

等待需求恢复

玉米：补库的时间与节奏

1. 供需平衡表预估反映我们对需求的乐观预期，结合库存周期来看，我们预计目前或处于被动去库存阶段，后期进入主动补库存阶段，期现货价格在实际与补库需求的带动下出现上涨；
2. 但期价远期升水结构已经在一定程度上反映这一预期，看多更多寄希望于时间和空间，前者主要源于供需错配与突发因素，后者更多取决于实际需求改善幅度和中下游补库力度；
3. 基于这样的思路，我们认为接下来三个阶段值得重点留意，其一是接下来的东北玉米集中上市阶段，其主要变数在于售粮意愿、行业低库存和中下游心态的转变；其二是节后，重点关注余粮情况和补库心态；其三是临储抛储启动之后，重点关注临储拍卖成交率与成交溢价。

玉米淀粉：重点关注原料成本端

4. 行业产能自2016年以来持续扩张，天下粮仓与淀粉工业协会数据均显示玉米淀粉行业需求增速有显著放缓，行业或已经重回产能过剩格局，对应着行业开机率下降，库存回升，生产利润下滑；
5. 在这种情况下，供需端或难有起色，淀粉-玉米价差以逢高做空为主，后期重点留意原料成本端，除其对淀粉的成本支撑因素之外，其可能受到环保政策影响，还会影响下游的补库心态。

交易建议：

维持看多判断，建议投资者择机入场做多。

风险因素：

国家进口政策和非洲猪瘟疫情。

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

研究院 农产品组

研究员

黄玉萍

☎ 021-60827975

✉ huangyuping@htfc.com

从业资格号：F0284365

投资咨询号：Z0010682

范红军

☎ 020-37595315

✉ fanhongjun@htfc.com

从业资格号：F0262666

投资咨询号：Z0002196

徐亚光

☎ 021-68758679

✉ xuyaguang@htfc.com

从业资格号：F3008645

投资咨询号：Z0012826

联系人

李巍

☎ 021-60827983

✉ liwei@htfc.com

从业资格号：F3039929

玉米篇：补库的时间与节奏

在供需平衡表方面，2018/19 年度预计全部玉米饲用需求下降 10%，考虑到饲用替代品高粱大麦进口量下降接近 700 万吨，据此将玉米饲用需求下调 1100 万吨，对应年度缺口下调至 4550 万吨。预计实际成交出库量放在 1500 万吨，对应社会库存对上一年度下降超过 3000 万吨。

2019/20 年度产量预计较去年增加 500 万吨，预计饲用需求恢复至 2017/18 年度水平，深加工需求小幅增加，玉米进口上调至 700 万吨，对应年度供需缺口为 5100 万吨。

上述供需平衡表预估反映我们对需求的乐观预期，这主要源于两个方面，其一是政策方面的支持，自今年 6 月以来国家和地方密集出台各项支持政策，涵盖补贴、资金、环保、土地与保险多个方面，多个省市实行菜篮子一把手负责制，明确各地生猪养殖目标；其二是畜禽产品价格高涨带动养殖利润多创出历史同期新高，这包括生猪、肉鸡、蛋鸡等各个品种。在这种情况下，生猪养殖有望逐步恢复，如国家农村农业部数据显示，2019 年 10 月能繁母猪存栏首次出现环比增长，天下粮仓样本数据显示能繁母猪存栏亦出现 3% 左右的增长，而青松农牧数据则显示 2019 年 9 月以来即有环比回升，后期环比增幅有望扩大。对应饲料产量数据来看，2019 年 9 月全国猪料产量环比增加 10%，其中母猪料环比增加 8.7%，仔猪料环比增加 12.7%。与此同时，蛋禽和肉禽存栏亦有望在维持同比增长的基础上实现环比增加，结合生猪养殖的恢复，整体预计动物蛋白供应或逐步恢复，对应玉米饲用需求逐步改善。

结合行业库存周期来看，我们倾向于认为玉米产业链处于被动去库存阶段，即需求总体已有改善，但库存仍维持低位，甚至有继续下降。这是因为需求存在结构性差异（源于非洲猪瘟疫情爆发的先后顺序及畜禽养殖的地域分布），华北和东北地区生猪养殖已有恢复，蛋禽和肉禽养殖持续向好，但一方面缺乏需求数据展示，另一方面新作上市供应增加，掩盖了华北和东北两地需求改善的事实。市场更多通过可见的数据如北方港口集港量、下海量、南方港口出库量等看到南方需求依然疲弱的现状。后期随着时间的推进，新作上市压力得到释放，需求改善逐步得到证实，玉米产业链有望进入主动补库存阶段，玉米期现货价格随之出现上涨行情。

目前玉米期价远期升水结构，已经在一定程度上反映市场的乐观预期，在这种情况下，看空逻辑在于预计接下来现货价格上涨不及预期，而看多逻辑则与之相反，具体而言，主要在于时间和空间两个方面，前者主要源于供需错配与突发因素，后者更多取决于实际需求改善幅度和中下游补库力度。基于这样的思路，我们认

为接下来三个阶段值得重点留意，其一是接下来的东北玉米集中上市阶段；其二是节后；其三是临储抛储启动之后。

目前重点关注第一个阶段，潜在变数有三，其一农户售粮心态，因新作入市之后，市场已经从销区定价转向产区定价，农户是参考去年售粮价格还是参考临储底价上调之后的市场价存在不确定性；其二是整个行业维持低库存运行，需要留意天气及运输物流对供应的影响；其三是市场参与者特别是中下游贸易商与需求企业的心态转变，因目前市场表现非常纠结，一方面因东北新作上市压力而短期看空，但基于需求改善和供需缺口预期而中长期看多，这种心态的转变可能带来入市做多的机会。

第二个阶段重点关注两个方面，其一是节后余粮情况，考虑到 2019/20 期初库存偏低，特别是临储拍卖粮结转大幅下降，经过春节前的消化之后，市场余粮或低于预期，其二是中下游补库心态，这需要重点留意各家机构如农村农业部、天下粮仓和青松农牧等公布的能繁母猪和生猪存栏数据。主要根据这两者来判断是否能够化解节后的售粮压力。

第三个阶段生猪存栏或已经实质性恢复，市场关注焦点或转向下一年度供需缺口预期，甚至担心临储库存不足以弥补的可能性，补库积极性更多体现在临储拍卖成交率和成交溢价上。

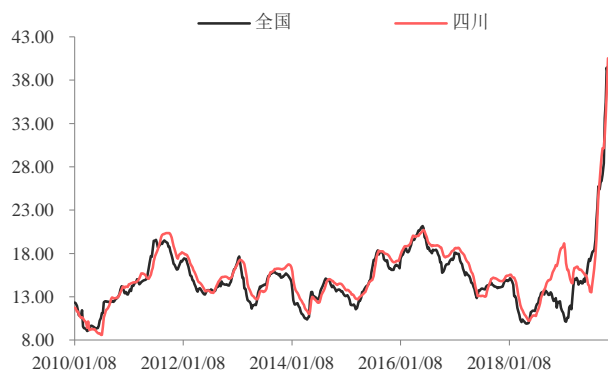
图 1. 中国玉米供需平衡表

单位：百万吨

项目	USDA						华泰期货					
年度	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20	2014/15	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019/20
期初库存	123.6	172.9	212.0	223.0	222.5	209.8	100.9	168.4	245.7	239.6	180.0	136.0
产量	249.8	265.0	263.6	259.1	257.3	254.0	249.8	265.0	216.0	196.0	201.0	206.0
净进口	5.5	3.2	2.4	3.4	5.0	7.0	5.5	3.2	2.4	3.4	4.5	7.0
总需求	206.0	229.0	255.0	263.0	275.0	279.0	187.8	190.9	224.5	259.0	251.0	264.0
饲用需求	144.0	165.0	185.0	187.0	192.0	190.0	124.8	126.9	151.0	176.0	165.0	176.0
FSI需求	62.0	64.0	70.0	76.0	83.0	89.0	63.0	64.0	73.5	83.0	86.0	88.0
期末库存	172.9	212.1	223.0	222.5	209.8	191.8	168.4	245.7	239.6	180.0	134.5	85.0
其中：国储库存							152.1	236.5	209.6	109.6	94.6	20.0
社会库存							16.3	9.2	30.0	70.4	39.9	65.0
年度变化	19.1	39.2	10.9	-0.5	-13.2	-30.7	67.5	77.3	-6.1	-59.6	-45.5	-51.0

数据来源：USDA 华泰期货研究院

图 2. 生猪出栏价 单位：元/公斤



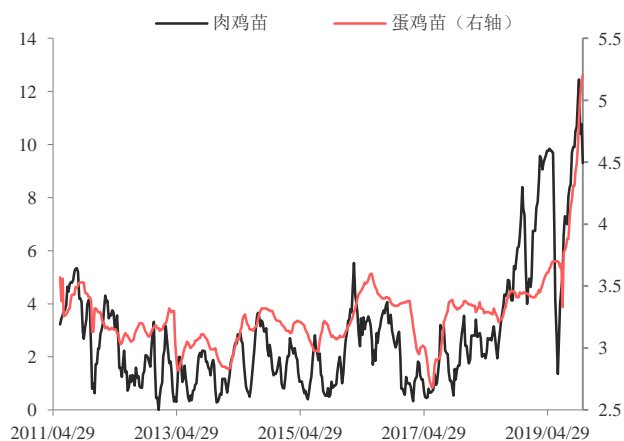
数据来源：搜猪网 华泰期货研究院

图 3. 生猪养殖利润



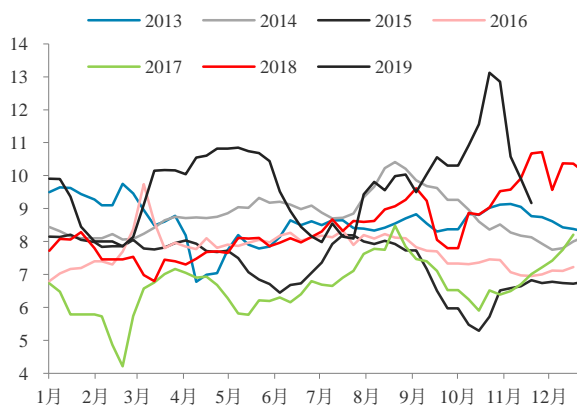
数据来源：搜猪网 华泰期货研究院

图 4. 鸡苗价格 单位：元/只



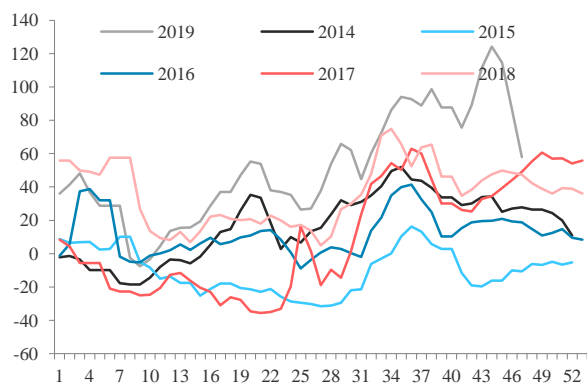
数据来源：博亚和讯 华泰期货研究院

图 5. 817 肉鸡价格 单位：元/公斤



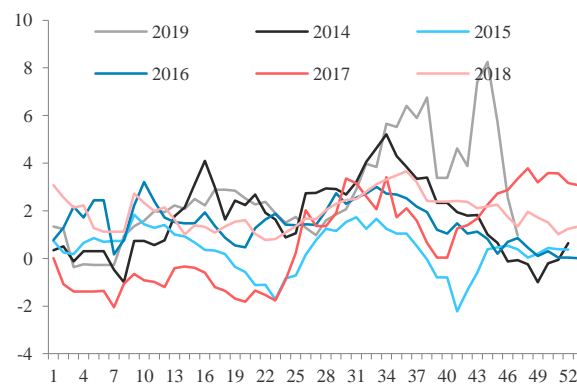
数据来源：博亚和讯 华泰期货研究院

图 6. 蛋鸡养殖利润 单位：元/只



数据来源：博亚和讯 华泰期货研究院

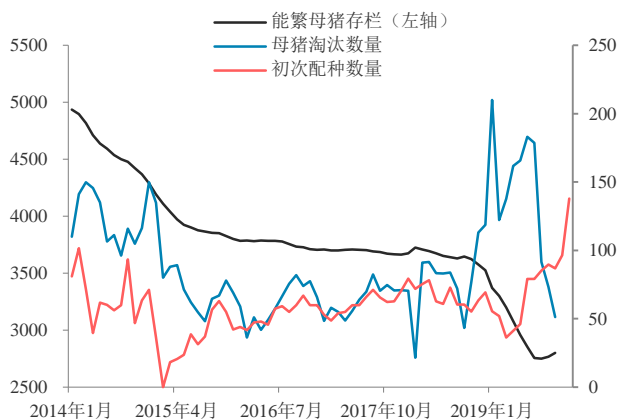
图 7. 肉鸡养殖利润 单位：元/只



数据来源：博亚和讯 华泰期货研究院

图 8. 能繁母猪相关数据

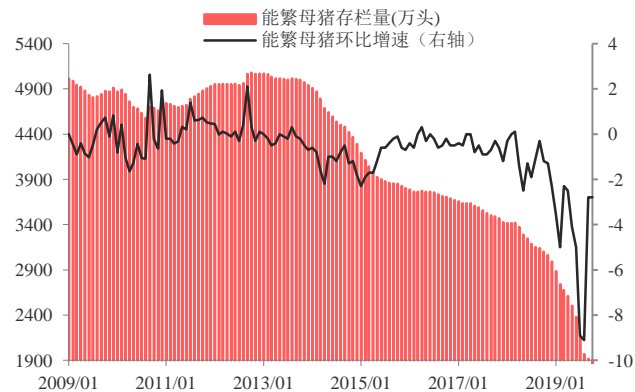
单位：万头



数据来源：青松农牧 华泰期货研究院

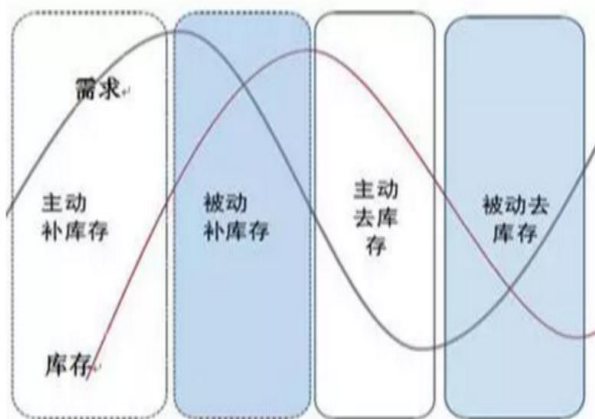
图 9. 能繁母猪存栏量

单位：万头



数据来源：农村农业部 华泰期货研究院

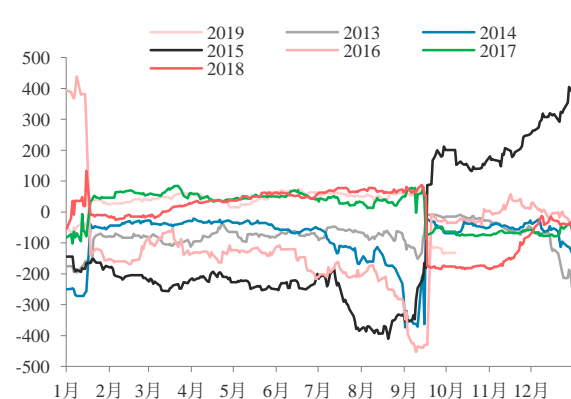
图 10. 库存周期动态变化



数据来源：华泰期货研究院

图 11. 玉米 1-5 价差

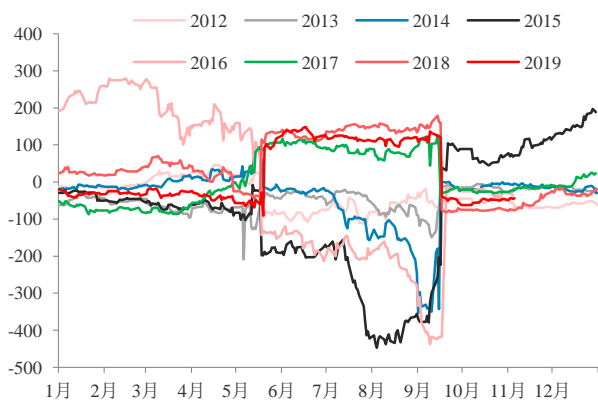
单位：元/吨



数据来源：文华财经 华泰期货研究院

图 12. 玉米 5-9 价差

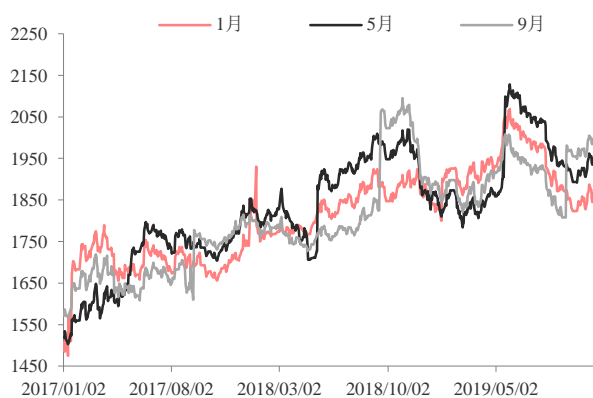
单位：元/吨



数据来源：文华财经 华泰期货研究院

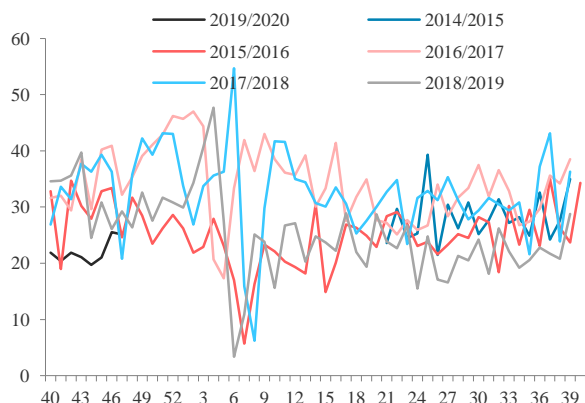
图 13. 玉米期价结构

单位：元/吨



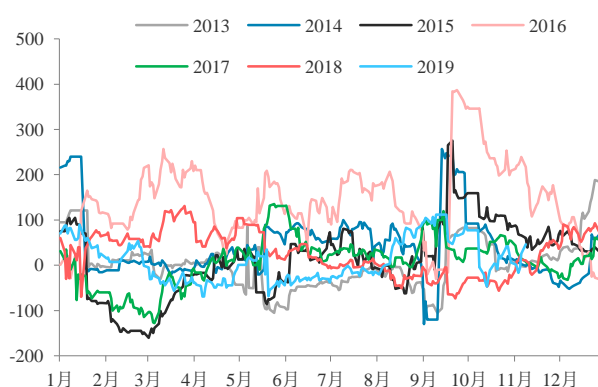
数据来源：文华财经 华泰期货研究院

图 14. 南方港口全部谷物出库量 单位：万吨



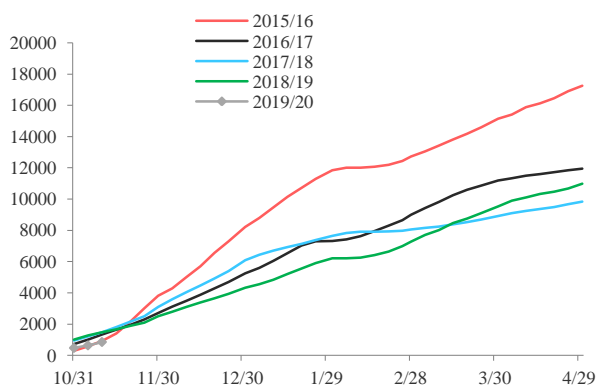
数据来源：广东玉米数据网 华泰期货研究院

图 15. 玉米近月基差 单位：元/吨



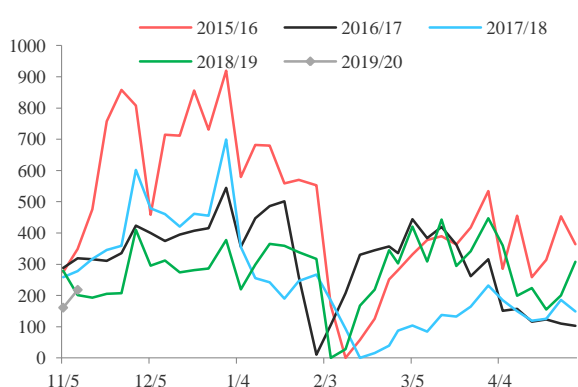
数据来源：国家气象局 华泰期货研究院

图 16 玉米收购进度（累计） 单位：万吨



数据来源：国家粮食与物资局 华泰期货研究院

图 17. 玉米收购进度（5 天） 单位：万吨



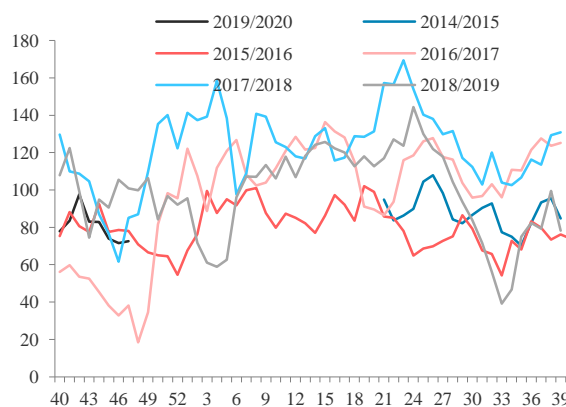
数据来源：国家粮食与物资局 华泰期货研究院

图 18. 深加工企业玉米库存量 单位：吨



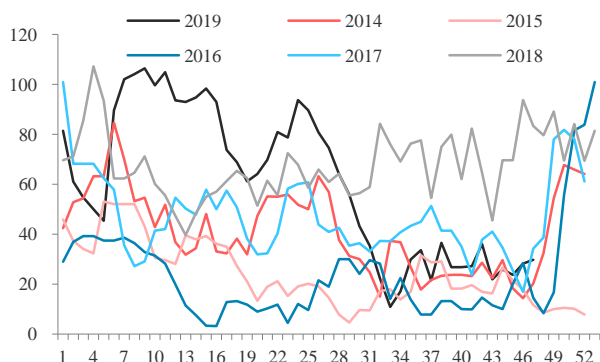
数据来源：天下粮仓 华泰期货研究院

图 19. 南方港口全部谷物库存 单位：万吨



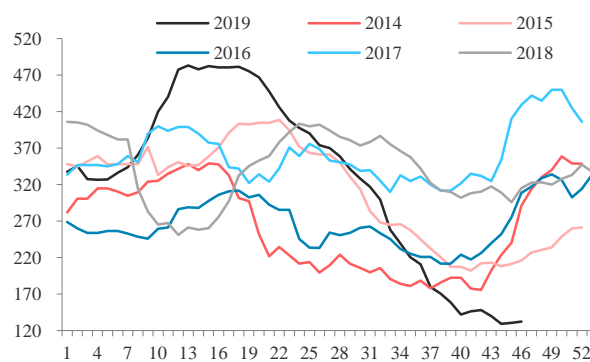
数据来源：广东玉米数据网 华泰期货研究院

图 20. 南方港口内贸玉米库存 单位：万吨



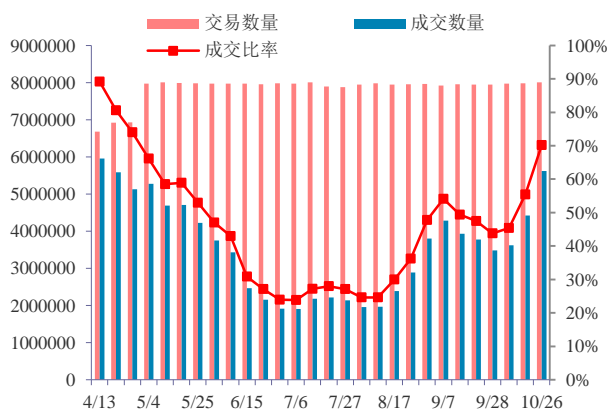
数据来源：天下粮仓 华泰期货研究院

图 21. 北方港口玉米库存 单位：万吨



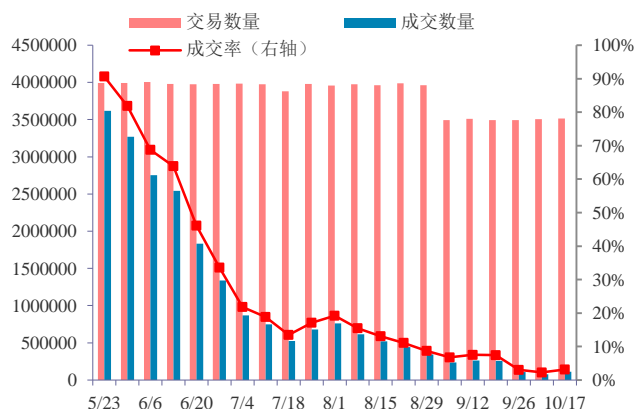
数据来源：天下粮仓 华泰期货研究院

图 22. 2018 年临储玉米拍卖成交 单位：吨，%



数据来源：国家粮食交易中心 华泰期货研究院

图 23. 2019 年临储玉米拍卖成交 单位：吨，%



数据来源：国家粮食交易中心 华泰期货研究院

玉米淀粉篇：重点关注原料成本端

在产能方面，众所周知，自 2016 年启动玉米市场化改革以来，行业进入新一轮产能扩张期，2017 年为最高峰，2018 和 2019 年仍有部分新建产能投放，随着寿光金玉米和绥化象屿投产，而宝清万里润达转产玉米酒精，淀粉行业产能扩张或接近尾声。据不完全统计，自 2016 年以来累计淀粉加工产能增加超过 950 万吨，累计增速超过 30%。

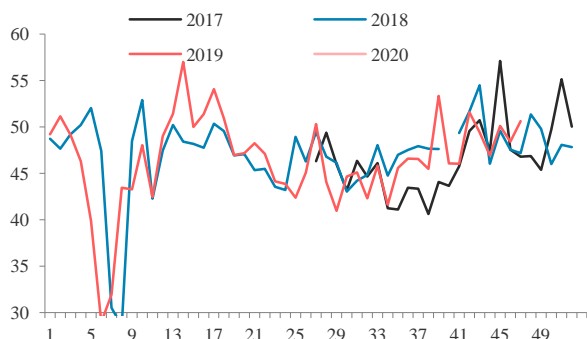
但随着玉米价格的逐步回升，玉米淀粉需求增速逐步放缓，淀粉工业协会数据显示，2015/16 年度（10 月至次年 9 月）淀粉下游需求行业对淀粉累计需求量 1965 万吨，2016/17 年度 2466 万吨，2017/18 年度 2638 万吨，2018/19 年度截至 8 月为 2494 万吨，由此可以看出，2016/17 年度同比增速超过 20%，2017/18 年度下降至 7% 左右，2018/19 年度或下降至 3% 左右。而根据天下粮仓数据，2017/18 年度玉米淀粉累计出库量（即表观需求量）2403.87 万吨，2018/19 年度为 2429.85 万吨，

增速仅为 1% 左右。对淀粉需求的唯一亮点在于出口，2019 年自然年度截至 9 月累计出口 49 万吨，高于去年同期的 42 万吨，显著高于前年同期的 19 万吨。

在产能陆续投放之后，需求增速出现持续下滑，淀粉行业或已经重回产能过剩格局，天下粮仓数据显示行业开机率自 6 月以来就显著低于过去两年同期水平，而行业库存则是自年初以来即显著高于过去两年同期，对应淀粉现货生产亏损期延长，幸好今年淀粉加工副产品受中美贸易战影响在年后出现较大幅度上涨，在一定程度上改善了淀粉生产利润。

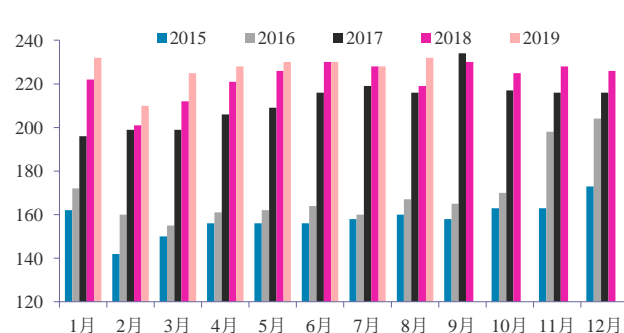
在这种格局之下，玉米淀粉供需端或难有亮点，淀粉-玉米价差或以逢高做空为主，玉米淀粉更多关注玉米原料成本端，除其对淀粉的成本支撑因素之外，还可能产生两个方面的影响，其一是环保政策，据我们之前调研了解到的情况，今年环保政策不再实行一刀切，经过过去两年的环保整改，多数企业已经能达到环保政策要求，这意味着环保政策对行业开机率的影响趋弱，但环保政策中有新规，即在发布天气预警时，限制国五排放标准以下的大载车进入城市或工厂，这会增加深加工企业的原料成本；其二是行业库存周期，与玉米产业链维持低库存运行相似，淀粉下游需求企业因为玉米的原因，同样对淀粉价格预期偏弱，相应缺乏补库意愿，后期如果玉米产业链进入新一轮补库周期，亦有望对淀粉需求起到带动作用。

图 24. 玉米淀粉出库量 单位：万吨



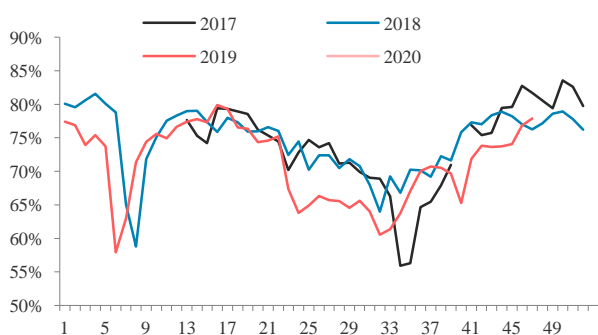
数据来源：天下粮仓 华泰期货研究院

图 25. 玉米淀粉月度消费量 单位：万吨



数据来源：淀粉工业协会 华泰期货研究院

图 26. 淀粉行业开机率 单位：%



数据来源：天下粮仓 华泰期货研究院

图 27. 玉米淀粉行业库存 单位：吨



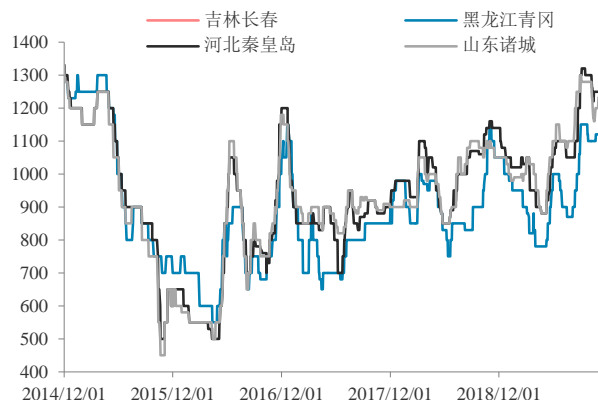
数据来源：天下粮仓 华泰期货研究院

图 28. 主产区玉米蛋白粉价格 单位：元/吨



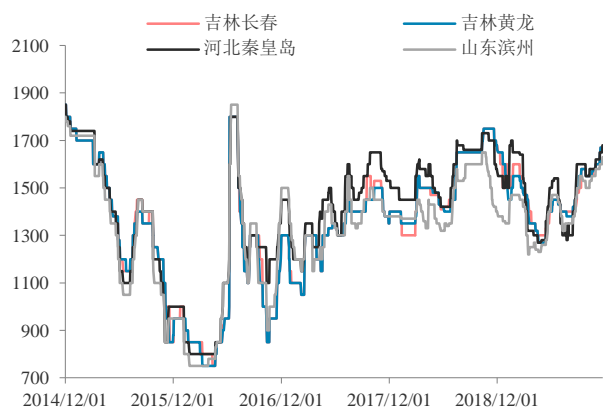
数据来源：汇易网 华泰期货研究院

图 29. 玉米纤维价格 单位：元/吨



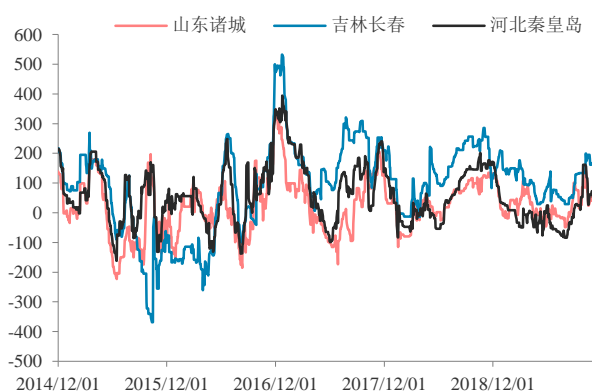
数据来源：汇易网 华泰期货研究院

图 30. 玉米胚芽粕价格 单位：元/吨



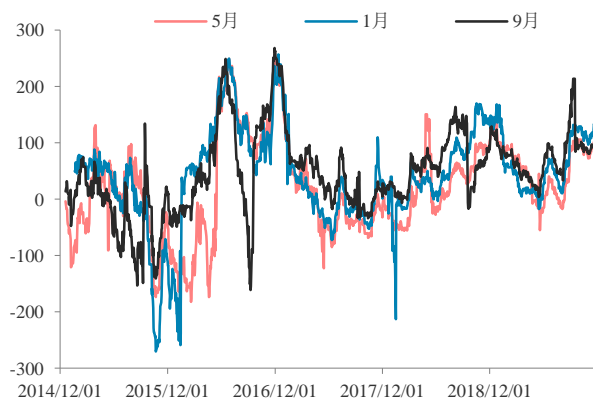
数据来源：汇易网 华泰期货研究院

图 31. 玉米淀粉现货生产利润 单位：元/吨



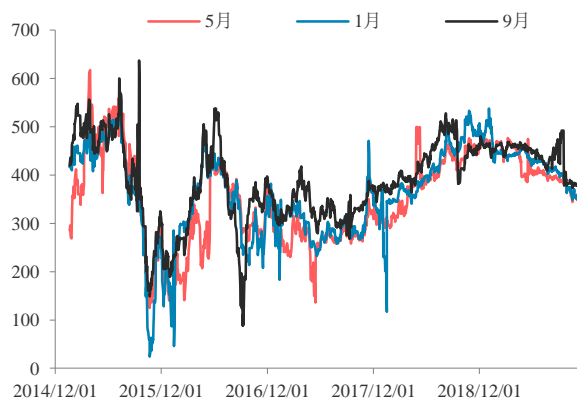
数据来源：汇易网 华泰期货研究院

图 32. 玉米淀粉盘面生产利润 单位：元/吨



数据来源：汇易网 文华财经 华泰期货研究院

图 33. 淀粉-玉米价差 单位：元/吨



数据来源：文华财经 华泰期货研究院

● 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华泰期货有限公司违反当地的法律或法规或可致使华泰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华泰期货有限公司。未经华泰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华泰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，而华泰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华泰期货有限公司认为可靠，但华泰期货有限公司不能担保其准确性或完整性，而华泰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。华泰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华泰期货有限公司，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。

华泰期货有限公司2019版权所有。保留一切权利。

● 公司总部

地址：广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com