

Experts of financial  
derivatives pricing  
衍生品定价专家

投资咨询业务资格

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1号

·从业资格编号 F3071993

·投资咨询编号 Z0015291

·从业资格编号 F3076601

## 山东玉米深加工调研专题报告

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，春熟后淀粉期货价格同样破历史新高，行业盈利水平也在历史同期最高水平。过去一段时间期货价格的窗口表现在近月合约淀粉对玉米的盘面价差创出历史新高。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，其中东北余粮约占3成左右，在最高库存保持稳定的情况下，保障秋收玉米上市量。山东玉米深加工企业库存普遍偏弱，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，尤其东北玉米上市前刺激本地贸易商积极出货，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，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。而传统终端淀粉糖清理库存，库存高企。同时，华北玉米贸易商出货意愿增强，流动性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，使当前产业链较弱的企业已经逼近盈亏平衡点，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，带动盘面价差走弱，也间接使华北生产成本下降和供给宽松。我们在调研中做窥探玉米及淀粉或做现货，价差至谷差的逻辑得以验证。玉米端，当前东北对赌，在东北库存庞大的华北地区也出现倒挂。深加工为主的华北地区经历连续库存去化后，加工成本利润低劣，持续拖累动力较弱；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月期价已经接近玉米成本的替代边际，短期或在高位库存支撑的淀粉端，有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，淀粉的期价可能继续是各因素博弈，因此，当前盘面呈现的华北玉米的价差逻辑仍然成立。

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 年在山东邹平成立，主要从事玉米淀粉生产。企业拥有玉米淀粉产能 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，企业库存玉米淀粉库存高几天，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。产品方面的库存量不大，企业玉米淀粉出厂价 3530 元/吨，实际成交价 3530 元/吨。

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，玉米库存保持正常，企业位于山东东营惠民县，地处山东潍坊的辐射半径内，玉米属于正常自然生长，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，工业淀粉价格持续快速上涨，价格上涨是否至玉米主产区爆发，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所增加。

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低，不过会看空玉米及玉米淀粉价格，等待市场反应及后续明确的信号。

### 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 条产商品淀粉 700 余吨，玉米淀粉年产能 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。

产销情况：企业位于山东德州，地处山东德州玉米主产区，玉米生产技术水平较高，玉米产量也较高，5 月中旬，8 月中旬及 9 月分别会有本地及山东的春玉米供应，因此原料短缺预计集中在 6 月至 8 月上旬。企业淀粉库存目前我们企业库存正常，玉米及玉米淀粉价格波动，目前玉米淀粉价格消耗更快，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 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，玉米淀粉库存周转 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%

行情预判：相较于往年旺季仍然较差，主要因为下游需求清淡，春节后食品行业仍未消化完，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低位，基价将继续下跌，一旦食品需求回落，淀粉价格自然对标玉米价格，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。

产品报价：玉米报价 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，本地粮较小的情况下，东北粮价格会低，联合采购，部分玉米烘干粮不用，主要是山东、河南、湖北、湖南、江西等地，以往食品行业中，粉条、粉条的情况，东北粮价格会低，联合采购，部分玉米烘干粮不用，主要是山东、河南、湖北、湖南、江西等地，以往食品行业中，粉条、粉条的情况。

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，粉条、粉条的情况。

条等产品占客户比例约 20%-25%，今年这部分客户几乎不用玉米淀粉，今年整体玉米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，销量较节前增加，较去年同期上升 15-20%。

行情预测：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/吨，后期玉米深加工量或有所增加，玉米深加工淀粉价格或许会出现转机。

### 企业 5

基本情况：公司位于宝阳，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，宝阳玉米和本地玉米的出率相差 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

