

供需预期宽松，高榨利不可持续

观点概述：

无论是从相对利润上还是种植天气上，美豆面积仍然具有上调的可能性。从买船及压榨利润的角度来考虑，国内5月以后面临较大的供应压力。需求上，未来豆粕的需求逐步增加。

混沌天成研究院

农产品组

✍：朱良

☎：15618653595

✉：zhuliang@chaosqh.com

从业资格号：F3060950

投资咨询号：Z0015274

策略建议：

高榨利不可持续，建议压榨厂进行压榨正套，买美豆抛连粕。

风险提示：

注意南美疫情影响巴西发运，短时间继续推高盘面榨利。

联系人：朱良

☎：15618653595

✉：zhuliang@chaosqh.com

从业资格号：F3060950

投资咨询号：Z0015274

混沌天成期货研究院



本文将从产地情况、买船到港、压榨利润及开工、国内需求这四个环节，来跟踪整个产业链，每个环节的首段是总结和结论。分析完四个环节之后，再以供需平衡表的形式做出综合判断。

一、供应

1、产地情况：

(1) **美国正处在播种前期，部分州仍有玉米转种大豆的风险。**种植面积上，由于 USDA 在 3 月 31 日种植面积意向调查截止于 3 月前两周，因此市场普遍认为种植面积会高于 3 月展望，预估在 8500 万英亩左右。种植天气上，俄亥俄州和印第安纳州 3 月降雨偏多，预估俄亥俄州 4 月降雨仍然偏多，有玉米转种大豆的风险。(2) **巴西和阿根廷处在收获季，产量下调不多，收获天气偏好，收获进度正常。**从植被指数上看，巴西其他主产州的增产抵消了南里奥格兰德州的大豆减产，因此整体比前期预期略减。

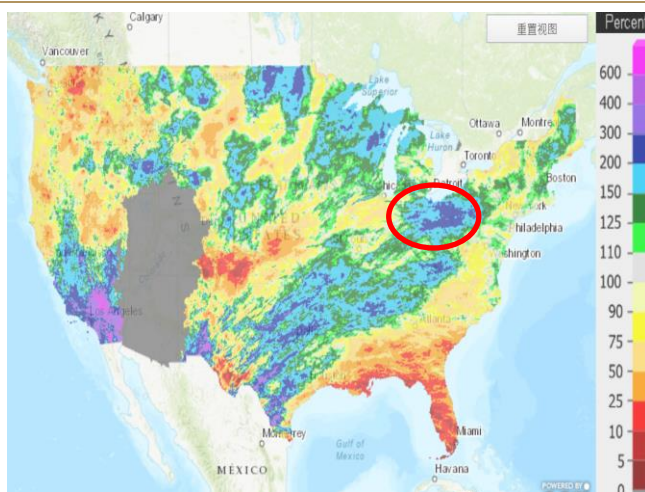
图表 1：大豆主产地种植日历

产地	产量占比	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月
美国	28%					种植				收获			
巴西	37%				收获						种植		
阿根廷	16%				收获							种植	
中国	5%					种植				收获			

数据来源：混沌天成研究院

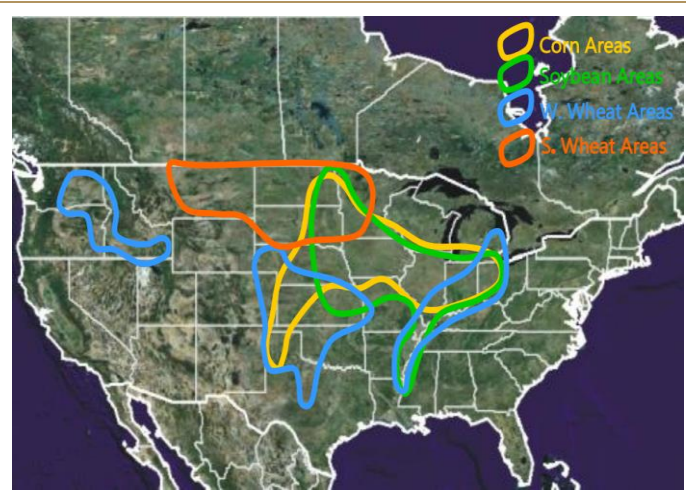
1 (1)、**美国**：美国 3 月份降水量偏多，尤其是印第安纳州和俄亥俄州，降水量是往年同期的两倍左右。

图表 2：4 月 10 日前一个月累计降水 (mm)



数据来源：Bloomberg，混沌天成研究院

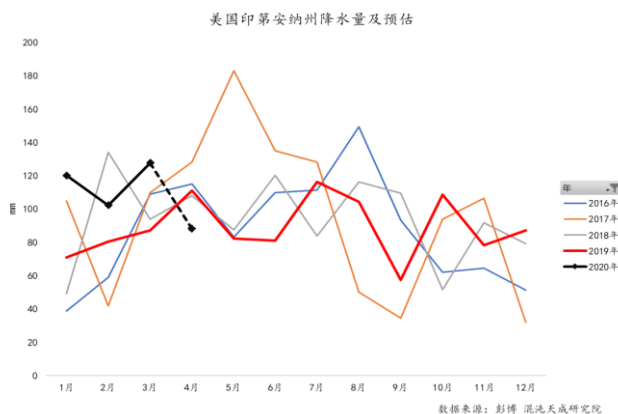
图表 3：俄亥俄州降水量及预估 (mm)



数据来源：Bloomberg，混沌天成研究院

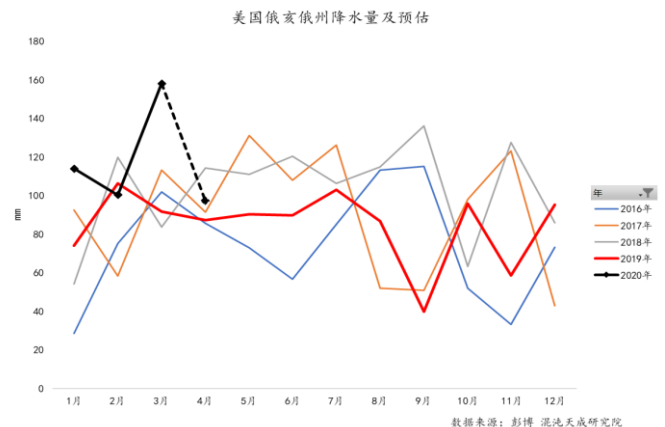
从彭博未来一个月的日频降水量预估来看，印第安纳州在 4 月的降水量会回归正常，俄亥俄州降水量将继续高于往年同期，因此认为俄亥俄州具有玉米推迟播种，甚至转种大豆的风险。

图表 4: 印第安纳州降水量及预估 (mm)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

图表 5: 俄亥俄州降水量及预估 (mm)



数据来源: Bloomberg, 混沌天成研究院

从利润的角度来看, 尽管美豆已经在种植成本之下, 但与其他农作物相比, 无论是净利还是毛利都比其他农作物的种植利润要高。因此大豆面积增加的预期仍然存在。

图表 6: 美国主要农作物种植利润

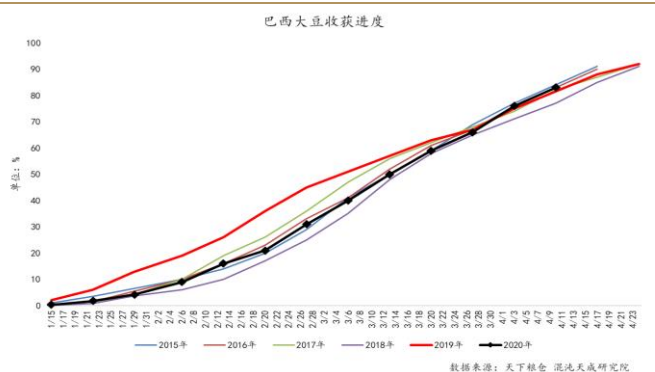
	2020 年 operation cost	2020 年 total cost	trend yeild	price input	毛利	净利	history MAX	history MIN
Corn	321.63	679.55	176.48	3.32	264	-94	224.31	-134.03
Cotton	421.72	749.10	741.23	0.5443	-18	-346	64.98	-268.13
Sorghum	121.03	314.91	54.63	3.2	54	-140	-16.88	-132.1
Soybeans	156.89	457.83	49.88	8.63	274	-27	159.23	-85.46
Wheat	122.11	319.53	45.75	5.58	133	-64	56.43	-96.6

数据来源: USDA 混沌天成研究院

数据来源: USDA, 混沌天成研究院

1 (2)、**巴西**: 巴西收获进度正常略快。未来收获天气上, 除了马托格罗罗降水偏多以外, 其他各州天气有利于收割。但马州收获速度较快, 马州已收获 99.30%, 因此整体巴西大豆收获不会出现天气问题。

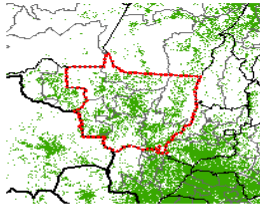
图表 7: 巴西大豆收获进度



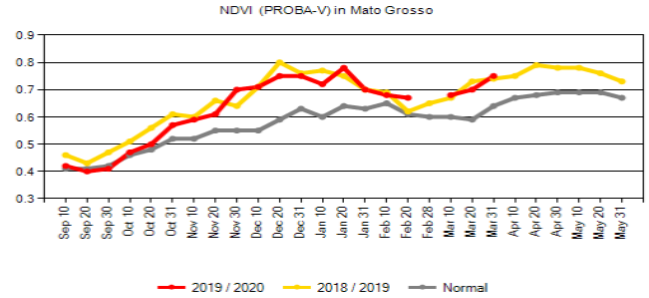
数据来源: 天下粮仓, 混沌天成研究院

在对巴西的产量预估上，虽然有一定程度的下调，但对整体供应的影响偏小，主要是其他主产州的增产抵消了南里奥格兰德的减产。

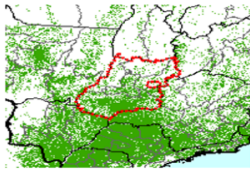
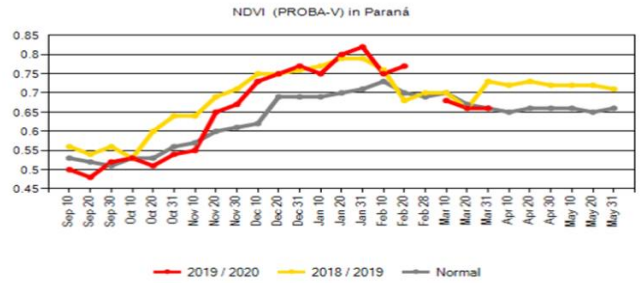
图表 8：巴西各主产州植被指数



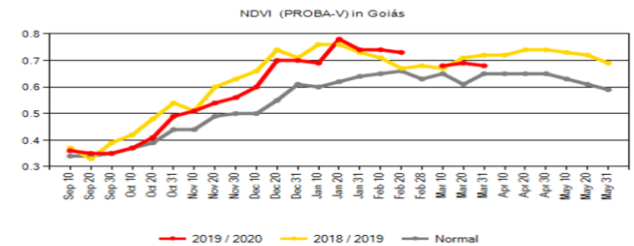
Mato Grosso (29% of total soybean production)



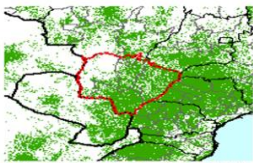
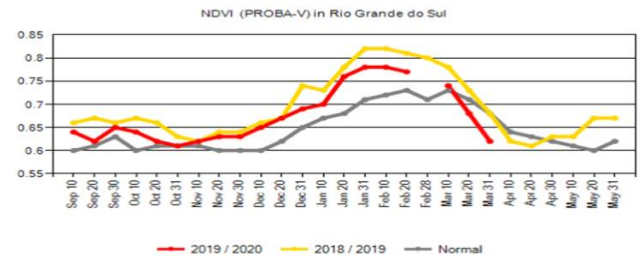
Paraná (20% of total soybean production)



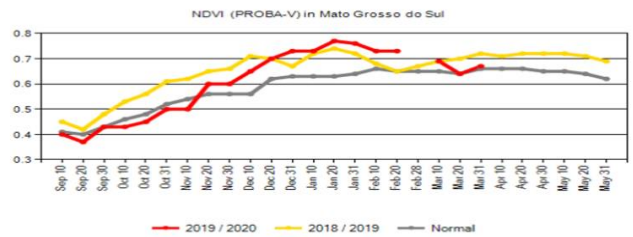
Goiás (12% of total soybean production)



Rio Grande do Sul (12% of total soybean production)



Mato Grosso do Sul (8% of total soybean production)



数据来源：USDA，混沌天成研究院

因此给予巴西产量 1.25 亿吨的预估，我预估的逻辑是收割前植被指数与往年同期相比的加权平均，略高于 USDA 在 4 月月度供需报告中的 1.245 亿吨

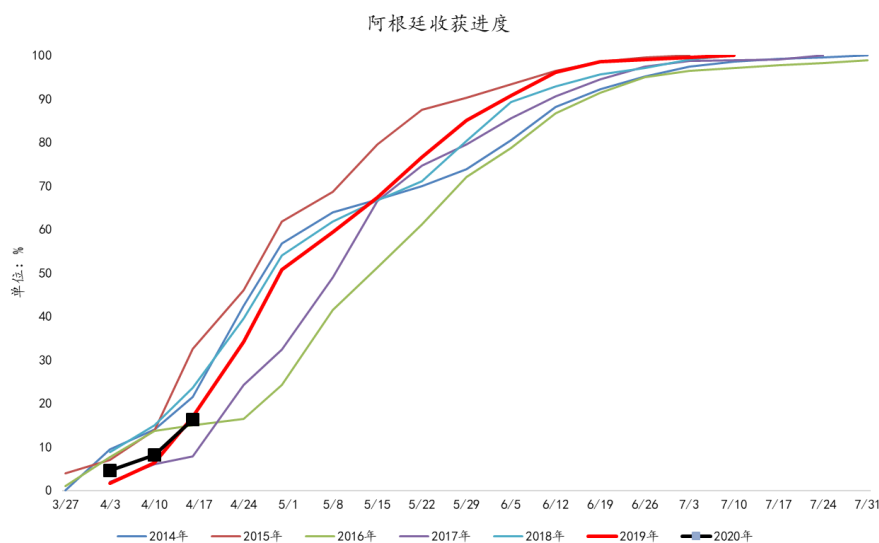
图表 9：巴西产量预估

时间	机构名称	巴西产量
2020/3/3	FCStone	1.242
2020/3/3	Informa	1.280
2020/3/4	Datagro	1.236
2020/3/10	USDA	1.260
2020/3/10	Conab	1.242
2020/3/12	OIL world	1.235
2020/3/16	Agrural	1.243
2020/3/17	Aprosoja	1.206
2020/3/19	Rabobank	1.240
2020/3/24	Michael Cordor	1.220
2020/3/27	Safras & Merca	1.241
2020/3/31	Agroconsult	1.235
2020/4/10	USDA	1.245
2020/4/12	混沌天成研究院	1.250

数据来源：混沌天成研究院

1 (3)、阿根廷：阿根廷大豆收割进度正常，未来收割天气上，降水少，天气良好，有利于收割。

图表 10：阿根廷大豆收获进度



数据来源：天下粮仓 混沌天成研究院

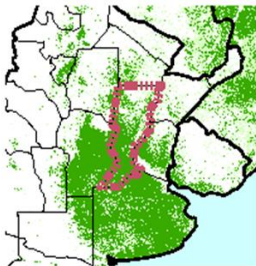
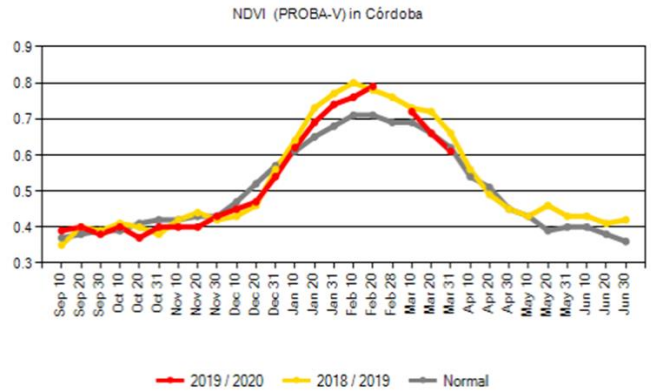
数据来源：天下粮仓，混沌天成研究院

阿根廷的产量预估上，仍有一定的下调空间，但幅度也不会太大，对整个全球供应影响偏小。我对阿根廷产量预估的逻辑主要是基于 NVDI 大豆植被指数。

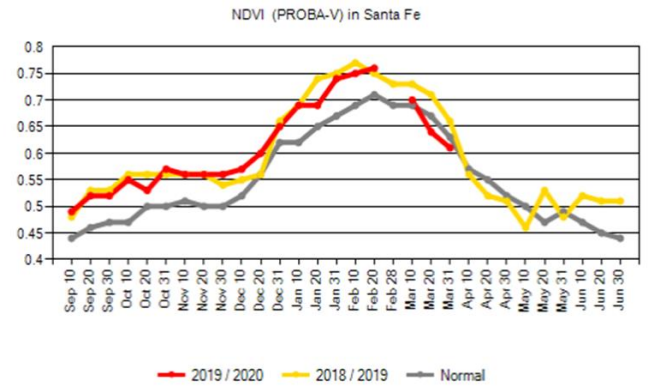
图表 11：阿根廷主产州大豆植被指数



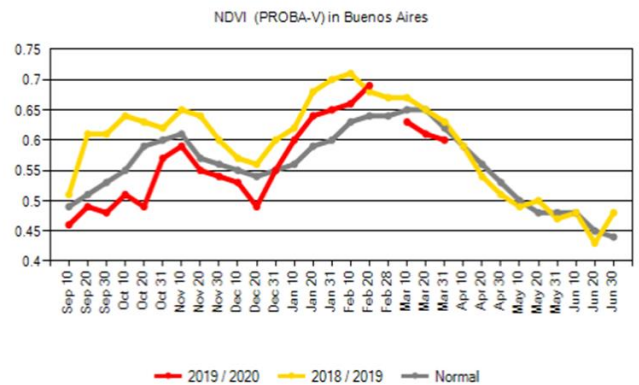
Córdoba (28% of total soybean production)



Santa Fe (27% of total soybean production)



Buenos Aires (26% of total soybean production)



数据来源：USDA，混沌天成研究院

因此给予阿根廷产量 5161 万吨的预估，略低于 USDA 对阿根廷的产量预估。

图表 12: 阿根廷产量预估

时间	机构名称	本次预估	前次预估	变动	基于的逻辑
2020/3/4	USDA 参赞	5410	5300	110	
2020/3/4	informa	5500			
2020/3/10	USDA	5400			
2020/3/11	罗交所	5150	5500	-350	
2020/3/12	布交所	5200	5450	-250	
2020/3/16	油世界	5200	5280	-80	
2020/3/24	Michael Cordot	5100	5400	-300	
2020/4/10	USDA	5200	5400	-200	
2020/4/12	混沌天成研究院	5161	5400	-239	NDVI

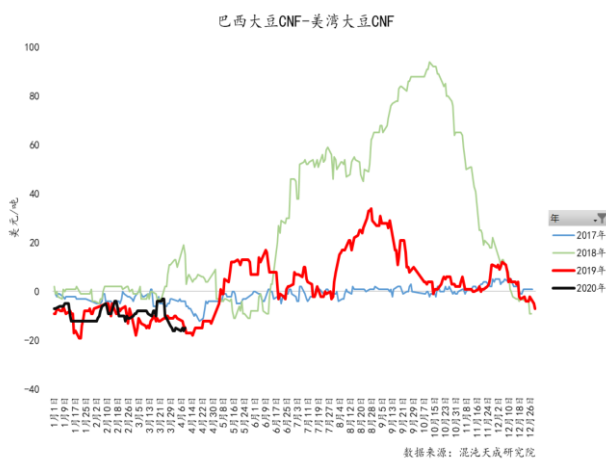
数据来源: 混沌天成研究院

2、买船到港

(1) 买船: 巴西雷亚尔非常疲软, 导致巴西农民卖货积极性高, 从而使得巴西豆价格低于美湾或者美西大豆, 因此国内大豆以今年以来成交以巴西豆为主。(2) 发运: 新冠疫情对巴西发运暂时没有影响。虽然疫情对阿根廷大豆国内压榨的担忧逐渐解除, 但后续仍需跟踪南美疫情的发展, **疫情对南美物流的潜在影响仍在**。(3) 基于对南美物流大担忧, 中国已开始采购美豆。(4) 国内预估 4 月中下旬以后面临较大的到港压力。

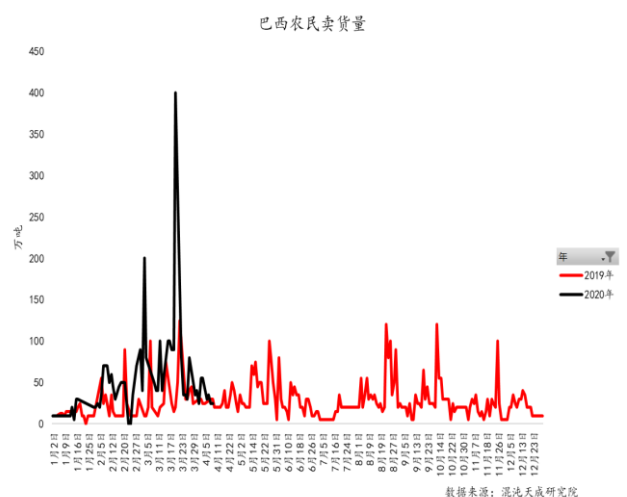
2 (1)、买船: 巴西大豆的 CNF 比美湾或者美西要便宜 15 美元/吨, 100 多块的利润空间对于产能过剩的压榨行业来说弥足珍贵, 因此市场买船以巴西为主。

图表 13: 巴西大豆 CNF 与美湾大豆 CNF 之差



数据来源: 混沌天成研究院

图表 14: 巴西农民卖货量

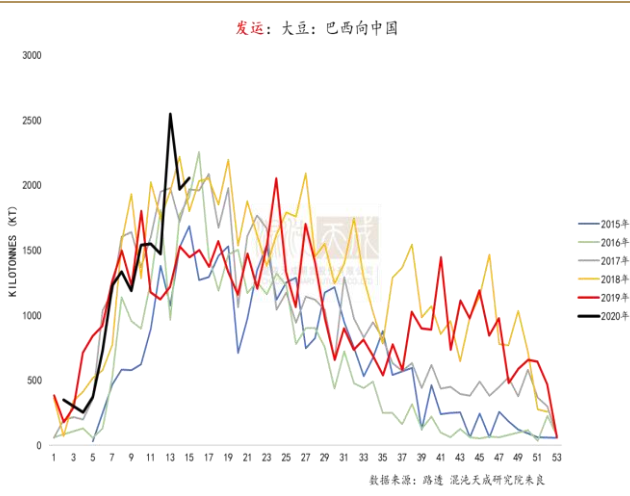


数据来源: 混沌天成研究院

2 (2)、从路透的周度发运数据来看, 巴西的大豆发运目前没有收到疫情的影响。但是需要注意的是: 巴西卡车的运费涨到了 290 雷亚尔/吨, 上周是 257 雷亚尔/吨, 去年同期是 230 雷亚尔/吨, 显示出巴西运力的相对紧张, **因此疫情对巴西物流的潜在影响仍在**, 我认为这种影响是给我们

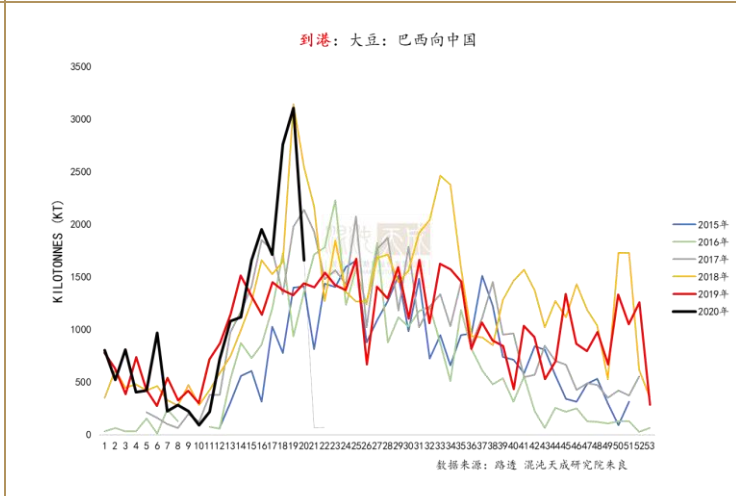
做空的机会，因为它不能改变全球供需。

图表 15: 巴西大豆周度发数据 (千吨)



数据来源: 混沌天成研究院

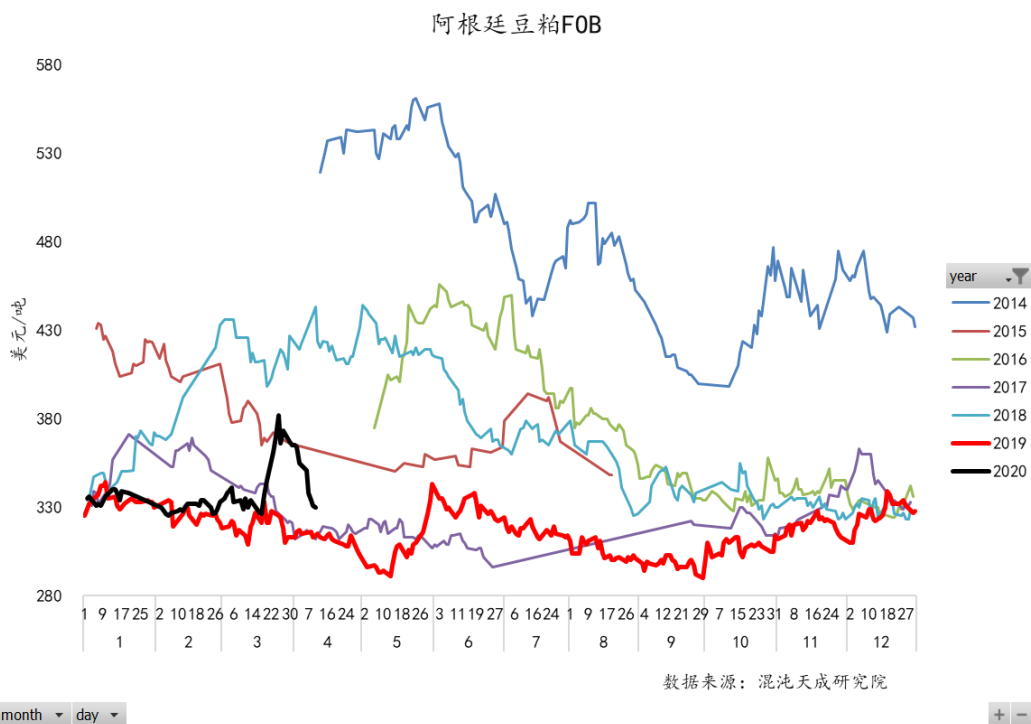
图表 16: 中国大豆周度到港量 (巴西豆)



数据来源: 混沌天成研究院

阿根廷是世界最大的豆粕出口国，为把压榨利润留在国内，阿根廷以豆油豆粕出口为主，疫情对阿根廷压榨厂开工的影响已经过去，阿根廷的压榨已经恢复正常。我们监测的阿根廷卡车日均抵港量正常。

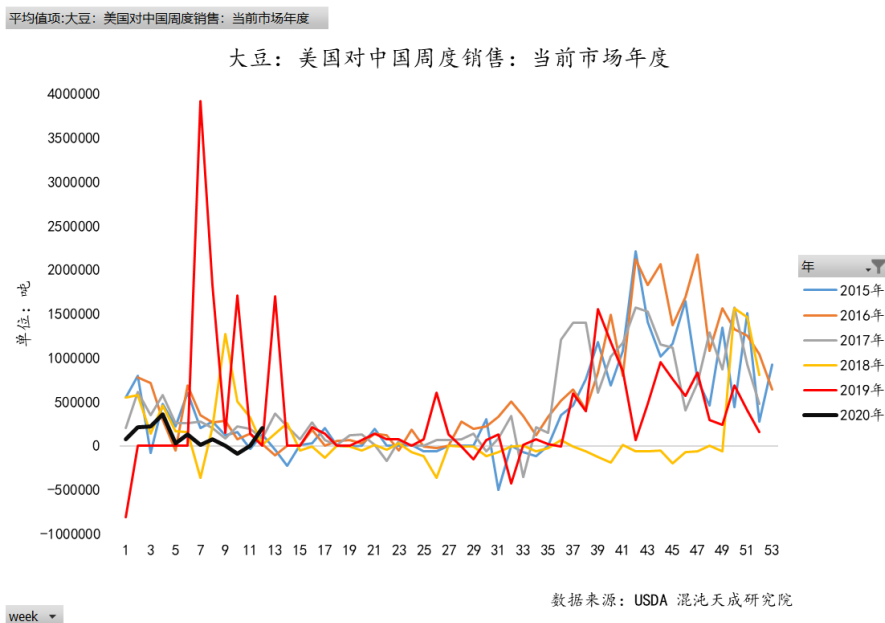
图表 17: 阿根廷豆粕 FOB (美元/吨)



数据来源: 天下粮仓, 混沌天成研究院

2 (3)、基于对南美物流的担忧，部分压榨厂已经开始采购美豆。

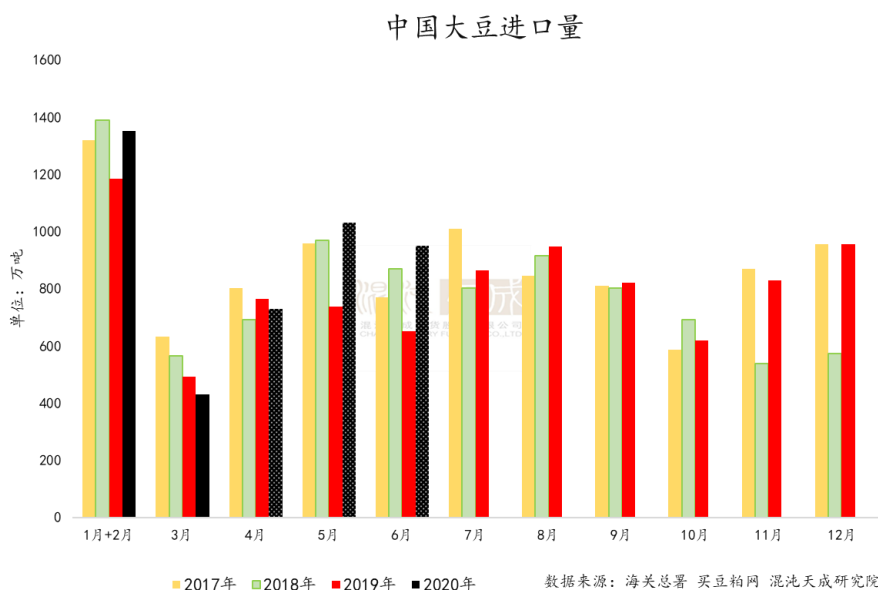
图表 18：中国对美国大豆的采购（吨）（周频）



数据来源: 天下粮仓, 买豆粕网, USDA, 彭博, 路透, 混沌天成研究院

2 (4)、根据巴西发运数据, 2020 年 4 月到港已经定了, 4 月到港量在 700 多万吨, 与去年同期相比基本持平, 4 月现货供应压力仍然不大。但是由于非常好的盘面榨利, 截止于上周五油厂 4 月已买 890 万吨, 5 月已买 870 万吨, 6 月采购 700 万吨, 基于以上买船, 因此认为 5-6 月具有较大的到港压力。

图表 19：中国大豆进口量及预估



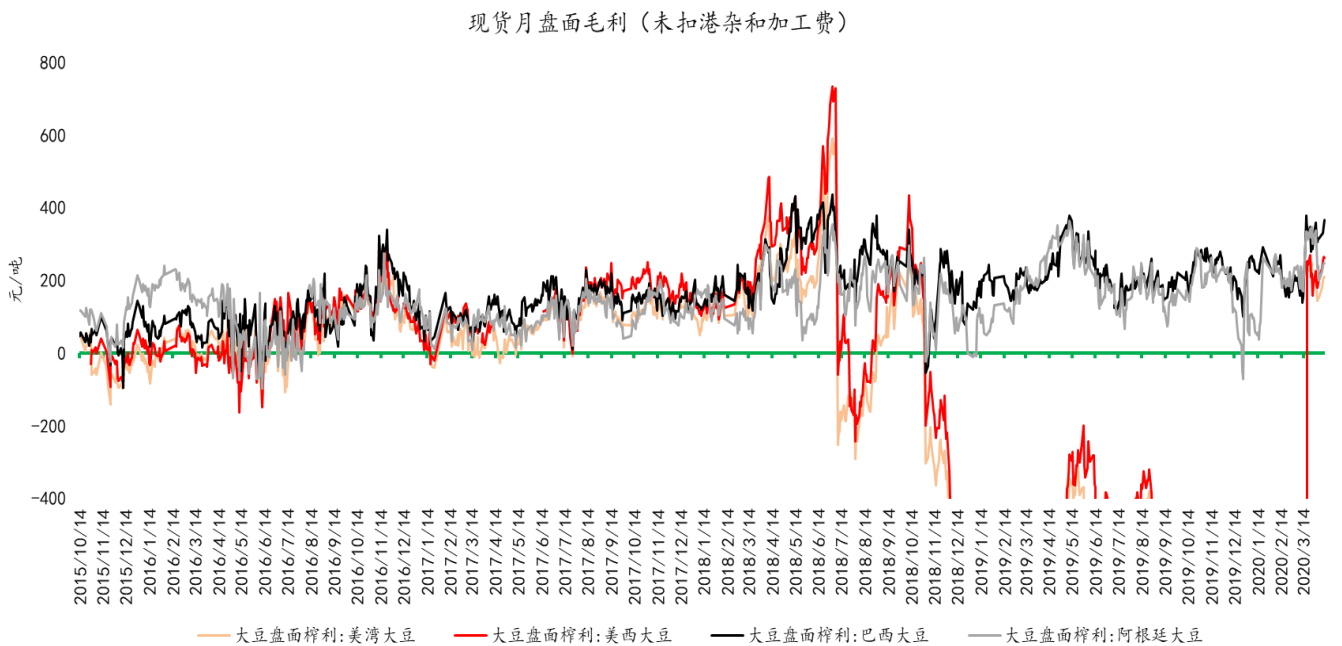
数据来源: 天下粮仓, 买豆粕网, USDA, 彭博, 路透, 混沌天成研究院

3、压榨利润及开工

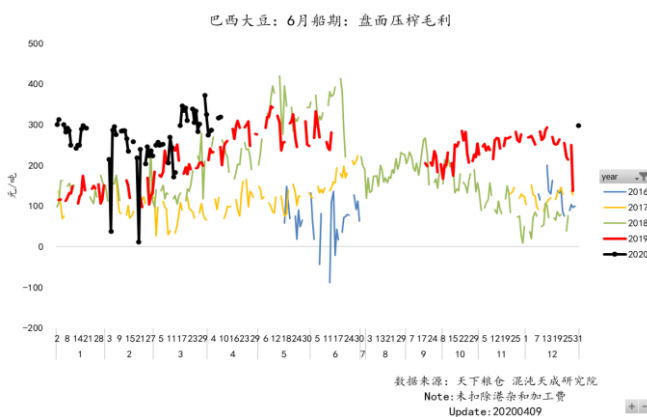
现货月及远期极高的压榨利润，会刺激买船，卖出基差。尽管4月中下旬后大豆到港会逐步增加，但如果没有国储豆的抛储，上游原料库存大豆仍处于偏激的状态。随着大豆压榨开工的增加，下游补库完成后只剩刚性提货后，预估豆粕库存缓慢提升。

3(1)、压榨利润，无论是现货月还是远月船期利润都处在同期较高水平，这种利润之下，会刺激压榨厂增加买船，加大开工，卖出基差。

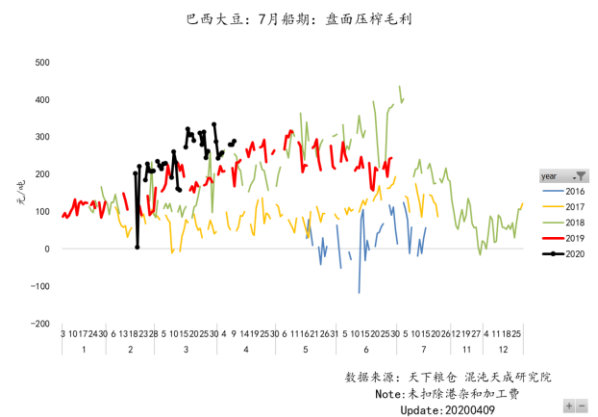
图表 20：现货月榨利及远期榨利（元/吨）



数据来源：天下粮仓 混沌天成研究院



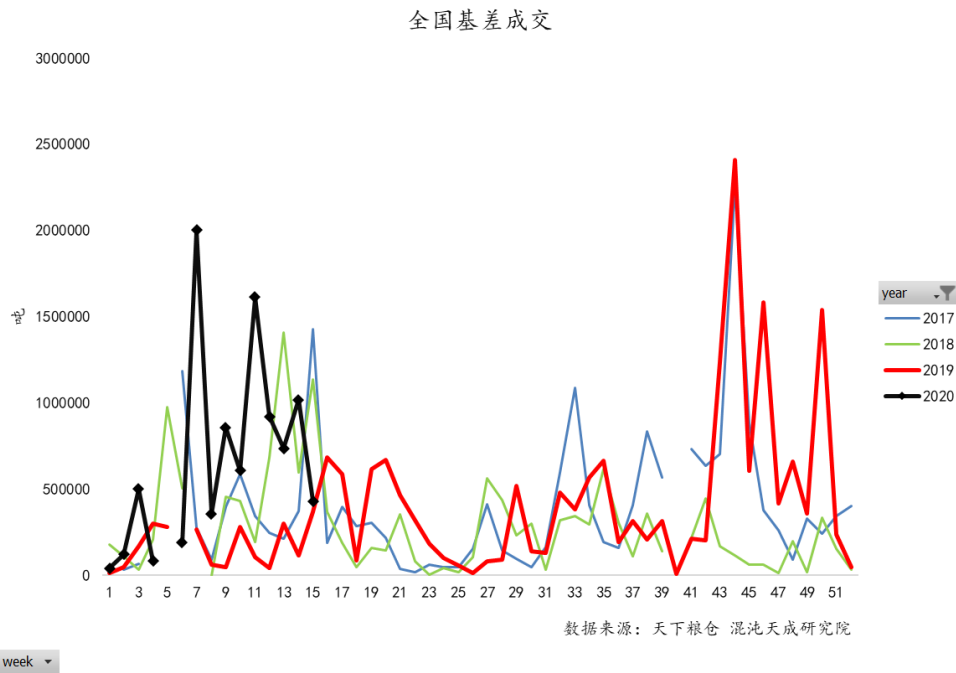
数据来源：混沌天成研究院



数据来源：混沌天成研究院

基差成交放量，压榨厂销售了大量的远期基差来锁榨利。高榨利下，压榨厂有继续抛售远月基差的动力，远月基差会继续承压。

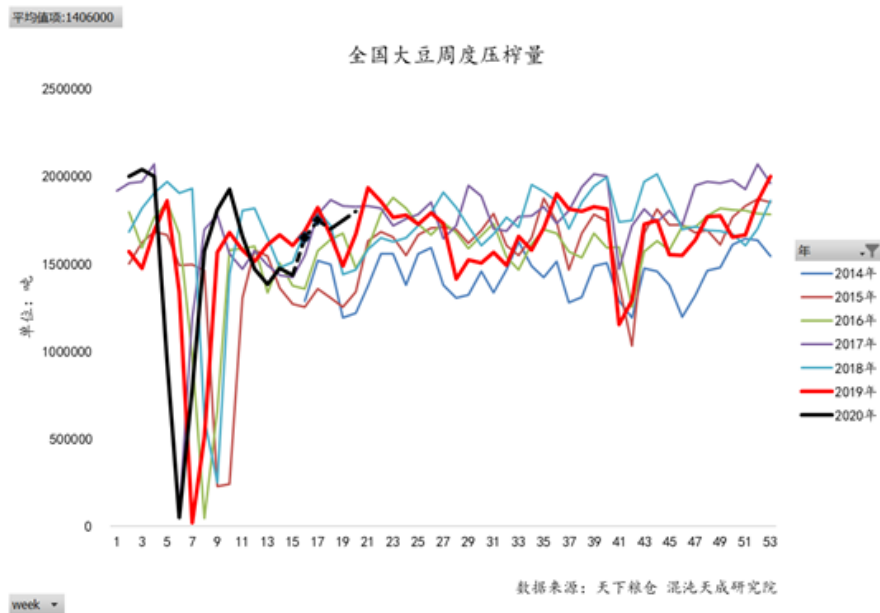
图表 21：基差成交量（吨）



数据来源：天下粮仓，买豆粕网，USDA，彭博，路透，混沌天成研究院

3 (2)、压榨量会逐步增加。随着 4 月中下旬到港量的逐步增加，全国大豆压榨量会逐步增加。

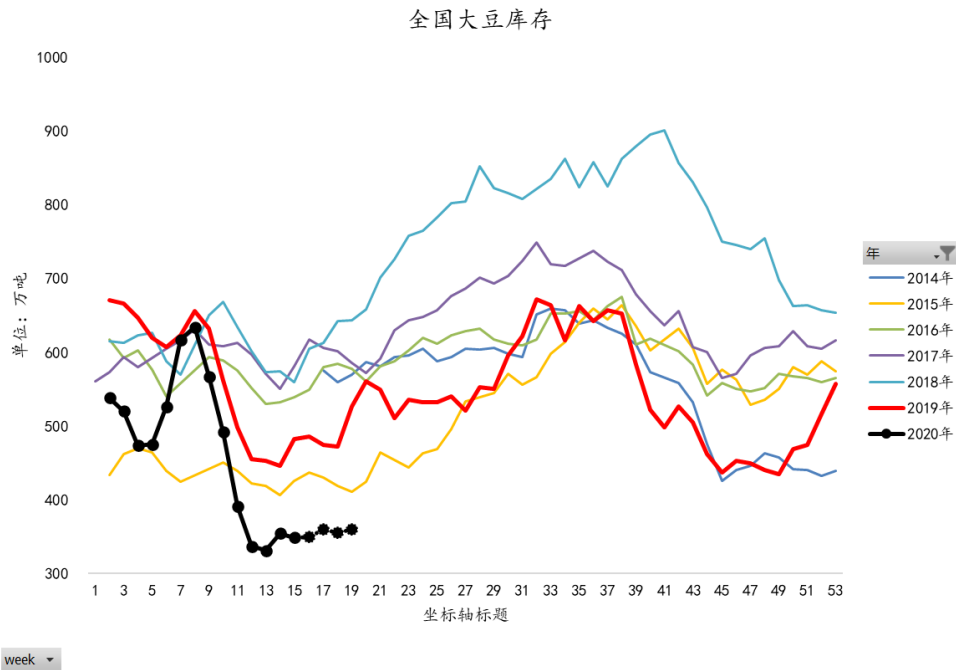
图表 22：压榨量（吨）



数据来源：天下粮仓，买豆粕网，USDA，彭博，路透，混沌天成研究院

3 (3) 上游库存，若国储没有抛储 100 万吨，整个 4 月份大多库存会在低位徘徊，供应仍然偏紧。

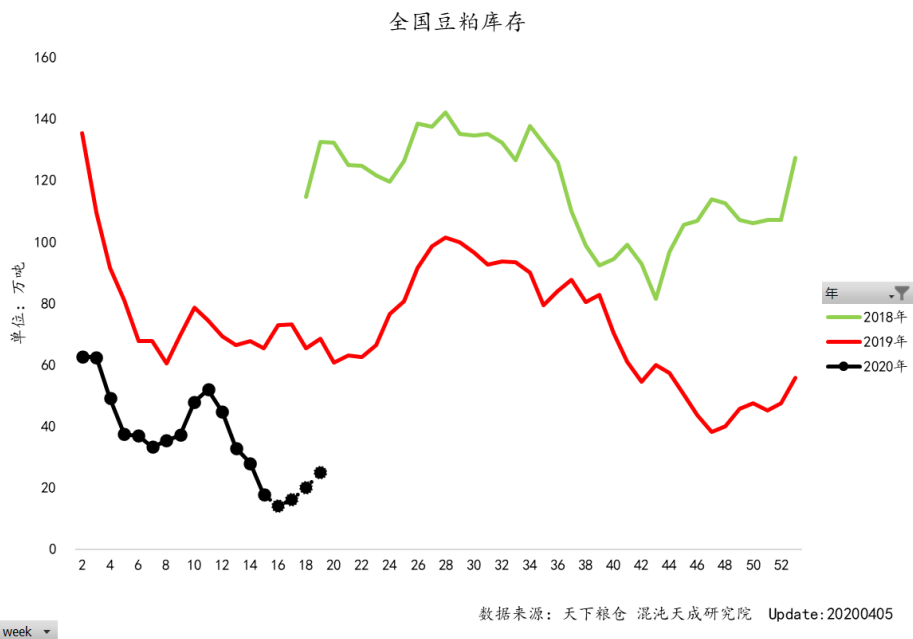
图表 23：大豆库存（吨）



数据来源：天下粮仓，买豆粕网，USDA，彭博，路透，混沌天成研究院

3 (4) 下游库存，终端补库基本完成，大型饲料企业及中小型饲料企业库存天数均高于往年同期，补库完成后，刚性提货的背景下，预估国内豆粕库存缓慢回升。

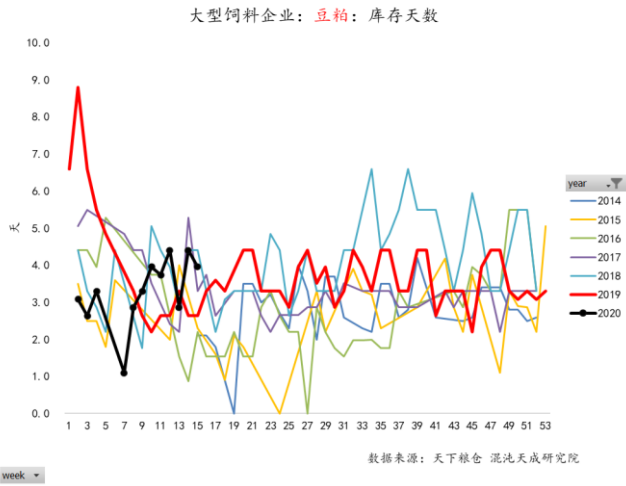
图表 24：豆粕库存（吨）



数据来源：天下粮仓 混沌天成研究院 Update:20200405

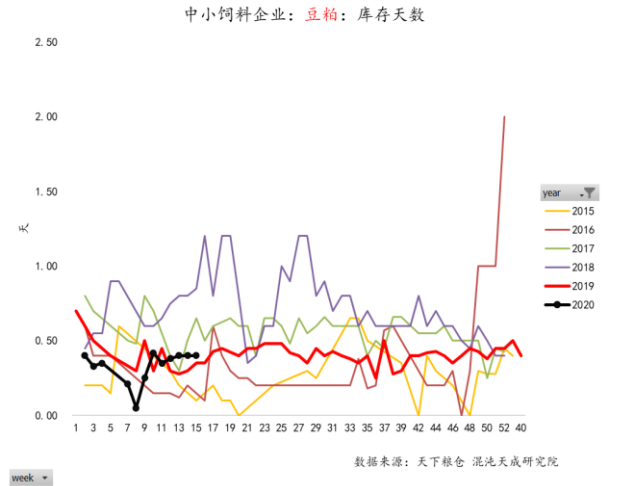
数据来源：天下粮仓，买豆粕网，USDA，彭博，路透，混沌天成研究院

图表 25：大型饲料企业库存天数（天）



数据来源：混沌天成研究院

图表 26：中小型饲料企业库存天数（天）



数据来源：混沌天成研究院

二、需求

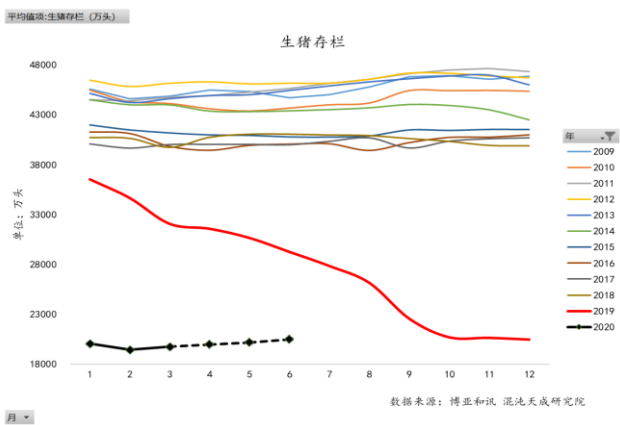
畜牧端存栏、体重与饲料配方共同决定了：豆粕的需求。饲料配方的调整需要极端价格，比如豆粕 2500 元/吨，豆粕 3000 元/吨，我们会调整饲料中的配方比例。后面生猪存栏恢复，豆粕的需求会逐步增加是共识，但增加的速度比较缓慢，主要是由于三元母猪高补高淘的特性导致产能恢复比较慢。

1、生猪

非洲猪瘟的疫情仍然一直存在，在全国仍点状爆发，但由于防控力度的增强及养殖密度的下降，全国没有大面积爆发，但每周生猪出栏的猪中仍有 10%左右是 90 公斤以下的猪。

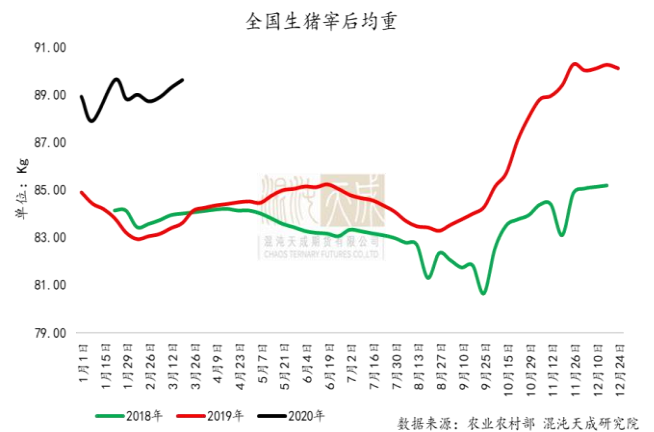
另外，三元母猪不适合留种的特性造成了能繁母猪的高补高淘，因此存栏是在缓慢上升。

图表 27：生猪存栏（万头）



数据来源：博亚和讯，混沌天成研究院

图表 28：生猪宰后均重（千克）

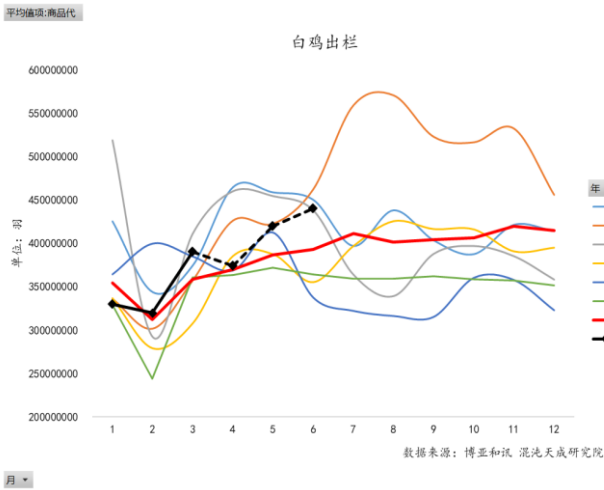


数据来源：农业农村部，混沌天成研究院

2、肉禽

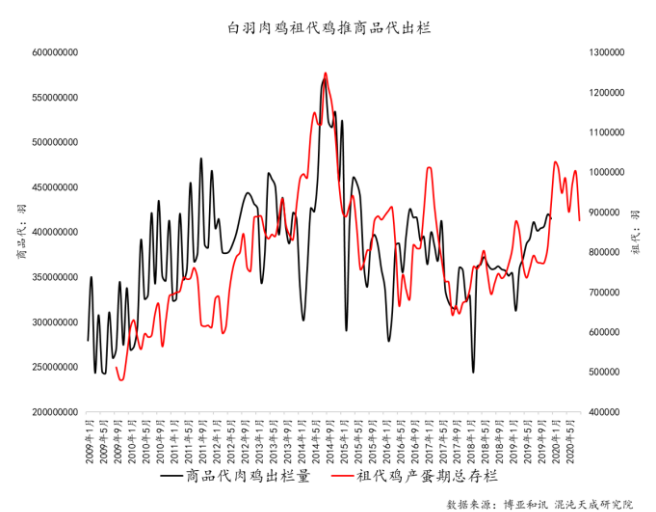
肉禽基本都是四系三代的培育体系，因此祖代对商品代的存栏具有领先作用。5月份开始，疫情对肉禽存栏的干扰因素消失，存栏将恢复正常，预估肉禽存栏具有同比10%的增量，折豆粕需求在3-4%左右的增量。

图表 29：白羽肉鸡出栏量（羽）



数据来源：博亚和讯，混沌天成研究院

图表 30：祖代鸡存栏推商品代出栏

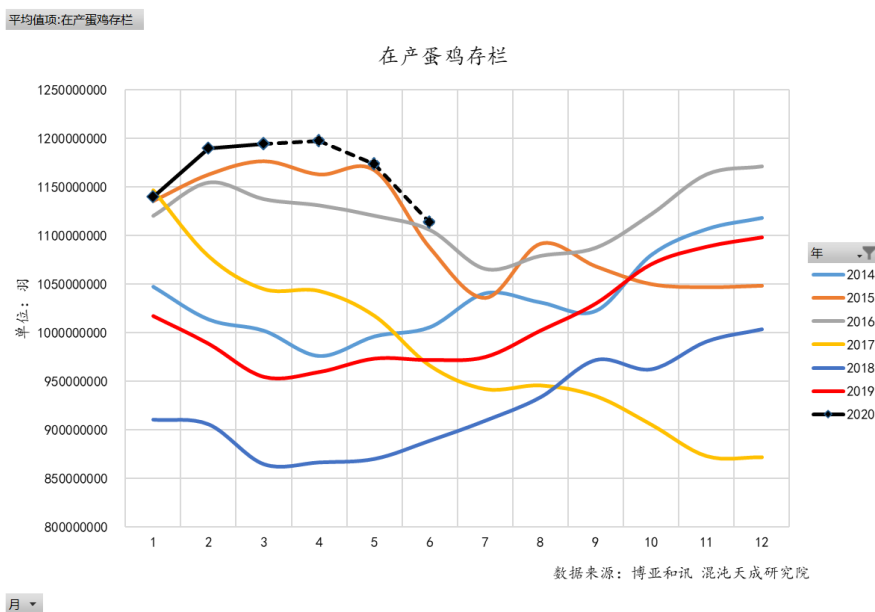


数据来源：混沌天成研究院

3、蛋禽

高产配套蛋系蛋禽存栏在4月之后会下降9%，其他蛋禽存栏的变动不大，整个蛋禽存栏下降5%左右，折豆粕需求变动下降不到1%。

图表 31：在产蛋鸡存栏（羽）



数据来源：天下粮仓，买豆粕网，USDA，彭博，路透，博亚和讯，混沌天成研究院

三、平衡

综合来看，未来豆粕供需将逐步宽松，但盘面已经对此预期有所反映，未来基本面的宽松更多的可能依靠现货基差的回落来实现。

图表 32：豆粕平衡表

	大豆压榨量	期初库存	国内产量	进口量	总供应量	国内消费量	饲用	食用	出口量	总使用量	期末库存
2019/9/30	745	84	589	0	673	596	591	5	6	602	71
2019/10/31	670	71	529	0	600	542	537	5	7	549	51
2019/11/30	713	51	564	0	615	562	557	5	7	569	46
2019/12/31	770	46	640	1	687	619	614	5	7	626	61
2020/1/31	590	61	482	1	544	467	462	5	7	474	70
2020/2/29	620	70	490	1	561	495	490	5	6	501	60
2020/3/31	700	60	545	1	606	547	542	5	6	553	53
2020/4/30e	730	53	577	1	631	556	551	5	7	563	68
2020/5/31e	770	68	609	1	678	592	587	5	8	600	78
2020/6/30e	750	78	585	1	664	570	565	5	10	580	84
2020/7/31e	730	84	616	1	701	602	597	5	8	610	91
2020/8/31e	797	91	638	1	730	624	619	5	9	633	97
2020/9/30e	760	97	601	1	699	596	591	5	8	604	95

数据来源：天下粮仓，混沌天成研究院

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券或期货的买卖出价或征价，投资者据此作出的任何投资决策与本公司和作者无关。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制发布。如引用、刊发，须注明出处为混沌天成期货股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

联系我们

混沌天成期货股份有限公司

全国客户服务热线：4001 100 166

公司总部

地址：深圳市福田区福华三路卓越世纪中心3号楼A区2701-2710室

联系电话：0755-23998230

上海分公司

地址：上海市浦东新区杨高南路759号陆家嘴世纪金融广场2号楼702室

联系电话：021-61838622-801

北京分公司

地址：北京市丰台区广安路9号国投财富广场3号楼12A11-12A15室

联系电话：010-63397961

云南分公司

地址：云南省昆明市环城南路777号昆钢大厦12层E+F单元

联系电话：0871-64100979

湖北分公司

地址：湖北省武汉市江汉区新华路468号时代财富中心18层(5)办号

联系电话：027-85610809

四川分公司

地址：四川省成都市武侯区人民南路四段上善国际2002/2003

联系电话：028-83221309

南宁营业部

地址：广西省南宁市青秀区金湖路38号永鑫大厦5楼

联系电话：0771-5553516

杭州营业部

地址：浙江省杭州市解放东路37号财富金融中心2幢12层05、06单元

联系电话：0571-86050331

混沌天成资产管理（上海）有限公司

地址：上海市浦东新区世纪大道826号904室

联系电话：021-61063216

混沌天成资本管理有限公司

地址：上海市浦东新区世纪大道1500号东方大厦1002c-2室

联系电话：021-58810170

混沌天成国际有限公司

地址：香港中环花园道3号中国工商银行大厦11楼1108-11室

联系电话：+852 2596 8200
