

# 价值重估加速，菜粕华丽逆袭

## 报告要点

加菜籽减产从数量上奠定了菜粕偏强，而近期蛋白含量普遍高于常年，从质量层面助推菜粕价值重估加速，菜粕华丽逆袭之旅或才开始，豆菜粕价差负值也许才是终点。

## 摘要：

笔者认为：

1) 蛋白粕大趋势预计仍偏弱。蛋白粕大趋势仍看豆粕供需，在南美没有严重灾害情况下，豆类供需仍在持续转宽松，因此蛋白粕价格大趋势预计仍偏弱。

2) 2021 年加菜籽因严重干旱减产，从数量层面奠定了菜粕相对较强的基本面。豆菜粕价差也已经持续走弱。

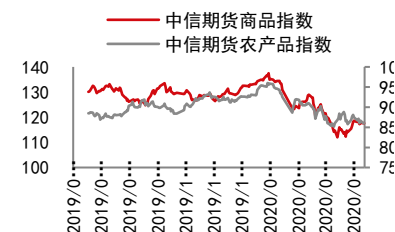
3) 2021/22 年度加菜粕蛋白含量普遍高于常年，从质量层面助推了菜粕价值重估。对比当前豆粕价格，预计菜粕价格还将继续领涨约 18%（盘面）-28%（现货），豆粕可能滞涨。预计豆菜粕价差还将继续走弱，大概率走向负值，约-100 元/吨。甚至 2022 年 4 月前豆菜粕价差都是负值。

4) 当然，因为大趋势偏弱，豆粕价格如果下跌，会削减菜粕上涨绝对值。而且随着 2201 合约进入交割月，资金炒作或逐渐离场。但菜粕逆袭之路或还未走完，2205 合约豆菜粕价差或接力走低。

**风险提示：**1) 南美天气恶化，豆粕供需趋紧；2) 菜粕高价抑制需求。

投资咨询业务资格：

证监许可【2012】669 号



## 农产品组研究团队

王聪颖  
010-58135955  
wcy@citicsf.com  
从业资格号 F0254714  
投资咨询号 Z0002180

李兴彪  
从业资格号 F3048193  
投资咨询号 Z0013482

## 目 录

摘要: .....	1
一、2022 年度看弱蛋白粕市场.....	3
二、蛋白触底反弹，菜粕价值重估 .....	4
三、菜粕逆袭之路或还未走完 .....	6
四、风险提示 .....	6
免责声明 .....	7

## 图表目录

图表 1: 12 月供需报告未下调美豆出口，这个豆类市场暂时支撑，但长期看，供需转宽松 .....	3
图表 2: 加菜籽 2021/22 年度减产 34%，决定了菜系供需偏紧.....	3
图表 3: 十一以来，油厂开机率同比持续偏低，限制了蛋白粕有效供应 .....	4
图表 4: 干旱导致菜籽蛋白含量大大提高 .....	4
图表 5: 按照 44.3%蛋白计算，菜粕价格明显低估，有价值重估需求.....	5
图表 6: 回推历史价格，菜粕合理价格应该更高，豆菜粕价差应该更低 .....	5

## 一、2022 年度看弱蛋白粕市场，菜粕相对偏强

我们 2022 年度策略展望中看弱蛋白粕市场，因占比最高的豆粕供需大概率持续改善。同时也指出，因加菜籽 2021/22 年度减产幅度高达 34%，菜籽市场会相对偏紧，菜系整体强于豆系。菜籽价格可能跟随豆系都弱，但会更抗跌，且豆菜粕价差走低，菜豆油价差走高。

图表1：12 月供需报告未下调美豆出口，这个豆类市场暂时支撑，但长期看，供需转宽松

美豆	美豆供需平衡表						同比%
	2019/20	2020/21 预测 (11月)	2020/21 预测 (12月)	2021/22 预测 (11月)	2021/22 预测 (12月)	环比%	
种植面积	76.1	83.4	83.4	87.2	87.2	0.00%	4.6%
收割面积	74.9	82.6	82.6	86.4	86.4	0.00%	5%
薄式耳/英亩							
单产	47.4	51	51	51.2	51.2	0.0%	0%
百万蒲式耳							
期初库存	909	525	525	256	256	0.0%	-51%
产量	3552	4216	4216	4425	4425	0.0%	5%
进口	15	20	20	15	15	0.0%	-25%
总供应	4476	4761	4761	4696	4696	0.0%	-1%
压榨	2165	2141	2141	2190	2190	0.0%	2%
出口	1679	2265	2265	2050	2050	0.0%	-9%
留种	97	101	101	102	102	0.0%	1%
损耗	11	-3	-3	15	15	0.0%	-600%
总需求	3952	4505	4505	4356	4356	0.0%	-3%
期末库存	525	256	256	340	340	0.0%	33%
农场均价 (美元/蒲)	8.57		10.8	12.1	12.1	0.0%	12%
库消比	13.3%	5.7%	5.7%	7.81%	7.81%	0.0%	2.12%

资料来源：Wind 中信期货研究部

图表2：加菜籽 2021/22 年度减产 34%，决定了菜系供需偏紧

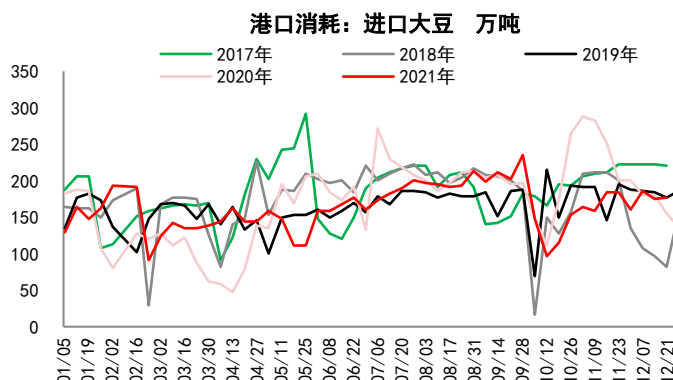
项目	加拿大农业部油菜籽供需平衡表										环比	较去年	较去年%
	2015/16	2016/17	2017/18	2018/19	2019-2020	2020-2021 (10月)	2020-2021 (11月)	2021-2022 (10月)	2021-2022 (11月)				
种植面积 (千公顷)	8363	8236	9313	9232	8572	8410	8410	9,097	9097		0%	687	8%
收获面积 (千公顷)	8322	8119	9273	9120	8471	8325	8325	9002	9002		0%	677	8%
单产 (吨/公顷)	2.21	2.41	2.3	2.2	2.4	2.3	2.3	1.42	1.4		0%	-0.92	-39%
产量 (千吨)	18377	19601	21328	20343	19912	19485	19485	12782	12782		0%	-6703	-34%
进口量 (千吨)	105	95	108	146	155	123	123	150	150		0%	27	22%
总供应量 (千吨)	21055	21786	22778	22988	24502	23042	23042	14699	14699		0%	-8343	-36%
出口量 (千吨)	10299	11016	10783	9141	10040	10534	10534	6500	5500		-15%	-5034	-48%
食用及工业用量 (千吨)	8315	9191	9269	9295	10129	10410	10410	7500	8500		13%	-1910	-18%
种用及损耗 (千吨)	365	163	160	397	838	265	265	148	148		0%	-117	-44%
国内总需求 (千吨)	8740	9422	9496	9754	11028	10741	10741	7699	8699		13%	-2042	-19%
期末库存量 (千吨)	2016	1348	2499	4094	3435	1767	1767	500	500		0%	-1267	-72%
平均价格 (美元/吨)	509	529	539	497	484	730	730	960	1000		4%	270	37%
库存消费比	10.6%	6.6%	12.3%	21.7%	16.3%	8.3%	8.3%	3.5%	3.5%		0.0%	-4.8%	-4.8%

资料来源：Wind 中信期货研究部

## 二、蛋白触底反弹，菜粕价值重估加速

2021 年 11 月初以来，蛋白粕市场走出一波反弹。起因大致有几点：1) 新冠疫情复发，物流受阻，下游提前备货；2) 冬季环保压力大，沿海地区油厂开机率受限；3) 十一以来生猪价格反弹，养殖重回微利，补库需求增加。

图表3：十一以来，油厂开机率同比持续偏低，限制了蛋白粕有效供应



资料来源：Wind 中信期货研究部

反弹至 11 月下旬，豆粕涨幅 8%，菜粕涨幅约 13%。无论从时间、幅度看，盘面基本反弹到位。后续正常的节奏：现货坚挺，基差走高，盘面下跌。毕竟远期看，蛋白粕市场大概率走弱。

然而，12 月 9 号菜粕领涨，蛋白粕录得大阳线。当日市场传言，多逼空，预计是资金短期行为。但随着 12 月 14 日一个数据的流传，夜盘菜粕跳空高开高走。这个数据显示，干旱导致加菜籽粕蛋白含量大大提高至 44.3%。因此从蛋白比价看，当前菜籽粕明显被低估了。这就不难理解，12 月以来菜粕领涨蛋白市场，明显强于豆粕，豆菜粕价差不断走低。

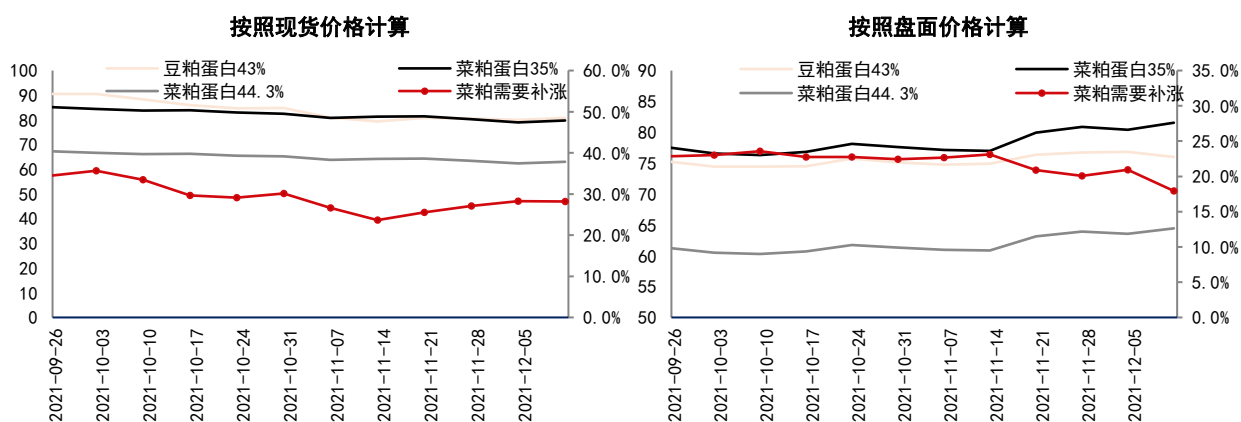
图表4：干旱导致加菜籽粕蛋白含量大大提高

Tests:	Methods:	Results:	
Profat:	Calculation based on values from AOAC	44.3	%
Fat:	AFVAN-SLMF-0011 (tel quel)	2.7	%
Moisture:	NFTA 2.2.2.5	11.1	%
Fibre:	AOCS Ba 6-84	10.1	%
Foreign Matter:	Visual Assessment (CAN-SOP-0081)	0.01	%
Erucic Acid:	AOAC 963.22 & AOCS Am 2-93	<0.01	%
Glucosinolates:	CGC Glucose Release (as received)	8.0	micromoles/gram

资料来源：Wind 中信期货研究部

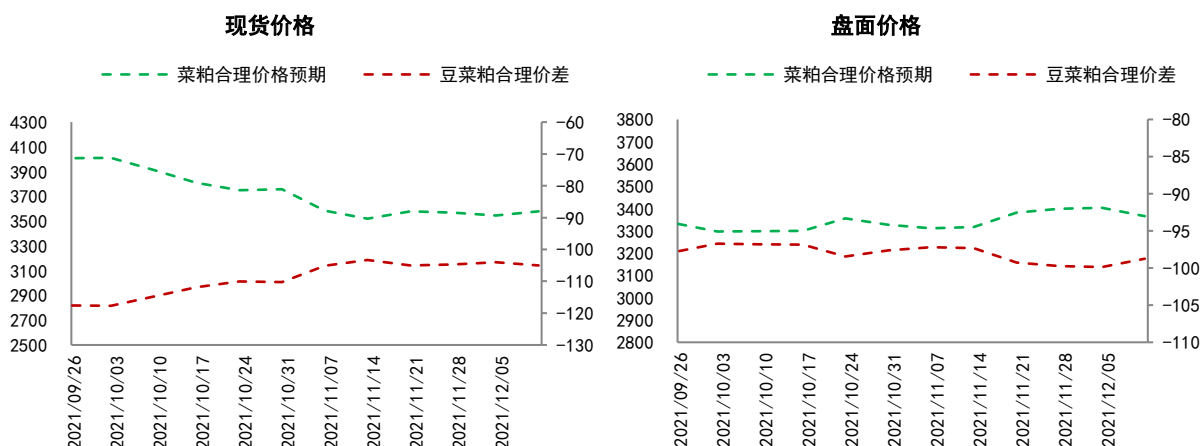
如果按照豆粕、菜粕蛋白含量分别为 42%和 35%，则当前盘面价格折单位蛋白豆粕几乎平水。正常情况，作为优质蛋白，豆粕蛋白略高于菜粕蛋白，但加菜籽减产导致菜籽粕偏紧，因此单位蛋白价格平水是合理的。但如果菜籽粕蛋白含量升高到 44.3%，那么菜粕蛋白价格明显低于豆粕。因此最近菜粕价值重估加速。假设豆粕现货（盘面）价格不变，菜粕现货（盘面）价格至少要上涨 28%（18%）。回推历史价格，菜粕合理价格应该更高，豆菜粕价差应该更低。当下菜粕现货合理价格为 3578 元/吨，盘面合理价格为 3365 元/吨。大概率可以见到豆粕菜粕价差负值，类似于豆棕油价差负值一样。

图表5: 按照 44.3%蛋白计算，菜粕价格明显低估，价值亟待重估



资料来源: Wind 中信期货研究部

图表6: 回推历史价格，菜粕合理价格应该更高，豆菜粕价差应该更低



资料来源: Wind 中信期货研究部

### 三、菜粕华丽逆袭之路或才开始

经过上文分析，可以得到以下结论：

1) 蛋白粕大趋势预计仍偏弱。蛋白粕大趋势仍看豆粕供需，在北美没有严重灾害情况下，豆类供需仍在持续转宽松，因此蛋白粕价格大趋势预计仍偏弱。

2) 2021 年加菜籽因严重干旱减产，从数量层面奠定了菜粕强于豆粕的基本面。豆菜粕价差也已经持续走弱。

3) 2021/22 年度加菜粕蛋白含量普遍高于常年，从质量层面助推了菜粕价值重估加速。对比当前豆粕价格，预计菜粕价格还将继续领涨约 18%（盘面）-28%（现货），豆粕则可能被带动，但预计上涨幅度明显不及菜粕。预计豆菜粕价差还将继续走弱，大概率走向负值，约-100 元/吨。甚至 2022 年 4 月前豆菜粕价差都是负值。

4) 当然，因为大趋势偏弱，豆粕价格如果下跌，会削减菜粕上涨绝对值。而且随着 2201 合约进入交割月，资金炒作或逐渐离场。但菜粕逆袭之路或还未走完，2205 合约豆菜粕价差或接力走低。

### 四、风险提示

1) 南美天气恶化，豆粕供需趋紧；2) 菜粕高价抑制需求。

## 免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信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。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

中信期货有限公司

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)北座 13 层 1301-1305、14 层

邮编：518048

电话：400-990-8826。