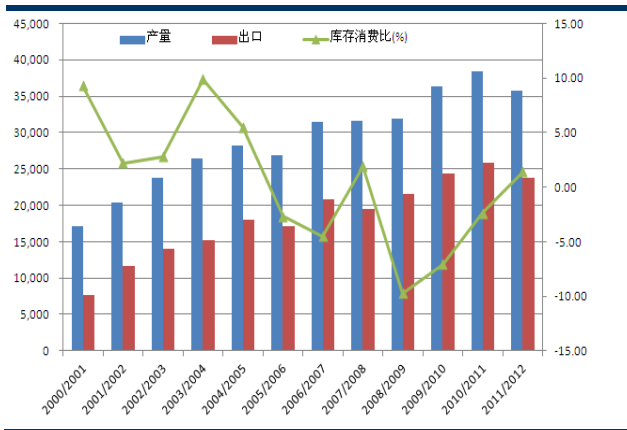
资料来源：Bloomberg, 中证期货研究部

巴西2011/12年度减产导致其出口量降低较为明显，不过，期末库存消费比继续走高。其国内供需呈宽松格局。

另外，预计巴西在2012/13年度有望实现恢复性增产，重新回到增产通道。实际上，巴西受益于可耕种面积辽阔，糖产量不存在“三年减产，两年增产”的规律。巴西自从2000年开始糖产量处于稳步上升通道，主要得益于不断扩大的甘蔗种植面积。巴西土地面积为800百万公顷，可耕地面积为320百万公顷，已开垦土地60百万公顷，甘蔗种植面积却不到9百万公顷。2011/12年度糖产量意外降低，主要是因为甘蔗老化导致甘蔗单产下降。

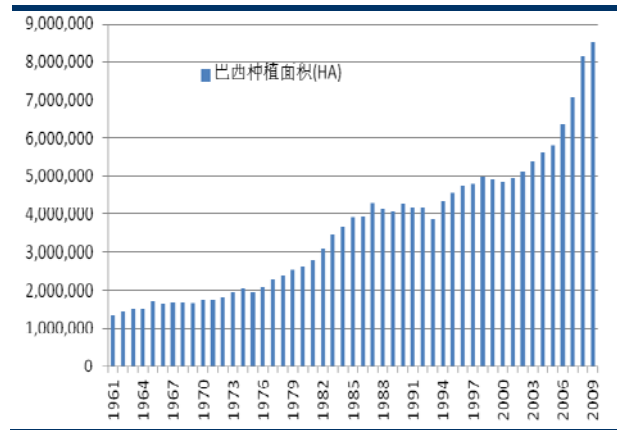
2012 年度白糖投资策略

图 2.6: 巴西糖产量和出口降低, 但期末库存消费比提高



资料来源: USDA, 中证期货研究部

图 2.7: 巴西甘蔗种植面积稳定增长

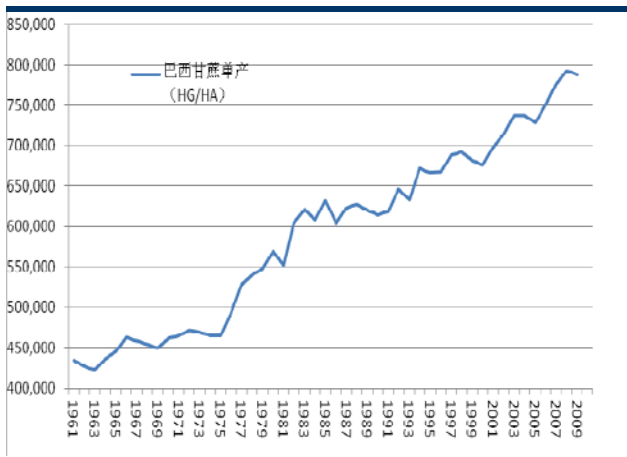


资料来源: Unica, 中证期货研究部

从历史数据看, 甘蔗单产提高已经延续了 10 年之久。出现一定幅度的降低属于正常现象。从 2009 年就略有显现。不过今年较为严重, 抵消了甘蔗种植面积扩大带来的增产效应。即便 2011/12 年度巴西提高了糖用甘蔗比例, 糖产量依然同比降低 3.2%。

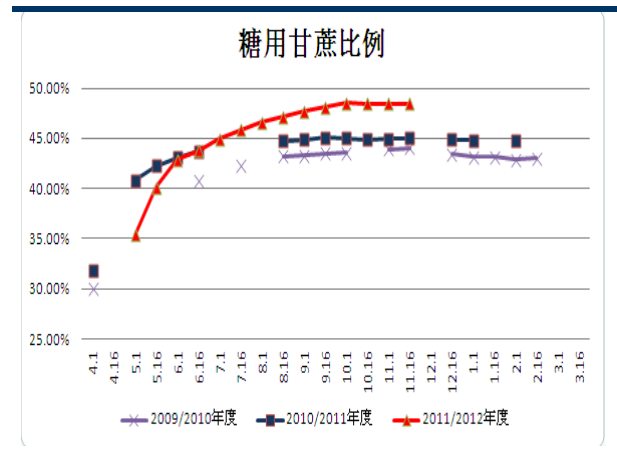
不过鉴于巴西的土地资源优势 and 老化甘蔗翻种, 巴西糖产量在 2012/13 年度有望迎来恢复性增产, 重新回到上升通道。

图 2.8: 巴西甘蔗单产正处于上升通道的调整阶段



资料来源: Unica, 中证期货研究部

图 2.9: 2011/12 巴西糖用甘蔗比例为近 3 年最高



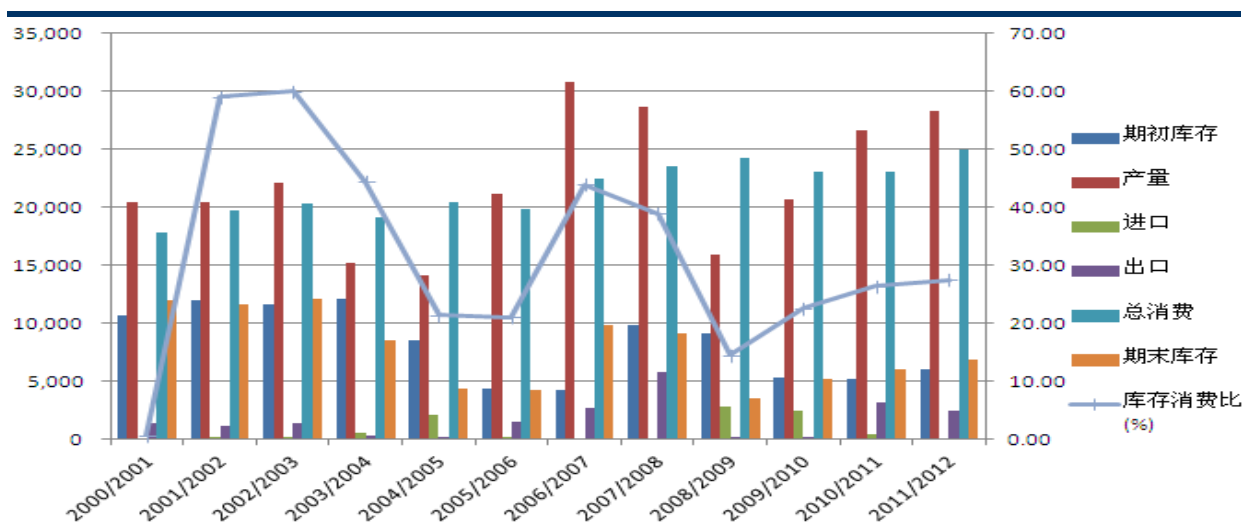
资料来源: Unica, 中证期货研究部

2.2 印度: 预计 2011/12 年度产糖 2600 万吨, 超过 2200 万吨的消费量, 至少出口 300 万吨

印度糖 2011/12 年度将获得丰收, 预计供过于求约 400 万吨, 除去补库存需求, 至少有 300 万吨可供出口。

2012 年度白糖投资策略

图 2.10: 印度糖产量波动较大, 其进口需求变化多端, 但总体上年末库存消费比正从底部回升



资料来源: bloomberg, 中证期货研究部

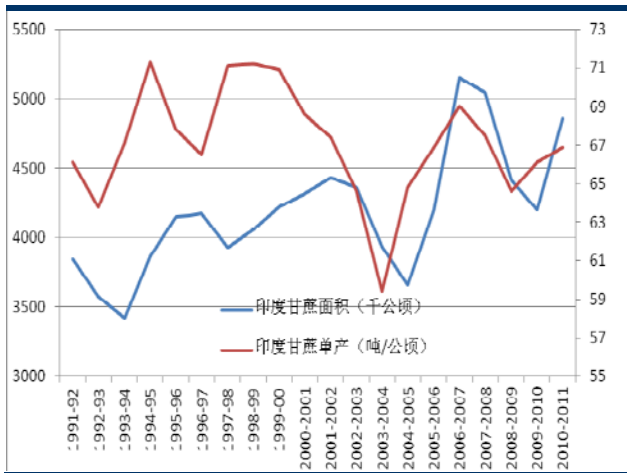
印度是世界第一大食糖消费国和第二大食糖生产国, 其产量的90%以上都用于国内消费, 出口不足10%。印度糖需求量大, 且稳步增长, 但其产量的波动较大, 一是印度土地资源有限, 限制了可扩种的幅度, 甘蔗与其他作物争地, 导致印度甘蔗种植面积波动较大; 二是, 印度国内农田灌溉设施落后, “靠天吃饭”, 甘蔗单产不稳定, 波动大。尤其是, 种植面积和单产波动的波峰或波谷重合时, 糖产量将出现大幅增长或降低。

最近一次波谷重合发生在2008/2009年度, 当年印度糖产量1595万吨, 同比上年降幅达到45%; 然而需求保持了年均2%的增长, 达到2400万吨。国内供需缺口高达825万吨, 创历史上最大缺口, 当年印度的进口猛增至278.6万吨, 对全球糖市场供应造成巨大压力, 刺激糖价从2008年8月的10美分一路飙升至2009年9月的21美分, 创1980年来最高值。

另外两次波谷重合发生在2003/2004和2004/2005年, 不过因为重合并不完全, 没有引发强烈共振, 对市场的影响相对较小。

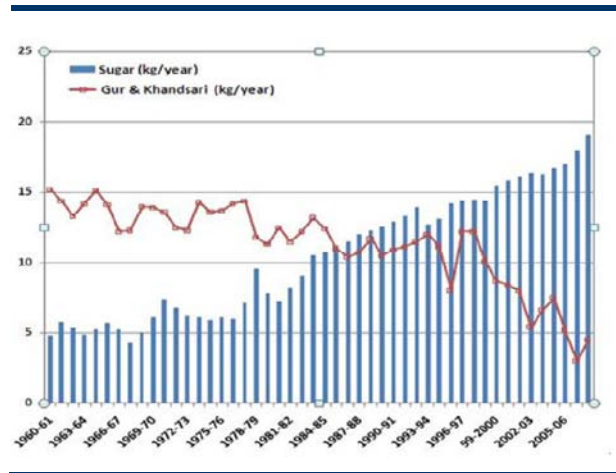
2012 年度白糖投资策略

图 2.11: 印度甘蔗种植面积和甘蔗单产周期变动规律显著



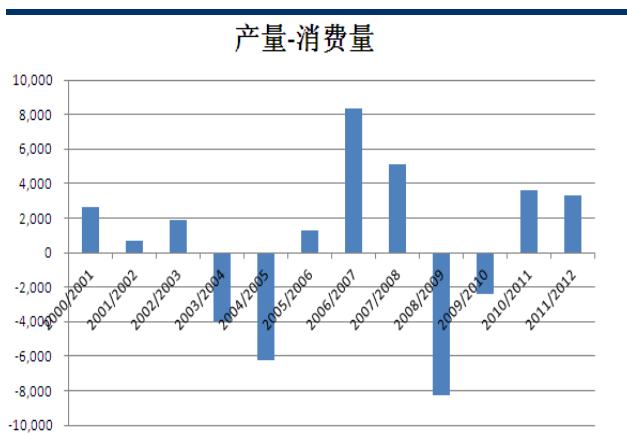
资料来源: sugarcane.res.in

图 2.12: 印度人均食糖和粗糖消费量



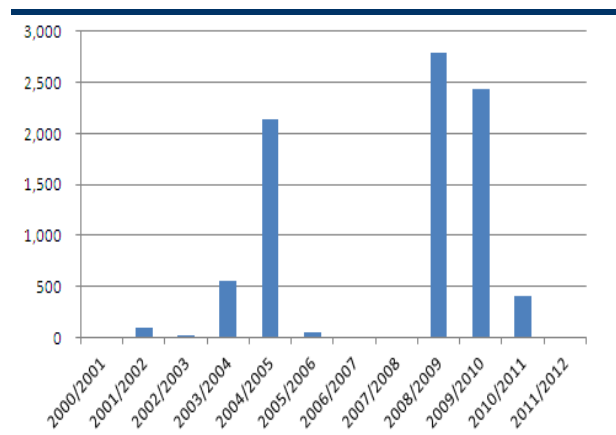
资料来源: sugarcane.res.in

图 2.13: 印度国内产需缺口(千吨)



资料来源: bloomberg, 中证期货研究部

图 2.14: 印度年进口食糖量(千吨)



资料来源: bloomberg, 中证期货研究部

目前印度国内甘蔗种植面积和甘蔗单产均处于上升和较高水平, 食糖产量也从2008/2009年探底回升, 分别在2009/2010和2010/11年度实现增产, 预计2011/12年度糖产量仍将保持增长, 达到2600万吨, 高于全国食糖需求量2200万吨约400万吨。除去补库存的需要, 印度在2011/12年度有望向国际市场出口300万吨糖。印度在2011年9月进入2011/12年度, 目前已经正式开榨; 印度国内正式发布文件, 第一阶段出口100万吨糖, 高于市场原来预期的50万吨; 随着后期糖产量不断上升, 且全球增产令糖价承压可能下跌, 印度糖的出口步伐会加快。

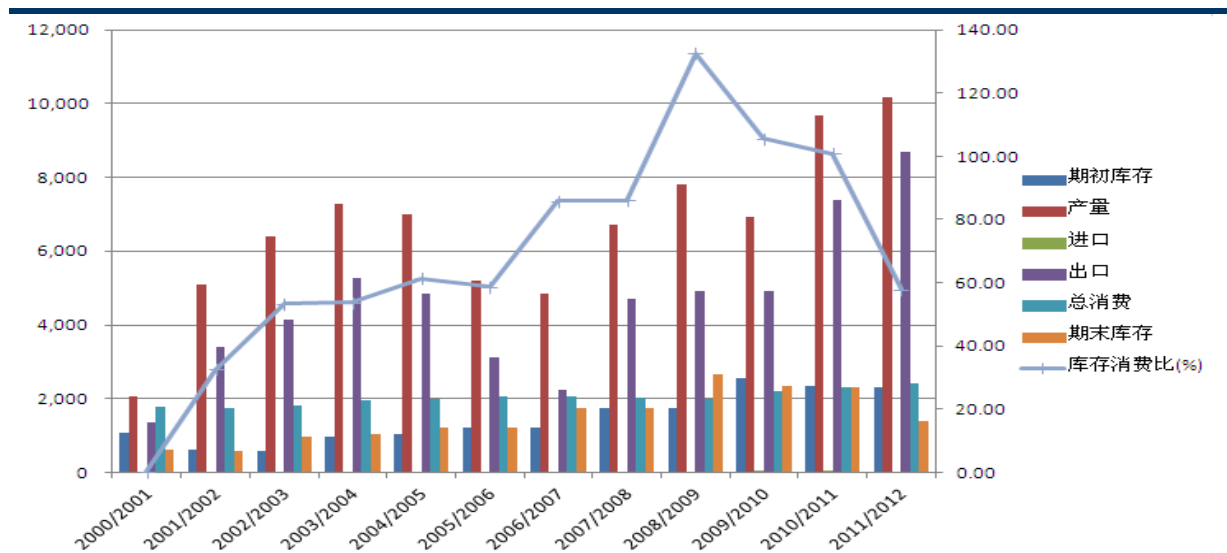
2.3 泰国: 连续两年大幅增产, 预计 2011/12 年度产糖 1000 万吨, 出口达 760 万吨历史新高

泰国目前是世界第二大糖出口国, 是世界糖市场主要供给力量的“后起之秀”。泰国每年糖总产量的75%都用于出口, 其国内消费量小。虽然泰国国内食糖期末库存消费比正在走低, 但仍高

2012 年度白糖投资策略

于2005/2006之前的水平。而2005/2006-2008/2009年期间的期末库存消费比不断攀高，主要是由于其糖出口没有与糖产量同步增长，导致期末库存走高所致。随着2009/2010年度以来国际对泰国糖需求走旺，泰国国内库存消费比下滑，不过尚在合理水平之上，高于2005/2006年之前。

图 2.15: 泰国糖产量、出口稳步增长，成为国际糖出口国行列的“后起之秀”



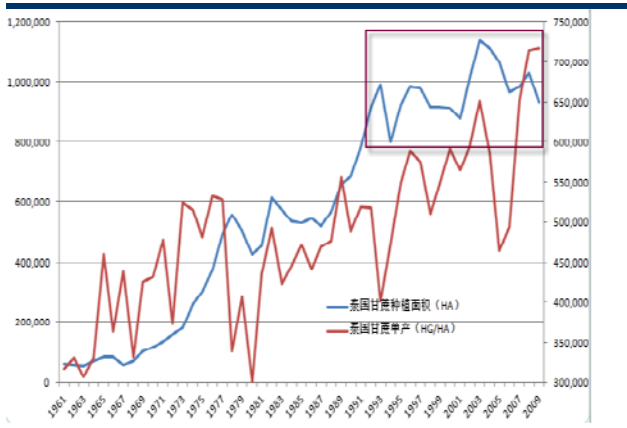
资料来源: bloomberg, 中证期货研究部

泰国受制于可耕种面积和甘蔗单产已经达到较高水平，国内糖产量“三年增产，两年减产”的规律较为明显。不过在2010/12年度糖产量大幅增长超过900万吨，这得益于其国内政策的支持。2010年5月，泰国政府首次批准增加国内的食糖产能，目标是从日榨90万吨甘蔗提升到日榨110万吨，增幅23%，同时制糖厂由之前的47家增加到53家。根据USDA的评估，预计上述产能会在之后3到5年内建成投产。至于新增产能对甘蔗的额外需求，会通过种植面积的扩张，例如将部分原本种植玉米和木薯的土地用来种植甘蔗，以及单产的提高来达成。由于这是自2003年以来政府首次批准制糖行业新建产能和工厂，或对于泰国未来的增产趋势具有较强的指导意义。

由于政策的支持，以及2011年7月以来的洪水对甘蔗影响有限（详细分析见《白糖专题报告 泰国洪水无大碍，系统风险仍存》2011.10.18），预计2011/12年度泰国糖继续保持增产，产量达到1000万吨，出口量达760万吨，创历史最高纪录。且未来几年有望保持良好增长势头。

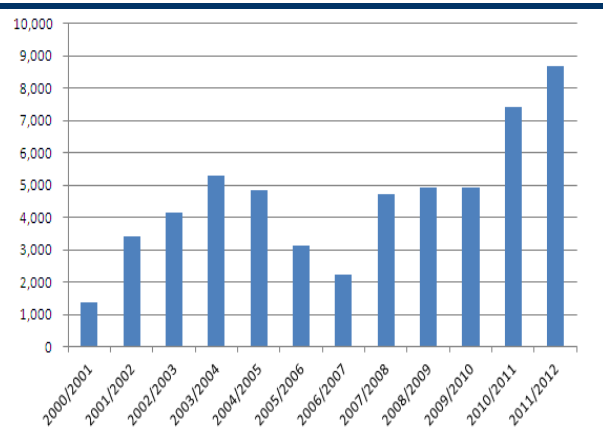
2012 年度白糖投资策略

图 2.16: 泰国甘蔗种植面积稳定, 单产达到历史最高水平



资料来源: 中证期货研究部

图 2.17: 泰国糖出口量预计未来 3-5 年强劲增长

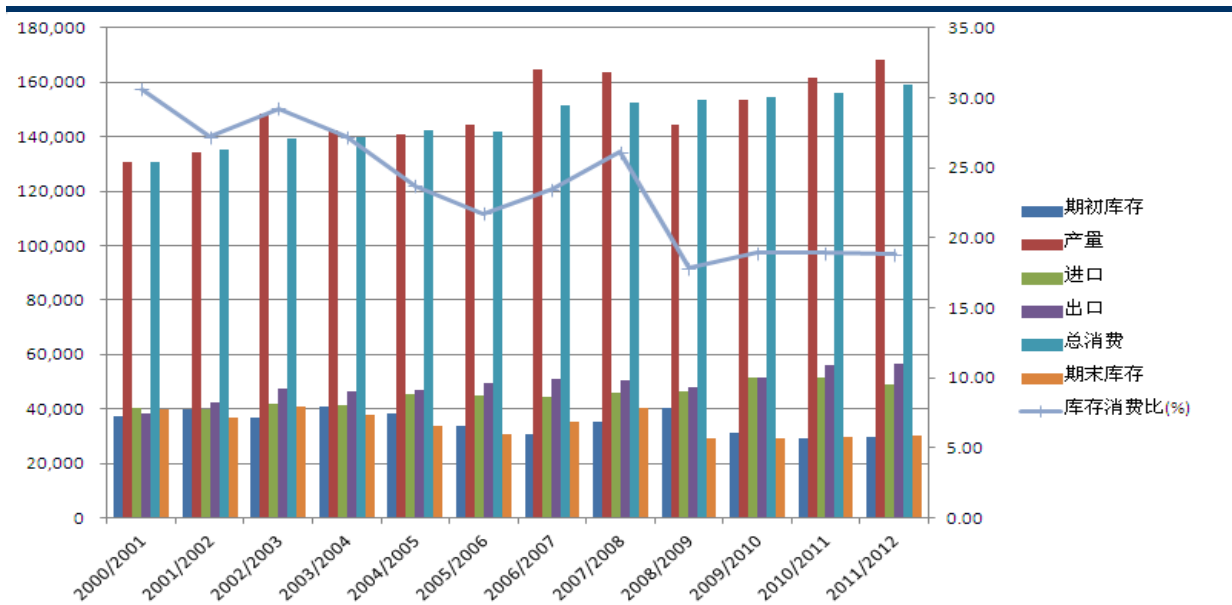


资料来源: 中证期货研究部

小结: 总的看, 全球糖增产, 糖市大棋局的基调由“供需紧张”向“供过于求”转变。

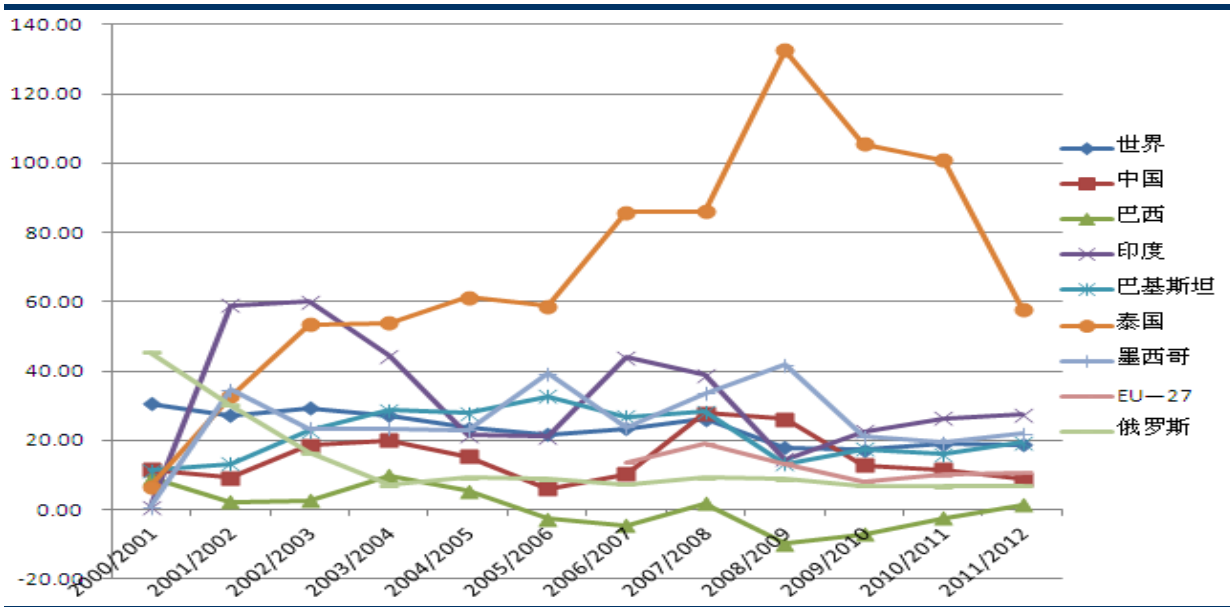
对2011/12年度全球糖产量预计达到16824万吨, 比上一年度增长681万吨。期末库存达到3002万吨, 较上年度增长52万吨。预计总的消费量温和增长324万吨。库存消费比正从2009/2010年度的最低点17.3%逐步回升。

图 2.18: 全球食糖供需状况: 期末库存消费比正从底部回升



资料来源: USDA, 中证期货研究部

图 2.19: 世界和主要糖生产国、消费国期末库存消费比回升



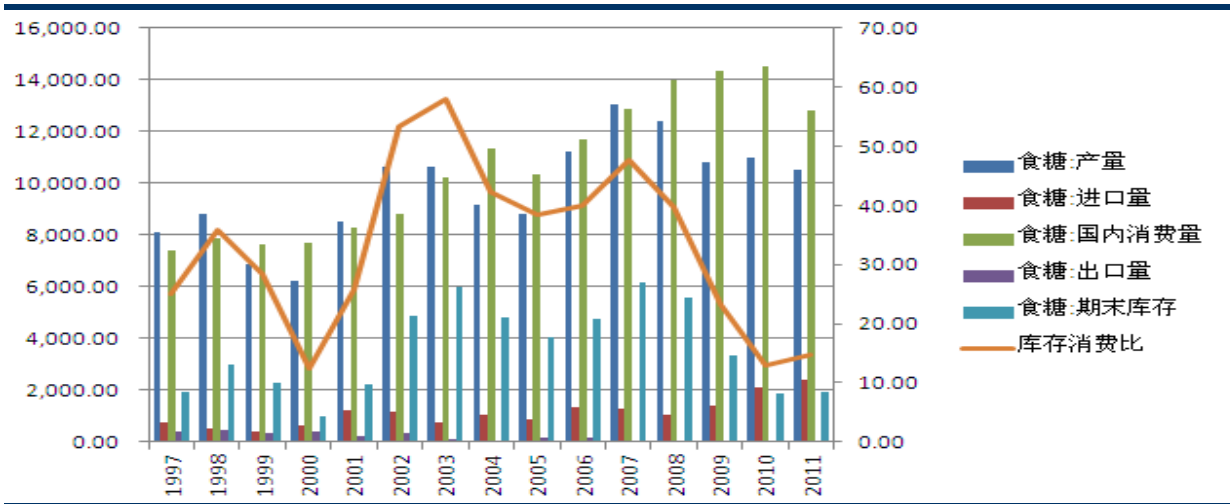
资料来源: USDA, 中证期货研究部

三、国内增产，供需缺口进口补

2011/12年度国内有望结束连续三年减产周期，进入增产周期，预计产糖1150-1200万吨，缓解国内的供应压力；消费预计持平，为1350-1400万吨；供需缺口约200万吨，可以由进口填补。总体上看，国内不存在刚性供需缺口。国内糖供需平衡表显示，期末库存消费比正从2010年的低点12.99%逐步回升，2011年达到14.84%。

2012 年度白糖投资策略

图 3.1: 中国食糖供需状况: 期末库存消费比正从底部回升

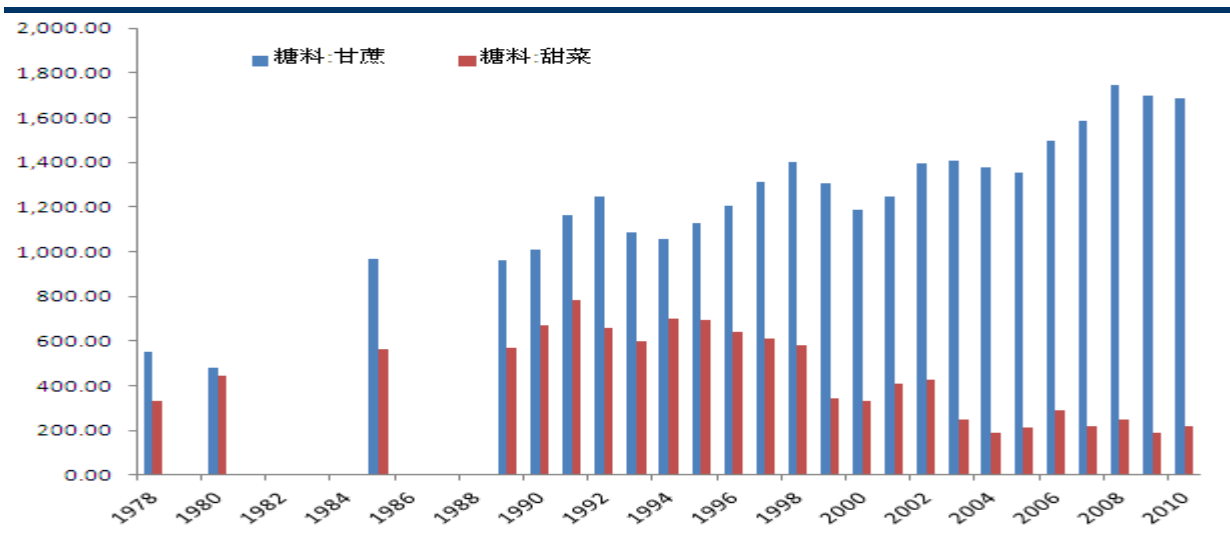


资料来源: USDA, 中证期货研究部

3.1 糖料面积: 甘蔗甜菜分别达到均衡

国内糖料面积以甘蔗为主, 甜菜为辅。过去二十年, 甘蔗面积不断增长, 在2008年达到历史最高值174.3万公顷, 之后两年连续走低; 甜菜面积不断萎缩, 2009年降低至18.64万公顷历史最低值, 2010年略有回升。糖料面积总体上变动不大, 甘蔗、甜菜面积分别达到均衡状态。

图 3.2: 中国糖料面积 (单位: 千公顷)



资料来源: USDA, 中证期货研究部

3.2 产糖量：糖产量预计实现恢复性增产，达到 1150-1200 万吨。

根据2011年11月初海南糖会上各地糖协预报的数据，全国糖产量有望达到1150-1200万吨，结束连续三年减产的周期，实现恢复性增产。

表 3.1：国内历年糖产量（单位：万吨）

榨季	2005/2006	2006/2007	2007/2008	2008/2009	2009/2010	2010/2011	2011/2012(预估)
全国	881.5	1199.41	1484.02	1243.12	1073.83	1045.42	1150-1200
广西	531	708.6	937.2	763	710.2	672.8	700
云南	141.3	183.15	216.25	223.52	177.15	176.14	210
广东	92.2	127.86	145.35	105.87	85.77	87.2	100
海南	17.8	37.52	51.67	46.15	31.81	22.64	30
新疆	43.1	70.82	60.76	41.23	38.44	46.23	53
黑龙江	16.3	24.18	31.4	28.5	9.89	18.37	30
内蒙	9	20	18	15.1	7.01	11.1	14

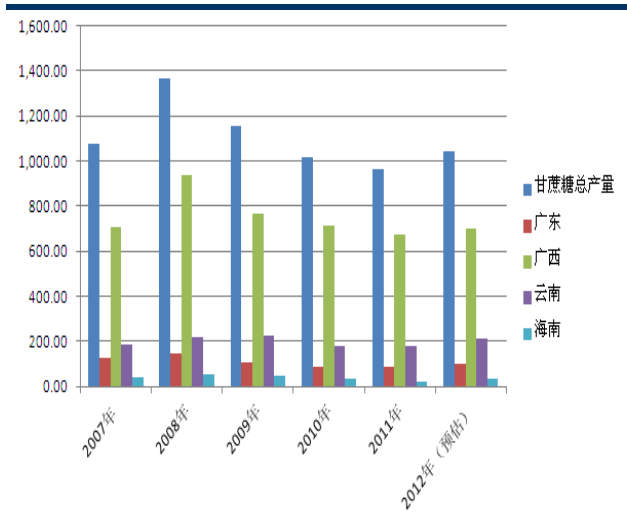
资料来源：中国糖业协会，中证期货研究部

具体看，广西糖产量将重回700万吨以上；而按照广西省内各个糖厂的预计产糖量计算，广西省糖产量有望达到736万吨。

2011年春广西温度偏低，遭遇倒春寒，导致2010/11年度甘蔗受冻，最终糖产量仅为672.8万吨，低于上一年度的710.2万吨，成为2007/08年度历史最高产量937.2万吨以来减产的第三个年度，且是近五年来第一次低于700万吨。目前广西已经开始2011/12年度的压榨工作，本年度糖产量有望重回700万吨。而广东、云南、海南等地区也有不同程度的增产，北方甜菜糖也增产突破200万吨，预计全国产糖量进入增产周期，达到1150-1200万吨。

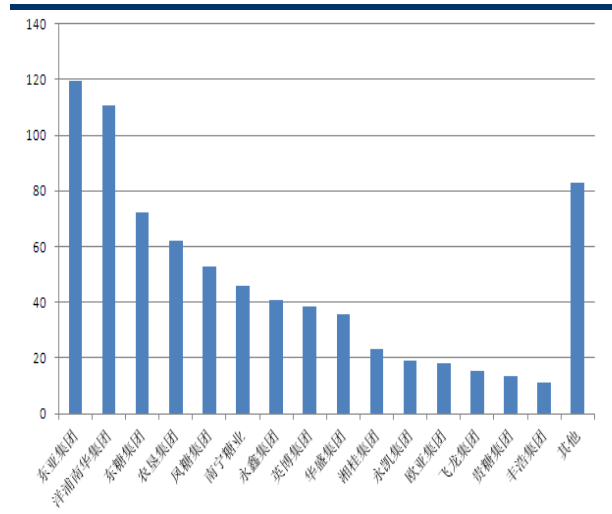
2012 年度白糖投资策略

图 3.3: 主产区甘蔗糖产量



资料来源: Wind, 中证期货研究部

图 3.4: 广西省内各大集团和糖厂预计 2011/12 年度产糖量



资料来源: 中证期货研究部整理

表 3.2: 2010/11 年度食糖产量排行榜

2010/11 制糖期我国食糖产量排行榜 (集团) top20 名单

- 1 洋浦南华糖业集团
- 2 广西南宁东亚糖业集团
- 3 广西来宾东糖集团有限公司
- 4 广西农垦糖业集团股份有限公司
- 5 广西凤糖生化股份有限公司
- 6 广东恒福糖业集团有限公司
- 7 云南英茂糖业有限公司
- 8 南宁糖业股份有限公司
- 9 英博集团
- 10 广西永鑫华糖集团有限公司
- 11 中粮屯河股份有限公司
- 12 广东农垦糖业集团有限公司
- 13 博天糖业股份有限公司
- 14 广西湘桂糖业集团有限公司
- 15 广西永凯糖纸集团有限责任公司
- 16 云南力量生物制品集团
- 17 广西百色甘化股份有限公司
- 18 云南康丰糖业(集团)有限公司
- 19 广西世纪飞龙集团有限公司
- 20 广西贵糖(集团)股份有限公司

资料来源: 中国糖业协会, 中证期货研究部

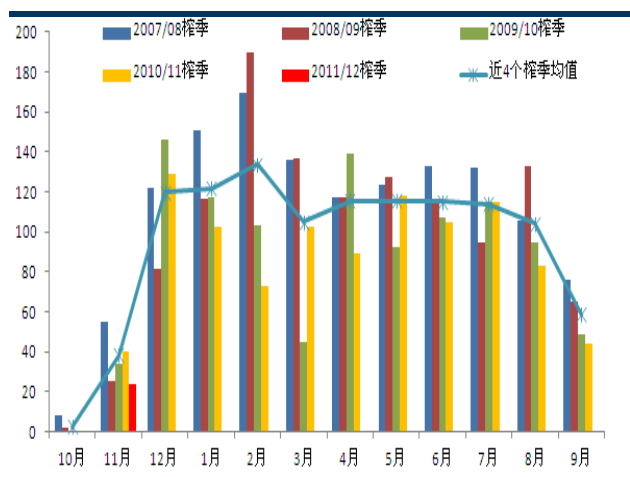
3.3 国内消费平稳：连续两年高糖价对糖需求有一定抑制作用，国内糖消费预计保持平稳略增。

在2011年国内糖消费继续遵循了季节性规律，只不过夏季消费略微提前，而高糖价抑制食糖消费，增强了淀粉糖的替代作用。从2010/11年度食糖销售情况看，销量和累积产销率同比降低，而同时下游用糖食品产量却同比保持增长。说明连续两年的高糖价对糖需求起到了抑制作用。2011/12年度国内糖消费预计保持平稳略增，达到1350-1400万吨。

而且与往年不同的是，2010/11年度月销量呈现出“旺季不旺”的特点。往年食糖销售会因为春节和夏季消费呈现两个高峰期，分别维持2-3个月。但2010/11年度春节消费差于往年，夏季消费也分别提前到3月和5月释放，6、7月月销量同比下降，尤其进入8月，销量快速下滑。

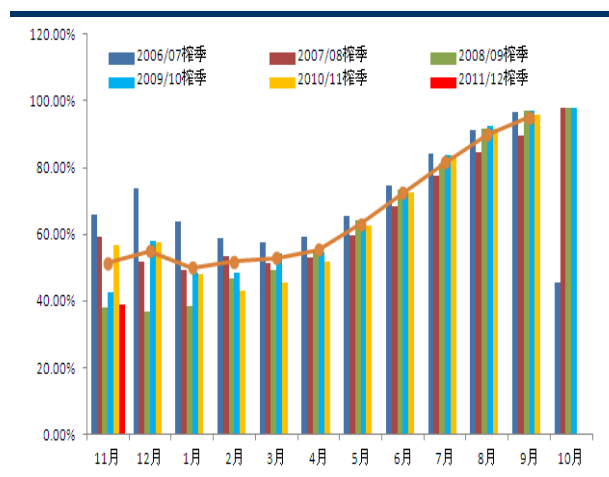
实际上，自2010年10月以来，2010/11年度食糖月销量同比降低。2011年春节前后月销量同比下降较多，主要是糖价居高不下，现货需求受到抑制。在2011年3月销量有较大提升，5月销量同比也有增长，但其他月份销量同比均呈下降趋势。

图 3.5: 食糖月销量 2011 年同比降低



资料来源: bloomberg, 中证期货研究部

图 3.6: 食糖月度累计销售率 2011 年同比降低



资料来源: bloomberg, 中证期货研究部

而与此同时，国内各含糖食品的产量继续保持良好的增长势头。近3年来，含糖食品累计产量呈逐年上升走势，同比分别由0-50%增幅不等。2011年1-10月含糖食品同比继续增长，最大涨幅为碳酸饮料和糖果，同比分别涨28.11%和26.19%。冷冻饮品产量同比涨幅最小，仅为1.66%。而且产量同比涨幅，仅有碳酸饮料、糖果和啤酒高于去年，其他含糖食品产量同比涨幅均低于2010年。说明自2010年来的高糖价在一定程度上抑制了糖消费，糖需求增速有所放缓。

2012 年度白糖投资策略

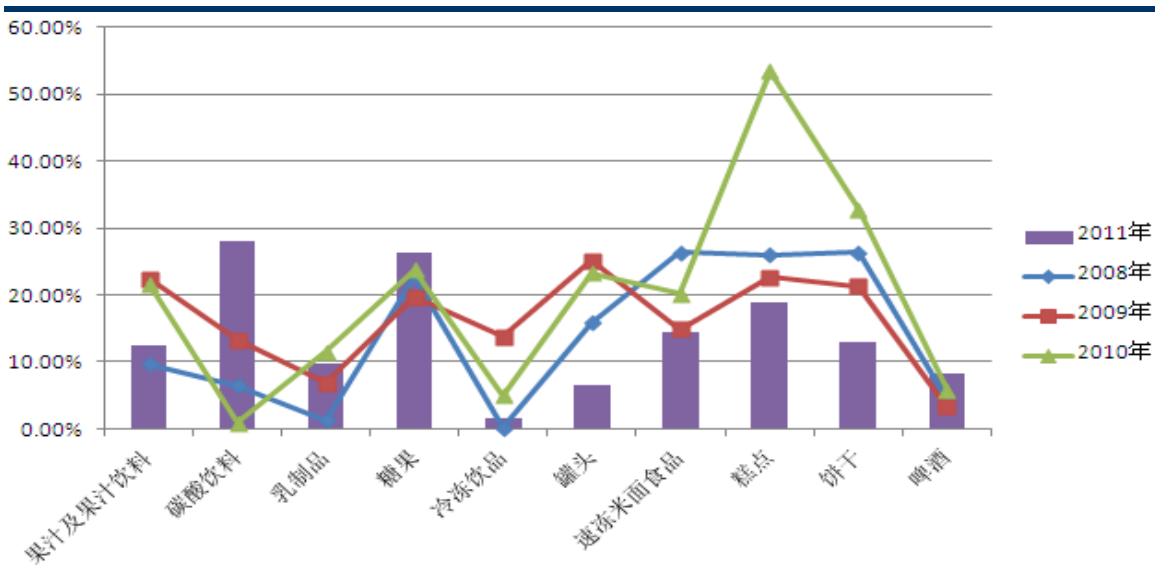
表 3.3: 下游含糖食品产量 (2000-2011)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011*
果汁饮料	138	206	301	439	683	896	1214	1523	1675	1712	1,760	1591
碳酸饮料	652	758	852	940	902	1090	1237	1469	1616	1651	1,697	1371
乳制品	296	411	635	1034	1356	1872	2085	2553	2808	2870	2,950	1937
糖果	347	368	437	513	595	743	744	931	1024	1047	1,076	173.8
冷冻饮品	106	94	105	114	168	255	291	362	398	407	418	229
罐头食品	180	294	226	263	317	364	412	520	572	585	601	796
速冻主食品	84	91	98	106	114	123	133	161	177	181	186	269.5
蛋糕	133	146	206	228	340	429	590	634	697	713	733	701
饼干	118	138	153	209	234	304	397	497	547	559	575	560
啤酒	558	572	597	635	728	765	879	983	1081	1105	1,136	1143

*2011年为2011年1-10月累计产量

资料来源: wind, 中证期货研究部

图 3.7: 含糖食品同比继续增长, 但涨幅下降:

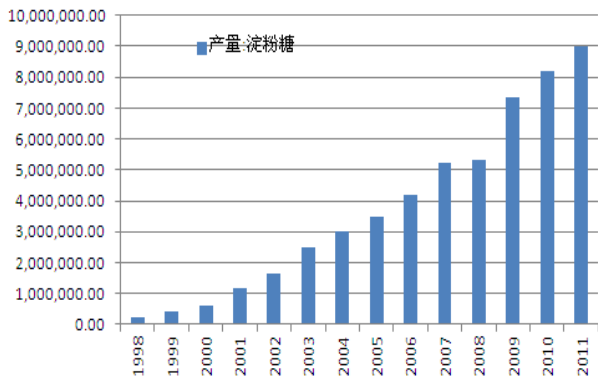


资料来源: Wind, 中证期货研究部

高糖价在抑制食糖消费的同时, 也增强了淀粉糖的替代作用。2011年淀粉糖产量达到1050万吨, 再创历史新高; 年度增长率为16.67%, 比去年的10.02%提高6.65个百分点。事实上, 从2008年国内淀粉糖大幅增长38%之后, 2009年淀粉糖的产量年增长率直线下降; 不过由于2010年以来糖价连续两年走高, 不仅上涨至7000元/吨以上, 甚至达到7800元/吨, 甜菜糖还突破8000元/吨。这大大刺激了用糖企业为降低成本而使用淀粉糖。

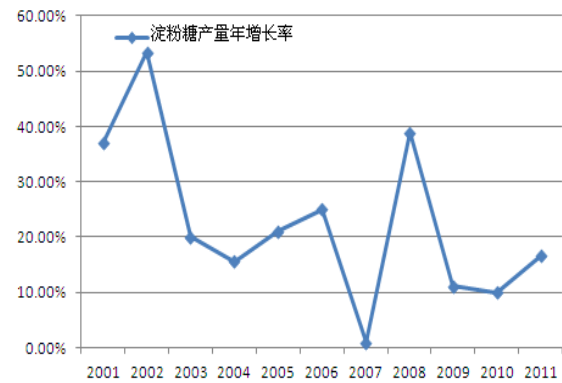
2012 年度白糖投资策略

图 3.8: 2011 年淀粉糖产量为 1050 万吨



资料来源: Wind, 中证期货研究部

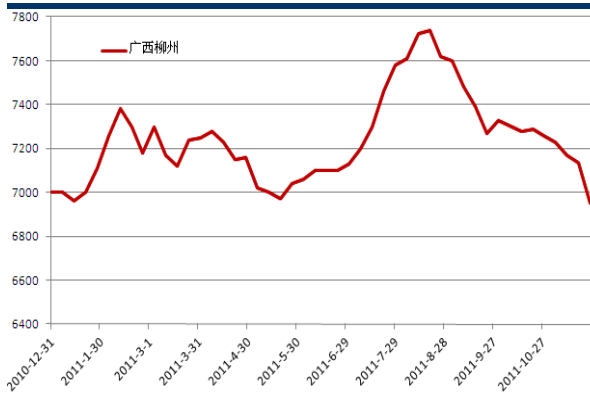
图 3.9: 2000 年以来淀粉糖产量年度增长率



资料来源: 中证期货研究部整理

随着2011/12年度榨季开始, 在国内外丰收增产的背景下, 新糖上市, 现货报价走低。北方甜菜糖上市时报价7000元/吨, 较老糖降低1000多元。南方甘蔗糖报价在11月中旬也开始加速下调, 跌破7000元/吨。仍处于下降通道。食糖现货下调, 有利于2012年食糖需求的恢复。预计同比持平略增, 达到1350-1400万吨。

图 3.10: 现货报价-柳州



资料来源: bloomberg, 中证期货研究部

图 3.11: 现货报价-南宁



资料来源: bloomberg, 中证期货研究部

2012 年度白糖投资策略

图 3.12: 现货报价-昆明



资料来源: bloomberg, 中证期货研究部

图 3.13: 现货报价-营口



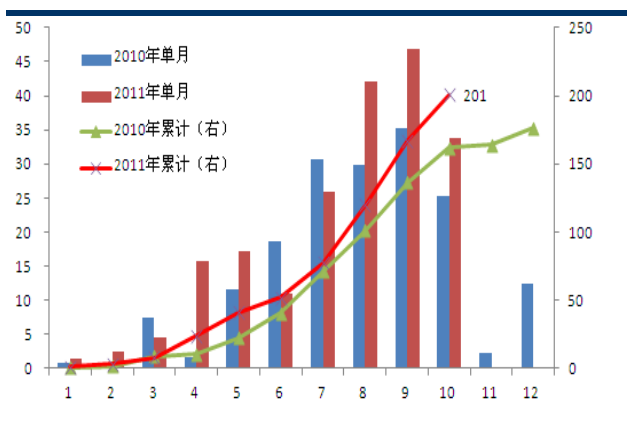
资料来源: bloomberg, 中证期货研究部

3.4 进口形势良好: 国际糖市增产, 为我国进口需求提供了有力的支持

2011/12年度国内外均进入增产周期; 不过我国依然存在200万吨左右的供需缺口。但考虑到国际食糖供给大于需求约850万吨, 这为我国实现进口提供了有力支持。

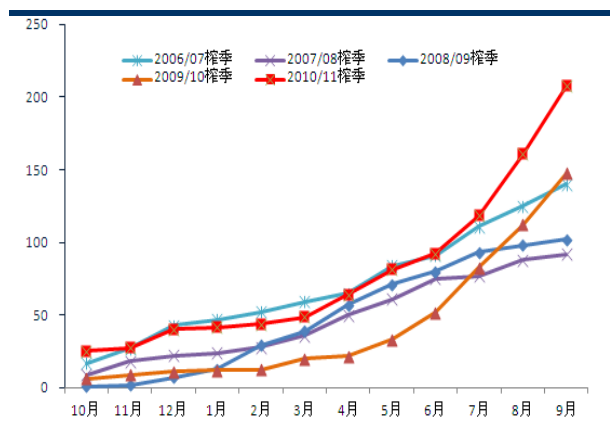
实际上, 我国2011年食糖进口量已经创历史新高。2011年我国进口食糖超过200万吨, 有效地填补了国内糖市的供需缺口。2011年1-10月累计进口食糖达到201万吨, 预计11月和12月分别有超过20万吨糖到港。预计2011年全年实现进口至少有250万吨。

图 3.14: 2011 年 1-10 月累计进口糖 201 万吨, 同比增 24%



资料来源: Bloomberg, 中证期货研究部

图 3.15: 2010/11 榨季累计进口糖 241 万吨, 同比增 41.06%



资料来源: Bloomberg, 中证期货研究部

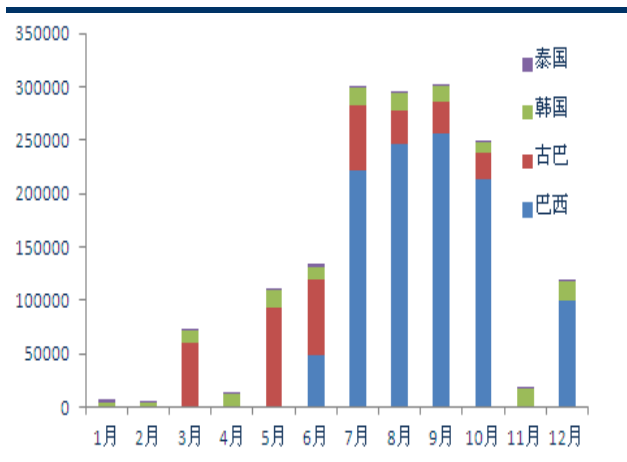
分国别看, 巴西依然是中国食糖进口主要来源国, 而泰国对我国出口食糖数量也正在逐年走高, 泰国有希望取代古巴, 成为我国食糖进口第二大来源国。预计2012年我国进口需求仍能实现。

巴西依然是我国食糖进口主要来源国, 我国进口食糖总量的50%以上来自巴西。不过2011年由于巴西开榨不顺利, 2011/12年度之初产糖量同比下降较多, 导致其出口能力下降, 直到6月才

2012 年度白糖投资策略

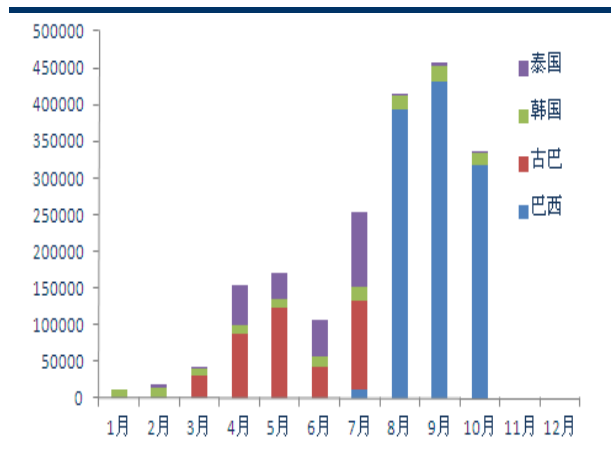
开始回升，同比持平。导致其对我国的出口推迟一个月，巴西的贡献从2011年8月才开始显现，较2010年推迟一个月。国内糖价也是在8月中旬见顶，似乎是对进口糖大幅增长的回应。

图 3.16: 2010 年, 我国进口食糖量 (月度值): 巴西糖从 6 月进入我国, 7 月起占比较大



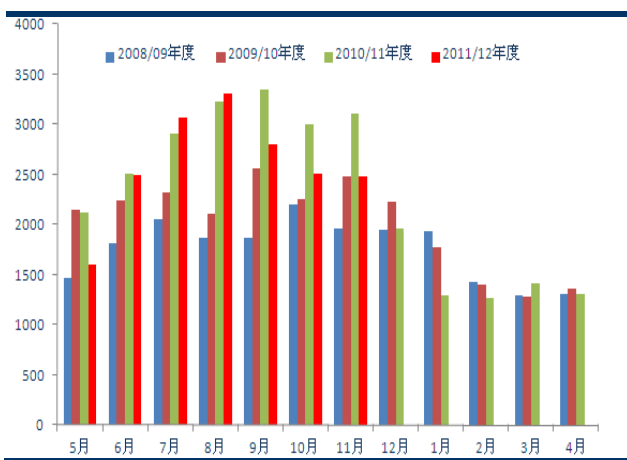
资料来源: Bloomberg, 中证期货研究部

图 3.17: 2011 年 1-10 月, 我国进口食糖量 (月度值): 巴西的贡献从 8 月开始显现, 较 2010 年推迟一个月



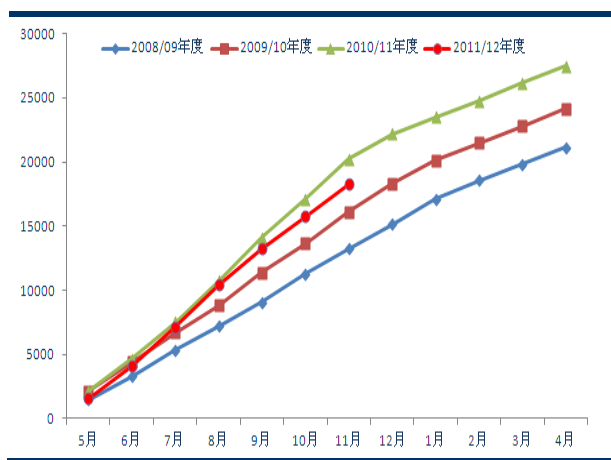
资料来源: Bloomberg, 中证期货研究部

图 3.18: 巴西糖 2011/12 年度月出口量 6 月回升, 同比持平



资料来源: Bloomberg, 中证期货研究部

图 3.19: 巴西糖 2011/12 年度累计出口量同比降低



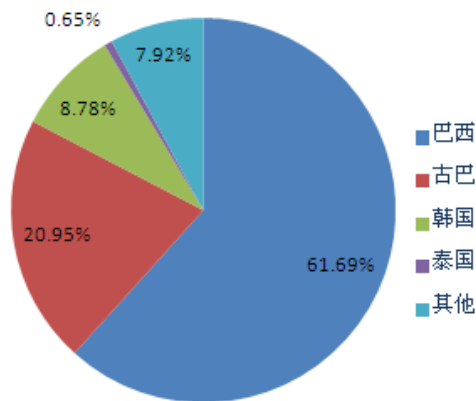
资料来源: Bloomberg, 中证期货研究部

另外, 从分国别数据观察, 泰国所占比例增长明显, 表明泰国正逐步确立我国第三大食糖进口来源国的地位, 甚至在不久的将来, 有可能取代古巴, 成为我国第二大食糖进口来源国 (更详细见《泰国有望成为我国食糖进口第二大来源国》pdf.2011.9.26)。泰国食糖的生产和出口情况不仅对国际糖市举足轻重, 对我国的影响力度也会增强, 成为影响我国食糖价格走势新的重要因素。2010年我国进口食糖总量中仅有0.65%来自泰国, 而2011年1-10月, 来自泰国的糖占比高达12.95%。目前泰国已经开始了2011/12年度的生产工作, 而且预计糖产量继续增长并创历史纪录达到1000万

2012 年度白糖投资策略

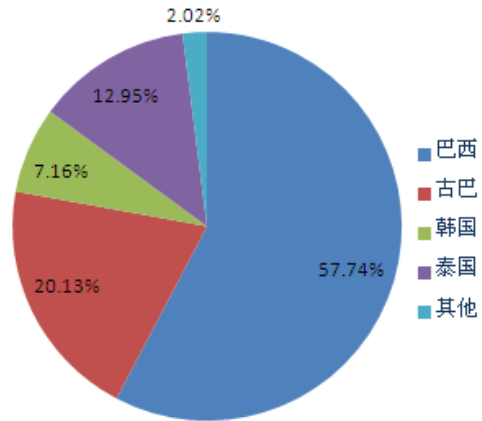
吨，出口量至少达到750万吨。预计2011年11月和12月以及2012年，我国从泰国进口食糖量将继续增长。

图 3.20: 2010 年我国累计进口食糖分国别占比: 泰国仅为 0.65%



资料来源: 中证期货研究部整理

图 3.21: 2011 年 1-10 月我国累计进口食糖分国别占比: 泰国比重提升至 12.95%



资料来源: 中证期货研究部整理

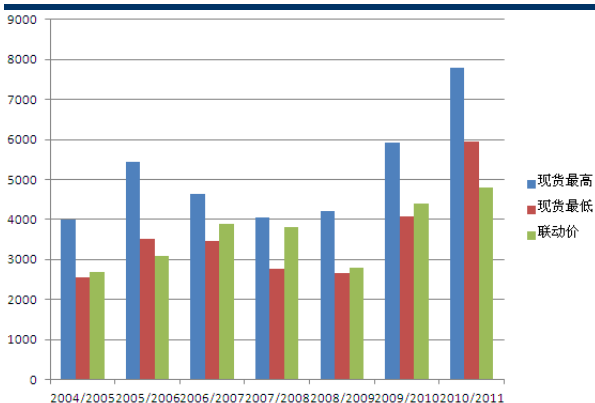
四、几个问题的阐述

4.1 甘蔗二次结算联动价格 7000 元/吨对糖价不构成绝对支撑

2011年11月国内5个蔗糖主产省在国家发改委的相关文件要求下，纷纷出台了各自的甘蔗收购首付价，并锚定了7000元/吨作为甘蔗二次结算联动价。7000元/吨被默许为2011/12年度糖现货的最低价，对现货市场形成有力支撑。不过7000元/吨对糖价并不构成绝对支撑，11月中旬糖现货跌破7000；糖市转熊，跌破二次结算价之后仍有希望跌破成本价。

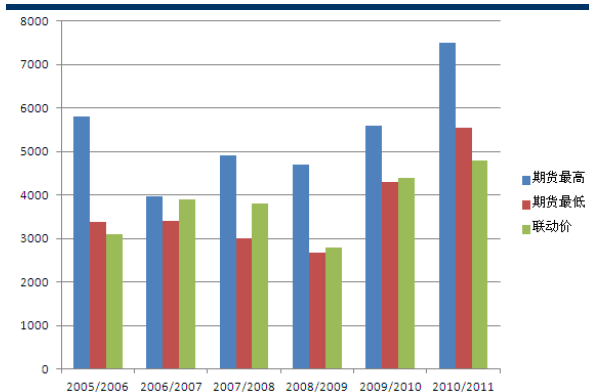
历史上不乏糖现货、期货价格跌破甘蔗二次结算联动价的先例。

图 4.1: 过去 7 年，现货最低价有 5 年低于联动价



资料来源: 中证期货研究部整理

图 4.2: 过去 7 年，期货最低价有 4 年低于联动价

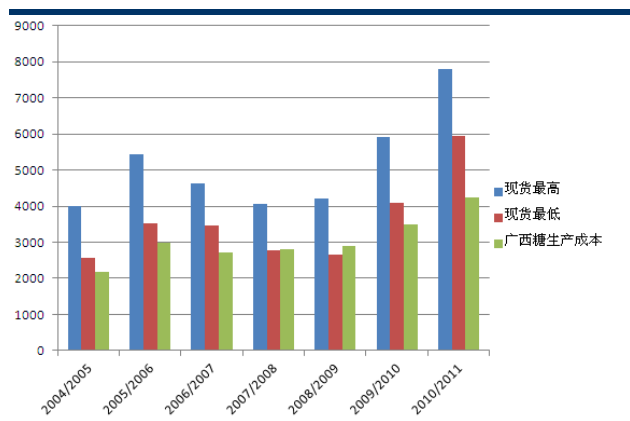


资料来源: 中证期货研究部整理

2012 年度白糖投资策略

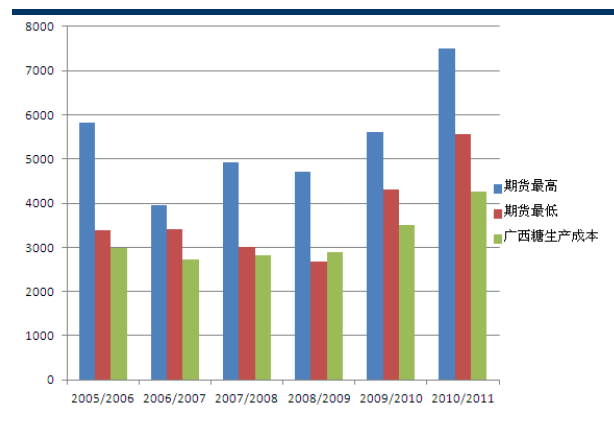
甚至期货、现货价格也会跌破成本。统计显示，尽管成本不断变化，但在白糖历次熊市过程中，价格都曾跌破成本。1998/1999榨季、2003/2004榨季广西的制糖成本在1854元/吨附近，在这两个榨季柳州现货价格都曾跌破成本但跌幅都不超过成本线下15%，持续时间四个月左右之后回升到成本之上。而2007/2008年榨季，广西制糖成本在2812元/吨附近，期货价格也一度跌到2500元/吨附近。

图 4.3: 2007/2008 和 2008/2009 两年现货最低价跌破成本



资料来源：中证期货研究部整理

图 4.4: 2008/2009 年期货最低价跌破成本



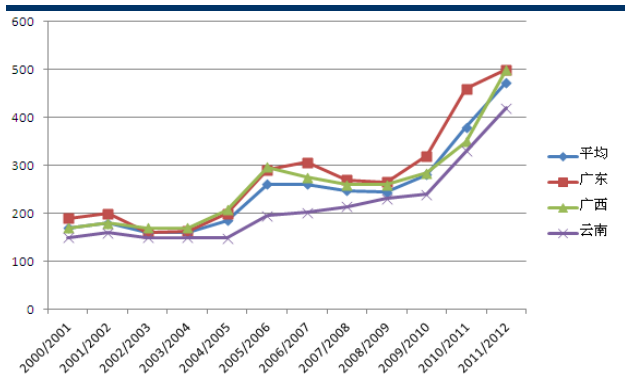
资料来源：中证期货研究部整理

我国甘蔗集中在广西、广东、云南、海南和福建省。历年甘蔗收购首付价呈波动走高趋势。尤其是过去3年，甘蔗连续3年减产，其收购首付价提升幅度较大，均价从2008/2009年度的244元/吨，依次上涨到281，380，473，实现了“跨越式”发展。对应的糖生产成本也大幅攀升，由往年的3000元/吨以下升高至4000元/吨以上。按照2011/12年度甘蔗收购首付价500元/吨计算，糖生产成本将达到5712元/吨。

但考虑到现货需求偏弱，供应压力增大，现货和期货价格继续走低的趋势较为明显，2011/12年度糖价将遭遇寒冬，不仅低于甘蔗二次结算联动价，甚至有可能跌破成本价，下探5500元/吨。

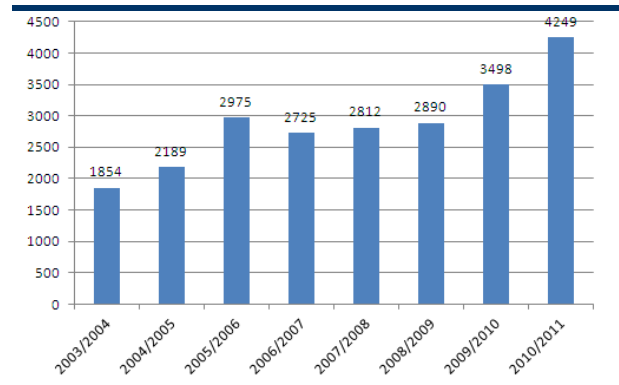
2012 年度白糖投资策略

图 4.5: 主产区历年甘蔗收购首付价连涨 3 年



资料来源: 中证期货研究部整理

图 4.6: 广西糖生产成本近 3 年来涨幅明显



资料来源: 中证期货研究部整理

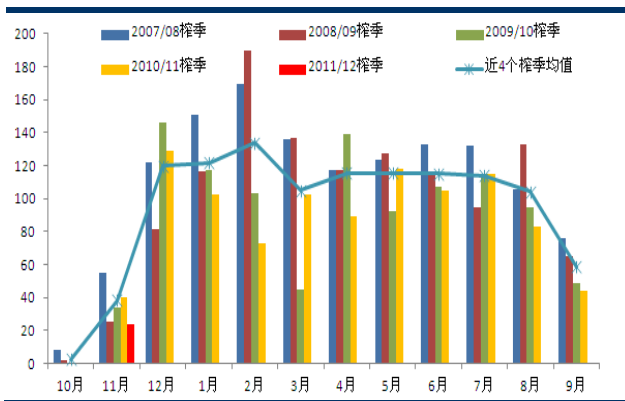
4.2 2012 年春节“旺季不旺”在所难免

2011年的春节消费或许已经不再，“旺季不旺”在所难免。

现货报价自年初以来大部分时间高于7000元/吨，不过2011/12年度开榨以来，现货销售一直没能好转，下游购销清淡，现货报价不断下调，11月中旬跌破7000元/吨。月度销售数据看，2011年11月月销糖仅为24.17万吨，同比大幅降低40%，且低于2008年，为历史同期最低水平；月产销率为39%，同比降低17个百分点，仅略高于2008年。

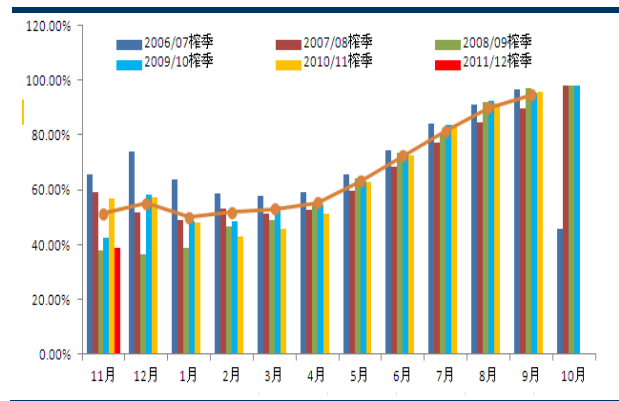
2012年春节消费能给现货市场带来的期待越来越少，清淡的现货成交情况和不断下调的现货报价，预示“旺季不旺”，春节行情不可期。

图 4.7: 2011 年 11 月销糖量同比降 40%，且低于 2008 年



资料来源: 中国糖业协会, 中证期货研究部

图 4.8: 2011 年 11 月糖产销率同比降低 17 个百分点



资料来源: 中国糖业协会, 中证期货研究部

4.3 2011 年的冬天广西出现霜冻的可能不大

2011年的冬天是拉尼娜现象主导，但目前看温度同比一直偏高1-2度，预计出现霜冻的可能不大。

2012 年度白糖投资策略

拉尼娜现象指赤道太平洋东部和中部海水大范围持续异常变冷的现象，同时伴随着全球性气候异常。今年8月以来，赤道太平洋海域出现拉尼娜现象，预计将持续到今年年底或明年年初。从图中看，9、10、11月三个月均温降低至-0.7度。低于拉尼娜现象的确认温度-0.5度。但世界气象组织11月29日在全球气候大会上称，尽管2011年发生使重要海区变冷的拉尼娜现象,但与其他“拉尼娜”年份相比，今年很可能最热。其报告称，今年1月至10月的全球地表平均气温为14.4摄氏度，据测算，这一数值高于1850年有气象记录以来的长期温度平均值，今年很可能是迄今出现拉尼娜现象的年份中最热的一年。在有记录以来的年份热度排行榜上，今年名列第十。

图 4.9: 近五年来，拉尼娜和厄尔尼诺的分布

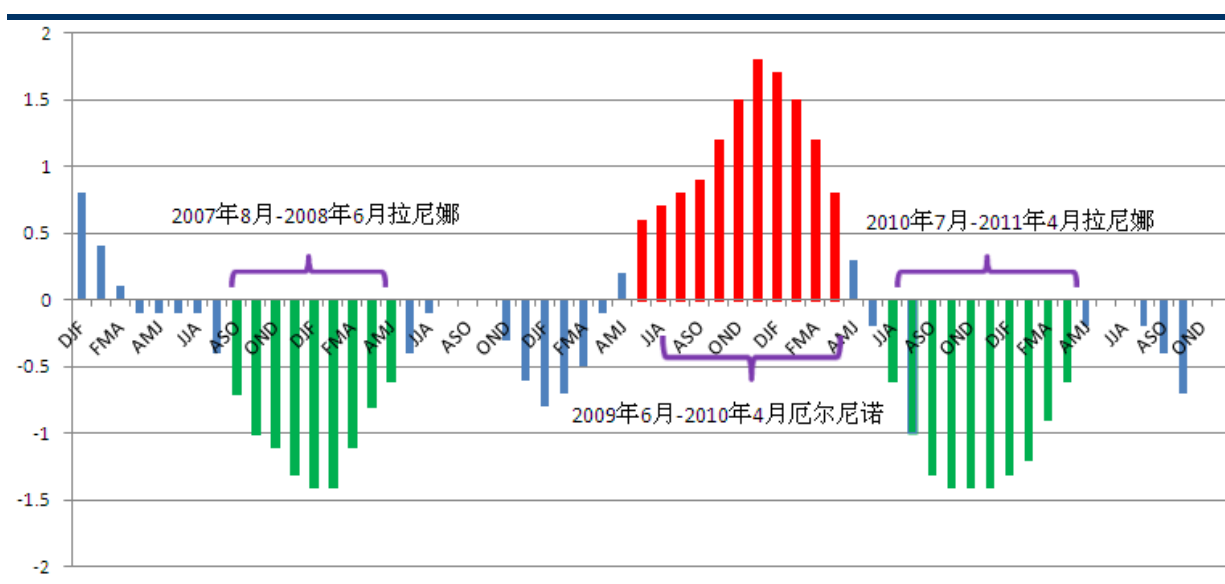
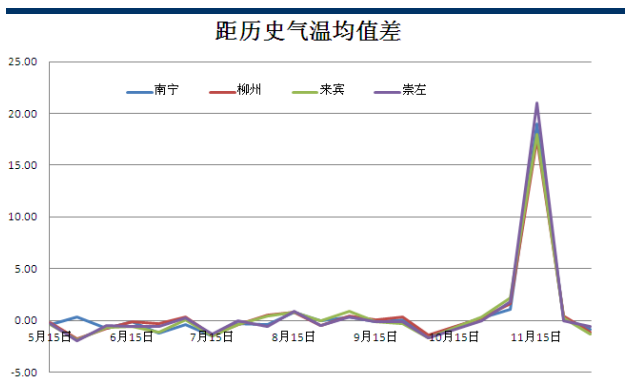
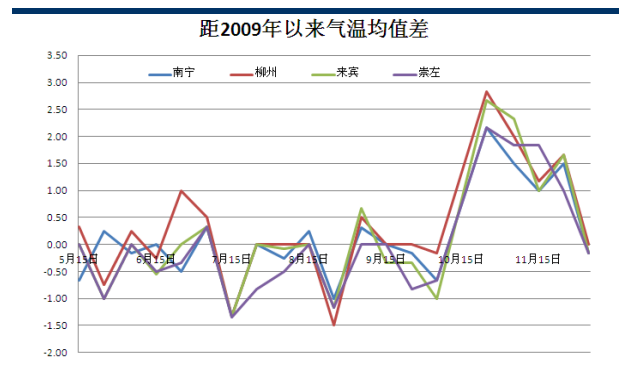


图 4.10: 广西气温同比历史气温均值偏高



资料来源: Wind, 中证期货研究部

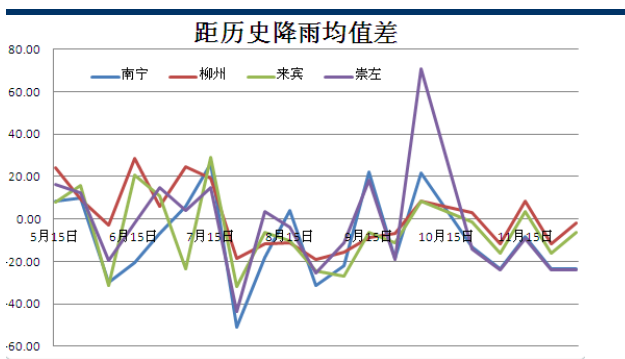
图 4.11: 广西气温同比 2009 年以来气温均值偏高



资料来源: Wind, 中证期货研究部

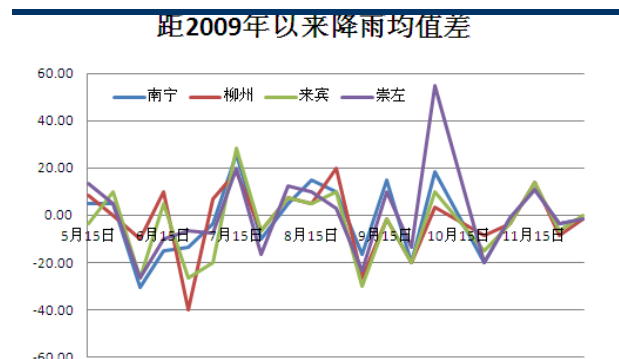
广西降雨量在上半年尤其7、8月份同比偏低,影响了甘蔗的生长,不过在10月降雨量明显高于历史均值和2009年以来均值,利于甘蔗继续伸长,弥补前期因为干旱而造成甘蔗蔗株矮小的缺点。

图 4.12: 广西降雨同比历史降雨均值略高



资料来源: Wind, 中证期货研究部

图 4.13: 广西降雨同比 2009 年以来降雨均值略高



资料来源: Wind, 中证期货研究部

因此,总的看,2011/12年度开始到现在,广西降雨和温度、温差都较为适宜甘蔗蔗株继续生长和糖分积累。广西糖产量预计能恢复增产,达到700万吨,甚至720-736万吨。

五、市场告诉我们什么?

分析完供需基本面,我们看看市场本身正在诉说着什么?净多头减仓明显,资金参与度降低;糖价远期曲线走低:近月合约降幅远远大于远月,近月报价快速回落。市场本身的种种迹象都预示着糖价牛市终结,等待糖价的是漫漫熊途。

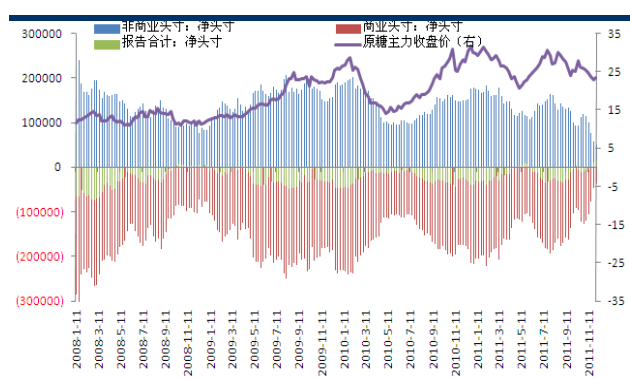
2012 年度白糖投资策略

5.1 净多持仓量正萎缩

虽然原糖价格在2011年初创30年来历史最高价格，但非商业净多头寸却没有再创新高，且随着原糖在8月之后走低而逐步下降。截至11月29日当周预报，非商业净多头寸仅为51351手，甚至低于2008年12月12当周的77197手。创2008年来非商业净多持仓量最低。目前非商业净多头寸降低的趋势仍在延续，做多主力资金正从原糖撤离。

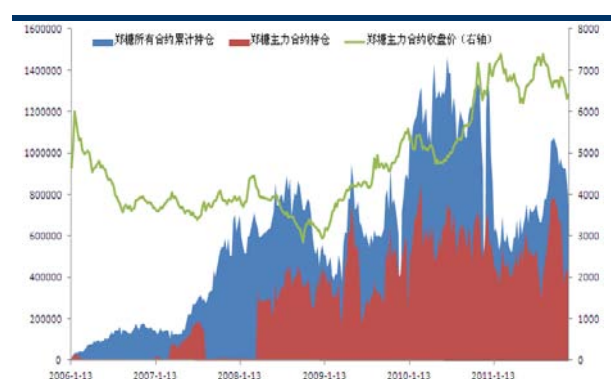
国内郑糖持仓量也呈下降趋势。截至12月2日，郑糖所有合约持仓量为88万手，主力持仓50万吨，相比今年最高值分别降低17%和36%；较历史最高值分别降低39.4%和40.8%。资金撤离正拖累郑糖走低。

图 5.1: 原糖非商业净多头减少至 2008 年以来最低水平



资料来源: CFTC, 中证期货研究部

图 5.2: 郑糖持仓回落, 资金流出



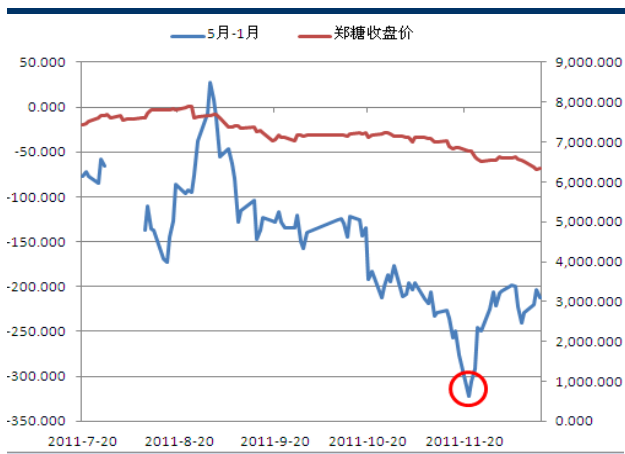
资料来源: Bloomberg, 中证期货研究部

5.2 期限结构: 远期曲线走低, 糖价仍在下跌通道

郑糖在8月中旬见顶, 下跌至9月底, 10月整理之后继续向下运行。尤其近月合约SR1201合约跌幅较大, 跌破7000元/吨, 迅速向主力和远月合约靠拢。主力、次主力、近月之间的价差也探底回升, 预示着牛市终结。而同时远期曲线也呈下降趋势, 糖价依然处于下跌通道。

2012 年度白糖投资策略

图 5.3: SR1205 合约-SR1201 合约价差探底回升



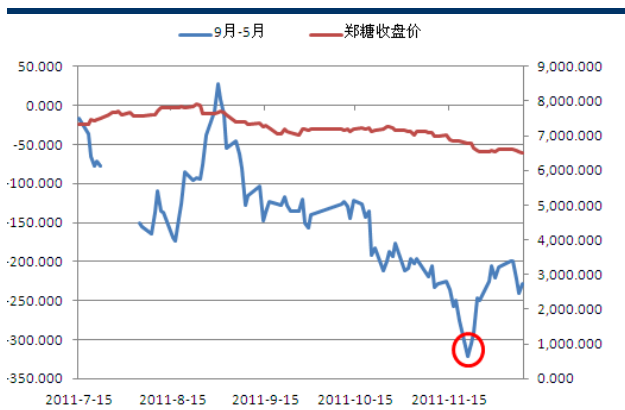
资料来源: 文华财经, 中证期货研究部整理

图 5.4: SR1209 合约-SR1201 合约价差探底回升



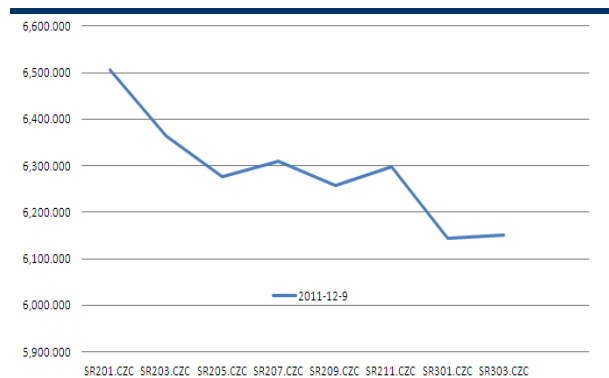
资料来源: 文华财经, 中证期货研究部整理

图 5.5: SR1209 合约-SR1205 合约价差探底回升



资料来源: 文华财经, 中证期货研究部整理

图 5.6: 远期曲线走低 (以 2011 年 12 月 9 日为例)



资料来源: 文华财经, 中证期货研究部整理

六、2012 年度回归价值中枢, 演绎季节规律

经过上文的分析, 我们认为总体上, 白糖牛市终结, 未来2-3将步入漫漫熊市周期。具体到2012年的行情, 我们认为糖价将回归价值中枢5712元/吨, 而白糖的季节性规律主导, 存在波段机会。

1-2月春节前后, 预计将演绎“旺季不旺”。2010/11年度后半期的食糖月度累计销售率同比下降, 也说明下游采购需求不振。据我们了解, 下游用糖企业库存积压较多, 新糖继续上市, 销售不畅。2011/12年度第一个月的食糖产销率同比降低17%。预计销售清淡的格局延续, 短期内供应压力增大, 糖价将难演春节上涨行情, 或出现一定幅度的震荡。预计跌破6000, 在5800-6000区间震荡。

3-5月, 处于传统消费淡季, 糖价延续弱势, 甚至可能跌破成本价5712。3-5月进入食糖纯销期, 糖厂为支付蔗农蔗款和偿还银行贷款, 有加快销售食糖的愿望; 下游消费又处于淡季, 预计

2012 年度白糖投资策略

现货、期货价格将同步下跌，甚至可能击穿食糖成本价5712/吨，跌至5000元/吨，甚至达到4700-4800区间，该区间是目前糖价值中枢（4700-6700）和上一个周期（2700-4700）的分水岭，具有较强支撑力度。

而6-9月，夏季到来，下游尤其是饮料行业用糖增幅较大，将拉动糖价走高。预计2012年夏季饮料将继续保持高速增长；食糖处于相对低价位，淀粉糖替代作用有限，食糖受到需求的提振，价格会有所增长。预计糖价从底部回升，能达到20%以上的涨幅，或涨至6000以上。

而10-12月，则重点取决于2012/13年度糖产量的预估和新糖上市情况，预计糖产量处于“增产”周期，糖价再创历史新高的可能不大。但同时毕竟有春节消费的拉动，糖价或许会在10月小幅调整之后，11月底或12月初有一波上涨。预计到6700-6800新价值中枢上沿。

总体上，我们认为2012年糖价将回归价值中枢5712元/吨，全年运行区间（4700-6700）。具体到月度行情，仍将以季节性生产和消费为基础。总体看，是前低后高的格局。操作上，我们建议2012年上半年做空，5-6月关注糖价筑底后的夏季做多行情。另外把握市场节奏，视情况判断春节多头行情的启动和强度。

免责声明

此报告并非针对或意图送发给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使中证期货有限公司违反当地的法律或法规或可致使中证期货有限公司受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有此报告中的材料的版权均属中证期货有限公司。未经中证期货有限公司事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复印本予任何其它人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为中证期货有限公司的商标、服务标记及标记。

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中证期货有限公司不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被中证期货有限公司认为可靠，但中证期货有限公司不能担保其准确性或完整性，而中证期货有限公司不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。中证期货有限公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中证期货有限公司，或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。此报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

中证期货有限公司2011版权所有。保留一切权利。

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路8号卓越时代广场二期14层

邮编：518048

电话：(0755)83200909 400-6789-819

传真：(0755)83217421

网址：<http://www.citicsf.com>

上海营业部

地址：上海市浦东区世纪大道

1777号东方希望大厦9层H室

邮编：200122

电话：(021)68401585

传真：(021)61019873

郑州营业部

郑州市郑东新区商务外环路14号

顺驰第一国际18层1803号

450003

(0371)65613352

(0371)69102132

大连营业部

大连市沙河口区会展路129号大连

国际金融中心A座期货大厦2508室

116023

(0411)84806372

(0411)84806872

青岛营业部

地址：青岛市香港中路6号

世贸中心B座105室

邮编：266071

电话：(0532)85917799

传真：(0532)85917780

杭州营业部

杭州延安路515号

国信大厦11楼1117室

310006

(0571) 85060830

(0571) 85069980

北京营业部

北京市朝阳区建国门外大街

8号国际财源中心A座8层801

100007

(010) 57762888

(010) 57762999