

银河专题

2023 年 11 月 7 日

公众号二维码

银河农产品及衍生品



负责人：蒋洪艳

021-65789251

联络对接：贾瑞林

021-65789256

油脂研究：马幼元

粘猪研究：陈界正

玉米鸡肉：刘大勇

棉禽研究：刘倩楠

研究员：刘大勇

期货从业证号：

F03107370

投资者咨询从业证号：

Z0018389

☎:010-68569781

✉:liudayong_qh@chinastock.com.cn

玉米和淀粉走缩策略

第一部分 摘要

由于今年玉米增产，黑龙江卖粮压力仍较大，11-12 月玉米现货反弹空间有限。淀粉企业开机率持续增加，已经上涨到年内新高，预计 12 月底之前会维持较高的开机率。下游需求一般，企业库存开始积累，预计 12 月底淀粉现货压力较大，部分淀粉企业会出现亏损情况。副产品中玉米蛋白和纤维相比豆粕性价比较高，副产品会走高，玉米和淀粉现货价差会走弱，01 玉米和淀粉价差会走缩。

风险提示：玉米大幅上涨

第二部分 基本面分析

23/24 年四季度玉米波动变化较小，玉米现货的下跌，给了淀粉厂较高的利润。但淀粉厂开机率持续升高，库存也在累库，淀粉厂利润会压缩，甚至部分地区出现亏损的情况。

一、23 年四季度原料玉米波动较小

23 年四季度玉米没有大矛盾，且玉米现货供应充足。最近由于东北地区降雪影响，农户惜售，玉米现货上涨，但玉米今年丰产，玉米现货很难有较大反弹。

23/24 年度玉米产量增长较多。主流机构预测今年增产 1500-2000 万吨，部分机构是高于 2000 万吨，整个东北地区增产约 1000 万吨，黑龙江增产约 300 万吨。由于去年主流机构收购玉米亏损较大，今年收购相对谨慎，玉米现货下跌较多。进入 11 月由于天气降温，农户开始惜售。但按照黑龙江卖粮规律，一旦天气转好或者元旦和过年期间，农户会出现卖粮高峰，预计 12-1 月会出现一波较大卖压。11 月天气降温，给了农户惜售条件，玉米潮粮从最低的 2160 元/吨上涨到 2300 元/吨，最近贸易商和深加工对较高价格玉米开始抵触。个人认为，11-12 月玉米现货供应充足，玉米反弹空间有限，黑龙江干粮基本在 2300-2400 元波动，上涨到 2400 元/吨的时间较短和概率较低。

二、副产品及加工费相对稳定，副产品有走高可能

由于淀粉的加工费基本受动力煤影响，包括自主发电和提供蒸汽。动了煤目前相对稳定，且预计波动不大，5500 大卡港口基本在 930-940 元/吨。

淀粉企业生产的副产品价格有上涨的概率。淀粉企业主要生产玉米胚芽、玉米纤维以及玉米蛋白三大副产品。其中玉米蛋白占 5%，玉米纤维 14%，玉米胚芽 8%。当然每家统计的副产品比例略有差异，但数据相差不大。玉米胚芽主要用途是榨油，且玉米油和葵花籽油相对度极高，且容易收到国内豆油棕榈油的影响，在油脂消费低迷的情况下，玉米胚芽波动较小。但玉米蛋白及玉米纤维受豆粕影响较大。由于玉米蛋白及玉米纤维用在禽料较多，且华北是主要禽料产地。华北豆粕的价格与玉米蛋白及纤维相关度较高。按照以往的统计，玉米蛋白略低于豆粕蛋白，一般价差 0-10 元较为合理，但目前由于豆粕蛋白价格远高于玉米蛋白，玉米蛋白和玉米纤维有较高的性价比。按照 11 月 6 日统计，山东地区豆粕价格一个蛋白在 99.5 元（43 个蛋白），但玉米蛋白价格在 86 元（60 个蛋白），两者相差 13.5 元。

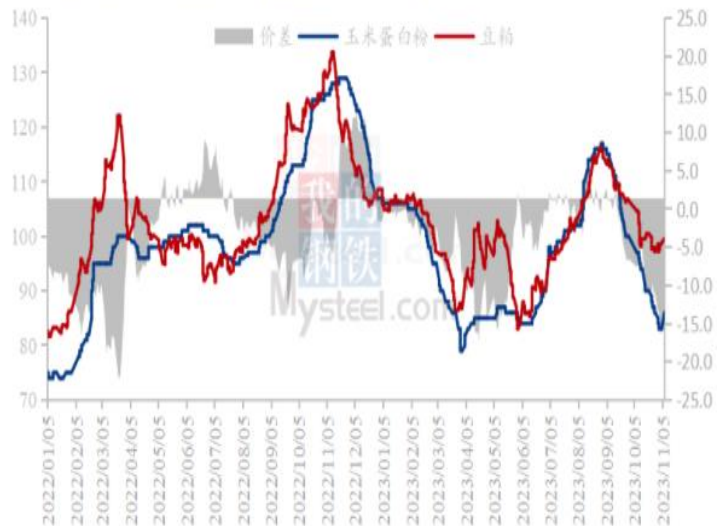
从需求的角度看，由于四季度是传统饲料消费旺季，今年虽然预期较低，但饲料需求仍尚可。豆粕的定价来于国外美豆，但杂粕包括菜粕、玉米蛋白等主要根据国内需求定价。最近豆粕的上涨，玉米蛋白会持续跟涨。

图1：豆粕和玉米蛋白价差

图2：玉米蛋白和豆粕价差走势图

日期	玉米蛋白粉	豆粕	价差 (蛋白粉-豆粕)	比值
2023/11/06	86	99.5	-13.5	1.21
2023/11/03	83	98.8	-15.8	1.17
2023/11/02	83	98.6	-15.6	1.17
2023/11/01	83	97.7	-14.7	1.19
2023/10/31	84	97.2	-13.2	1.21
2023/10/30	85	98.6	-13.6	1.20
2023/10/27	86	97.2	-11.2	1.23
2023/10/26	87	97.9	-10.9	1.24
2023/10/25	87	97.9	-10.9	1.24
2023/10/24	88	97.7	-9.7	1.26

玉米蛋白粉和豆粕价差对比走势图 (单位: 元/蛋白)



数据来源：银河期货、我的农产品、

三、玉米淀粉开机率维持高位，库存开始增加

由于玉米价格较低，淀粉厂利润较高，深加工原料玉米库存也在增加，深加工周度消耗玉米量持续走高。按照钢联对 12 个地区，96 家主要玉米深加工厂家数据显示，截止 11 月 1 日加工企业玉米库存总量 333 万吨，较上周增加 13.19%，且玉米库存仍在持续上涨。全国 149 家玉米深加工企业（71 家淀粉企业、40 家淀粉糖企业）共消费玉米 139.19 万吨，较上周增加 5.46 万吨，玉米淀粉和淀粉糖企业用量持续增加。预计 11-12 月淀粉企业库存和玉米消耗量会持续增加到高位。

淀粉企业开机率继续上升，淀粉库存开始累库。截止 11 月 1 日，全国淀粉样本企业淀粉产量 34.27 万吨，较上周产量升高 2.57 万吨，周度开机率为 63.83%，较上周升高 4.79%。开机率已经达到年内新高，且仍有升高的趋势，也会持续到 12 月底。淀粉库存开机累库，后期库存压力会增大。截止 11 月 1 日，全国玉米淀粉企业库存总量 61.4 万吨，较上周增加 2.9 万吨，增幅 4.96%，但月降幅 8.63%，年降幅 16.9%。由于新粮上市之前，部分企业停机等待新粮上市，开机率降低，库存下降较多。但由于新粮价格较低，利润较高，淀粉企业库存开始累计，按照每周 3-4 万吨的累积速度，预计

11月底，库存会上升到85万吨左右，淀粉现货压力较大。

图3：深加工企业玉米库存图

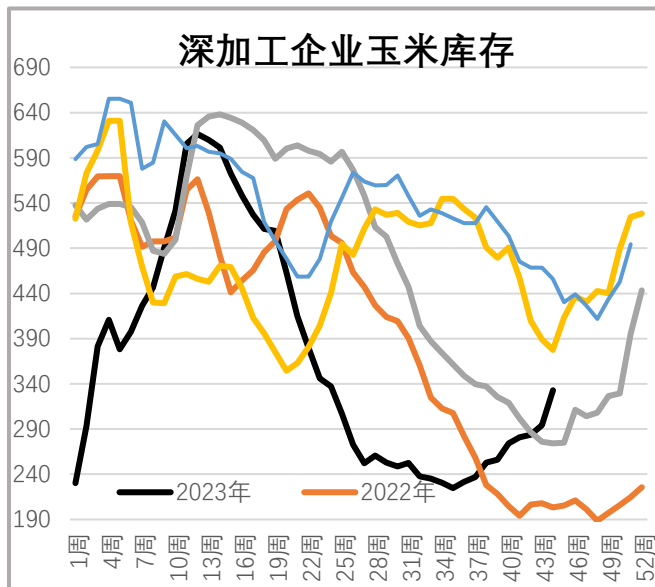
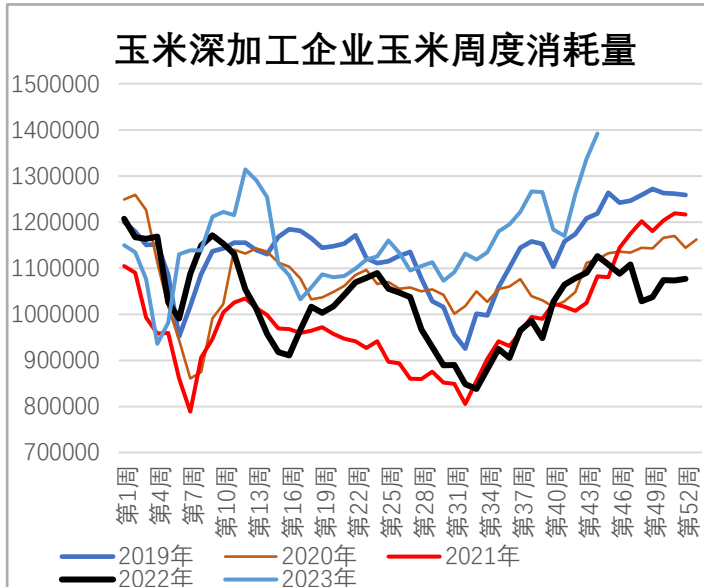


图4：深加工玉米周度消耗量图



数据来源：银河期货、我的农产品、

图5：玉米淀粉企业开机率图

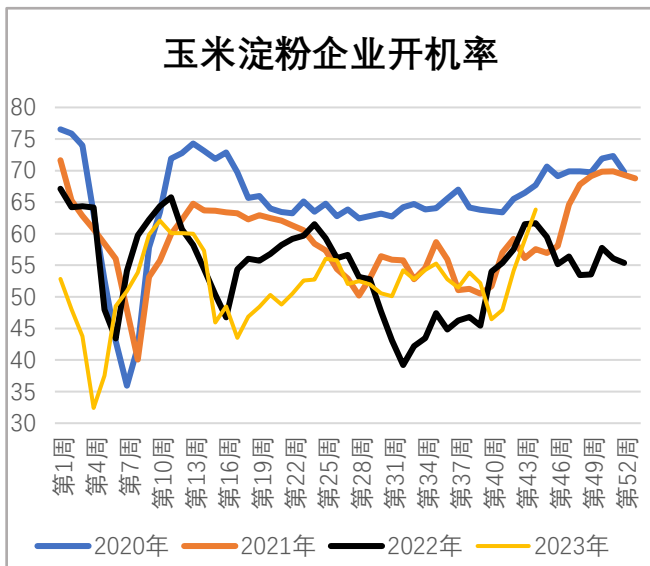
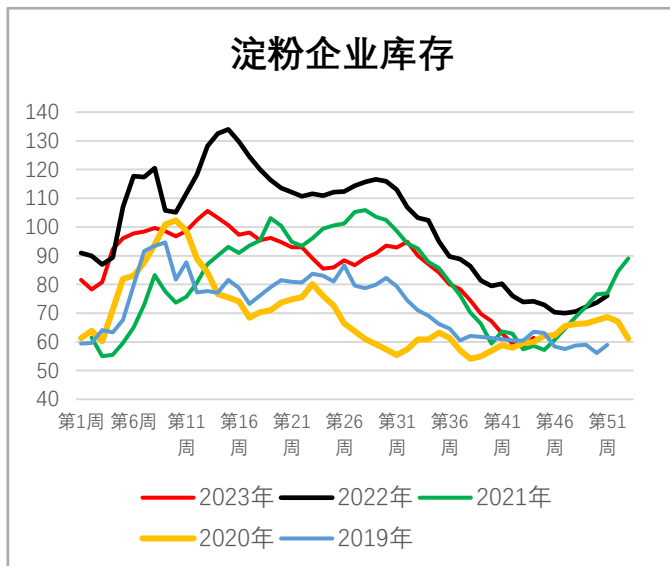


图6：玉米淀粉企业库存图1



数据来源：银河期货、我的农产品、

四、玉米淀粉企业利润会缩小

由于下游果糖和造纸行业好于去年，但需求量低于淀粉产量增量。淀粉下游最大的需求是淀

粉糖及糖醇，大约占比 29.41%，第二大需求是造纸，大约占 17.65%。对于果糖来说，虽然白糖价格较高，但饮料中果葡糖浆的替代基本达到极致，很难继续添加。对于造纸，虽然今年造纸开机率在下半年开始好转，但增量仍相对有限。

图7：果葡糖浆开机率图

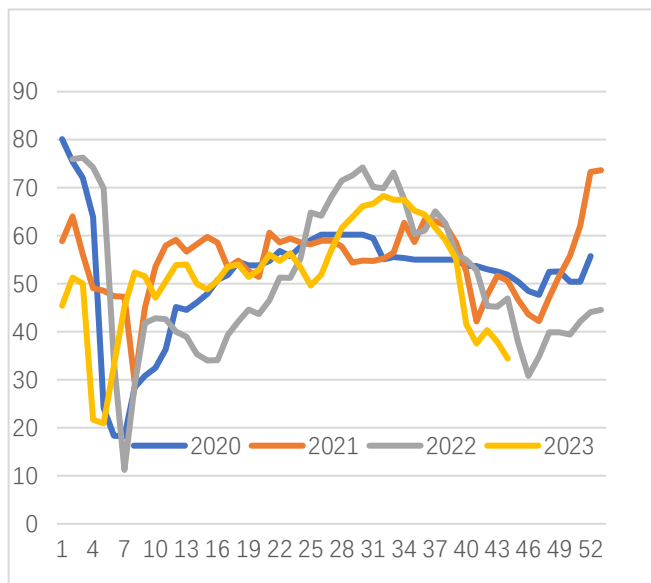
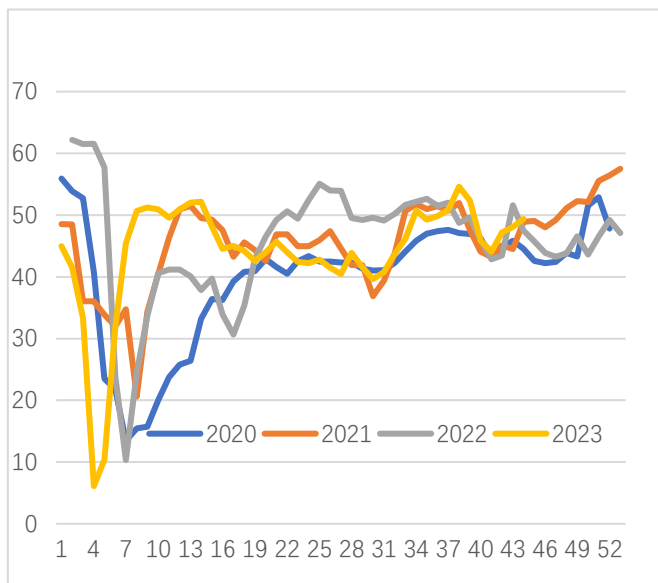


图8：麦芽糖开机率图



数据来源：银河期货、我的农产品、

图9：瓦楞纸开机率图

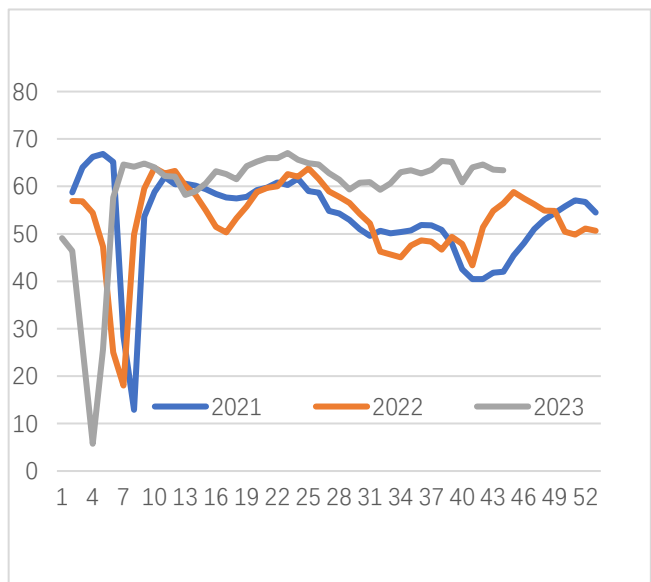
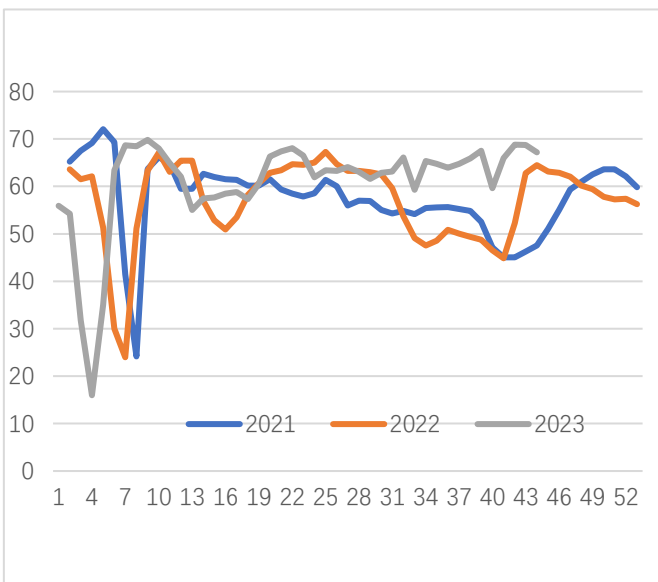


图10：箱板纸库存图



数据来源：银河期货、我的农产品、

按照现在的开机率计算，12 月底或者 1 月初，部分企业比如山东可能出现亏损。根据盘面盈亏计算，黑龙江的盈亏线在 330 元附近，山东的盈亏线在 400 附近（按照盘面玉米 2550 附近）。

但是盘面到了 12 月中下旬要走交割逻辑，盘面会代表黑龙江淀粉的仓单接货价格。按照盘面 2950 的 01 淀粉，黑龙江可能会出现部分仓单。对于黑龙江的仓单，由于 1 月接完货基本处于过年期间，运费较高，仓单价格大概率会贴水现货。

第三部分 投资逻辑或交易策略

11-12 月东北玉米仍有卖粮压力，东北玉米现货波动较小，反弹空间有限。对于淀粉企业来说，开机率维持高位，下游需求没有较大改善的情况下，淀粉库存会持续累库，加工利润会持续下降。由于加工费基本稳定，豆粕现货的上涨会带动玉米蛋白和玉米纤维的走强，玉米和淀粉现货价差会走低，01 玉米和淀粉价差会走缩。

【交易策略】：

- 1、单边：2980-3050 空 01 淀粉，止损 3060，目标位 2900。
- 2、多 01 玉米空 01 淀粉，入场点 380-430，目标位 330 以下，止损 440。

作者承诺

本人具有中国期货业协会授予的期货从业资格证书，本人承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由银河期货有限公司（以下简称银河期货，投资咨询业务许可证号 30220000）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河期货。未经银河期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议。银河期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河期货在最初发表本报告日期当日的判断，银河期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河期货没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河期货不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河期货不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河期货建议客户独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

银河期货版权所有并保留一切权利。

联系方式

银河期货有限公司 大宗商品研究所

北京：北京市朝阳区建国门外街道 8 号北京 IFC 国际财源中心 A 座 31/33 层

上海：上海市虹口区东大名路 501 号白玉兰广场 28 层

网址：www.yhqh.com.cn

电话：400-886-7799