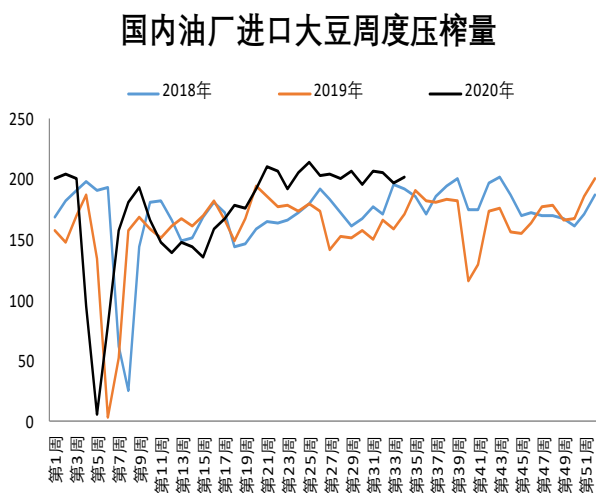


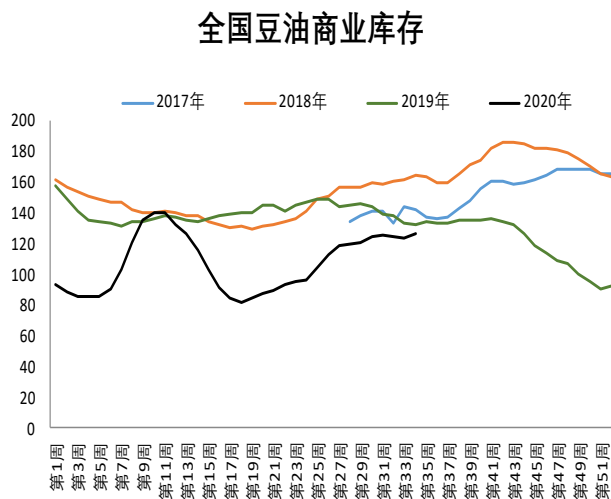
收储利多支撑下，豆油中期维持多头判断

一、供应压力下库存缓慢累积

从5月中旬以来，随着南美大豆集中到港，国内油厂维持着周度200万吨以上的压榨量，是历史同期的最高值。相应的，国内豆油供应量大增，202万吨的周均压榨对应38万吨的豆油产量。按天下粮仓数据，2019年国内进口大豆压榨得油的周均表观消费量为32万吨。若以此来看，5月中旬至今的4个月时间，国内豆油库存累计应在96万吨，但实际国内豆油累计仅45万吨，即在不考虑消费季节性和疫情影响下，国内豆油同比消费多了50万吨。



数据来源：中州期货研究所 天下粮仓



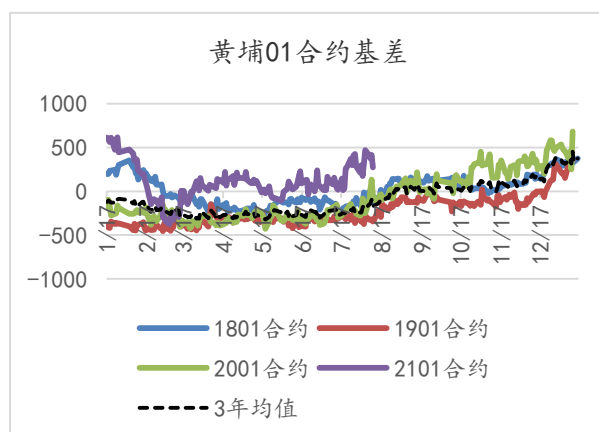
数据来源：中州期货研究所 天下粮仓

二、豆油表观消费多方发力

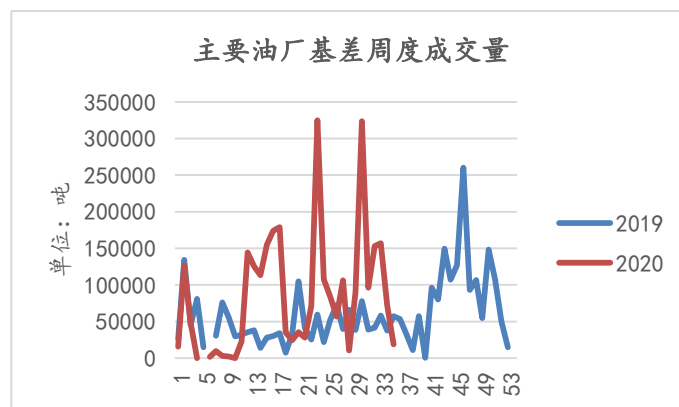
今年豆油的表观消费确实表现优异，除了市场非常关注的大集团收储外本身在餐饮和饲料方面的消费也超预期。

1. 收储传闻下现货成交放量

豆油收储消息从未得到官方的证实，但通过二、三季度大集团在现货市场大量采购的行为来说此消息并非空穴来风。且集团企业每次在散油市场的扫货行为都带动豆油成交放量，导致目前国内豆油的现货基差价格处于近三年同期高位。



数据来源：中州期货研究所 天下粮仓



数据来源：中州期货研究所 天下粮仓

2. 餐饮用油实际需求好于预期

从国家统计局数据来看，国内餐饮行业的恢复快于预期，1 季度餐饮收入因新冠疫情影响，跌至谷底，2 季度逐月回暖，7 月份餐饮收入恢复到去年同期的 9 成，并跟 2018 年及之前的年份的差距并不大。回顾该波疫情的发展，在 6-7 月国内部分区域陆续出现了小范围疫情扩散，但是并没有对餐饮行业造成二次冲击。

3. 饲料用油的增加

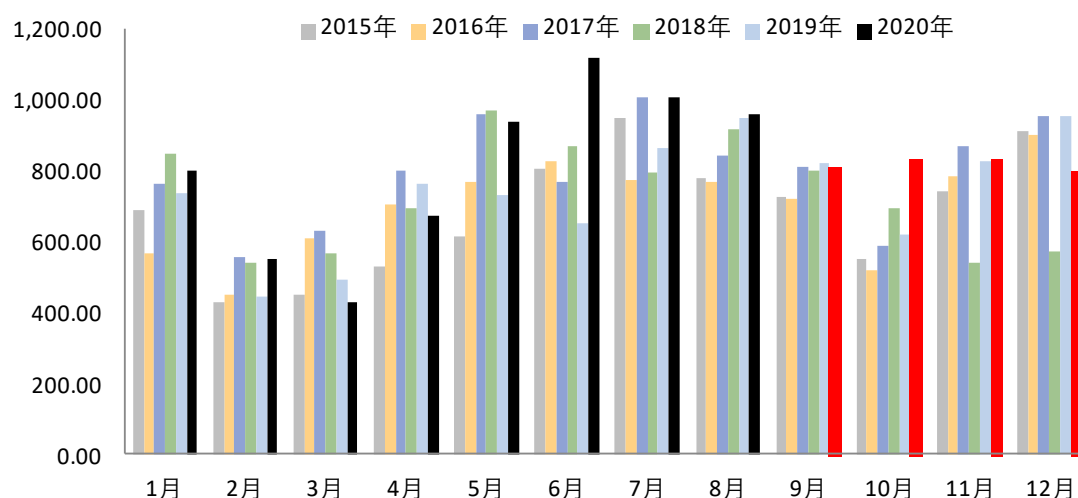
今年豆油的饲用需求增加明显，不但因为饲料总体产量提高，并且饲料配方中油脂比例也提高。在饲料配方上，畜禽料中的油脂以豆油为主，禽料方面，添加了高含量的油后，脂肪可以快速存于腹下，使鸡鸭增重较快，油量上调比例最高可达 8%-10%，最低可以完全不使用，由于禽的养殖利润波动较大，许多养殖户在利润较高时为了缩短养殖天数，选择对饲料喷油，缩短养殖周期；猪料方面，此外由于无抗配方的调整，豆油的配方有所提升。

三、四季度豆油供需预期

今年由于进口大豆油厂榨利整体较好，国内买船进度偏快。目前国内 8/9 月大豆采购 890 万吨/820 万吨，均高于去年最终水平；10 月已采购 770 万吨九成，已高于去年最终 710 万吨；11 月已经采购 430 万吨过半，去年最终 980 万吨；12 月采购 130 万吨两成，进度均快于去同。远月 2-5 月的采购进度为历史领先水平。

若装出无碍，根据 lineup 船表，8 月到港预估 960 万吨，9 月到港预估 810 万吨，10 月到港预估 830 万吨，11 月到港预估 830 万吨，12 月到港预估暂放 800 万吨。OND 船期仍有约 1000 万吨待采，关注中美贸易的相关消息和产地实际装出情况。

海关口径大豆月度进口

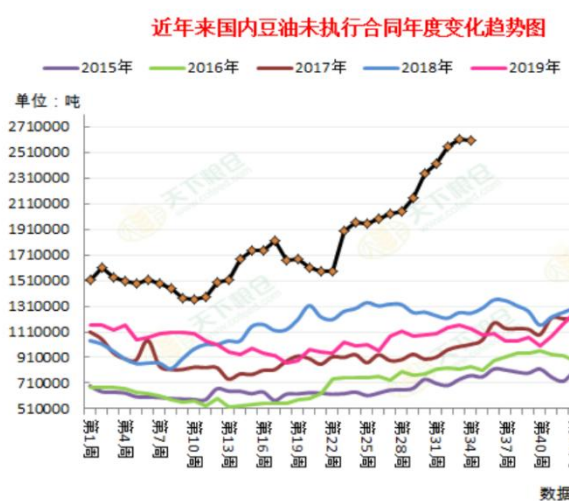


假设 9-12 月进口大豆全部被油厂压榨，没有进国储，且在目前生猪存栏恢复的大趋势下豆粕胀库对大豆压榨影响较小，即 9-12 月豆油产出约 620 万吨。

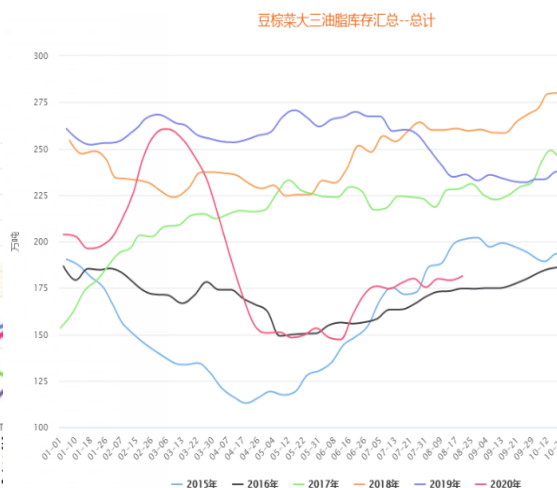
对比 2018 年和 2019 年 9-12 月期间国内豆油的表观消费，我们对今年豆油的表观消费做三种假设，假设 1：在秋冬季没有疫情再次爆发情况下，豆油消费恢复至过去两年的平均水平，取 600 万吨的整数值，当进口量和出口量不出现大幅变化的情况下，豆油期末库存达到 160 万吨以上水平，对应 2018 年同样 160 万吨库存下 Y01 合约月线收盘价 4868 元。假设 3：在秋冬季没有疫情爆发前提下，参考 4-8 月期间大集团收储下月均 165 万吨左右表观消费，期末库存约 109 吨，对应 2019 年 11 月前后同样 11 万吨库存下 Y01 合约月线收盘价 6280 元。假设 2 代表在集团收储量不多，对后期豆油消费提振减弱情况下的库存。

单位: 万吨	2018 年 9-12 月	2019 年 9-12 月	2020 年 4-8 月 (第 14 周-第 34 周)	2020 年 9-12 月		
				假设 1	假设 2	假设 3
期初库存	162.75	133.64	125.63	126	126	126
产量	578.88	544.21	758.55	620	620	620
进口	26	31	36	30	30	30
总供应	767.63	708.85	920.18	776	776	776
表观消费	597.75	610.50	794.19	600	640	660
出口	7.04	6.68	0	7	7	7
期末库存	162.84	91.67	125.995	169	129	109

另外需考虑豆油目前未执行合同高达 260 万吨，后期若大集团陆续提货，有助于缓解高压榨下的豆油库存压力。



数据来源：中州期货研究所 天下粮仓



数据来源：中州期货研究所 天下粮仓

四、策略推荐

预计未来中期油脂整体走势仍旧震荡偏强，操作思路上单边以逢低回调做多为主，套利上可关注 YP01 扩大的机会，价差上方空间暂看至 1000 附近。

■ 免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券或期货的买卖出价或征价，据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布。如引用、刊发，须注明出处为中州期货公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

■ 联系我们

管理总部 200120

地址：上海市浦东新区民生路 1299 号丁香国际商业
中心西楼 1502 室

Tel: 021-68395023

Email: zzzjb@zzfco.net

上海分公司 200120

上海市浦东新区民生路 1299 号丁香国际商业中心
西楼 1503 室

Tel: 021-68580502

Email: zzsh@zzfco.net

烟台营业部 264000

地址：烟台市芝罘区西关南街 2 号万达金融中心
20 层

Tel: 0535-6695733 传真: 0535-6692349

Email: zzyt@zzfco.net

济南营业部 250000

地址：济南市市中区阳光新路 67 号济南欧亚大观
商都 A1-1105

Tel: 0531-83165837 传真: 0531-83165836

Email: zzjn@zzfco.net

青岛营业部 266071

地址：青岛市南京路 9 号联合大厦 19 层

Tel: 0532-85753103 传真: 0532-85753173

Email: zzqd@zzfco.net

沈阳营业部 110004

地址：沈阳市和平区三好街 100-4 号 702-704 室

Tel: 024-31258299 传真: 024-31258292

Email: zzsy@zzfco.net

临沂营业部 276004

地址：临沂市兰山区沂蒙路 454 号华泰(嘉锐)大
厦 801 室

Tel: 0539-8053280 传真: 0539-8053280

Email: zzly@zzfco.net

烟台分公司 265701

地址：烟台市开发区长江路天马中心 1 号楼 23 层
2301 号房

Tel: 0535-2169566 传真: 0535-2169566

Email: zzlk@zzfco.net

大连营业部 116023

地址：大连市沙河口区会展路 129 号大连国际金
融中心 A 座 2208 室

Tel: 0411-84806638 传真: 0411-84806338

江苏分公司 210019

地址：南京市建邺区兴隆大街 188-1 号

Tel: 025-66687725

Email: zzjsu@zzfco.net

