



策略报告

2016年9月26日

张秀峰

农产品分析师

执业编号:F0289189

投资咨询从业资格编号：

Z0011152

电话：

0571-28132619

邮箱：

zhangxiufeng@cindasc.com

联系人：顾宇路

油脂分析师

执业编号: F3016628

邮箱：

446324665@qq.com

信达期货有限公司

CINDA FUTURES CO.,LTD

杭州市文晖路108号浙江出版
物资大厦1125室、1127室、
12楼和16楼

全国统一服务电话：

4006-728-728

建仓合约：多OI1705空Y1701

策略逻辑：

1. 从长期来看，盘面4级菜油价格将长期高于毛豆油；
2. 美豆单产创新高，后期美豆供应偏向宽松
3. 豆油今年去库存化较为艰难，菜油加速去库存。
4. 相对于菜油05合约，菜油01合约受到抛储影响导致的现货压力更大，145的升水偏小；

建仓策略 每100万，最大亏损为4万元，在价差为100以下开始建仓，100以下每10点加一组，加至-100，止损为-200。止盈预期为300点。

如OI1705绝对价格跌至6300下方，价差在150下方，价差每隔10点加一组，加至10组，止盈止损不变；

如Y1701绝对价格跌至6100下方，绝对价格每跌20个点平一手豆油空单，裸菜籽油多单，OI05裸多部分止盈设为6400；

风险点：中国10-12月大豆进口同比减少5%以上；南美大豆种植面积同比减少或者种植受阻导致美豆涨至1100美分以上；

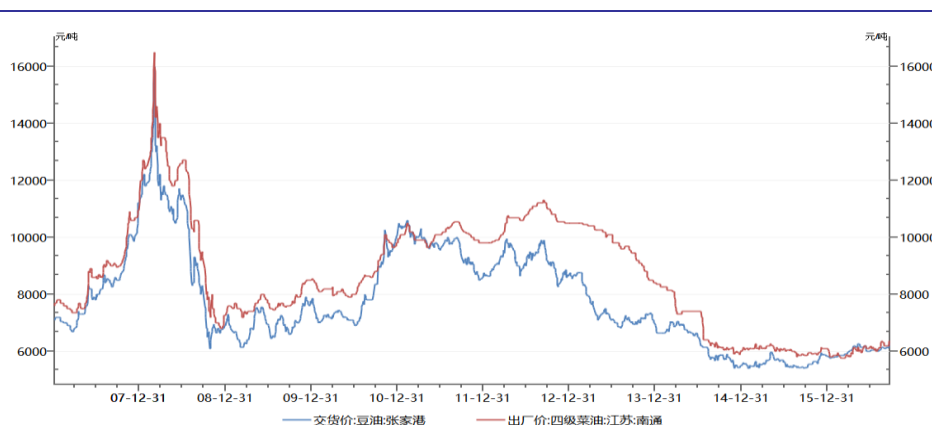
提前平仓条件：南美种植受灾害影响，美豆价格上涨至1100美分以上；南美豆油出口政策性受阻；10月以及11月菜籽油进口量加上菜籽进口换算菜籽油数量同比增长；OI05合约绝对价格和进口成本价差小于200；

合约历史价差



从长期来看，盘面4级菜油价格将长期高于毛豆油；

图 1. 四级菜油和毛豆油现货价格



资料来源：wind、信达期货

从长期来看，菜油即使在 09 年收储之前，无论牛熊市，盘面可交割的 4 级菜油现货价格一直高于盘面可交割的毛豆油价格，这为盘面菜油高于盘面豆油提供了一定依据。另一方面，油脂的定价和其产量由较大的相关性，菜油为全球第三大油脂，产量位于豆油和棕榈油之后，而四级菜油精练制作的一级菜油可以高度替代豆油，而四级菜油和小榨的特殊菜籽油风味则更是受部分人群的欢迎，导致菜油可以在大部分情况下对豆油形成大幅替代，反之却难以实现，这两点为菜油价格长期高于豆油提供了基础。

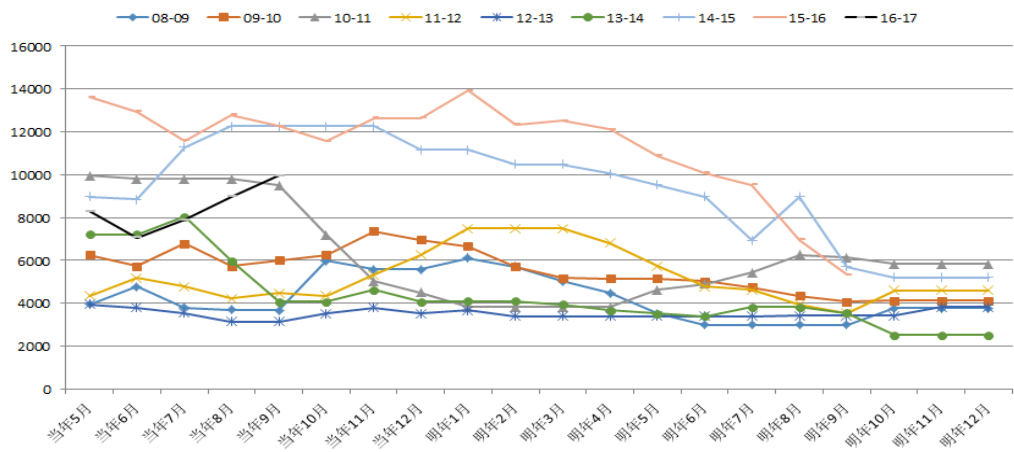
从历史价差来看，几次菜油和豆油价格曲线交叉的时间点皆为菜油抛储的时间，而今年 10 月菜油可能将重启抛储，而当前市场大部分投资者认为这是最后一次抛储，后期菜油价格将会重新回到高于豆油的长期逻辑上面，这为长期多菜油空豆油提供了支持。

美豆单产创新高，后期美豆供应偏向宽松



由于美国大豆单产创新高，美豆期末库存被连续第三次调高。随着美国农业部抽样调查后给出 50.6 的历史最高单产，16/17 年度美豆库存预期也上调至接近 1000 万吨的水平，处于和 10/11 年度 5 月-8 月类似的情况。从历史数据来看，10 年 5 月至 8 月美豆价格波动区间大致在 910-970 美分区间，当前美豆价格相对于当时处于区间上沿。

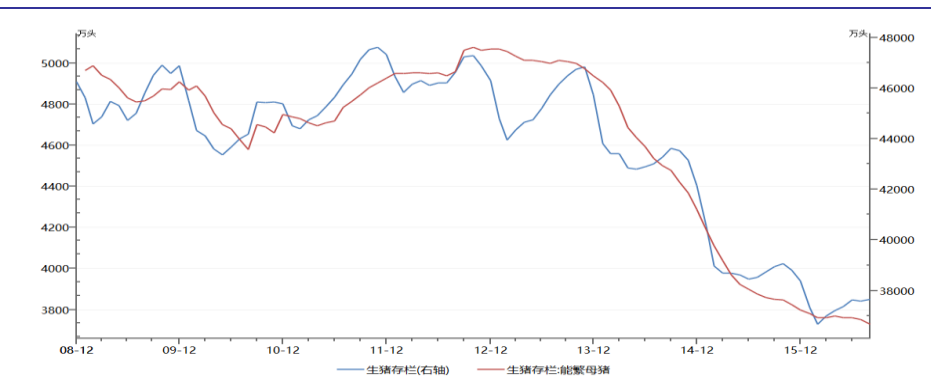
图 2. 美农对美豆年度期末库存预期历史



资料来源：USDA、信达期货

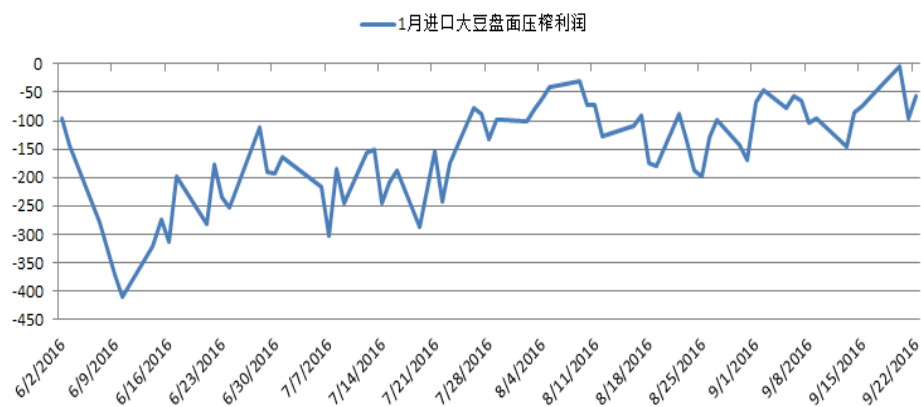
另一方面，USDA 也因为美豆产量上升而上调了出口预期至 1950 百万蒲式耳。我们对美国大豆此次出口预期是否能够完成此出口预期表示怀疑，其主因是对中国进口大豆数量的增长不看好。当前美国农业部预计 16/17 年度中国进口大豆数量约 8600 万吨，较 15/16 年度增长 4.2%。反观中国方面，作为豆粕消费代表的生猪存栏量始终维持在低位，而母猪存栏量继续往下走。由于各地对环保政策实行严格，大型养殖场拿地较为艰难，虽有养殖利润极好，但是养殖规模始终无法扩大，而母猪存栏量持续走低预示着今年四季度豆粕终端消费可能持续走弱。压榨利润方面，1 月合约盘面利润始终处于负值，近期始终在 -100 附近徘徊，对油厂采购进度造成不利影响。

图 3. 生猪存栏量和母猪存栏量



资料来源：wind、信达期货

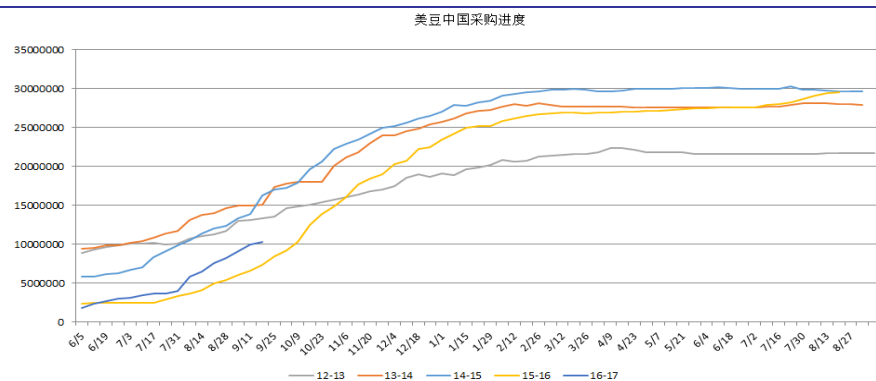
图 4.1 月进口大豆盘面压榨利润



资料来源：wind、信达期货

由于今年南美大豆提前售罄，中国买家仅能购买美国大豆，使美国大豆的采购量同比有所上涨，然而从历史同期来看，中国大豆订单量依旧处于很低的位置。终端需求的不足以及压榨利润的亏损使中国买家订购较为谨慎。中国买盘不足可能将会造成美豆出口量不如市场预期，从而使四季度美豆期价承压，从而对 1 月豆油期价造成打压。

图 5. 中国美国大豆订购量



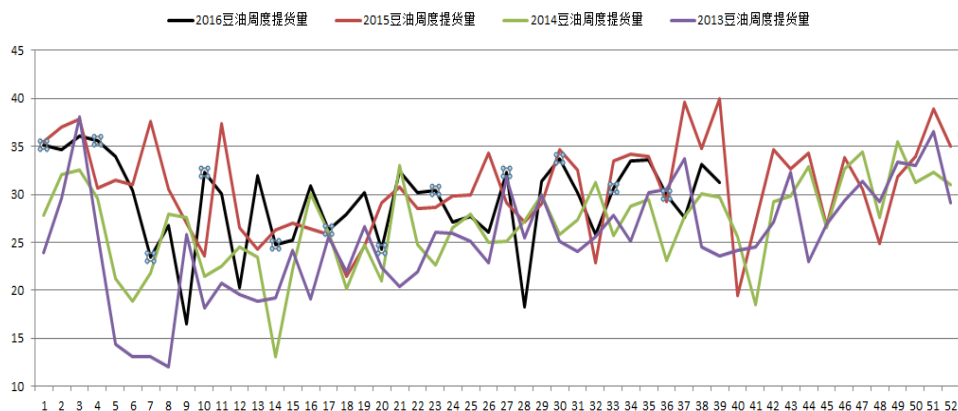
资料来源：wind、信达期货

豆油今年去库存化较为艰难，菜油加速去库存。

今年豆油 8 月以来表观消费量较去年下滑约 2.5%-3%，考虑到过去 10 年中国油脂消耗量每年增长约为 4%-5%，足以证明豆油的市场份额被菜油侵占。然而于此对应的是，国储大豆现在以每周 10 万吨的速度流入市场，取代国外压榨豆的市场份额。今年预计有 400 万吨国储大豆会流入市场，从而弥补进口大豆减少带来的大豆供应缺口，使后期大豆压榨量维持在高位。预计四季度豆油供应将会同比持平，然而需求将会减少导致豆油的库存逐步累积，使豆油价格承压。



图 6. 豆油周度提货量



资料来源：wind、信达期货

反观菜油方面，国储菜油快速减少，油厂也积极推进菜油消费使菜油库存快速减少。菜油的表观消费量 15/16 年度较 14/15 年度增长了约 10%，根据贸易商反馈，实际出货量同比提高在 30%以上。相对应的是，国内油菜籽由于没有托底政策的支持，种植面积大幅减少，而国外菜籽以及菜籽油的进口量也由于国内菜油现货充裕而保持在较低的位置。在菜油抛储压力释放后，菜油供给量将会大幅下滑，而消费量的下降却不那么容易，菜油预计会出现短期会出现供不应求的情况。而进口菜油成本则高达 7100 元/吨，进口亏损约为 600 元/吨，如依靠进口菜籽油填补缺口则必然会造成菜籽油的平均成本上涨，利多菜籽油；

图 7. 菜油平衡表（红字为预期）

国内菜油平衡表			
千吨	2014/15	2015/16	2016/17
供给			
期初库存	5355	6432	6318
： 储备	4856	5627	3332
： 渠道	499	805	2986
国内产量	4502	3459	2497.55
： 国内菜籽	2505	1525	1143.75
： 进口菜籽	1997	1934	1353.8
进口量	636	897	897
总供给量	10493	10788	9712.55
消费量			
	4061	4470	4917
进储			
央储	900	0	0
期末库存			
： 储备	6432	6318	?
： 渠道	5627	3332	?
	805	2986	?

资料来源：wind、信达期货

相对于05合约，01合约受到抛储影响导致的现货压力更大，145的升水偏小；

图 8. 菜油交割利润

	1月	5月	9月
抛储接货成本	5600	5600	5300
运输费用	20	20	20
精炼费用	200	200	200
入库费用	25	25	25
交割手续费	1	1	1
仓储费用	100	208	120
作业费	20	20	20
油厂成本总计（交割库）	5966	6074	5686
期货价格	6424	6562	6032
毛利润	458	488	346
税收	82.44	87.84	62.28
税后利润	375.56	400.16	283.72

资料来源：信达期货

从 5300 的接储成本来看，9 月份最后交割的账面利润约为 284 元，当前价格交割利润偏高。10 月份预计将会重启抛储，本次抛储预计会先销售 70 万吨 12/13 年度菜籽油，抛储底价提升至 5600，而其余菜籽油有望直接进入国储。根据前期每周 10-15 万吨的成交速度，70 万吨菜籽油将会在两个月内抛售完毕，这将在今年四季度加剧菜籽油的现货市场供应压力，然而随着菜油渠道库存的逐步减少，远期菜油供应却呈现偏紧的趋势，这将导致 05 合约应该相对 01 合约大幅升水。然而从历史价差图中可以得知，5 月合约比 1 月合约升水 145 仅仅处在过去 5 年价差的区间下沿，并没有因抛储造成的 1 月供应非常宽松而 5 月趋紧的情况而大幅低于价差区间。我们认为后期 5 月与 1 月的价差将大幅拉开，5 月合约将比 1 月合约高 200 点以上。

图 9. 菜油 1-5 价差图



资料来源：信达期货

公司简介

信达期货有限公司成立于1995年10月,系经中国证券监督管理委员会核发《经营期货业务许可证》(许可证号:32060000),浙江省工商行政管理局核准登记注册(统一社会信用代码:913300001000226378)的专营国内期货业务的有限责任公司,公司由信达证券股份有限公司全资控股,注册资本5亿元人民币,是国内规范化、信誉高的大型期货公司之一。公司现拥有上海、大连、郑州商品交易所等三大期货交易所的全权会员资格,是中金所全面结算会员。

雄厚金融央企背景

信达证券股份有限公司是于2007年9月成立的国内AMC系第一家证券公司,法定代表人张志刚。公司具有中国证监会核准的综合类证券业务资格,现注册资本为25.687亿元人民币,拥有81家营业部,2家分公司,全资控股信达期货有限公司。

信达证券的主要出资人及控股股东是中国信达资产管理股份有限公司。中国信达资产管理股份有限公司的前身是中国信达资产管理公司,成立于1999年4月19日,是经国务院批准,为化解金融风险,支持国企改革,由财政部独家出资100亿元注册成立的第一家金融资产管理公司。2010年6月,在大型金融资产金融资产管理公司中,中国信达率先进行股份制改造,2012年4月,首家引进战略投资者,注册资本365.57亿元人民币。2013年12月12日,中国信达在香港联交所主板挂牌上市,成为首家登陆国际资本市场的中国金融资产管理公司。

信达资产拥有全牌照金融服务平台





信达期货分支机构

- 北京营业部 北京市朝阳区裕民路12号中国国际科技会展中心A座506室
(咨询电话 : 010-82252929-8012或8011)
- 上海营业部 上海市静安区北京西路1399号信达大厦(建京大厦)11楼E座
(咨询电话 : 021-50819373)
- 广州营业部 广州市天河区体育西路111号建和中心大厦11层C单元
(咨询电话 : 020-28862026)
- 沈阳营业部 沈阳市皇姑区黑龙江街25号4层
(咨询电话 : 024-31061955 ; 024-31061966)
- 哈尔滨营业部 哈尔滨市南岗区长江路157号欧倍德中心5层3号
(咨询电话 : 0451-87222480转815)
- 石家庄营业部 石家庄市平安南大街30号万隆大厦5层501、502、503、504、510、511室
(咨询电话 : 0311-89691998)
- 大连营业部 辽宁省大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座-大连期货大厦2408、2409房间
(咨询电话 : 0411-84807575 ; 0411-84807776)
- 金华分公司 浙江省金华市中山路331号 (海洋大厦8楼801-810)
(咨询电话 : 0579-82328747 ; 0579-82300876)
- 乐清营业部 乐清市城南街道双雁路432号7楼
(咨询电话 : 0577-27857766)
- 富阳营业部 富阳市江滨西大道57号国贸中心写字楼901-902
(咨询电话 : 0571-23255888)
- 台州营业部 台州市路桥区银安街679号501-510室
(咨询电话 : 0576-82921160)
- 义乌营业部 义乌市宾王路158号银都商务楼6层
(咨询电话 : 0579-85400021)
- 温州营业部 浙江省温州市鹿城区车站大道京龙大厦1幢十一层1号
(咨询电话 : 0577-88881881)
- 宁波营业部 宁波市江东区姚隘路792号212-217室
(咨询电话 : 0574-28839988)
- 绍兴营业部 绍兴市越城区梅龙湖路56号财源中心1903室
(咨询电话 : 0575-88122652)
- 深圳营业部 深圳市福田区福田街道深南大道4001号时代金融中心4楼402-2
(咨询电话 : 0755-83739096)



重要声明

报告中的信息均来源于公开可获得的资料，信达期货有限公司力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。

本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。

客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定情况。未经信达期货有限公司授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播本报告的行为均可能承担法律责任。

期市有风险，入市需谨慎。