

淀粉供应端依旧充足，短期难改弱势格局

信达期货研发中心 2015.11.16

一、核心思想

玉米库存庞大，政府倾向于取消收储去库存，看空后期价格。淀粉成本将下移，而其在产能过剩情况下长期看空。

二、主要逻辑

1、玉米库存庞大，后期收储趋向于逐渐取消

由于连年收储和玉米不断扩种，国内累积了大量的玉米库存。国内的玉米供需数据各机构差异较大，但方向一致。据称目前国储的玉米库存有 1.5-1.8 亿吨左右。进入 2015 年后，收储价下调至 2000 元/吨，据发改委征求意见文件称，在 15/16 年度将把玉米收储价下调至 1800 元/吨，之后的 16/17 年度取消收储实行其他补贴政策，让玉米价格和市场接轨。在今年的收储政策中，特别表明了要严格控制霉变在 2% 以内，这是和往年最大的区别。这样一来，不达标的玉米将流向市场，导致供应增加。

中国玉米网预估的中国玉米平衡表

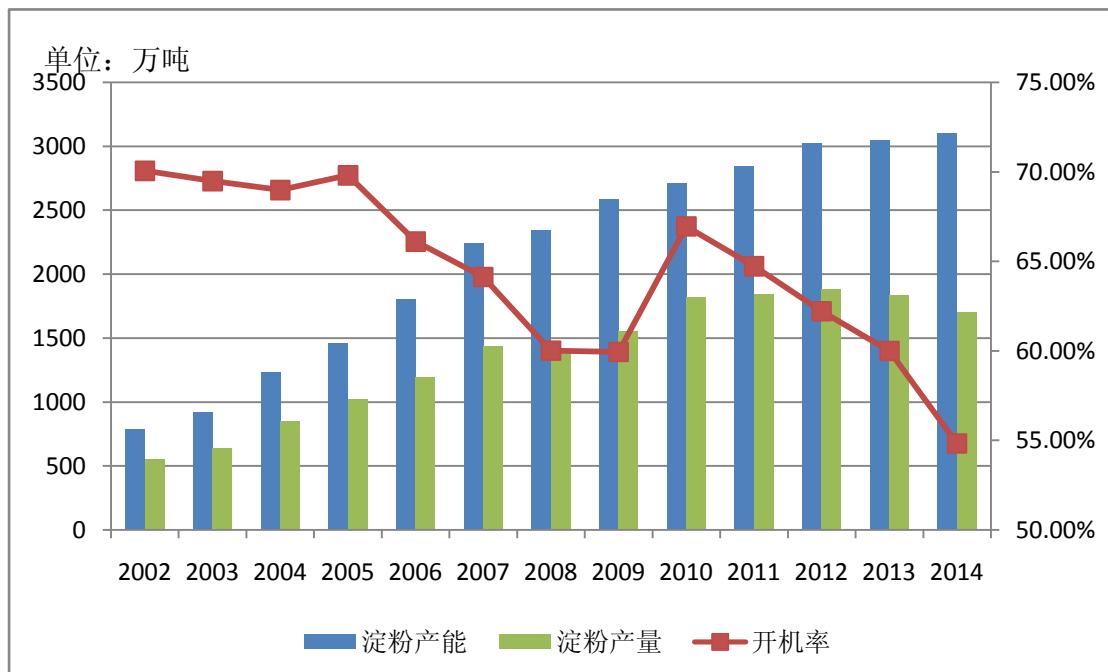
| 玉米 | 10 / 11 | 11 / 12 | 12 / 13 | 13 / 14 | 14 / 15 | 15 / 16 |
|---------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
| | | | | | 11月预测 | 11月预测 |
| 播种面积 | 3203 | 3342 | 3456 | 3557 | 3577 | 3655 |
| 产量 | 17475.0 | 19170 | 20509 | 20440 | 20119 | 20218 |
| 期初库存 | 3120.33 | 3203.23 | 5154.23 | 7284.53 | 10285.23 | 15497.58 |
| 进口量 | 97.95 | 523 | 270.3 | 327.7 | 554.6 | 200 |
| 总供给量 | 20693.28 | 22896.23 | 25933.53 | 28052.23 | 30958.83 | 35915.58 |
| 饲料消费 | 11800 | 11900 | 12750 | 12250 | 9950 | 11700 |
| 工业消费 | 4435 | 4400 | 4350 | 4150 | 4120 | 4250 |
| 种用及食用消费 | 1115 | 1143 | 1191 | 1225 | 1240 | 1235 |
| 损耗量 | 129 | 290 | 350 | 140 | 150 | 155 |
| 国内使用量 | 17479 | 17733 | 18641 | 17765 | 15460 | 17340 |
| 出口量 | 11.05 | 9 | 8 | 2 | 1.25 | 2 |
| 总需求 | 17490.05 | 17742 | 18649 | 17767 | 15461.25 | 17342 |
| 年度剩余 | 82.9 | 1951 | 2130.3 | 3000.7 | 5212 | 3076 |
| 年度库存 | 3203.23 | 5154.23 | 7284.53 | 10285.23 | 15497.58 | 18573.58 |

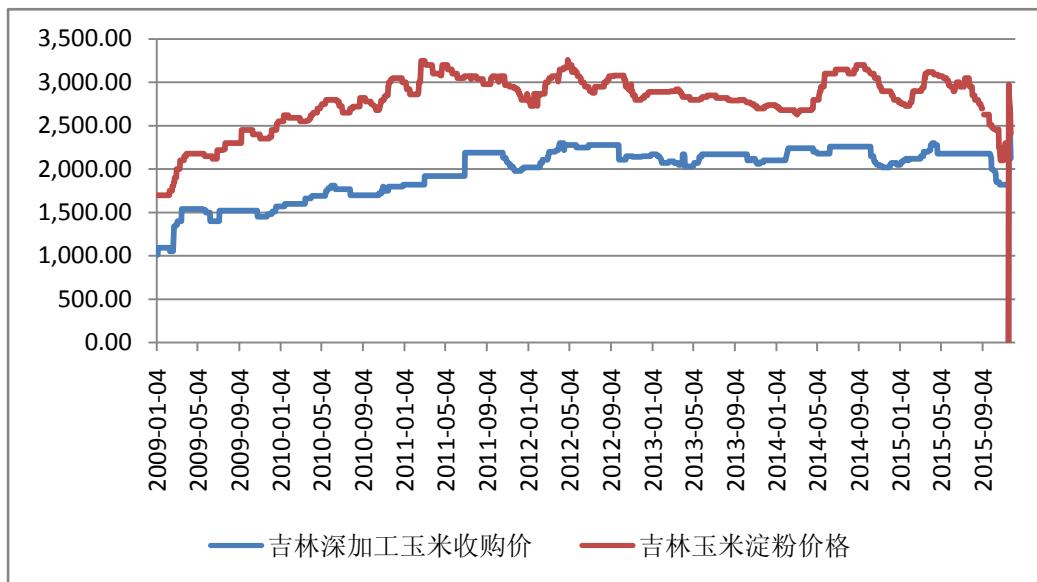
天下粮仓预估的中国玉米平衡表

| 年度(单位:万吨) | 08/09 | 09/10 | 10/11 | 11/12 | 12/13 | 13/14 | 14/15 | 15/16 |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| | 估计值 | 估计值 | 估计值 | 估计值 | 估计值 | 估计值 | 9月预测 | 9月预测 |
| 期初库存 | 4042.7 | 4160.5 | 3520.1 | 3436.6 | 4969.5 | 6900.7 | 10506 | 15041.5 |
| 播种面积 | 2986.71 | 3118.64 | 3250 | 3343 | 3495 | 3569 | 3650 | 3739 |
| 产量 | 15890 | 16397 | 17724.5 | 19175 | 20509 | 21100 | 20467 | 20500 |
| 进口量 | 4.8 | 129.6 | 99 | 523 | 270.2 | 327.6 | 550 | 400 |
| 年度供应量 | 19937.5 | 20687.1 | 21343.6 | 23134.6 | 25748.7 | 28328.3 | 31567 | 35841.5 |
| | | | | | | | 10月预测 | |
| 年度国内使用量 | 15760 | 17152 | 17896 | 18153 | 18840 | 17820 | 16084 | 18210 |
| 饲料消耗 | 9664 | 11250 | 11800 | 11900 | 12750 | 12100 | 10244 | 12000 |
| 工业消耗 | 4800 | 4720 | 4857 | 4820 | 4550 | 4350 | 4450 | 4800 |
| 种用及食用 | 1155 | 1040 | 1115 | 1143 | 1190 | 1230 | 1240 | 1250 |
| 损耗量 | 141 | 142 | 124 | 290 | 350 | 140 | 150 | 160 |
| 年度出口量 | 17 | 15 | 11 | 12.1 | 8 | 2.3 | 1.5 | 2 |
| 年度需求总量 | 15777 | 17167 | 17907 | 18165.1 | 18848 | 17822.3 | 16085.5 | 18212 |
| | | | | | | | 17842 | |
| 期末库存 | 4160.5 | 3520.1 | 3436.6 | 4969.5 | 6900.7 | 10506 | 15481.5 | 17629.5 |
| | | | | | | | 18389.5 | |

2、淀粉产能过剩

我国淀粉年产能在 2014 年达到 3100 万吨，而产量仅有 1700 万吨，产能利用率 55%。产能处于长期过剩状态。在产能严重过剩的情况下，可以看到主产区的淀粉价格在长期来看就是随着玉米价格波动，原料成为影响淀粉价格的最重要因素。如果原料价格大跌，淀粉价格也会随之下跌。

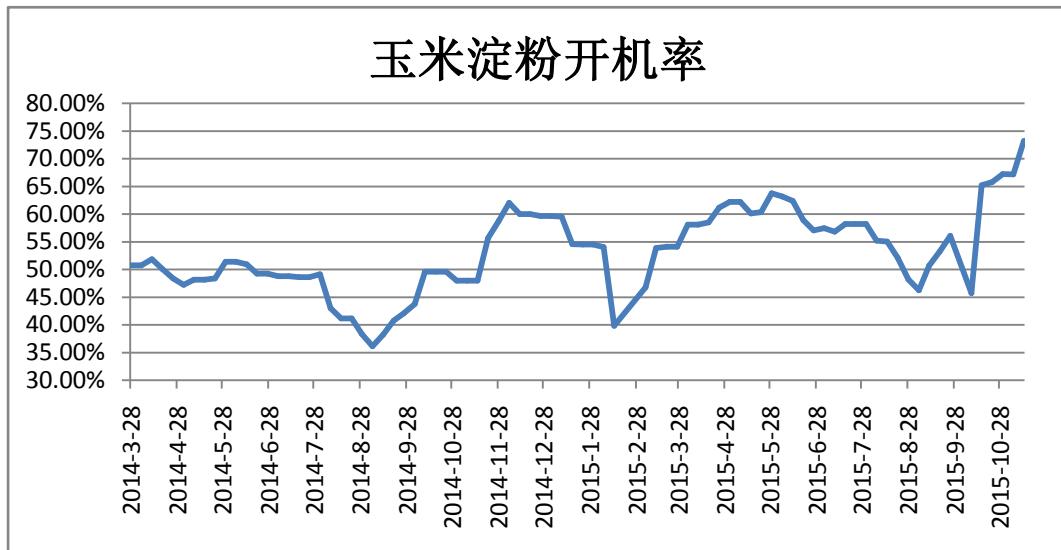




3、生产利润回升，开机率大幅走高

淀粉的主产区在吉林、山东、华北等地。其中吉林的产能占 17%左右，山东和华北占 60%左右。在吉林出台补贴政策后（自购玉米加工补贴 250 元/吨），玉米淀粉的生产盈利水平已经达到 160 元/吨的高水平，山东地区没有补贴，但利润也已实现盈亏平衡，从历史数据来看，淀粉加工在 100 元/吨以上已经是高水平，200 元/吨以上是极值水平。企业的开工率开始大幅提高到 70% 的水平，已经处于 14 年 3 月以来的最高水平。





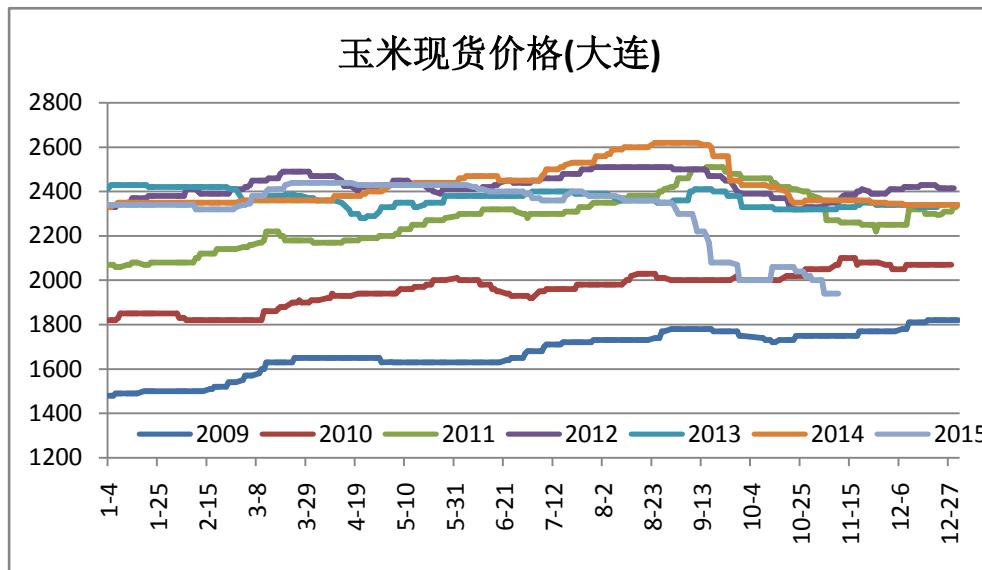
三、主要风险

1、政策和收储进度

目前的政策倾向是再收一个年度，在下一年度停止收储，改用其他方式使玉米价格和市场接轨，以便于出清庞大的国储库存。但目前还没有最终定下来，政策方面的因素始终是一个重要的影响。国务院表示虽然国家收储严格控制霉变在 2% 以内，但霉变超标的部分要求省里自行收储，但省里怎么收还没出政策。如果省里严格执行政策，控制霉变带来的影响就会大大削弱甚至消除。目前吉林已经出台对玉米深加工企业的补贴政策来提振下游的消费力度，参与临储拍卖企业补贴 350 元/吨，对 4 季度自购玉米企业补贴 250 元/吨。

2、收储进度

收储年度的表现来看，一般玉米在收储期间价格企稳，由于农民交储积极，导致商业流通量小，收储结束之后的 5-9 月玉米价格表现都是走强的。这种情况在 15 年 9 月开始改变。当收储价下调后，现货价格迅速掉到 2000 附近。今年的产量和去年大致持平，如果收储量还是很大，那么 5-9 月的可流通量还是会很小，从而支撑现货走强。反之，如果收储量同比是下滑的，那么后期流入市场的量就越大，对后期做空越有利。从主产区收购进度来看，截至 11 月 10 日当周的收购量 924 万吨，同比下降 195 万吨，降幅 17%。如果收储进度和去年大致持平，那可以认为严格控制霉变对收储量基本没有发挥作用，做空的风险，特别是近月的风险很大。



四、安全边际

1、收储价格

目前玉米的情形是，15/16 年度 2000 收，16/17 年度预计 1800 收，之后取消收储。在这样的预期下，超过收储价的现货价基本难以实现，收储价成为顶的可能很大。这方面可以参照棉花，当棉花在得知收储取消后，价格就一直在收储价之下。这样的话，1、5 月定价在 2000 附近空有较好的安全边际，1609 以后参照 16/17 年期预计的 1800 定价。

2、种植成本

东北地区成本种植成本：含地租情况下，最低在黑龙江和吉林，大概在 1600 元/吨，辽宁 2000 左右，内蒙古 1800。关内玉米成本大概在 1700 元/吨的水平。如果现货价格不打破成本，农民的种植积极性还是不会减少，这样的话库存始终去不掉。关外玉米产量占比 45% 左右，关内玉米虽然和小麦是轮作，不存在种植替代，但如果关内玉米持续低于 1700 的水平，下一年度出现减产的可能还是存在。

3、淀粉生产利润

淀粉如前所述，总体盈利 100 以上进入理想的抛空区域，200 以上则非常理想。测算安全边际如下。(测算情况中假定其他副产品价格不变，且不包含补贴)。从结果来看，如果维持当前玉米 1900 的收购价，现货 2700 以上是理想的抛空区域。从远月玉米定价来看，如果盘面玉米界定 1800 是顶，那生产淀粉要盈利的价格至少是 2400 以上。这离当前的盘面价还有很大距离。

| 玉米收购价格 | 亏损 200 | 亏损 100 | 盈利 0 | 盈利 100 | 盈利 200 |
|--------|--------|--------|------|--------|--------|
| 2000 | 2408 | 2550 | 2692 | 2834 | 2976 |
| 1900 | 2266 | 2408 | 2550 | 2692 | 2834 |
| 1800 | 2124 | 2266 | 2408 | 2550 | 2692 |
| 1700 | 1982 | 2124 | 2266 | 2408 | 2550 |
| 1600 | 1840 | 1982 | 2124 | 2266 | 2408 |

五、交易策略

基于以上分析，我们建议单边沽空淀粉 1605 合约。入场点位 2130-2150 元/吨，目标位
置 1900 元/吨，止损 2200 元/吨，1000 万总资金规模，计划仓位 4500 手。