

压榨企业双库存压力渐显，后期豆粕需求逐步下滑

中证期货研究部

吴向科 研究员
电话：0755-82537903
邮件：wxk@citicsf.com

陈树韦 研究总监
电话：010-57762981
邮件：chensw@citicsf.com

摘要

综述：

压榨企业双库存压力渐显，后期需求逐步下滑。年度内大豆供应充分、猪价疲弱和高价豆粕产生周期上的背离、下游养殖业可能出现的存栏下降会导致需求放缓等系列因素导致豆粕库存趋于增加。豆油库存高企，面临消费旺季，油厂以挺油为主，后期油厂压榨产出会进一步压制豆粕价格。我们看平第四季度大豆现货价格表现，看淡第四季度豆粕现货价格表现，略看好豆油第四季度现货价格表现。

主要依据：


第一部分：生猪养殖业四季度面临的最大可能是猪价逐步反弹，存栏逐步下滑

第二部分：猪价疲弱和高价豆粕产生周期上的背离

第三部分：我国大豆库存充足，存栏下滑将导致饲料需求减弱，豆粕库存趋于增加

第四部分：压榨利润好转，豆油库存高企，面临消费旺季油厂后期销售以挺油为主

目录

摘要	1
目录	1
图表目录	1
引言:	2
第一部分: 生猪养殖业四季度面临的可能是猪价逐步反弹, 存栏逐步下滑	2
第二部分: 猪价疲弱和高价豆粕产生周期上的背离	4
第三部分: 我国大豆库存充足, 存栏下滑将导致饲料需求减弱。豆粕库存趋于增加	5
第四部分: 压榨利润好转, 豆油库存高企, 面临消费旺季油厂后期销售以挺油为主	8
	错误! 未定义书签。

图表目录

图 1: 生猪生长时间周期 单位: 天	2
图 2: 猪存栏和猪粮比 单位: 万头	3
图 3: 2009 年来生猪、仔猪、猪肉价格变动 单位: 元/公斤	3
图 4: 生猪价格和豆粕玉米价格变动趋势 单位: 元/公斤 千元/吨	4
图 5: 豆粕现货价格和当月库存产量比 单位: 千元/吨 %	7
图 6: 豆粕现货价格和当月库存消费比 单位: 千元/吨 %	8
图 7: 产区豆类现货价格 单位: 元/吨	8
图 8: 产区大豆压榨利润 单位: 元/吨	9
图 9: 港口豆类现货价格 单位: 元/吨	9
图 10: 港口大豆压榨利润 单位: 元/吨	10
表格 1 中国大豆月度供需平衡表 (作物年度) 单位: 千吨	5
表格 2 我国豆粕月度供需平衡表	6
表格 3 中国豆油月度供需平衡表 单位: 千吨	11

引言:

产业链分析旨在通过自下而上的分析呈现行业当前实际情况，进而综合平衡年度上游原材料供需，评判价格合理性和预期变动方向。

终端的需求影响价格以下述形式传导：首先因为养殖业处于大豆产业链的末端，所以养殖业的盈亏情况，企业经营心态，行业周期等影响到企业的库存变化（存栏和饲料储备），进而影响饲料企业的库存和对原材料的采购动力。其次，饲料企业对豆粕的需求会直接影响油脂压榨企业开工率的变动。油厂生产积极性才是大豆消费的最直接动力。

第一部分：生猪养殖业四季度面临的可能是猪价逐步反弹，存栏逐步下滑

生猪存栏是反应饲料消费的综合指标。养殖效益影响企业补栏积极性和调整意向。根据普通的养殖规律，如果出现长期的养殖效益下滑，逼近成本甚至亏损，企业的第一反应是缩减仔猪存栏量，其次是淘汰能繁母猪，最后才是生猪大量出栏。所以我们认为有两个先行指标可以预期后期存栏量的变动趋势：首先仔猪价格可以作为领先指标反映后期养殖业存栏变化（见图一生猪生长周期，从仔猪到肥猪需要大致2个月时间），其次猪肉价格变动影响养殖企业出栏率，生猪出栏会缩减存栏量。

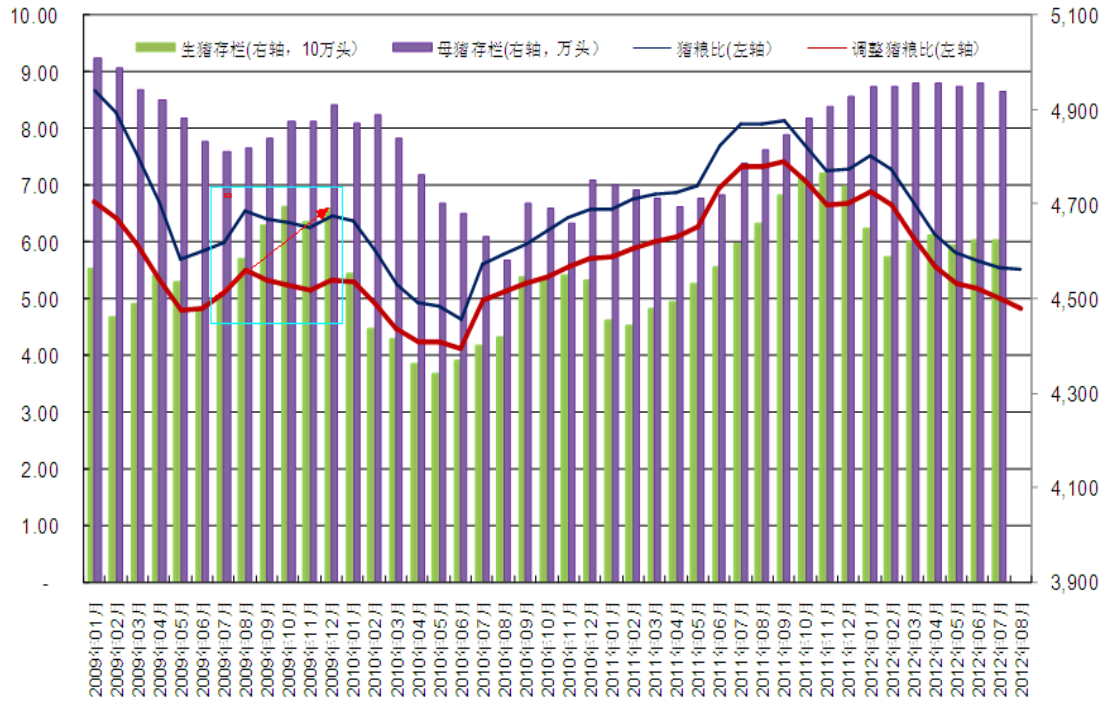
图 1：生猪生长时间周期 单位：天



资料来源：中银国际，中证期货研究部

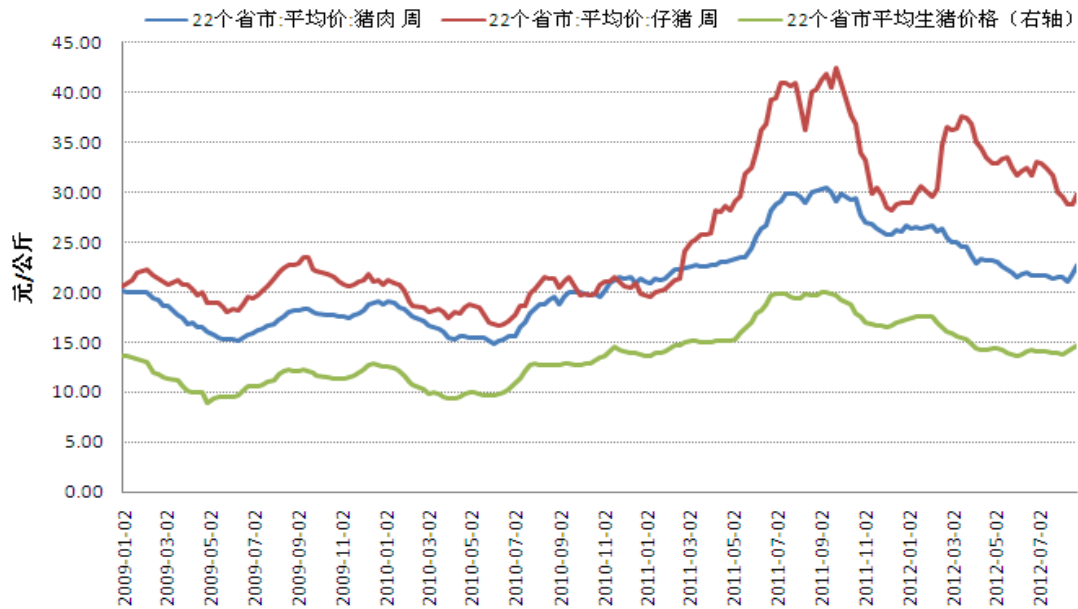
今年初，猪肉价格大幅下滑，但玉米价格保持坚挺，豆粕价格逐步上涨，养殖效益下滑。从图 2 可以看出，22 个省市猪粮比价从 2012 年 4 月初跌破 6.0 盈亏平衡线之后，一直运行于下降趋势当中。玉米价格和豆粕价格从年初至今一直处于上行通道当中。调整后的猪粮比价当前已经低于 5.0，非自繁自养养殖户亏损严重。

图 2：猪存栏和猪粮比 单位：万头



资料来源：wind，中证期货研究部

图 3：2009 年来生猪、仔猪、猪肉价格变动 单位：元/公斤



资料来源：wind，中证期货研究部

养殖效益的低迷甚至亏损导致企业开始抛售仔猪。首先比照历史上2011年曾经出现的仔猪价格变动影响后期存栏变化的例子：图3为生猪、仔猪和猪肉价格走势变化图。从图中可以清晰的看到2011年7月份猪肉价格见顶，之后进入下滑周期。而仔猪价格略微回调之后一直上升至2011年9月份见顶。在没有疫病影响下，该阶段内的仔猪价格上扬足以说明后期的存栏即将增加。事实证明，随后的9-11月生猪存栏有了明显的上升。（见图2）

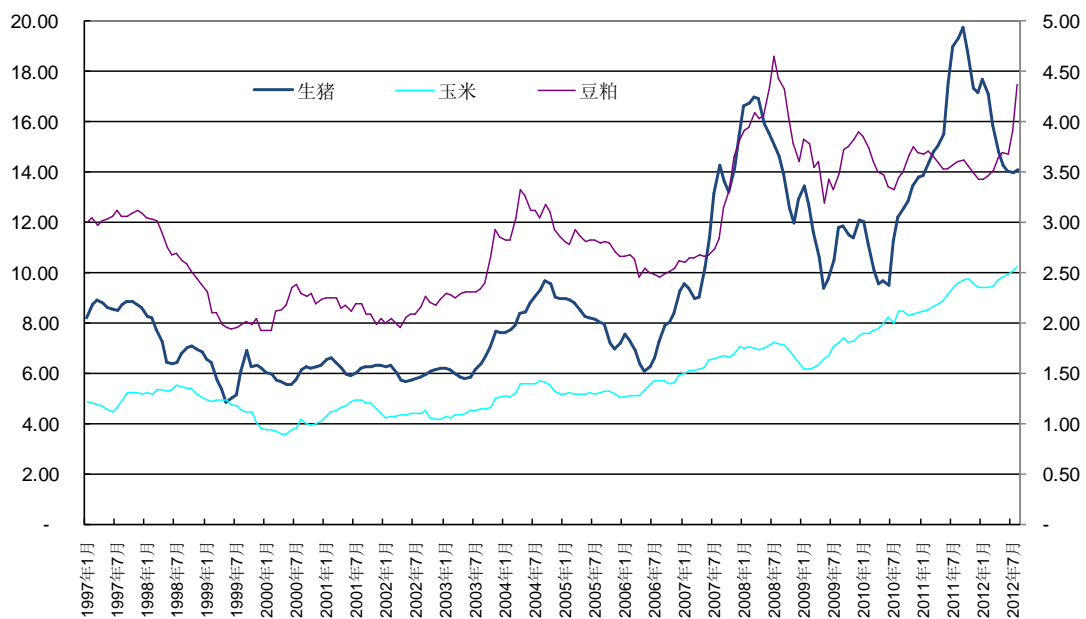
当前跟踪仔猪价格的走势，今年3月份-4月份仔猪价格又一波明显的反弹，从30元反弹到36元左右。但是随后的生猪存栏并未增加，其主要原因是影响当时仔猪价格反弹的因素来自于疫病。

而从今年6月份开始尤其是到了6月底7月初，国内生猪和猪肉价格下滑速度放缓，在8月份出现了底部弱势盘整的局面，但是仔猪价格却连续下滑，当前已经运行在30元以下。从我们认为是领先指标上分析，可以得出养殖企业因效益下滑而抛售仔猪的结论。企业抛售仔猪必然导致仔猪存栏下降，若仔猪存栏下滑，在可预见的周期内，两个月后生猪存栏将会出现滑落的迹象。这是从养殖业的上游分析得出的生猪存栏降下滑的结论。

若从终端猪肉价格影响出栏变动的角度分析。我们认为猪肉价格的变动和存栏变动是有相辅相成的关系。首先若猪肉价格开始反弹，养殖效益好转，出栏率会逐步提升，而出栏率的逐步提升又会致周期内存栏的下降。那么我们需要考虑是否近期有猪肉价格反弹的可能性。首先，从价格走势上可以看出近期猪肉价格已经企稳，结合第三、四季度将迎来国内传统的消费旺季，猪价反弹的条件已经具备。而春节前并不是补栏的高峰期，结合到上述我们从仔猪存栏下滑得出的结论，我们认为在第四季度面临的最大的可能就是猪价逐步反弹，存栏逐步下滑。

第二部分：猪价疲弱和高价豆粕产生周期上的背离

图4：生猪价格和豆粕玉米价格变动趋势 单位：元/公斤 千元/吨



资料来源：wind，中证期货研究部

国内生猪价格变动和豆粕、玉米现货价格变动有着较为高度的周期一致性。从逻辑上的价格推动传导应该是末端的变动影响到上游的变动。虽然原料的变化会在短期内从成本上影响，但是如果上游保持高价，下游完全可以不反应或者是滞后反应，因为下游消费有替代的弹性存在。所以若从价格波动相关性考虑，较长周期内应该是下游价格波动对上游原材料价格有明显的指引。

当前情况正是如此，猪价自去年三季度见顶之后一路下滑，豆粕和玉米价格在去年的第四季度也出现较大幅的下跌。而今年的前两个季度仅仅是从下跌中恢复，从第三季度开始才受上游影响上扬。在今年第四季度-明年第二季度，猪价难有大的起色之时，对豆粕和玉米的价格引导或者说是压制效应还将存在。所以豆粕价格若持续维持在如2008年的高位或者是比2008年更高，而猪肉价格持续疲弱，则产生了周期上的背离，若猪肉价格未能有效上涨，则豆粕价格高价并非十分的合理。

第三部分：我国大豆库存充足，存栏下滑将导致饲料需求减弱，豆粕库存趋于增加

表格 1 中国大豆月度供需平衡表（作物年度） 单位：千吨

	上期结转库存	产量	进口量	总供给量	食用消费	压榨	种用	损耗	出口量	总消费	期末库存	库存消费比(%)
2010-09	12,949		4,640	17,589	800	4,530		93	1.0	5,424	12,165	19.6
2010-10	12,165	15,083	3,730	30,978	825	3,329		75	1.0	4,230	26,749	40.3
2010-11	26,749		5,480	32,229	825	5,296		110	1.0	6,231	25,997	39.2
2010-12	25,997		5,430	31,427	825	5,910		109	1.0	6,844	24,583	37.0
2011-01	24,583		5,140	29,723	825	6,275		103	1.0	7,204	22,519	33.9
2011-02	22,519		2,320	24,839	825	3,985		46	1.0	4,857	19,982	30.1
2011-03	19,982		3,510	23,492	825	3,756		70	2.0	4,653	18,839	28.4
2011-04	18,839		3,880	22,719	825	3,516	113	78	2.0	4,534	18,185	27.4
2011-05	18,185		4,560	22,745	825	4,759	527	91	2.0	6,205	16,540	24.9
2011-06	16,540		4,300	20,840	825	3,864	113	86	5.0	4,893	15,948	24.0
2011-07	15,948		5,350	21,298	825	5,419		107	1.0	6,352	14,946	22.5
2011-08	14,946		4,510	19,456	825	4,395		90	1.0	5,311	14,145	21.3
2011-09	14,145		4,130	18,275	825	4,171		83	1.0	5,080	13,195	19.9
2011-10	13,195	14,000	3,810	31,005	852	4,006		76	1.0	4,935	26,070	36.0
2011-11	26,070		5,700	31,770	852	5,414		114	1.0	6,381	25,389	35.1
2011-12	25,389		5,420	30,809	852	5,255		108	3.0	6,219	24,590	34.0
2012-01	24,590		4,610	29,200	852	4,825		92	1.0	5,770	23,430	32.4
2012-02	23,430		3,830	27,260	852	3,788		77	1.0	4,718	22,542	31.2
2012-03	22,542		4,830	27,372	852	5,327		97	3.0	6,278	21,094	29.1
2012-04	21,094		4,880	25,974	852	4,278	114	98	4.0	5,346	20,628	28.5
2012-05	20,628		5,280	25,908	852	5,089	533	106	3.0	6,582	19,326	26.7
2012-06	19,326		5,620	24,946	852	5,146	114	112	2.0	6,227	18,719	25.9
2012-07	18,719		5,870	24,589	852	5,925		117	2.0	6,896	17,693	24.4
2012-08	17,693		4,800	22,493	852	5,798		96	2.0	6,748	15,745	21.8
2012-09	15,745		3,800	19,545	852	5,336		76	2.0	6,266	13,279	18.3

数据来源：中证期货研究部

备注：考虑国储大豆库存

结合我国大豆的现状，对近年来我国大豆月度供需平衡数据进行跟踪。其中完整考虑进口大豆和国产大豆临储库存。我国大豆的作物年度是从10月到次年9月，可以看到11/12年度我国大豆的进口量达5800万吨以上（其中8、9月数据是预测数据），较10/11年度大豆进口量增长11.7%。考虑全年压榨消费达6000万吨，较去年增长将近10%。但是因国储的连续投放和国储较为充沛的存储量，今年我国大豆截止到9月份（预测值），仍将保持1300万吨左右的库存，和去年持平，大豆从供给层面而言不存在大的缺口。

而且结合当前国家释放储备的动态，截止到7月底，国家把2008年收到的储备豆全部投放到市场。当前年度保有量在130万吨左右。从8月初国家临储开始隔周拍卖09年的临储大豆。截止到8月底当月投放量已经达到120万吨。而国家临储现在的储备量还有750万吨以上。

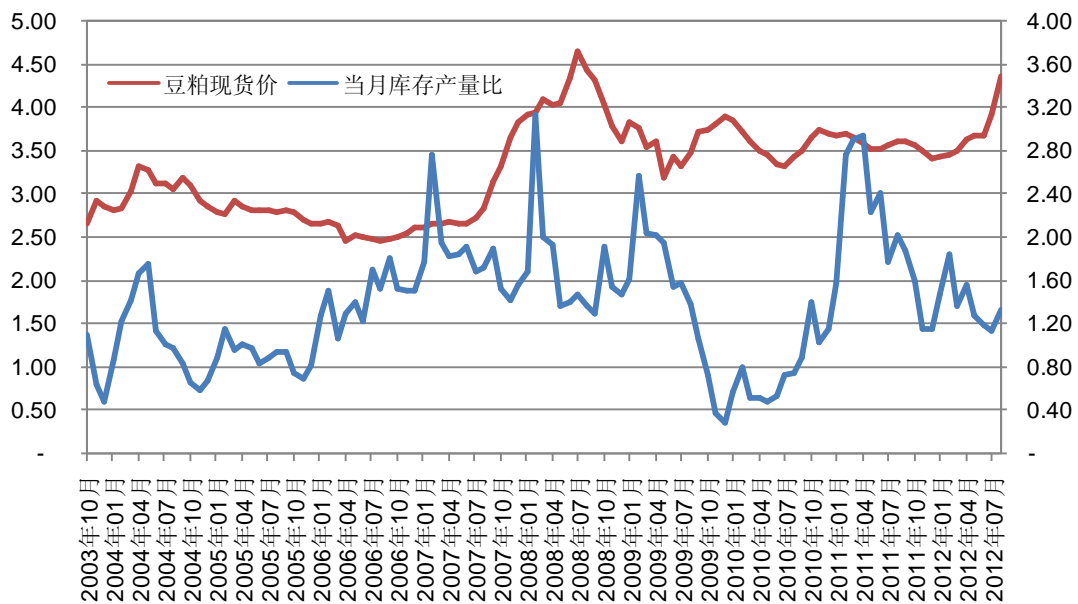
表格 2 我国豆粕月度供需平衡表 单位：千吨

	上期结转库存	产量	进口量	总供给量	饲料消费	出口量	总消费	期末库存	库存消费比(%)
2010/09	4,106	3,556	13	7,674	3,877	61	3,938	3,737	9.4
2010/10	3,737	2,613	35	6,385	3,443	24	3,467	2,918	7.0
2010/11	2,918	4,157	30	7,105	3,543	21	3,565	3,540	8.5
2010/12	3,540	4,639	65	8,245	3,633	44	3,677	4,568	11.0
2011/01	4,568	4,926	55	9,549	2,493	31	2,524	7,025	16.9
2011/02	7,025	3,128	25	10,178	2,319	18	2,336	7,842	18.8
2011/03	7,842	2,948	40	10,830	3,051	30	3,081	7,749	18.6
2011/04	7,749	2,760	23	10,532	3,166	41	3,206	7,326	17.6
2011/05	7,326	3,736	7	11,068	3,495	40	3,535	7,533	18.1
2011/06	7,533	3,033	4	10,570	4,046	57	4,103	6,467	15.5
2011/07	6,467	4,254	2	10,723	3,919	59	3,978	6,744	16.2
2011/08	6,744	3,450	1	10,195	4,000	39	4,038	6,157	14.8
2011/09	6,157	3,274	4	9,435	4,128	32	4,161	5,275	12.7
2011/10	5,275	3,145	2	8,421	4,260	15	4,275	4,146	8.8
2011/11	4,146	4,250	9	8,406	4,354	25	4,379	4,027	8.6
2011/12	4,027	4,125	52	8,205	4,347	21	4,368	3,836	8.2
2012/01	3,836	3,787	31	7,655	2,922	31	2,953	4,702	10.0
2012/02	4,702	2,974	2	7,678	3,046	32	3,079	4,599	9.8
2012/03	4,599	4,182	2	8,782	3,962	28	3,990	4,792	10.2
2012/04	4,792	3,359	0	8,151	3,790	40	3,831	4,320	9.2
2012/05	4,320	3,995	4	8,319	4,038	99	4,137	4,182	8.9
2012/06	4,182	4,040	4	8,226	4,349	20	4,369	3,857	8.2
2012/07	3,857	4,651	4	8,512	4,156	20	4,176	4,336	9.2
2012/08	4,336	4,551	4	8,891	3,740	20	3,760	5,131	10.9
2012/09	5,131	4,189	4	9,324	3,666	20	3,686	5,638	12.0

数据来源：中证期货研究部

我国豆粕截止到当前年度供应不存在缺口。通过对豆粕分作物年度月度供需平衡数据进行跟踪。最主要指标是饲料消费量。当前年度截止到9月30日，饲料消费豆粕量达4600万吨以上，同比增幅9.8%。但豆粕供应量在年度末较为充沛的主要原因是前期大豆进口到港量的增加和国储大豆的密集投放。年末库存消费比为12%，较去年同期下滑0.7个百分点。8月份库存消费同比下滑幅度较大但年度库存仍较为充沛。

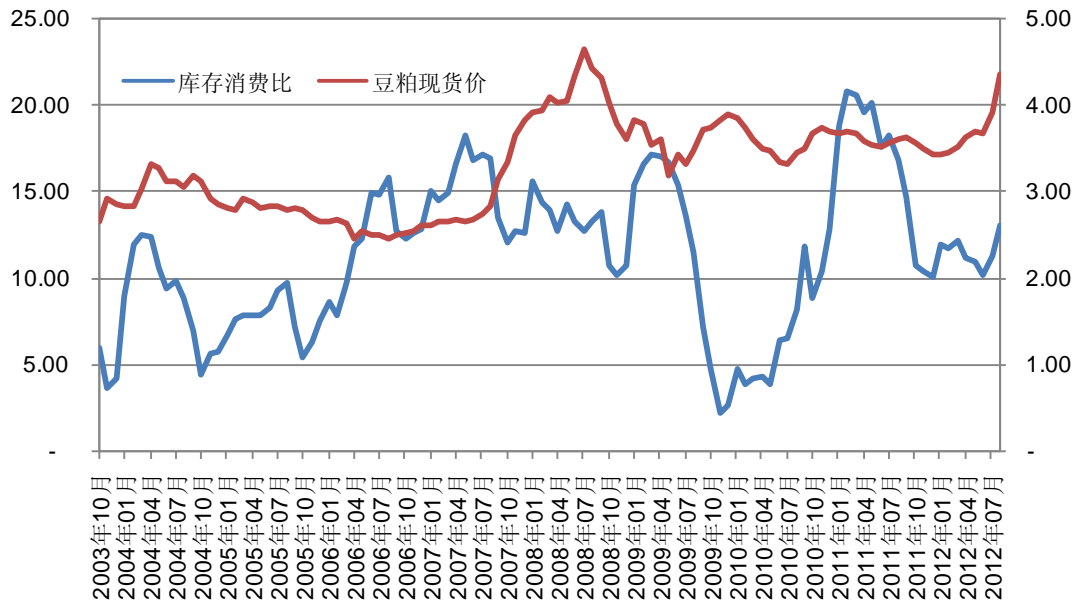
图 5: 豆粕现货价格和当月库存产量比 单位: 千元/吨 %



资料来源: wind, 中证期货研究部

上图所示，豆粕现货价格和当月库存产量比的变动趋势叠加图。可以看到当月库存产量比已经有了止跌趋势。从中长期比值趋势看，月度库存产量比是一个较为领先的指标，当月库存和产量的比值上升的时候，表示生产下滑，消费下滑，价格应当呈现走弱趋势。当年度最后两个月库存产量比已经出现企稳反弹的迹象，价格受库存影响下滑的概率较大。

图 6：豆粕现货价格和当月库存消费比 单位：千元/吨 %

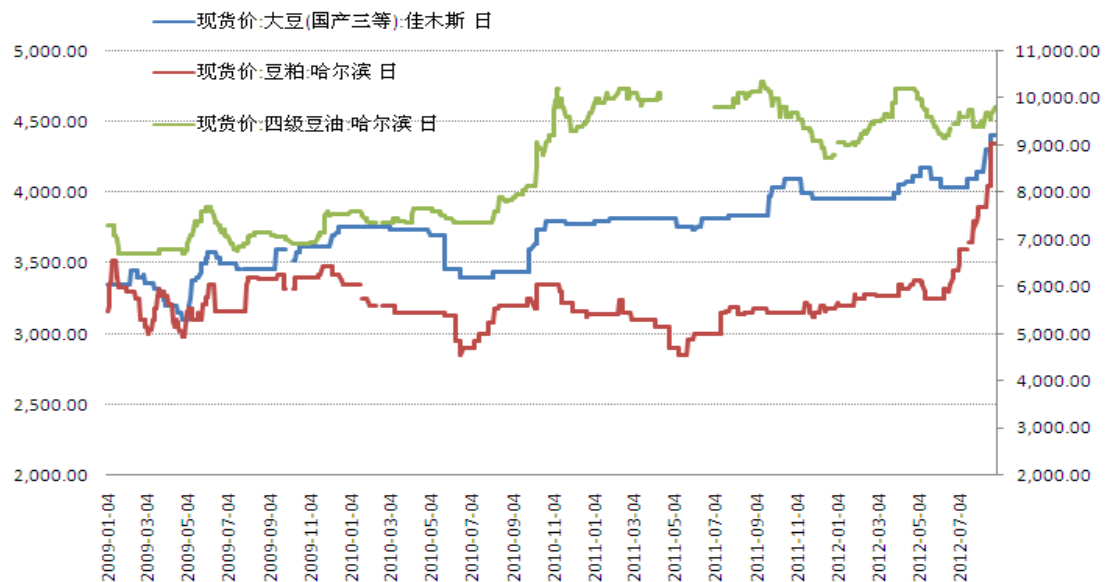


资料来源：wind，中证期货研究部

月度库存消费比走势已经出现明显回升。虽说消费指标落后于产量指标，但是库存消费比已经领先库存产量比反弹。结合上述综合分析，我国当年度截止到 9 月大豆库存充足，消费需求趋弱导致豆粕库存趋于增加应该是短期的走向。

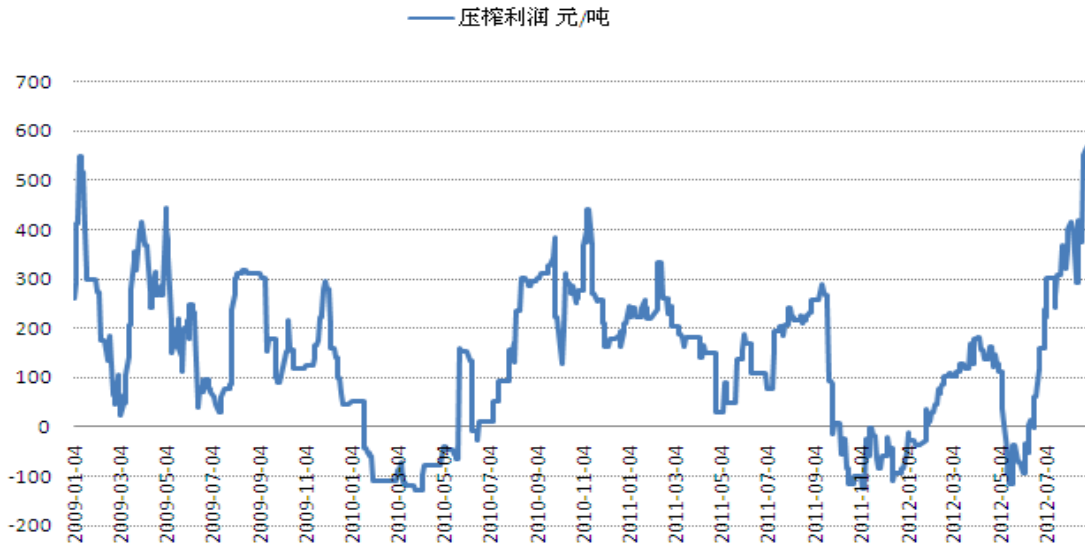
第四部分：压榨利润好转，豆油库存高企，面临消费旺季油厂后期销售以挺油为主

图 7：产区豆类现货价格 单位：元/吨



资料来源：wind，中证期货研究部

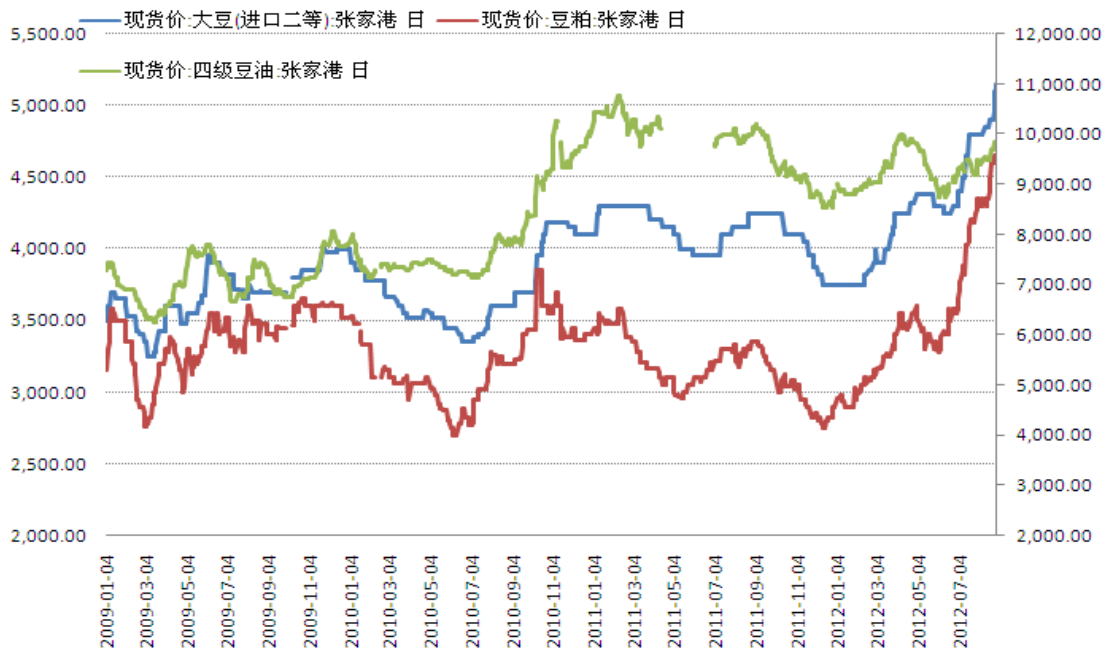
图 8: 产区大豆压榨利润 单位: 元/吨



资料来源: wind, 中证期货研究部

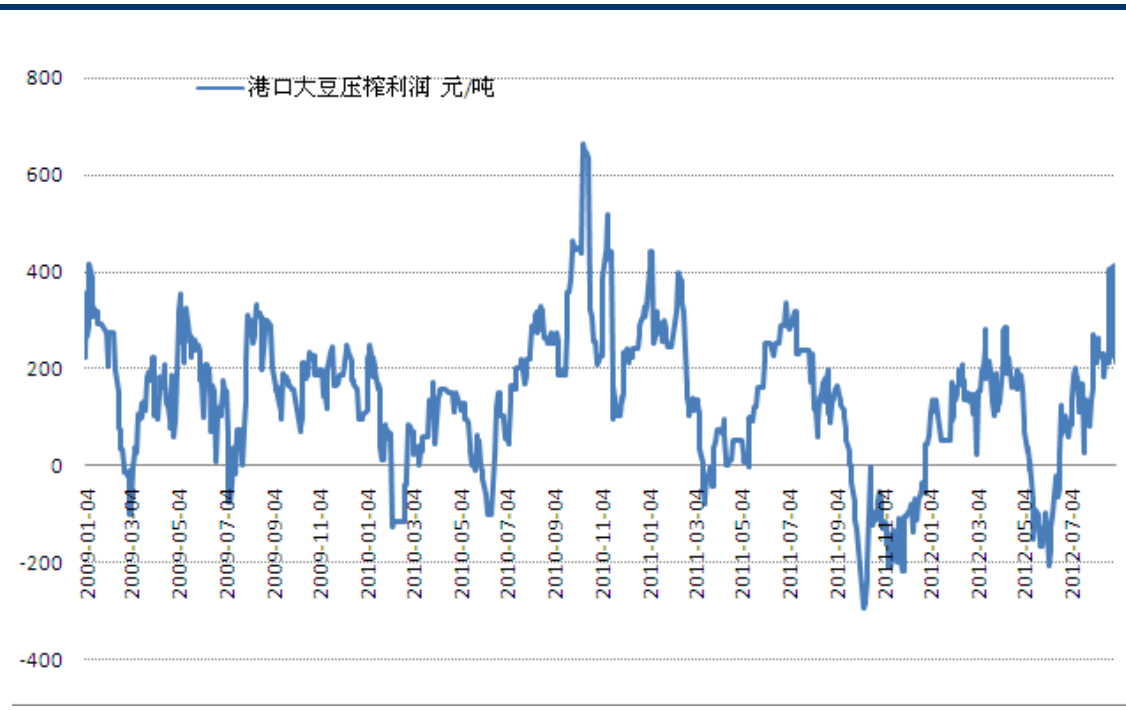
我国现货分布有明显的地域性特征。以东北区域为代表的为国产大豆的主要产区和消费区。产区的油粕价格保持较高的独立性。其中最为明显的是产区国产大豆销售价格未有明显的提升，较进口大豆保持较高的贴水。豆油价格也保持理性的状态，豆粕价格受地区间比价波动，产区豆粕有所流出导致豆粕价格上涨。产区压榨利润保持较高的水平，油厂开工比较积极，当前产区油脂库存较为充沛。

图 9: 港口豆类现货价格 单位: 元/吨



资料来源: wind, 中证期货研究部

图 10: 港口大豆压榨利润 单位: 元/吨



资料来源: wind, 中证期货研究部

港口现货价格大豆和豆粕同步走高, 当前现货分销价格方面, 二等大豆 5100 元以上, 豆粕出厂价保持 4500 元以上, 豆油走势稍显谨慎。港口压榨利润比产区稍逊, 但当前现货压榨仍保持较为良性的状态。

我国豆油的年度消费为 1173 万吨, 较去年增长 2% 左右, 消费增速不及饲料和豆粕消费增速明显。主要原因除了相对缺乏弹性的消费曲线之外, 豆油替代品丰富, 进口棕榈油和油菜籽的量逐年增加也是比较大的因素。

但进入九月份面临中秋和国庆, 第四季度面临元旦和春节的提前备货, 加上冬季棕榈油替代效应减弱。豆油消费进入明显的季节性旺季。结合我国较为丰富的油脂库存, 今年的库存消费比较去年同比增长 1.8 个百分点。后期预期逐步增加的豆油消费会刺激油厂销售以挺油销售为主, 若油厂增加产出, 豆粕就会随时供应, 加上我们在第一部分分析豆粕需求可能下滑, 供应增加加上需求下滑会进一步压制豆粕的现货价格。而豆油价格在第四季度将有较为不错的表现。

表格 3 中国豆油月度供需平衡表 单位：千吨

	上期结转库存	产量	进口量	总供给量	国内消费	出口量	总消费	期末库存	库存消费比(%)
2010-09	3,005	829	280	4,114	1,030	6	1,036	3,078	30.5
2010-10	3,078	609	200	3,887	779	4	784	3,104	28.3
2010-11	3,104	969	130	4,203	1,059	4	1,063	3,140	28.7
2010-12	3,140	1,081	140	4,362	1,176	5	1,182	3,180	29.0
2011-01	3,180	1,148	160	4,488	1,260	3	1,263	3,225	29.4
2011-02	3,225	729	110	4,064	808	2	810	3,255	29.7
2011-03	3,255	687	30	3,972	691	3	694	3,278	29.9
2011-04	3,278	644	50	3,972	668	5	673	3,298	30.1
2011-05	3,298	871	0	4,169	839	4	843	3,327	30.4
2011-06	3,327	707	30	4,064	710	4	714	3,350	30.6
2011-07	3,350	992	260	4,602	1,205	4	1,210	3,392	31.0
2011-08	3,392	804	140	4,336	909	7	916	3,420	31.2
2011-09	3,420	763	70	4,254	803	6	809	3,445	31.4
2011-10	3,445	733	120	4,298	816	5	821	3,477	29.5
2011-11	3,477	991	80	4,548	1,024	5	1,029	3,519	29.8
2011-12	3,519	962	90	4,571	1,006	3	1,009	3,562	30.2
2012-01	3,562	883	130	4,575	968	9	977	3,598	30.5
2012-02	3,598	693	140	4,431	797	7	804	3,627	30.7
2012-03	3,627	975	50	4,651	980	8	987	3,664	31.1
2012-04	3,664	783	80	4,527	825	5	830	3,697	31.3
2012-05	3,697	931	60	4,688	948	2	950	3,738	31.7
2012-06	3,738	942	110	4,790	1,006	5	1,010	3,780	32.0
2012-07	3,780	1,084	200	5,064	1,228	4	1,232	3,832	32.5
2012-08	3,832	1,061	100	4,993	1,110	5	1,115	3,878	32.9
2012-09	3,878	976	100	4,955	1,029	5	1,034	3,920	33.2

数据来源：中证期货研究部

免责声明

此报告并非针对或意图送发给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使中证期货有限公司违反当地的法律或法规或可致使中证期货有限公司受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有此报告中的材料的版权均属中证期货有限公司。未经中证期货有限公司事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复印本予任何其它人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为中证期货有限公司的商标、服务标记及标记。

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中证期货有限公司不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被中证期货有限公司认为可靠，但中证期货有限公司不能担保其准确性或完整性，而中证期货有限公司不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。中证期货有限公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中证期货有限公司，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。此报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。此报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

中证期货有限公司2012版权所有。保留一切权利。

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14层

邮编：518048

电话：(0755)83200909 400-6789-819

传真：(0755)83217421

网址：<http://www.citicsf.com>