



智慧创造奇迹  
一流的咨询, 卓越的服务  
First class consultancy Excellent services

南华期货研究

王晨曦

024-22566346

wcx@nawaa.com

助理研究员:

刘冰欣

0451-58896626

liubingxin@nawaa.

com

## 雪去天犹寒 春来尚需时

### 摘要

- 美豆创纪录增产带来的供需改善压力类期价中终于得到充分释放，油脂油料价格深幅调整周期。虽然价格已经反映供需变化影响，但终端实际消化仍需时间，况且南美种植面积不减，中长期油料市场仍将面临供应压力。熊市之中仍不乏反弹机会，季节性需求增长以及替代需求的回将推动粕类 15 年一季度反弹行情。油脂市场供应过剩主基调并未发生变化，期价低位震荡之时做多尚需时间。连豆不甘寂寞 14 年宽幅震荡，展望 15 年收储政策变革 带来新的投资机会，关注价格非理性波动带来的投资机会。

第 1 章	蛋白供需过剩，亮点难寻 .....	4
1.1.	豆粕弱势犹显强者本色 .....	4
1.2.	养殖疲软，需求同比下滑 .....	6
1.3.	豆粕供应阶段过剩，替代需求回升 .....	9
1.4.	油厂继续挺粕思路 .....	11
1.5.	粕类操作策略 .....	12
第 2 章	产量不降 油脂难回暖 .....	12
2.1.	全球油脂供应有增无减 .....	12
2.2.	国内融资进口下降无助国内棕榈油油价 .....	12
2.3.	豆油短期供应严重过剩 .....	13
2.4.	菜油压力重重，价差不利消费 .....	14
2.5.	油脂操作策略 .....	14
第 3 章	连豆逐步回归市场化 .....	15
3.1.	走势回顾及供需分析 .....	15
3.2.	蛋白加工需求增长稳定 .....	15
3.3.	恒大题材无助实际消费增长 .....	16
3.4.	交割成本决定震荡中轴 .....	16
南华期货分支机构	.....	17
免责声明	.....	18

## 图表目录

图 1.2.1: 禽类养殖利润 .....	6
图 1.2.2: 生猪月度存栏 .....	7
图 1.2.3: 可繁育母猪月度存栏 .....	7
图 1.2.4: 生猪养殖利润 .....	8
图 1.2.5: 豆粕月度出口量 .....	9
图 1.3.1: 大豆国内月度进口量 .....	9
图 1.3.2: 国内 DDGS 月度进口量 .....	10
图 2.2.1: 国内棕榈油月度进口 .....	12
图 2.3.1: 国内豆油商业库存 .....	13
图 2.4.1: 国内油菜籽月度进口 .....	14
表 1.1.1: 品种强弱预期 .....	4
表 1.1.2: 蛋白粕供需平衡表 .....	5

## 第1章 蛋白供需过剩，亮点难寻

### 1.1. 豆粕弱势犹显强者本色

#### 1.1.1. 市场走势回顾与比较

蛋白粕市场 14 年下半年豆粕仍扮演领军角色，虽然美豆 14 年下半年受美豆新季产量大跌影响大跌，大连豆粕作为美豆紧密跟随者亦大幅回落，但相较于其他粕类价格表现仍显坚挺。供应过剩是 14 年下半年国内蛋白粕市场的主题，三季度市场主要炒作美豆产量增长的预期，国内豆粕当时受较高的前期采购成本影响，油厂采取的挺价思路对豆粕现货价格提供了较强支撑，所以当时国内豆粕期现价出现较大背离。10 月与 11 月由于美豆到港进度较慢，油厂的挺粕策略仍发挥了作用，但成本的下降已经逐步反映到现货价格之上，豆粕期现价差逐步缩窄。

与豆粕相比，菜粕未能延续上半年及 13 年的强势，资金力量也难敌大势影响，三季度大幅下挫。进入四季度菜粕止跌企稳，主力合约期价进入底部震荡态势，但反弹力度较弱，整体仍未逆转疲弱勢头。不过相比豆粕期价弱势，菜粕四季度表现仍显坚挺，豆菜粕价差四季度持续缩窄。

表 1.1.1: 品种强弱预期

		波动性		
		波动率增加	波动率平稳	波动率下降
趋势	强烈看涨			
	看涨		大豆	
	中性	菜粕	豆粕	
	看跌	菜油	棕榈油	豆油
	强烈看跌			

#### 1.1.2. 粕类供需平衡分析

分析豆粕供应无法脱离大豆基本面，与 13-14 年度相比，14-15 年度美豆供需基本面发生根本变化。由于美豆种植面积与单产均创历史新高，美豆库存消费比创

近 8 年新高，较上一市场年度大幅增长。供需层面的改善是目前大豆及下游产品价格表现疲弱的根本原因，同时大宗商品市场尤其是农产品整体的疲弱也是重要诱因。从北美市场大豆供需数据看，14-15 年度美豆价格重心难以回到上一市场年度水准，尤其是考虑到南美地区大豆种植面积情况，14-15 年度全球豆类市场继续低位运行概率较大，但结构性供需失衡以及短期的题材炒作仍足以推动期价出现反弹性行情。

国内蛋白粕类需求方面近年来呈现稳步攀升状态，这与国内肉类需求的稳步增长相关，不过豆粕需求增速有所放缓，这主要是受近年来国内杂粕供应增长影响，替代品供应的增加在一定程度上侵占了豆粕需求市场。供应端则继续保持稳步增长态势，目前进口大豆压榨豆粕基本覆盖国内豆粕供应端，由于进口的提前性，豆粕供应端不存在紧缺问题。作为大豆压榨副产品，大豆价格以成本方式引导豆粕价格运行。

表 1.1.2: 蛋白粕供需平衡表

	2011/2012	2012/2013	2013/2014	2014/2015	同比	增减
<b>生产量</b>						
豆粕	47,200	49,555	52,670	55,810	3,140	6.00%
菜籽粕	8,948	9,754	10,340	11,093	753	7.30%
棉籽粕	4,576	4,840	4,532	3,960	-572	-12.60%
花生粕	2,873	2,956	3,040	2,964	-76	-2.50%
其他蛋白粕	900	950	1,000	1,100	100	10.00%
总计	64,497	68,055	71,582	74,927	3,345	4.70%
<b>进口量</b>						
豆粕	107	16	20	15	-5	-25.00%
菜籽粕	840	281	233	300	67	28.80%
棉籽粕	2	0	2	3	1	
花生粕	3	9	50	30	-20	-40.00%
其他蛋白粕	486	629	500	450	-50	-10.00%
总计	1,438	935	805	798	-7	-0.90%
<b>饲料消费量</b>						
豆粕	45,000	47,500	50,500	53,000	2,500	5.00%
菜籽粕	9,500	10,000	10,400	11,000	600	5.80%
棉籽粕	4,000	4,500	4,100	3,700	-400	-9.80%
花生粕	2,550	2,700	2,800	2,700	-100	-3.60%
其他蛋白粕	900	1,200	1,100	1,150	50	4.50%
总计	61,950	65,900	68,900	71,550	2,650	3.80%

其他消费						
豆粕	1,300	1,400	1,400	1,450	50	3.60%
菜籽粕	350	300	300	300	0	0.00%
棉籽粕	450	450	400	300	-100	-25.00%
花生粕	320	320	330	340	10	3.00%
其他蛋白粕	45	50	50	50	0	0.00%
总计	2,465	2,520	2,480	2,440	-40	-1.60%
出口量						
豆粕	927	1,323	1,993	2,000	7	0.40%
菜籽粕	52	102	31	30	-1	-3.20%
棉籽粕	60	94	33	50	17	51.50%
花生粕	3	2	2	3	1	50.00%
其他蛋白粕	158	127	150	130	-20	-13.30%
总计	1,200	1,648	2,209	2,213	4	0.20%
节余量						
豆粕	80	-652	-1,203	-625	578	
菜籽粕	-114	-367	-158	63	221	
棉籽粕	68	-204	1	-87	-88	
花生粕	3	-57	-42	-49	-7	
其他蛋白粕	283	202	200	220	20	
总计	320	-1,078	-1,202	-479	724	

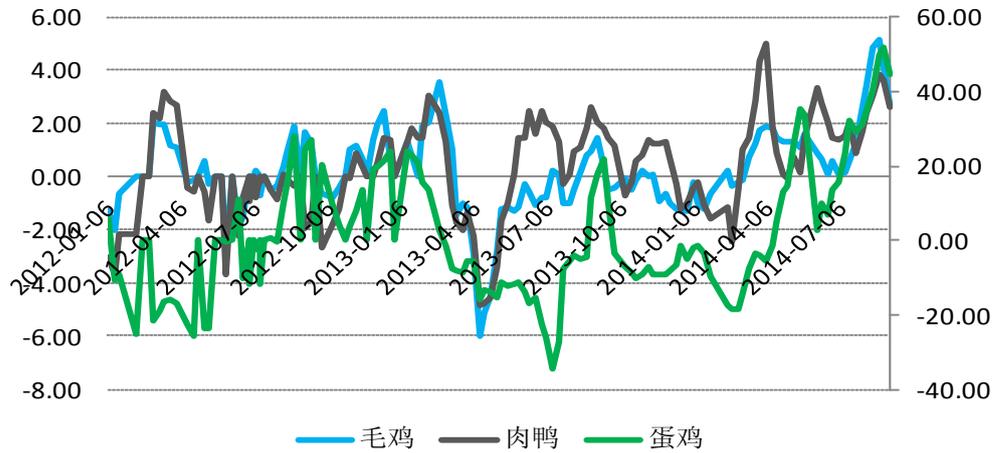
资料来源：国家粮油信息中心

## 1.2. 养殖疲软，需求同比下滑

粕类主要应用于饲料生产，作为主要蛋白供应者，蛋白粕需求与养殖规模息息相关。国内养殖市场以生猪、蛋鸡、肉鸡、其他禽类、水产和大牲畜为主，其中生猪养殖及蛋鸡、肉鸡养殖是养殖主体，这两部分饲料需求占据饲料总需求的 80% 以上。这里主要分析上述养殖市场规模及未来需求预期变化。国内蛋鸡行业 14 年存栏下降明显，二季度初补栏有限，后期伴随鸡蛋价格大涨，蛋鸡养殖利润明显好转，但过去两年的长期亏损对中小养殖户打击明显，我司产区实地调研显示养殖企业四季度补栏并不积极，更多将补栏计划推迟到 15 年二三月份，这主要是由于养殖市场对冬季禽流感疫情担忧依旧存在，同时对当前蛋价能否保持当期高位也持怀疑态度。从养殖市场反馈的情况看，15 年一季度存栏不会发生大的变化，二季度补栏情况是下半年蛋鸡市场需求的重要决定阶段。

图 1.2.1: 禽类养殖利润

### 禽类养殖利润

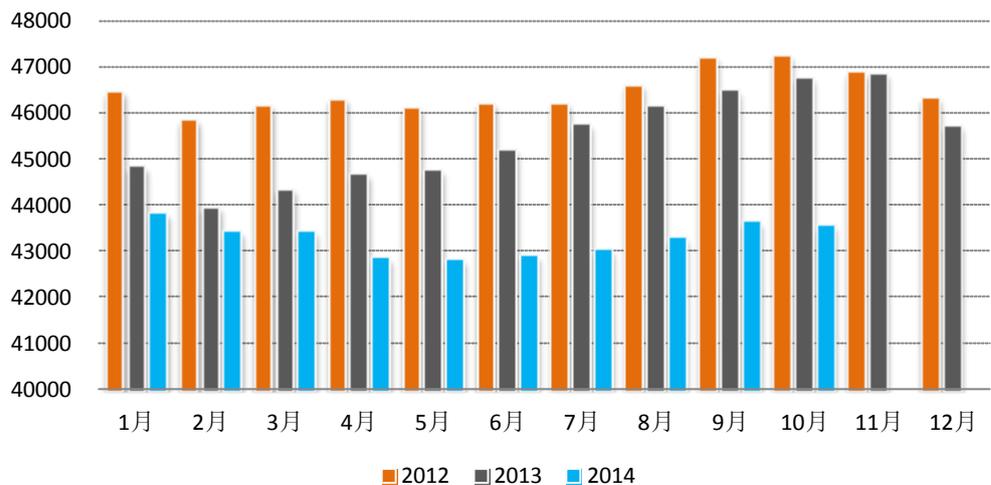


资料来源：WIND 南华研究

从芝华数据公布的当前蛋鸡存栏看，10 月底蛋鸡总存栏量为 13.78 亿只，同比下滑 18.7%。考虑到养殖市场的补栏计划以及当期较低的后备鸡存栏水平。预计 15 年一季度养殖需求仍不会有明显改观，整体存栏逐步回升到 14 亿只左右。二季度及下半年蛋鸡存栏将主要取决于一季度前后补栏情况。肉鸡由于周期相对较短，存栏调整节奏较快，15 年肉鸡需求将保持稳定。

图 1.2.2: 生猪月度存栏

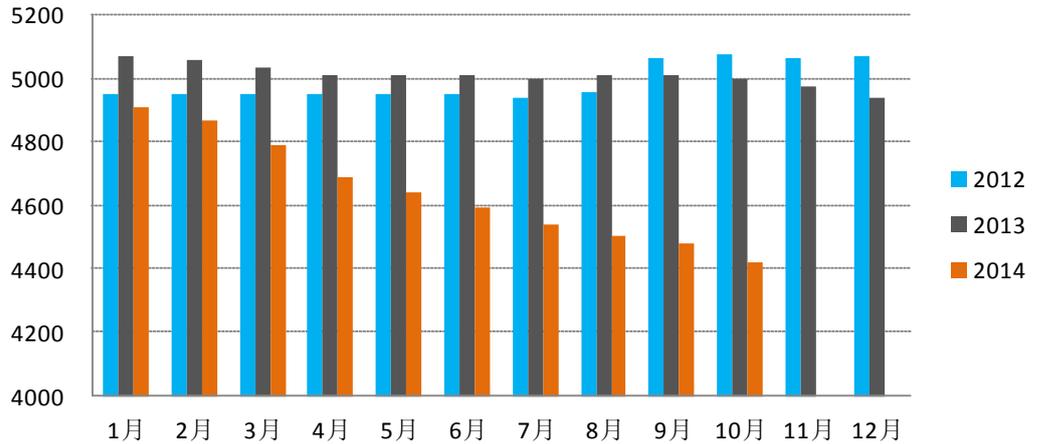
### 生猪月度存栏



资料来源：WIND 南华研究

图 1.2.3: 可繁育母猪月度存栏

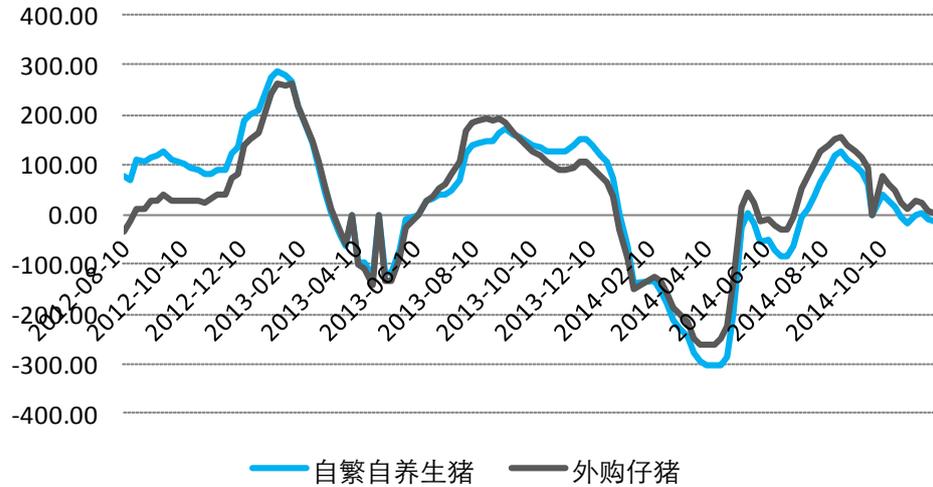
可繁育母猪月度存栏



资料来源：WIND 南华研究

图 1.2.4：生猪养殖利润

养殖利润

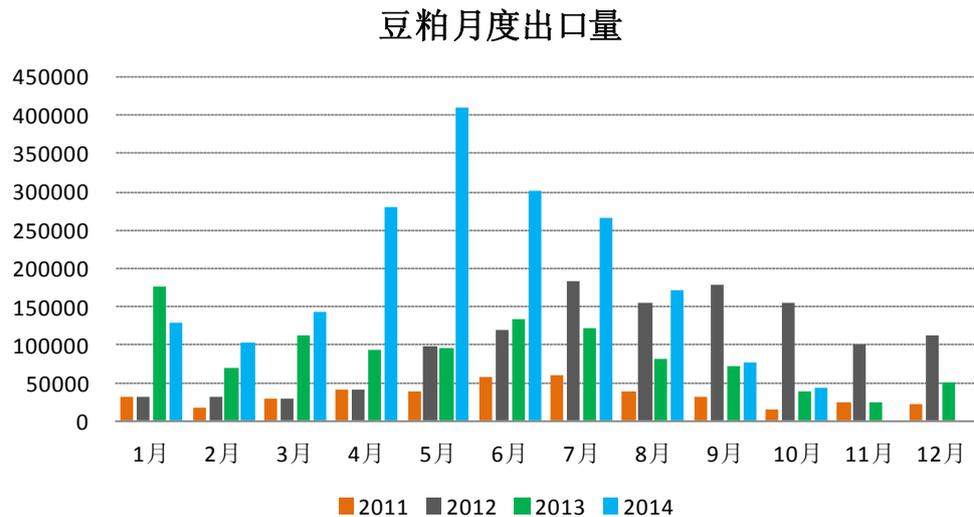


资料来源：WIND 南华研究

生猪市场，从当前生猪存栏看，农业部畜牧业司公布的国内 10 月生猪存栏同比下降 6.8%，14 年生猪市场表现低迷，生猪存栏同比下滑明显，二季度以来，存栏同比多下降 6% 以上，虽然出现季节性增长，但并未改变同比下降趋势。从当前的生猪养殖利润看，12 月初自繁自养生猪养殖利润已经出现小幅亏损，目前的养殖利润水平不足与刺激生猪行业未来的补栏意愿，再考虑到持续下降的可繁育母猪存栏量，截至 2014 年 10 月，可繁育母猪存栏量为 4421 万头，同比下降 11.5%，

目前的可繁育母猪存栏逐步接近均衡水平，但补栏能力的下降也会抑制后期生猪行业的快速补栏能力，从。综合上述信息数据，我们可以得出下面的判断：15 年上半年养殖成本的下降会改善养殖企业的利润水平，同时生猪供应量的下降将会进一步推高生猪养殖利润，但从养殖利润传导到实际存栏的增长需要三到四个月，所以生猪市场带来的饲料需求在 15 年上半年表现将难有明显起色。不过今年由于春季时间推迟，预计 1 月份同期饲料需求将好于 14 年同期，届时出现反季节需求反弹行情概率较大。生猪行业的回暖需要关注可繁育生猪存栏拐点出现的时间点。考虑到养殖周期的变化，预计生猪存栏大幅增长最快也需要等到 15 年四季度。

图 1.2.5：豆粕月度出口量

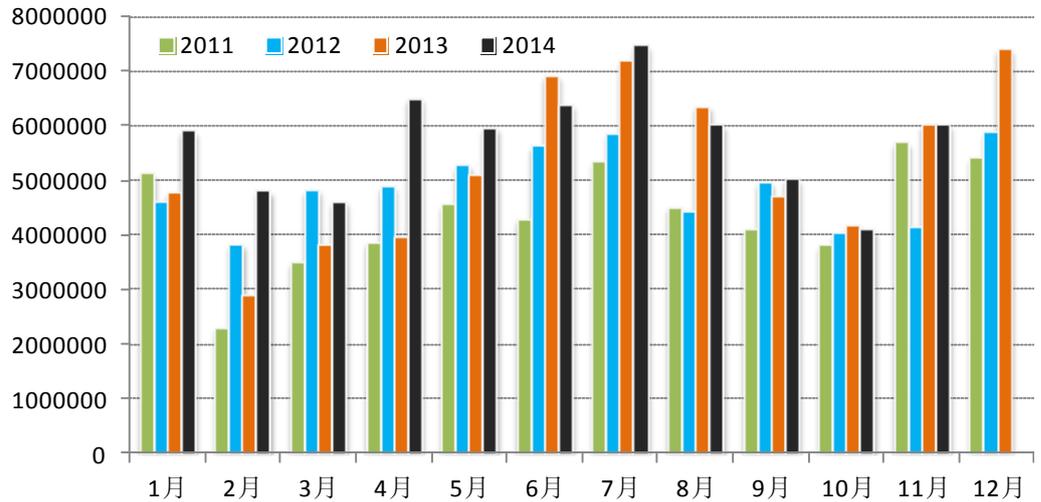


资料来源：WIND 南华研究

出口是今年国内豆粕市场的一个亮点，国内前 10 月累计出口豆粕 192 万吨，同比增长 93 万吨，尤其是二季度及三季度前期出口同比增长明显，这在很大程度上缓解了当时国内豆粕市场的供应压力。三季度尽管豆粕期现价格持续下滑，但油厂压榨利润的改善使得出口需求明显削弱。不过 12 月油厂压榨利润有所下滑，考虑到一季度豆粕的供需过剩，不排除届时豆粕出口重新回升的可能。

### 1.3. 豆粕供应阶段过剩，替代需求回升

图 1.3.1：大豆国内月度进口量



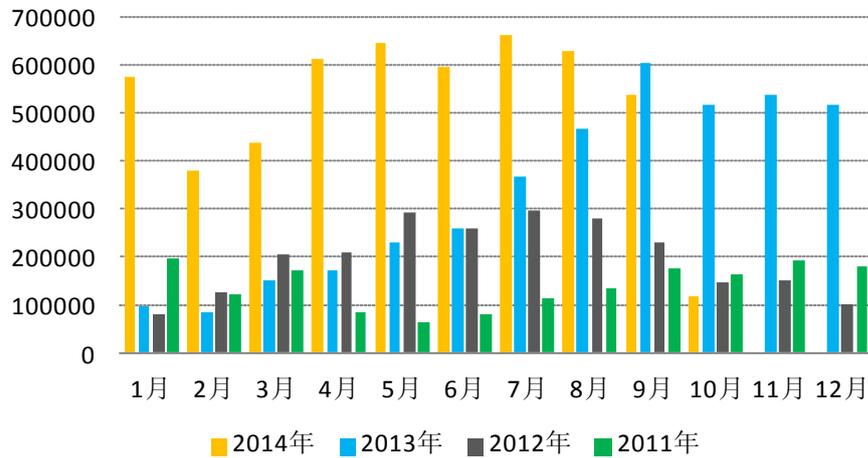
资料来源：WIND&南华研究

对豆粕来讲，14-15 年度面临的是大豆供应过剩的局面，但长期的供应过剩已经在目前的美豆价格得到充分反映。这里主要分析影响到豆粕中短期的因素，即国内大豆进口到港节奏以及需求变化情况，需求上文已有分析。这里将根据进口大豆到港量以及油厂的压榨情况分析中短期供需结构情况。根据船期推算的 14 年 12 月进口大豆到港量为 759.5 万吨，15 年 1、2、3 月进口大豆到港量分别为 700 万吨、500 万吨和 560 万吨。对比往年同期进口，我们可以发现这个数量明显高于往年同期水准。14 年一季度进口到港量为 1534 万吨，13 年同期进口量为 1152 万吨，12 年同期略高为 1326 万吨。即使不考虑 12 月个情况，15 年一季度豆粕供应量将同比增长 14.7%。所以阶段性供应的过剩回导致豆粕生产量大幅增长。而同期养殖情况仅生猪市场 1 月份表现尚可，所以届时可能会面临豆粕市场将会面临一定供应压力。

替代供应方面，棉粕今年供应量下滑幅度较大，不过未来棉花抛储时间尚不确定，未来供应量仍存在一定不确定性。短期来看，受收储政策改革影响，市场惜售与供应量减少叠加造成短期供应不足，预计一季度棉粕供应不足的现象更为明显，由此造成替代需求对豆粕支撑更为明显，预计产生的量月度在 4-5 万吨。除棉粕外，花生粕本年度与去年基本持平，对豆粕影响相对较轻。

图 1.3.2：国内 DDGS 月度进口量

## DDGS月度进口



资料来源：中国海关&南华研究

除棉粕与花生粕之外，杂粕市场对豆粕供应影响更大的是 DDGS。从海关公布的数据看，前 9 个月进口数据表现抢眼，累计进口 507.8 万吨，去年同期仅为 243 万吨。DDGS 进口量的大幅增长，在一定程度上侵占了豆粕等蛋白需求市场。不过 10 月份 DDGS 进口量大幅下滑至 11.78 万吨，豆粕价格大幅下滑导致杂粕价格吸引力下滑较大，加之检验检疫对 MIR162 转基因成分的严格管制，饲料及贸易企业进口积极性下降较为明显，考虑到豆粕价格的弱势，预计 15 年一季度 DDGS 进口继续低迷仍是大概率事件。预计一季度 DDGS 进口量将同比下滑 100 万吨，由此产生的豆粕一季度月度替代需求将增加 30 万吨左右。另外目前小麦与玉米价差变化导致小麦对玉米替代基本小时，由此产生的小麦蛋白替代也将消失。

所以综合来看，15 年一季度蛋白粕市场供应有所下滑，综合来看，月度替代需求将增加 40-50 万吨左右，这将在很大程度上支撑豆粕市场期价。

### 1.4. 油厂继续挺粕思路

以当前的大豆港口分销价、豆粕、豆油销售价计算的即时油厂压榨利润已经降至-40 元/吨左右。当然前期采购成本较低的油厂目前压榨利润仍较为理想，但部分点价较晚，或套保不充分企业目前压榨亏损较为明显。而以盘面美豆与大连豆粕、豆油计算的 5 月压榨已经出现亏损，这将限制油厂采购套保需求。

由于当前豆粕现货销售以前期合同为主，下游采购意愿并未有效回暖，为保持利润或控制亏损，油厂继续采取挺粕思路仍将是大概率事件。一方面，豆粕现货需求并未明显转弱，另一方面油脂市场仍表现低迷，油粕比价继续低位徘徊，考虑到当前食用油高企的库存，15 年一季度油厂采取挺粕思路仍是最佳策略，销售策略的延续对支撑未来豆粕期现价格将是重要因素。

## 1.5. 粕类操作策略

结合基本面供需及当前豆粕走势，1 月豆粕继续反弹概率较大，5 月豆粕期价有望挑战 10 月底高点，如果需求表现强劲，期价甚至有望挑战 3090-3160 一线。但进入二月，期价重回跌势概率较大，届时需要关注下游养殖补栏节奏及杂粕供应变化。菜粕将继续追随者角色，两者现货价差将有缩窄，目前菜籽加工行业的亏损将进一步支撑现货价格，但 5 月期货价差预计缩窄幅度有限，套利投资者可轻仓尝试，交易逻辑仍主要基于现货市场供需强弱的季节性差异。

## 第2章 产量不降 油脂难回暖

### 2.1. 全球油脂供应有增无减

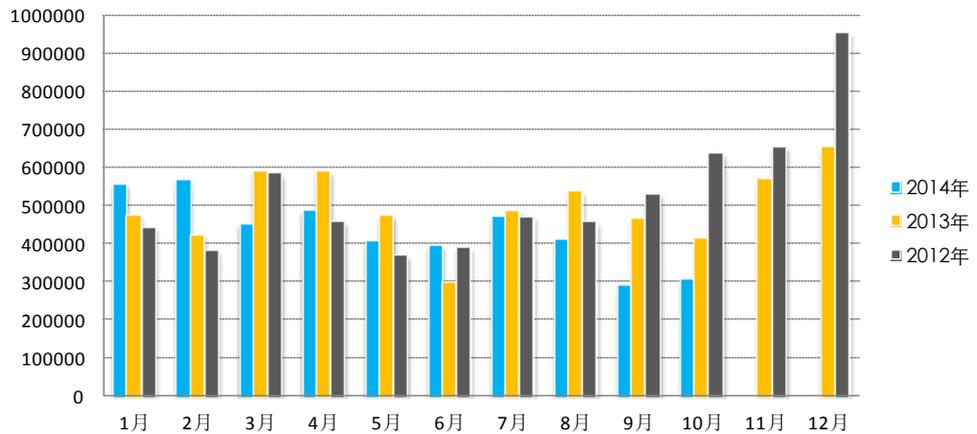
2014 年油脂市场弱势未改，一季度受长厄尔尼诺天气炒作推动有所反弹，但伴随时间推移，东南亚棕榈油产量的稳定打破了多头幻想，油脂期价再度进入下降周期。各品种之间表现尚，上半年豆油表现强于棕榈油，这与同期豆类的强势有关。不过随后伴随豆类期价的大幅回落，棕榈油表现逐渐好于豆油，尽管三季度开始市场对厄尔尼诺天气炒作力度逐步削弱，但棕榈油季节性消费旺季的到来还是推动棕榈油与豆油价差逐步缩小，两者主力合约价差从 900 附近逐步回落至 550 点附近。豆油与豆粕的强弱关系 14 年变化剧烈，尤其是一二季度，油脂市场预期变化推动油粕比价大幅波动，进入三季度市场预期在远月合约变化明显，5 月合约有粕比价大幅上扬，回顾 14 年全年，油粕之间强弱虽未能有效反转，但下行速度明显放缓，出现底部震荡迹象。

从供需基层面分析，由于东南亚天气未能出现预期的剧烈变化，棕榈油全球供应目前表现稳定，结合当前的长期天气预报情况，预计 14-15 年度棕榈油供应端不会出现大的下滑，结合当前年度全球大豆供应的增长，14-15 年度全球食用油供应大幅增长情况不会发生明显改变，供应的进一步过剩对未来期价的压制作用将继续在价格中得到体现。

### 2.2. 国内融资进口下降无助国内棕榈油油价

图 2.2.1: 国内棕榈油月度进口

棕榈油月度进口

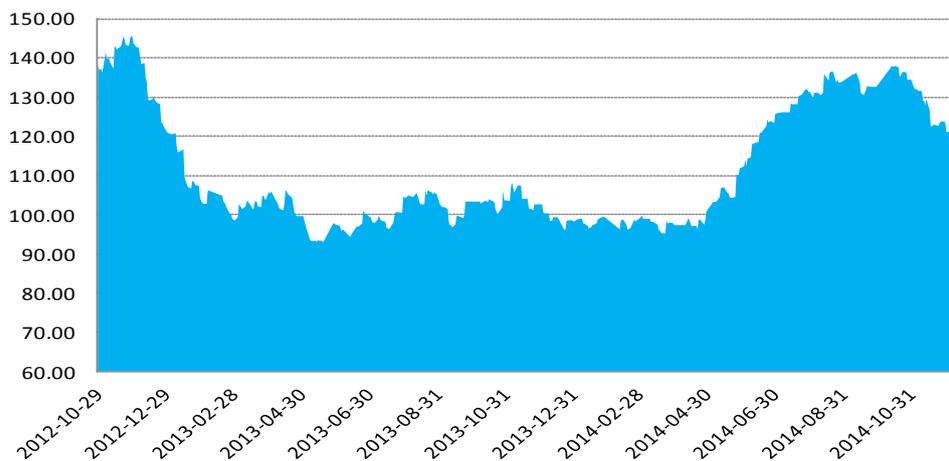


资料来源：中国海关&南华研究

从棕榈油进口量角度，我们可以发现，银监会对融资进口的持续打击终见成效，国内棕榈油进口量自 8 月开始持续下滑，9、10 月国内棕榈油进口量均在 30 万吨之下，创下 10 年 8 月以来新低。伴随融资进口量的下滑，国内棕榈油库存持续下滑，棕榈油价格的内外倒挂情况也有明显改善，棕榈油沿海地区港口分销价与进口理论成本之间价差从原来的 600-800 元/吨已经缩小至 200 元/吨左右，融资进口的下降对改善国内棕榈油市场供需结构有一定积极作用，有助于增强国内棕榈油价格与主产国棕榈油价格的关联度，充分反映市场供需强弱变化。不过作为进口产品，国内棕榈油库存的降低体现的是进口下降的影响，反映的不是实际消费的改变。从消费情况看，国内棕榈油消费今年呈现持平稳定状态，价格依然受境外市场影响，产地供应量的持续增长将继续压制棕榈油价格表现，毕竟当前原油市场的弱势使得产地的生物柴油消费难以得到有效刺激，目前需求端表现黯淡看不到有效亮点。

## 2.3. 豆油短期供应严重过剩

图 2.3.1：国内豆油商业库存

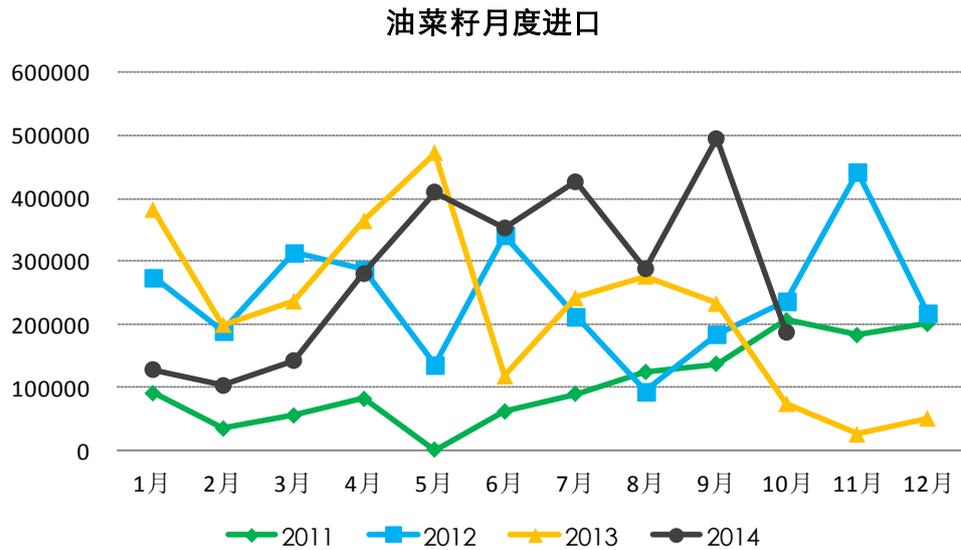


资料来源：天下粮仓&南华研究

与豆粕一样，豆油中短期面临进口大豆大量到港带来的供应压力，而且国内豆油库存目前仍处于高位运行态势，唯一的好消息是 11 月以来豆油库存持续下滑，较 10 月高点下降月 18 万吨左右。这里有季节性消费高峰、低价情况下对棕榈油替代供应以及压榨量下降各种因素的综合影响。不过展望 15 年一季度市场，供应的季节性增长仍难以抵抗供应端的压力，一季度豆油供需面目前仍难以寻找到有效亮点支撑期价，中短期对豆油价格表现继续保持看弱思路。

## 2.4. 菜油压力重重，价差不利消费

图 2.4.1：国内油菜籽月度进口



资料来源：天下粮仓&南华研究

菜籽油面临的问题是老生常谈，一方面是前期储备的大量菜籽油的轮换压力，一方面是进口菜籽的大量到港，14 年 1-10 月共进口油菜籽 281 万吨，同比增长 22 万吨，尽管当前压榨利润的下滑会限制 11、12 月的到港量，但 15 年一季度进口继续同比增长仍是大概率事件，毕竟目前菜籽的收储政策并未采取如棉花、大豆一样的改革。从当前供需情况，15 年一季度甚至上半年菜籽油市场面临的供需环境不会发生根本改观，菜油价格将继续演绎油脂市场追随者角色。

## 2.5. 油脂操作策略

食用油整体仍延续偏弱思路，继续逢高抛空策略，目前尚不是看多思路介入的良好时机。油脂之间，可尝试做多豆油与棕榈油价差，虽然同样面临供需过剩问题，但原油价格大跌对棕榈油的生物能源消费更为明显。

## 第3章 连豆逐步回归市场化

### 3.1. 走势回顾及供需分析

连豆 14 年整体呈现区间震荡行情，前期 1409 月合约受整体市场影响一度持续下滑，但在价格跌至交割成本线之下后，多头主力的积极介入推动期价大幅反弹，期价一度大涨至 4800 之上。伴随价格的大幅上涨，当时市场的期现套利空间已经大幅增加，由于价格脱离基本面加之主力资金的撤离，期价逐步回落至 4600-4700 之间的成本线附近。期间经历了储备大豆抛售、美豆大跌以及恒大介入粮油行业等众多题材，全年期价波动剧烈，不过整体仍未摆脱高位区间震荡态势。

从供需面看，国内大豆产量持续下滑趋势并未改变，黑龙江 14 年大豆种植面积继续缩减，种植效益差异仍是主要推动力量，从产区实地考察情况看，西部地区大豆面积继续萎缩，部分地区的面积回升未能改变整体下降趋势，产区大豆面积下降幅度在 10% 左右，不过由于单产提高，全国 14-15 年度大豆产量较去年下降幅度在 3.8%（国家粮油信息中心数据）。

对连豆来讲，交割标的使得其价格仍主要受国内尤其是产区大豆价格决定，尽管今年国内大豆收储政策进行了重大改革，5 月 17 日，发改委宣布大豆取消临时收储政策，改为目标价格补贴方式，大豆目标价格为 4800 元/吨，根据市场价格与目标价格的差额对种植者进行差额补贴，市场价格分省确定，为采价期内该省（区）大豆平均收购价格，采价期为当年 10 月至次年 3 月，具体按实际面积、产量还是销量进行补贴各省目前尚不明确。由于政策操作细节尚不完善，农户对目标补贴方式理解亦有欠缺，习惯性惜售导致新豆上市后价格仍高位运行，产区大豆购销仍较为清淡，收购进度亦慢于去年同期，粮食局公布的数据，截止 14 年 12 月 10 日，产区粮食企业累计收购大豆 109 万吨，同比减少 19 万吨。农户对未来补贴方式的担忧以及当前收购主体的谨慎综合导致收购进度的放缓，现货价格的下滑则在情理之中，目前黑龙江大豆收购价格从上市之初的 4600 元/吨跌至 4200 元/吨之下，预计伴随时间的推移，未来价格将进一步下滑至 4000 附近。

### 3.2. 蛋白加工需求增长稳定

国产大豆近年来主要用于食用及工业消费，榨油消费萎缩十分明显，大豆价格内外的严重倒挂使得产区油厂加工量寥寥无几，我司在产区实地调研也证实了这一点，除部分小型加工厂以物理压榨方式加工少量当地自用外，外地豆粕对黑龙江市场侵占十分明显，吉林、内蒙部分油厂已经开始大量使用进口大豆。基于现状我们认为国产大豆压榨消费量应降至 200 万吨。食用及工业消费总量在 1080-1100 万吨之间，对于食用领域进口大豆对国产大豆替代量，业内多认为在 200 万吨上下。从供需数据看，目前国产大豆供需处于紧平衡状态，当前国产与进口大豆的高价差会在一定程度上抑制食用领域需求，对短期大豆价格不利。

不过工业消费领域需求的增长对大豆构成利多支撑，我司对大豆蛋白加工行业实地考察了解的信息表明，目前国内大豆蛋白加工行业年消费大豆约在 130-150 万

吨，年增长 10-15%，结合蛋白行业的新开工进度，预计 14-15 年度蛋白行业消耗国产大豆数量将增加 20-25 万吨。由于蛋白加工行业只能使用国产的高蛋白大豆，对国产大豆提振极为明显，而且由于深加工分离蛋白价格极高，蛋白加工企业利润极高，对大豆价格敏感度较低，当前的大豆价格对蛋白加工行业吸引力较大，由于蛋白加工行业对大豆蛋白活性要求较高，因此对新豆更为青睐，蛋白加工工业对国产大豆短期的推动作用将更为明显。

### 3.3. 恒大题材无助实际消费增长

恒大在 8 月底高调宣布将进入国内粮油行业，随后推出了高价有机非转基因豆油产品，根据公开信息，恒大已经收购黑龙江阳霖油脂的三条生产线，大豆压榨产能为 180 万吨/年，不过这些生产线是以浸出设备榨油，改为物理压榨榨油尚需要时间。而且目前产区大豆能够满足有机要求条件的寥寥无几。目前恒大高调介入国内粮油市场对当前的国产大豆供需还不能产生实质性的影响。而且十一假期之后，农业部公开表态转基因与非转基因食品具有同等安全性，央视根据工商总局下发的要求加强了对非转基因题材宣传的审查，这在很大程度上打击主打有机非转基因概念的恒大粮油产品。综合来看，该题材对 14-15 年度国产大豆市场影响暂时可以忽略。

### 3.4. 交割成本决定震荡中轴

对连豆来讲，15 年的操作思路并不明确，1501 合约由于马上进入交割月，尽管持仓数量较大但目前属于机构对决阶段，对个人投资者已经失去投资价值。根据国产大豆供需基本面及政策因素影响，连豆交易中应以逢高抛空思路为主。未来走势 1505 合约将继续追随大豆交割成本线浮动，依据当前的产区大豆收购成本加上运费、仓储、资金成本及交割检验费用，交割成本应在 4500 一线，考虑到适当的交割利润，4600 之上将是良好的抛空价位，暂时可依托均线短线尝试，9 月连豆操作思路与 5 月保持一致，由于持有成本更高，最佳抛空价位适当上移。

## 南华期货分支机构

### 杭州总部

杭州市西湖大道 193 号定安名都 3 层 (310002)  
 电话: 0571-88388524 传真: 0571-88393740

### 嘉兴营业部

嘉兴市中山路 133 号粮食大厦东五楼 (314000)  
 电话: 0573-82158136 传真: 0573-82158127

### 宁波营业部

宁波市和义路 77 号汇金大厦 9 楼 (315000)  
 电话: 0574-87310338 传真: 0574-87273868

### 郑州营业部

郑州市未来路 73 号锦江国际花园 9 号楼 14 层 (450008)  
 电话: 0371-65613227 传真: 0371-65613225

### 温州营业部

温州大自然家园 3 期 1 号楼 2302 室 (325000)  
 电话: 0577-89971808 传真: 0577-89971858

### 北京营业部

北京市宣武区宣武门外大街 28 号富卓大厦 B 座 8 楼  
 电话: 010-63556906 传真: 010-63150526

### 哈尔滨营业部

哈尔滨市香坊区中山路 93 号保利科技大厦 201 室  
 电话: 0451-82345618 传真: 0451-82345616

### 深圳营业部

深圳市福田区金田路 4028 号荣超经贸中心 2703 室  
 电话: 0755-82577529 传真: 0755-82577539

### 萧山营业部

杭州市萧山区金城路 429 号天汇园一幢 B 座 3 层  
 电话: 0571-87839600 传真: 0571-83869589

### 天津营业部

地址: 天津市河西区友谊路 41 号大安大厦 A 座 802 室  
 电话: 022-88371080; 88371089

### 南华期货(香港)有限公司

中国香港上环德辅道中 232 号  
 电话: 00852-28052978 传真: 00852-28052978

### 广州营业部

广州市天河区河北路 28 号时代广场东座 728-729 室  
 电话: 020-38806542 传真: 020-38810969

### 永康营业部

浙江省永康市丽州中路 63 号 11 楼  
 电话: 0579-89292768

### 余姚营业部

浙江省余姚市舜达西路 285 号中塑商务中心 3 号楼 1601 室  
 电话: 0574-62509001 传真: 0574-62509006

### 厦门营业部

厦门市思明区鹭江道 96 号之二钻石海岸 B 幢 2104-2107 室  
 电话: 0592-2120370

### 上海营业部

上海市浦东新区松林路 300 号期货大厦 1701 室 (200122)  
 电话: 021-68400681 传真: 021-68400693

### 台州营业部

台州市椒江区天和路 95 号天和大厦 401 室 (318000)  
 电话: 0576-88205769 传真: 0576-88206989

### 大连营业部

大连市沙口区中山路 554D-6 号和平现代 B 座 3-4 号 (116023)  
 电话: 0411-84378378 传真: 0411-84801433

### 兰州营业部

兰州市城关区小稍门外 280 号昌运大厦五楼北 (730000)  
 电话: 0931-8805331 传真: 0931-8805291

### 成都营业部

成都市下西顺城街 30 号广电士百达大厦五楼 (610015)  
 电话: 028-86532693 传真: 028-86532683

### 绍兴营业部

绍兴市越城区中兴路中兴商务楼 501、601 室  
 电话: 0575-85095800 传真: 0575-85095968

### 慈溪营业部

慈溪市开发大道 1277 号香格大厦 711 室  
 电话: 0574-63925104 传真: 0574-63925120

### 青岛营业部

青岛市闽江路 2 号国华大厦 1 单元 2501 室 (266071)  
 电话: 0532-85803555 传真: 0532-80809555

### 上海虹桥营业部

上海虹桥路 663 号 3 楼  
 电话: 021-52585952 传真: 021-52585951

### 沈阳营业部

地址: 沈阳市沈河区北站路 51 号新港澳国际大厦 15 层  
 电话: 024-22566699

### 芜湖营业部

地址: 芜湖市中山北路 77 号侨鸿国际商城 908 室  
 电话: 0553-3880212 传真: 0553-3880218

### 重庆营业部

地址: 重庆市南岸区亚太路 1 号亚太商谷 2 幢 1-20  
 电话: 023-62611619 传真: 023-62611619

### 太原营业部

太原市迎泽区解放南路 2 号景峰国际 25 层  
 电话: 0351-2118016

### 普宁营业部

广东省揭阳普宁市流沙镇“中信华府”小区 1 幢门市 103-104 号  
 电话: 0663-2663886

## 免责声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，尽管我们相信报告中资料来源的可靠性，但我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。也不保证我公司所做出的意见和建议不会发生任何的变更，在任何情况下，我公司报告中的信息和所表达的意见和建议以及所载的数据、工具及材料均不能作为您所进行期货买卖的绝对依据。由于报告在编写时融入了该分析师个人的观点和见解以及分析方法，如与南华期货公司发布的其他信息有不一致及有不同的结论，未免发生疑问，本报告所载的观点并不代表了南华期货公司的立场，所以请谨慎参考。我公司不承担因根据本报告所进行期货买卖操作而导致的任何形式的损失。

另外，本报告所载资料、意见及推测只是反映南华期货公司在本报告所载明的日期的判断，可随时修改，毋需提前通知。未经南华期货公司允许批准，本报告内容不得以任何范式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予以任何其他人，或投入商业使用。如遵循原文本意的引用、刊发，需注明出处“南华期货公司”，并保留我公司的一切权利。



公司总部地址：杭州市西湖大道 193 号定安名都 3 层 邮编：310002

客服热线：400 8888 910

网址：[www.nanhua.net](http://www.nanhua.net)