



2021年4月2日

Experts of financial  
derivatives pricing  
衍生品定价专家

金信期货研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1号

傅博

·从业资格编号 F3071993

·投资咨询编号 Z0015291

宋从志

·从业资格编号 F3076601

## 山东玉米深加工调研专题报告

——2021年玉米及淀粉调研专题

### 内容提要

过去的一季度国内玉米价格持续走高，下游产品玉米淀粉受玉米成本推动向下游顺利传导。春节后淀粉期现货价格同样破历年新高，行业盈利水平也处在历史同期最高水平。过去一段时间，期价上的突出表现在近月合约淀粉对玉米的盘面价差创出历史高位。本次通过深入走访调研山东地区玉米深加工及贸易相关企业，了解推动这一结果背后的产业逻辑，并为二季度玉米及淀粉行情判断提供依据。此次调研主要结论如下：

**1、余粮情况** 山东当前整体本地玉米同比持平略多，其中农户余粮大约 3 成左右，贸易商库存相对较高，但已陆续出库，一方面受东北玉米大量入关影响，囤积心态有所转弱，其次，在为 5 月份的麦收腾库。去年四季度由于当时山东对东北产地玉米价格大幅高挂，周边及南方销区转而向华北采购玉米，鲁西南地区本地玉米同比往年外流量增加，但很快小麦大量出库替代玉米的饲用需求，挤出大量玉米流向本地深加工。因此我们走访的大部分企业对 7-8 月份华北的供应能力较为乐观。8 月中下旬，也将有部分春玉米上市补充。

**2、玉米及淀粉库存情况** 此轮农民及贸易商集中出货，尤其东北玉米入关后刺激本地贸易商积极卖货，让深加工库存得以补充，当前大部分深加工原料库存均在 10 天以上，多则达 20 天至 1 个月，当前整体供应充足，而加工利润下滑后，继续补库积极性有所下降。成品端商品淀粉及下游糖类库存略有积累，3 月份以来下游提货量环比明显走弱，尤其是淀粉的工业需求降幅较为明显，当前有部分深加工开始降负荷限量保价。

**3、淀粉消费情况** 从去年四季度开始疫情后的经济复苏带动淀粉消费迅速反弹，突出表现在淀粉的工业需求十分旺盛，例如造纸、纺织及建筑领域均有不同程度的消费增量。而传统终端淀粉糖表现则较为平庸。同时，华北疫情因素也造成下游恐慌性补库，一定程度对年后消费有所透支。当前整体市场情绪受玉米影响较为低落，尤其食品端对淀粉消费

请务必仔细阅读正文之后的声明

处于淡季，高价淀粉向下游传导难度加大。同时来自木薯淀粉的边际替代压力增加。

**4、加工利润情况** 过去的一季度，华北深加工现货利润前高后低，整体水平为历史同期相对高位。如前文所述，四季度受消费集中反弹和恐慌性补库影响，华北商品淀粉加工利润创出新高，但在3月份后迅速走弱。一方面，主产品淀粉消费低迷，其次副产品价格大幅走弱，尤其是麸皮及蛋白粉价格回落较多。让当前产业链较短的企业已经临近盈亏平衡点，并阶段性有亏损出现。但和往年同期相比，当前利润水平仍然不算很差。

**5、后市观点** 在我们此次调研途中，华北玉米价格迅速回落，大部分深加工收购价格回到2800元/吨以内，并开始出现对东北出现倒挂。过去一段时间，华北玉米现货价格持续偏强是支撑淀粉期现价格的核心因素，最近一周淀粉期价迅速下跌，带动盘面价差走缩，也已反映华北生产成本下降和供给宽松。我们在季报里做空近月玉米及淀粉或做缩近月盘面价差的逻辑得以验证。玉米端，当前东北对唯一存在贸易流向的华北地区也已出现倒挂，以深加工为首的华北地区经历次轮库存补充后，加之生产利润低迷，持续补库动力较弱；南方内外贸玉米库存有所下降，但整体谷物库存仍是历史高位。阶段性期价贴水叠加贸易环节的层层倒挂对东北产地的挺价及议价能力形成巨大考验，在春耕备耕之际，农民卖货需求仍有，因此阶段性现货可能有进一步回落空间。但值得注意的是玉米9月期价已经跌至南方小麦的替代边际，短期可能存在较强预期支撑。淀粉端，在经历阶段性供需错配后，已逐步回归正常的产业逻辑，产能过剩或将重新施压行业利润，尤其高价已经抑制部分需求并产生木薯淀粉的反替代。综上所述，在华北生产成本走弱后，淀粉的期价可能仍然具备回落空间，因此，中期来看择机做缩盘面淀粉-玉米的价差逻辑仍然成立。

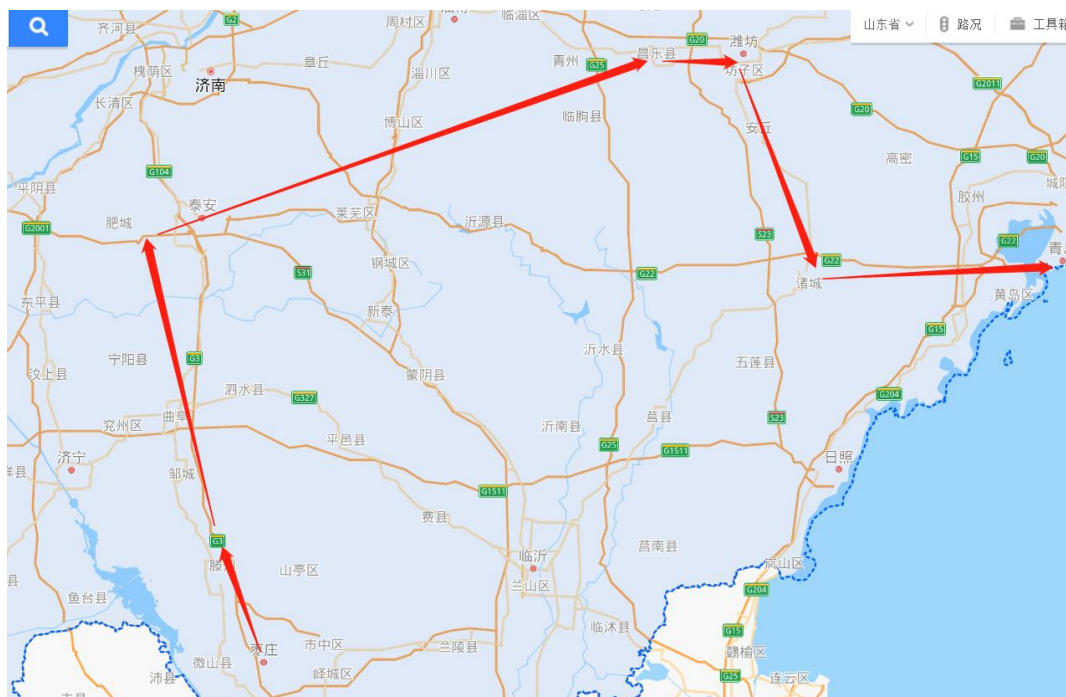
## 操作建议

单边谨慎偏空，或持有买玉米空淀粉套利。

## 风险提示

非洲猪瘟、饲料原料成本、国家进口及储备政策。

## 调研路线 枣庄-东平-肥城-邹平-诸城-青岛



## 详细内容

### 企业：1

- 1、基本情况：企业 1994 年建厂，是自有电厂为企业供电，企业主要生产玉米淀粉为主，玉米淀粉产能 30 万吨，有 60 万吨玉米淀粉产能正在扩建。
- 2、生产销售及下游情况：企业 2020 年初疫情期间的两个月生产受到影响以外，其他时间开机正常，202 年该企业下游客户中造纸行业用量有明显增加，进入 2021 年春节之后，造纸、食品等行业对玉米淀粉的需求订单减弱。目前企业是半产生产，主要是因为玉米淀粉市场偏弱与环保原因，企业限产。企业原料玉米库存在 10 天左右，较同期来看的话，原料库存高几天，企业生产的玉米供应主要以本地粮源为主，周边省份的粮源有安徽、江苏等地，东北粮源供应偏少，主要是位于山东南部，东北玉米进入该地区运费偏高。产品方面的库存不是很高，产品走走货尚可，近期企业淀粉主流报 3530 元/吨，实际成交有 20-30 元/吨的商谈空间。
- 3、对后期的看法：对原料玉米价格不看好，成本支撑玉米淀粉价格减弱，玉米淀粉下游需求不是很好，目前处于淡季，玉米淀粉下游市场中替代比较明显，主要是造纸、面粉等行业，

对 2021 年玉米淀粉整体市场看空为主。

### 企业：2

1、基本情况：企业是 1987 年建厂，目前企业玉米破碎能力是 150 万吨，商品淀粉产出为 100 万吨，2020 年新上麦芽糖浆生产线，目前一期麦芽糖浆日产 600 万吨，后期计划投放二期，三期麦芽糖浆产能，共计麦芽糖浆日产量能达 1800 吨。

2、生产销售及下游情况：企业原料玉米库存在 4 万吨左右，有部分厂外代储库存，玉米库存同比偏高，企业主要供应粮源是本地加上周边省份的玉米，东北地区的玉米到车辆偏少。目前企业玉米日投料 3800 吨，淀粉开机 5 条线，玉米淀粉出厂报价 3530 元/吨，实际成交可商谈 10-20 元/吨，麦芽糖浆出厂报价 3200 元/吨。在 2020 年 11-12 月至 2021 年 1 月期间，玉米淀粉价格持续快速上涨，价格上涨传导至下游市场比较顺畅，玉米淀粉生产利润良好，进入 2021 年 3 月份玉米淀粉市场偏弱运行，下游市场拿货节奏明显放缓，企业玉米淀粉库存较前期有增加迹象。

3、对后期的看法：目前原料玉米价格方向暂时不明朗，玉米淀粉价格缓降为主，渠道及下游库存淀粉偏少，不过分看空玉米及玉米淀粉价格，等待市场反应及一个相对明确的方向。

### 企业 3

基本情况：公司位于东平，玉米加工能力约 2500 吨/日，即 70 万吨/年，拥有 2 条产线，日产商品淀粉 700 余吨，玉米淀粉年产能为 30 万吨，淀粉糖年产能 20 万吨。2021 年 5 月底将投产 600 吨/日的淀粉产线，约增加 1000 吨/日的玉米加工能力。

采购情况：主要采购山东本地、河南、河北区域的玉米。由于生产技术较好，未来将逐步增加东北烘干粮，出粉率不会有较大变化。原料上量方面，本地玉米预计用到 5 月中旬，8 月中旬及 9 月分别会有本地及南方的春玉米供应，因此原料短缺预计集中在 6 月至 8 月上旬。若出现此情况，我们会结合本地自然干玉米及东北烘干粮共同使用。目前，本地玉米较往年消耗更快，预计本地农户手中余粮不超过 3 成。进口玉米方面，从青岛港至东平厂内，运费约为 80 元/吨。

库存开机情况：玉米库存 12000 吨，约 7 天左右（无合同库存），和去年同期基本持平，主要因资金压力较大。今年下半年计划代储一部分新粮。当前为满产状态，即开机率为 100%。据了解，目前本地贸易商的淀粉库存不到 3 月初的 1 成。

加工利润：加工成本约为 450 元/吨，当前基本接近盈亏平衡点。我们上无水糖产线，主要因其产业链较长，利润相对较高。

产品报价：玉米淀粉出厂报价 3520 元/吨，葡萄糖 4100 元/吨，无水糖 5200 元/吨。玉米收购价约 1.488 元/斤，折合约 2976 元/吨。

销售情况：我们销售覆盖全国范围，下游销售方式主要以签订销售合同为主，一般情况下，淀粉及淀粉糖合同期为 15 天，尿素约为 2 个月。我们下游客户中，食品行业约为 70%，工业占比约为 30%。当前部分葡萄糖厂利润下滑，已出现产量缩减的情况。虽然我们的淀粉走货情况较好，但较往年的旺季仍然相差甚远，主要因为下游需求清淡，春节之后食品库存仍未消化完，消费较去年同期下滑约 20%。

对替代品的看法：今年木薯淀粉的贸易量较往年增加，去年全年贸易量约 500-600 吨，今年仅 1 月约为 200 吨，预估全年贸易量约为 1000 余吨。目前还有再采购一批木薯淀粉的计划。由于我们木薯淀粉下游客户主要是食品类，当前玉米淀粉价格回落，下游对木薯淀粉的需求减弱。现在泰国进口运费约为 40 美元/吨。

行情预判：当前玉米淀粉价格处于盘整期，若价格继续下跌，则产量必然下降。淀粉价格仍然对标玉米价格，预计淀粉价格跌落至成本线后，仍会有一定反弹空间。

#### 企业 4

公司为贸易公司，位于东平，淀粉年贸易量为 15 万吨，与其余玉米、小麦淀粉等产品总贸易量为 20 万吨，下游提货保证金比例为 20%。

库存情况：当前淀粉价格持续下跌，走货较慢，淀粉为负库存，即主要以签远期订单为主。现在淀粉库存较春节前偏低，节前最高时出现 17000-18000 吨，走货天数约 4-8 天。

商品报价：玉米卖价 1.47 元/斤，折合为 2940 元/吨。

贸易情况：玉米方面，我们基本不购买东北烘干粮，进入 5 月后看市场供应情况，本地粮较少的情况下，若东北玉米价格合适，则会采购一部分。当前玉米供应充足，贸易商库存较高，存粮在 30-40 万吨的不在少数，平均收购价约为 1.42-1.43 元/斤，现在出售会产生亏损，心理价位约 1.7-1.8 元/吨。淀粉方面，今年较去年整体贸易量下滑约 20%，因去年 3-4 月正是淀粉提货旺季。

下游消费：客户主要覆盖山东、河南、湖北、湖南、江西等地。以往食品行业中，粉丝、粉

条等产品占客户比例约 20%-25%，今年这部分客户几乎不使用玉米淀粉。今年整体工业需求预计较去年同期下滑约 20%-30%。

替代情况：我们木薯淀粉主要从其他经销商处购入，而现在由于玉米淀粉价格较低，木薯淀粉失去优势，市场上较难出售。小麦淀粉主要下游为食品行业，当前由于价格低廉，贸易量较节前增加，较去年同期上升 15-20%。

行情预判：整体对淀粉价格较为悲观，认为淀粉低点为 3400 元/吨，反弹空间最多为 50-70 元，主要取决于进口玉米是否能顺利流入市场。当前若淀粉减产，现货价格或许会出现转机。

### 企业 5

基本情况：公司位于宁阳，2006 年建厂，玉米库容约为 6000 吨，玉米加工能力为 650 吨/日，淀粉产能约为 450-480 吨/日，下游提货保证金比例为 20%。

采购情况：仅使用本地粮源，主要因生产技术限制，同时因其出率较高，例如制作淀粉糖时，东北玉米和本地玉米的出率相差约 1%。预计本地玉米将使用至 5 月，之后会有临储玉米作为补充。当地玉米贸易商基本手中无库存，随收随卖。基层农户余粮预计不到 2 成，和去年同期基本持平（去年南运较多）。

库存开机情况：玉米库存为 4500 吨，当前为满产状态，即开机率为 100%。若淀粉价格继续下跌，会考虑停机检修。加工利润：当前由于主产品及副产品价格均弱，加工利润处于亏损状态。预计亏损状态将持续至 4 月底。副产品中，胚芽利润较好，整体副产品价格预计 4 月中旬后会有所复苏。

行情预判：认为玉米底价为 2600 元/吨，淀粉底价为 3300 元/吨。预计 5 月因腾库会出现玉米售粮小高峰，届时玉米价格将短期回落，之后反弹幅度将较往年更大。

### 企业 6

**概况：**该企业为淀粉及下游深加工企业，目前产能，日产葡萄糖 700 万吨，商品淀粉 400 万吨，当前现货成交价格结晶糖 4000 元/吨，淀粉 3450 元/吨。玉米采购主要来源：70%来自本地，20%来自河北剩余部分来自东北或河南。目前玉米库存 10-15 天左右。去年消费整体上四季度旺盛，工业需求明显增加，造纸表现强劲，同时，河北受疫情影响给出当地淀粉的出货时机。



## 企业 7

**概况：**该企业位于诸城，玉米日加工能力 4200 万吨，40%产品出口，主要为糖类，无商品淀粉外销。玉米原料主要来源山东、河南、安徽及河北。往年 5 月份后会陆续使用东北玉米至 8 月份本地玉米陆续上市。当前本地玉米挂牌 1.42 元/斤，东北玉米到厂成本 1.44 元/斤，已经出现倒挂。当前原料库存 20 天，一般情况不低于 15 天库存。近期收购本地粮源居多，主要由于贸易商滕库准备麦收原因。目前低水分玉米可以存储，但是 16%水分的玉米一般存储时间不超过 2 个月，因此高水分玉米无法大量存储。

**观点：**全年华北整体不会太缺，短期下跌为集中售粮行为导致，预计在 4 月底或许存在反弹，华北在 2700 元/吨，阶段性可能见底。

## 重要声明

### 分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾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接收到任何形式的报酬。

### 免责声明

1. 本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，但金信期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

2. 本报告的观点、见解及分析方法，仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告，并不代表金信期货或其附属机构的立场。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此投资，风险自担，金信期货不对因使用本报告信息、建议、观点而引致的损失承担任何责任。

3. 本报告旨在与金信期货特定客户及其他专业人士交流信息，分享研究成果，版权归金信期货所有，未经金信期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制，修改。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”。

4. 金信期货研究院提醒广大投资者：期市有风险 入市需谨慎！