



华泰期货有限公司
HUATAI FUTURES CO., LTD.

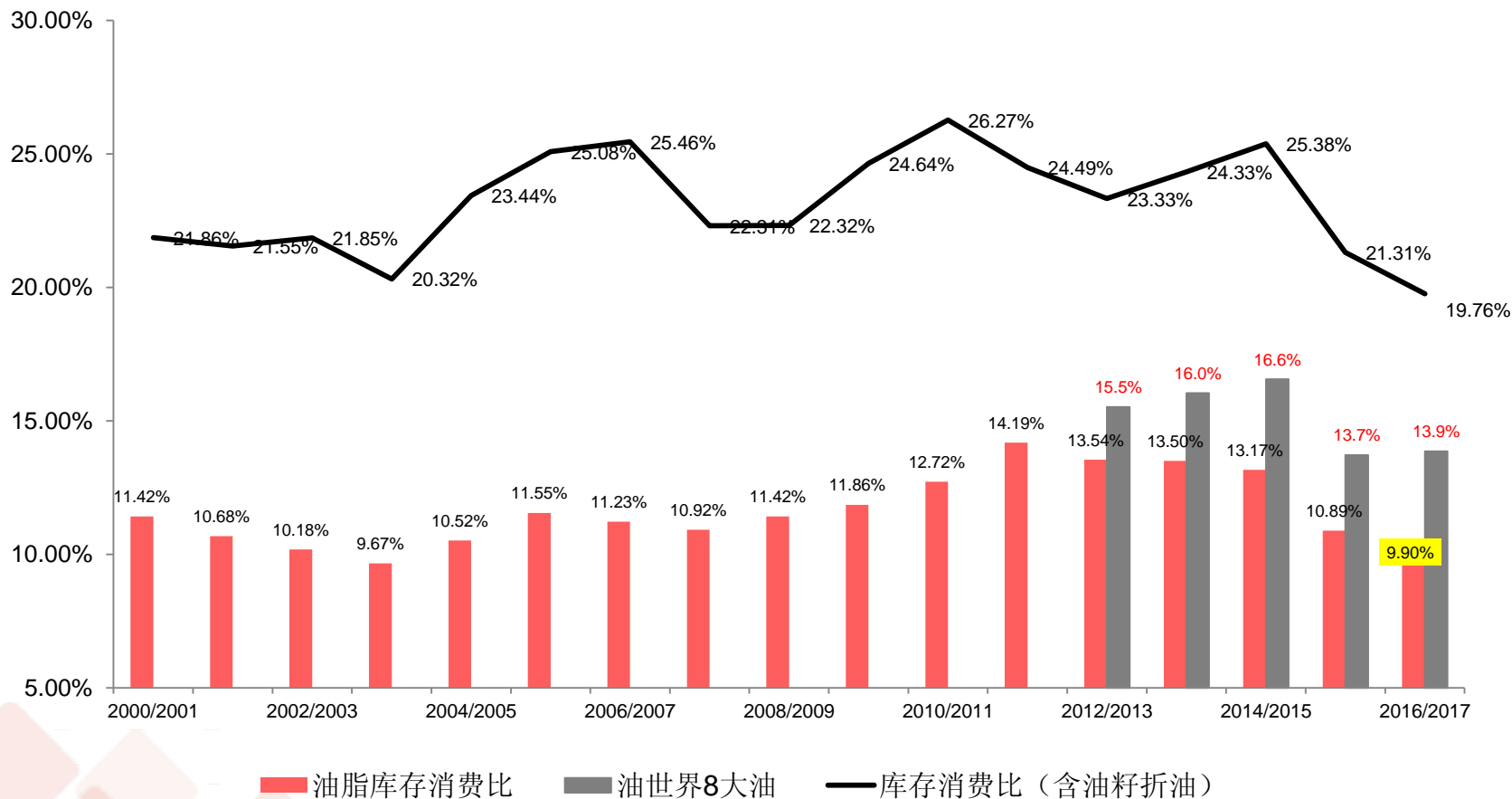


油脂：菜系蠢蠢欲动，暴力拉涨只是开始

研究部 陈玮

- ◆ 三季报观点：
- ◆ 伴随着棕榈油复产未及预期，而减产有紧随其后，四季度油脂将继续走强。逻辑框架如下：
- ◆ 一、大格局：全年价格上涨的基础未变——2000年以来倒数第二低的油脂库销比
- ◆ 二、中方向：明年3月之前棕榈主产及主需国维持低库存
美豆油内外需两旺，年末库存预计历史倒二低位
- ◆ 三、小节奏：P1701基差保护、国内油脂消费旺季
- ◆ 上周周报：
- ◆ 菜油抛储落定，菜豆油1月扩大，菜油触底上涨
- ◆ 本周周报：菜系蠢蠢欲动，暴力拉涨只是开始

一、大格局：全年价格上涨的基础未变——2000年以来倒数第二低的油脂库销比



世界豆油平衡表

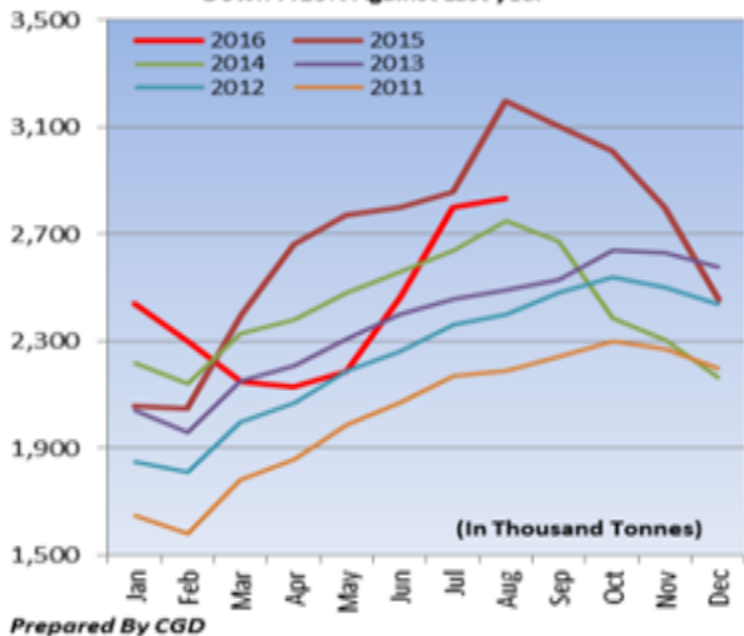
行标签	2015/2016			2016/2017		
	9月	10月	变动	9月	10月	变动
Oil, Soybean						
World						
期初库存	3655	3738	+83	3694	3699	+5
压榨	277752	275941	-1811	288859	288488	-371
产量	51989	51684	-305	53771	53704	-67
进口	11650	11666	+16	10971	11092	+121
总供给	67294	67088	-206	68436	68495	+59
出口	12149	12041	-108	11629	11728	+99
食用消费	42387	42472	+85	43739	43882	+143
工业消费	8934	8746	-188	9277	9172	-105
国内消费	51451	51348	-103	53151	53189	+38
总需求	63600	63389	-211	64780	64917	+137
期末库存	3694	3699	+5	3656	3578	-78
S/D	7.18%	7.20%	0.02%	6.88%	6.73%	-0.15%

全球棕油平衡表

Oil, Palm	2015/2016			2016/2017			
	world	9月	10月	变动	9月	10月	变动
期初库存		9542	9694	+152	7595	7263	-332
产量		59402	58842	-560	65495	64495	-1000
进口		44890	43808	-1082	46288	46618	+330
总供给		113834	112344	-1490	119378	118376	-1002
出口		45284	44779	-505	48012	47762	-250
食用消费		44117	43325	-792	46096	45668	-428
饲用消费		840	840	-0	870	870	-0
工业消费		15998	16137	+139	17058	16763	-295
国内消费		60955	60302	-653	64024	63301	-723
总需求		106239	105081	-1158	112036	111063	-973
期末库存		7595	7263	-332	7342	7313	-29
S/D		12.46%	12.04%	-0.42%	11.47%	11.55%	0.09%

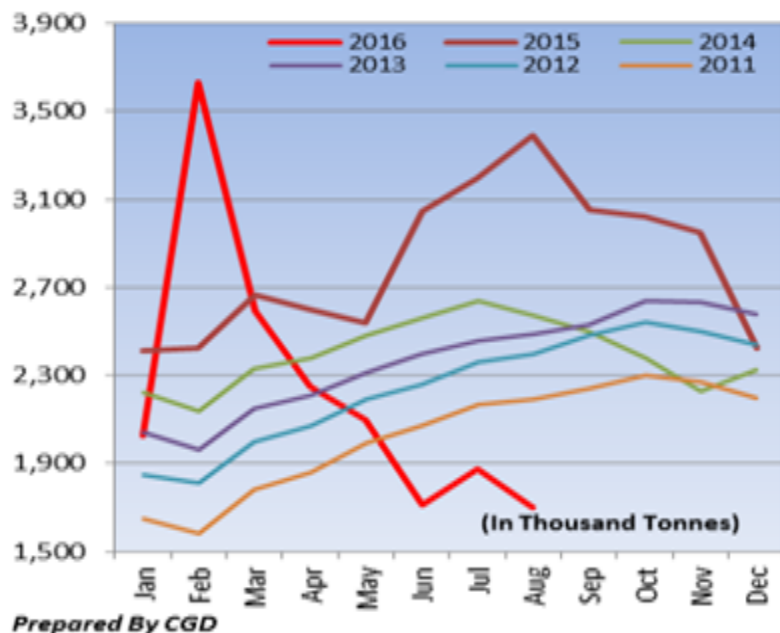
图表 17：印尼棕榈油复产顺利

Indonesian Avg Palm Production Seen 2.833 Mln; Jan-Aug 2016 Down 7.13% Against Last year



图表 18：印尼棕榈油库存大幅跳水

Aug Indonesian Palm Stocks Down 9.3% From Last Month and Down 49.88% From August Last Year--Record Low



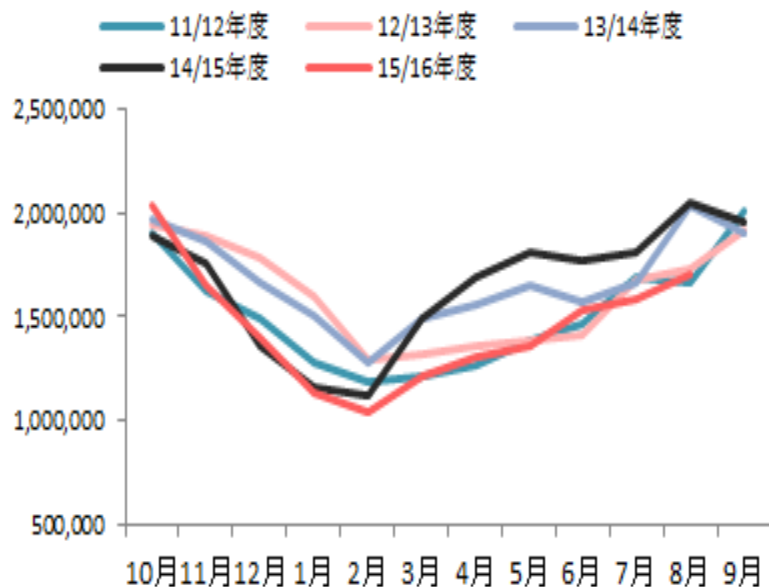
二、中方向：明年3月之前棕榈主产及主需国维持低库存

15/16年	(印尼, 月度参照gapki, 年度参考美农)												总计	目标
	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月		
期初库存	443	418	411	322	300	254	257	227	196	180	204	170		443.00
产量	301	280	245	244	247	232	210	248	269	280	266	275	3097.69	3200.00
出口	259	221	267	210	229	174	209	176	178	160	208	180	2471.00	2455.00
消费	67	66	67	56	64	55	31	103	107	96	93	90	895.19	864.00
期末库存	418	411	322	300	254	257	227	196	180	204	170	175		324.00
库消比	128.44%	143.20%	96.53%	112.71%	86.71%	112.26%	94.56%	70.18%	63.16%	79.47%	56.39%	64.63%		
出口进度	10.55%	19.55%	30.43%	38.98%	48.31%	55.40%	63.91%	71.08%	78.33%	84.85%	93.32%	100.65%		
16/17年	(印尼, 月度参照gapki, 年度参考美农)												总计	目标
	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月		
期初库存	175	175	155	155	135									
产量	290	280	270	250	260								1350.00	
出口	200	210	180	180	180								950.00	
消费	90	90	90	90	90								450.00	
期末库存	175	155	155	135	125									
库消比	60.17%	51.50%	57.22%	49.81%	46.11%									

二、中方向：明年3月之前棕榈主产及主需国维持低库存

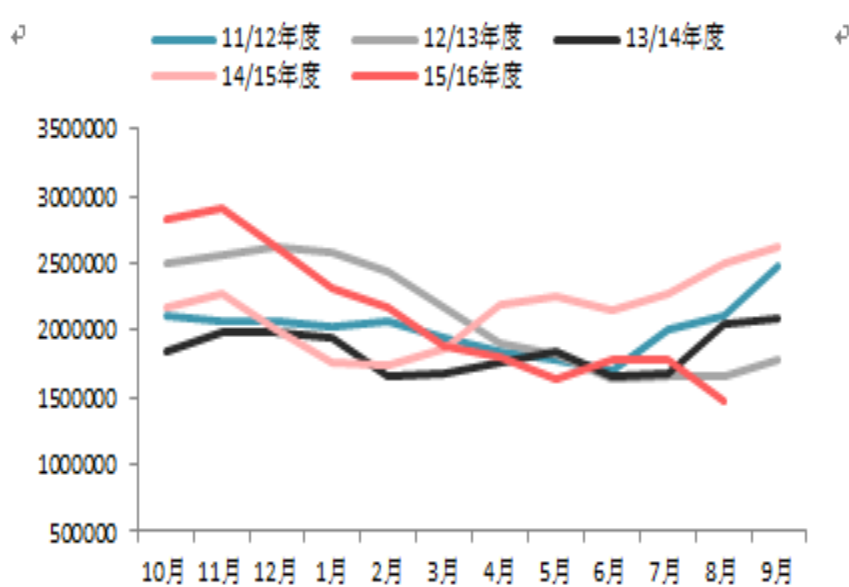
16/17年	马来棕榈												合计	USDA	
	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	合计	目标	
期初库存	154.72	159.72	166.72	156.72	131.42	119.23	108.96	120.96	133.96	160.96	175.46	179.21			
产量	171.00	170.00	153.00	137.70	130.82	117.73	160.00	176.00	175.00	192.50	211.75	220.00	2015.50	2100	
进口	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	24	40	
出口	148.00	145.00	145.00	140.00	120.00	110.00	130.00	130.00	120.00	150.00	180.00	170.00	1,688	1800	
国内消费	20.00	20.00	20.00	25.00	25.00	20.00	20.00	35.00	30.00	30.00	30.00	35.00	310	323	
期末库存	159.72	166.72	156.72	131.42	119.23	108.96	120.96	133.96	160.96	175.46	179.21	196.21		225	
库消比	95.07%	101.04%	94.98%	79.65%	82.23%	83.82%	80.64%	81.19%	107.31%	97.48%	85.34%	95.71%	11		
产量进度	8.14%	18.19%	26.35%	33.69%	40.67%	46.95%	55.48%	64.87%	74.20%	84.47%	95.76%	95.98%	6		
出口进度	8.22%	16.28%	24.33%	32.11%	38.78%	44.89%	52.11%	59.33%	66.00%	74.33%	84.33%	93.78%			
消费进度	6.19%	12.38%	18.58%	26.32%	34.06%	40.25%	46.44%	57.28%	66.56%	75.85%	85.14%	95.98%			
产量幅度	0.00%	-0.58%	-10.00%	-10.00%	-5.00%	-10.00%	35.90%	10.00%	-0.57%	10.00%	10.00%	3.90%			
15/16年	马来棕榈												合计	目标	增幅
	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	合计	目标	增幅
期初库存	249.48	262.83	283.40	290.85	263.16	230.78	216.88	188.51	164.50	177.47	177.07	146.45			
产量	195.91	203.75	165.31	139.94	112.98	104.29	121.95	136.40	154.00	158.59	170.00	171.00	1834.11	1875	-5.41%
: 单产	1.84	1.57	1.35	1.05	0.97	1.10	1.17	1.27	1.44				12		
: 出油	0.45	0.39	0.33	0.22	0.19	0.22	0.24	0.24	0.27				3		
: 出油率	24.46%	24.84%	24.44%	20.95%	19.59%	20.00%	20.51%	18.90%	18.75%	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!		
进口	7.60	7.34	12.18	8.25	3.66	6.76	7.45	2.00	1.96	1.28	0.78	0.18	59	100	2.10%
出口	167.81	171.19	149.91	148.32	127.91	108.53	133.44	128.24	113.23	138.42	181.20	145.10	1,713	1680	-2.89%
国内消费	22.34	19.33	20.13	27.55	21.12	16.42	24.33	34.17	29.77	21.85	20.20	17.81	275	301	-1.63%
期末库存	262.83	283.40	290.85	263.16	230.78	216.88	188.51	164.50	177.47	177.07	146.45	154.72		203	
库消比	138.22%	148.75%	171.05%	149.63%	154.86%	173.58%	119.48%	101.29%	124.10%	110.48%	72.72%	94.97%	0.00%		
产量进度	10.45%	21.31%	30.13%	37.59%	43.62%	49.18%	55.69%	62.96%	0.60%	79.63%	88.70%	97.82%			
出口进度	9.99%	20.18%	29.10%	37.93%	45.54%	52.00%	59.95%	67.58%	74.32%	82.56%	93.34%	101.98%			
消费进度	7.42%	13.84%	20.53%	29.69%	36.70%	42.16%	50.24%	61.59%	71.48%	78.74%	85.45%	91.37%			0.00%
产量幅度	-4.48%	4.00%	-18.87%	-15.35%	-19.26%	-7.70%	16.94%	11.85%	12.90%	2.98%	7.19%	0.59%			

图表 21：马来产量 11 月开始减产



MPOB, 华泰期货研究所

图表 22：马来 11 月亦进入季节性去库存周期



MPOB, 华泰期货研究所

二、中方向：明年3月之前棕榈主产及主需国维持低库存

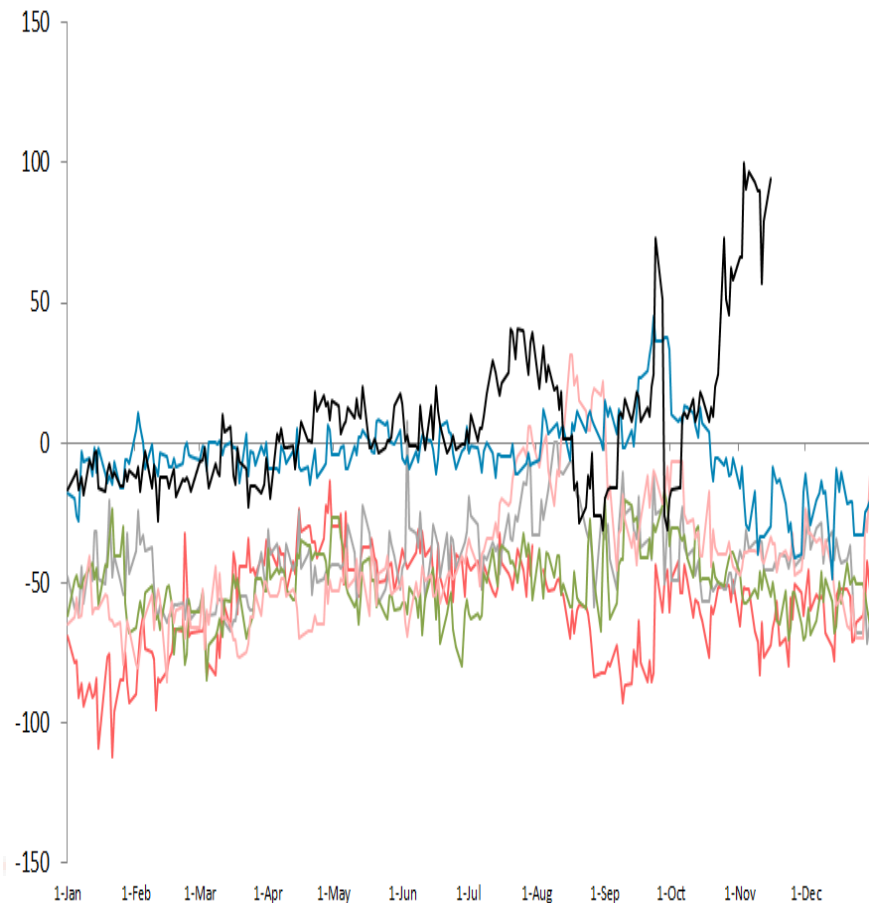
	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	9月	10月
10/11年	32.50	46.00	45.00	38.00	26.00	22.00	32.00	40.00	30.00	33.00	35.50	36.00
11/12年	43.00	42.00	41.00	39.00	28.00	33.00	43.00	40.00	35.00	45.00	51.00	60.00
12/13年	46.00	52.00	58.00	68.00	60.00	35.00	34.00	30.00	23.00	23.50	24.00	26.00
13/14年	32.00	45.00	33.00	24.00	27.00	23.00	28.50	26.00	25.00	36.00	35.00	41.00
14/15年	62.00	52.00	42.50	27.20	39.50	30.00	28.00	30.00	40.00	43.50	35.00	53.00
15/16年	44.50	44.50	44.50	33.00	25.00	26.00	26.00	18.00	11.50			

	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	合计	USDA目标	增幅
期初库存	30.00	30.42	35.42	35.42	40.42	49.92	50.70	55.14	52.03	48.12	52.48	55.10			
进口	42.00	35.00	40.00	45.00	45.00	25.46	43.25	40.00	45.00	45.00	45.00	42.40	493.11	530.00	6.00%
消费	41.58	30.00	40.00	40.00	35.50	24.69	38.81	43.11	48.90	40.64	42.39	41.15	466.77	535.00	4.39%
库存	30.42	35.42	35.42	40.42	49.92	50.70	55.14	52.03	48.12	52.48	55.10	56.34			
库消比	73.16%	118.07%	88.55%	101.05%	140.65%	205.31%	142.07%	120.69%	98.41%	129.15%	129.98%	136.91%			
进口进度	8.52%	15.62%	23.73%	32.85%	41.98%	47.14%	55.91%	64.02%	73.15%	82.28%	91.40%	100.00%			
消费进度	8.91%	15.34%	23.90%	32.47%	40.08%	45.37%	53.68%	62.92%	73.40%	82.10%	91.18%	100.00%			

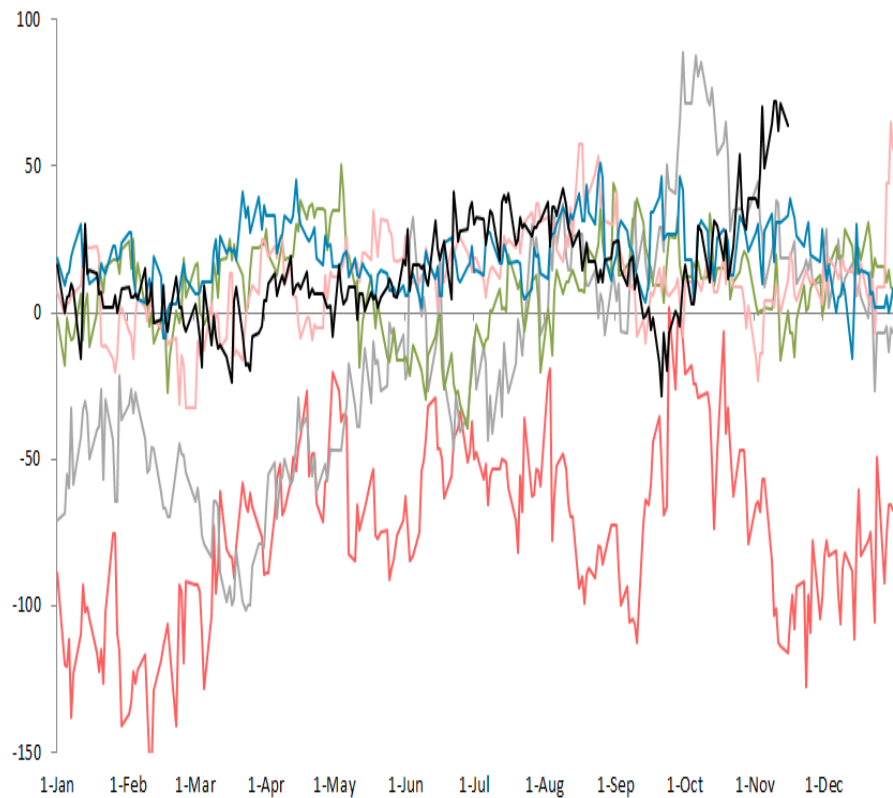
	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	6月	7月	8月	合计	目标	增幅
期初库存	69.39	71.39	72.65	62.90	78.63	92.40	92.42	95.50	81.03	53.00	38.00	30.00			
进口	56.00	47.25	46.25	65.90	48.27	24.02	40.80	27.43	19.50	24.50	33.20	40.00	473.13	500.00	-10.71%
消费	54.00	46.00	56.00	50.17	34.50	24.00	37.72	41.90	47.53	39.50	41.20	40.00	512.52	520.00	-7.14%
期末库存	71.39	72.65	62.90	78.63	92.40	92.42	95.50	81.03	53.00	38.00	30.00	30.00			
库消比	132.21%	157.93%	112.32%	156.73%	267.83%	385.09%	253.19%	193.39%	111.50%	96.20%	72.82%	75.00%			
进口进度	11.84%	21.82%	31.60%	45.53%	55.73%	60.81%	69.43%	75.23%	79.35%	84.53%	91.55%	100.00%			
消费进度	10.54%	19.51%	30.44%	40.23%	46.96%	51.64%	59.00%	67.18%	76.45%	84.16%	92.20%	100.00%			

印度：毛棕榈油与精炼棕榈油利润历史最高

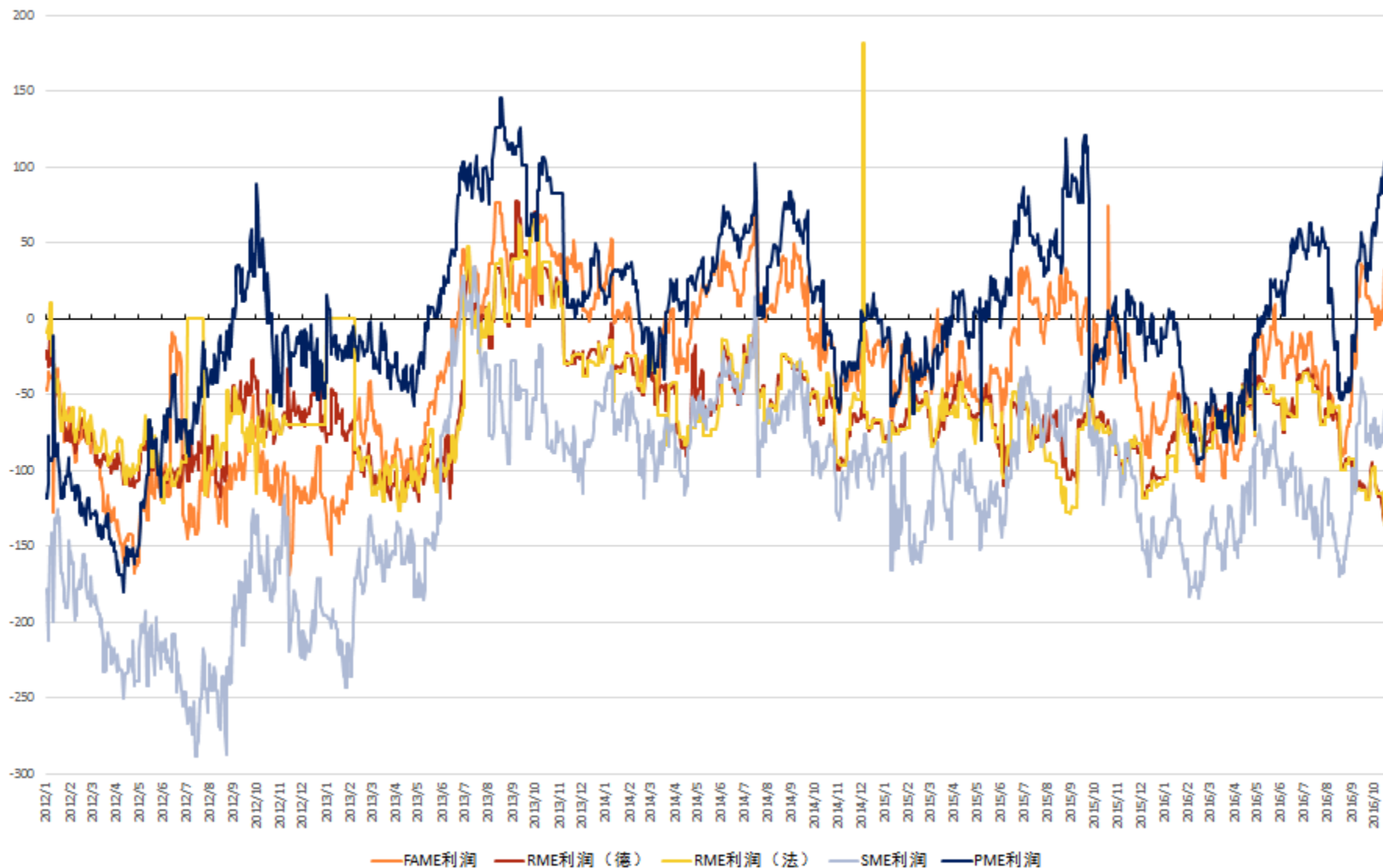
—2011 —2012 —2013 —2014 —2015 —2016



—2011 —2012 —2013 —2014 —2015 —2016



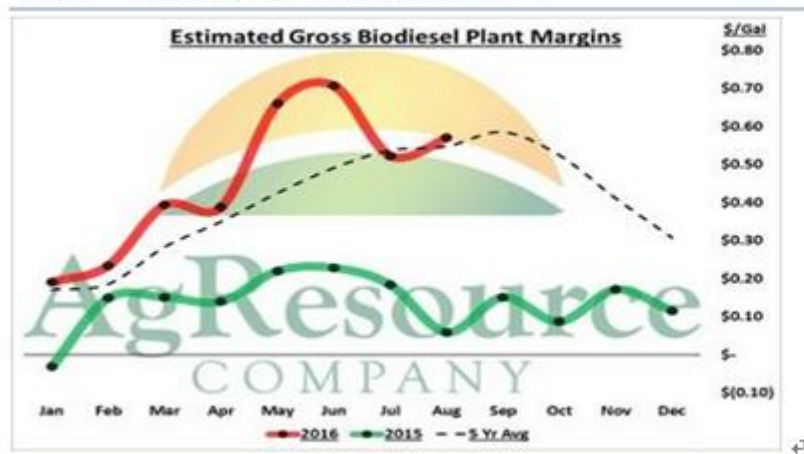
欧洲生物柴油利润



	Illinois油厂压榨利润		国内盘面压榨利润 (元/吨)				豆油进口盈亏		棕榈油进口盈亏				马来-印尼价差		汇率	
	美分/蒲式耳	元/吨	大豆1月	大豆5月	菜籽11月	菜籽1月	巴西1月	巴西5月	马来1月	马来5月	印尼1月	印尼5月	1月	5月		
◆红点为负值																
2016/09/12	178	437	-118	-155	4	-11	-621	-332								6.6908
2016/09/13	192	471	-97	-135	122	41	-571	-267	218		62			56		6.6726
2016/09/14	195	479	-107	-140	76	-46	-534	-236	350		252			214	98	6.6895
2016/09/19	188	461	-104	-149	120	81	-605	-198	389	372	16	208		273	164	6.6786
2016/09/20	218	533	-74	-112	207	165	-617	-183	457	319	64	76		293	143	6.6595
2016/09/21	201	493	-90	-124	133	90	-696	-248	393	289	118	72		75	117	6.6738
2016/09/22	207	506	-74	-101	132	86	-721	-243	344	229	80	48		164	81	6.6513
2016/09/23	215	527	-96	-116	79	40	-683	-338	386	273	86	70		200	103	6.6670
2016/09/26	209	514	-86	-96	133	91	-652	-277	251	195	06	70		145	125	6.6744
2016/09/27	206	505	-84	-97	118	74	-603	-247	259	212	44	90		279	122	6.6646
2016/09/28	206	505	-102	-113	93	46	-659	-285	237	84	282	08		181	76	6.6681
2016/09/29	202	496	-50	-75	71	22	-653	-281	15	213	94	20		209	93	6.6700
2016/09/30	208	510	-42	-71	55	7	-653	-296	305	252	14	18		335	134	6.6778
2016/10/10	191	470	-81	-86	23	-24	-691	-342	292	262	64	84		311	178	6.7008
2016/10/11	201	496	-80	-72	56	9	-728	-358	234	86	28	22		206	164	6.7098
2016/10/12	203	502	-104	-88	36	-10	-704	-340	302	213						6.7258
2016/10/13	209	517	-71	-76	16	-31	-695	-322	351	331	68	36		204	195	6.7296

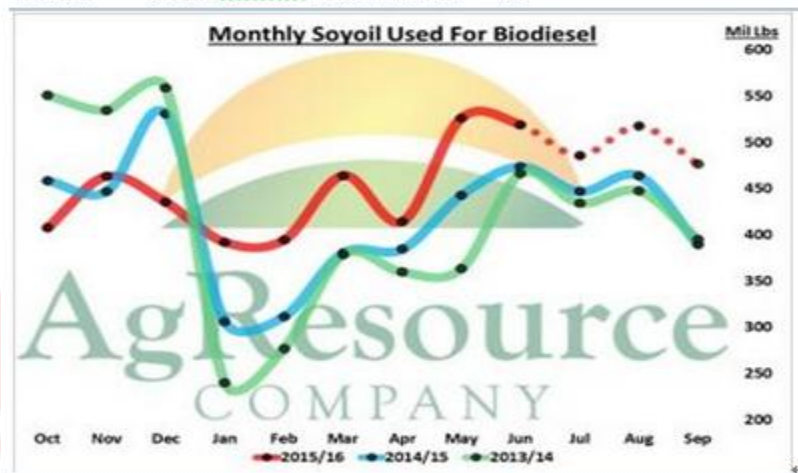
二、中方向：美豆油内外需两旺，年末库存预计历史倒二低位

图表 23：美生柴工厂利润大幅高于去年



CGD

图表 25：美生柴工厂利润大幅高于去年



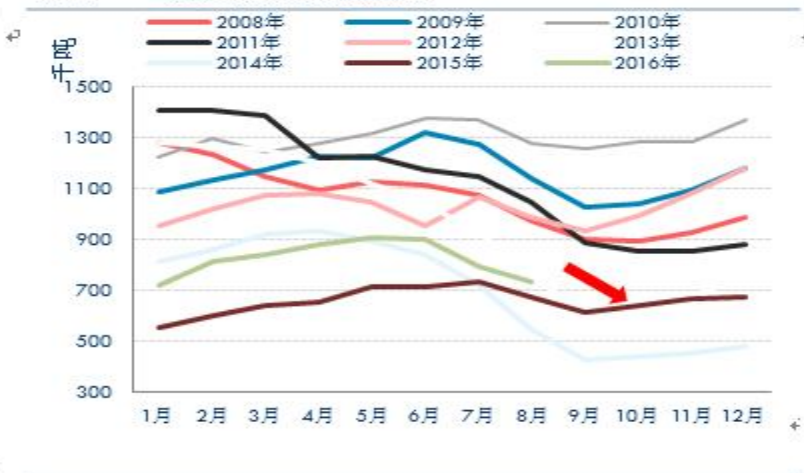
CGD

图表 24：美生柴产量历史新高



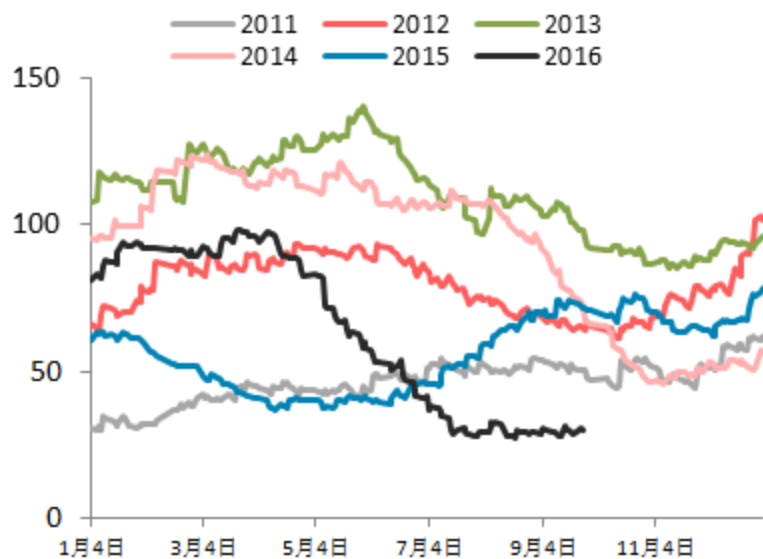
CGD

图表 26：美豆油库存历史低位



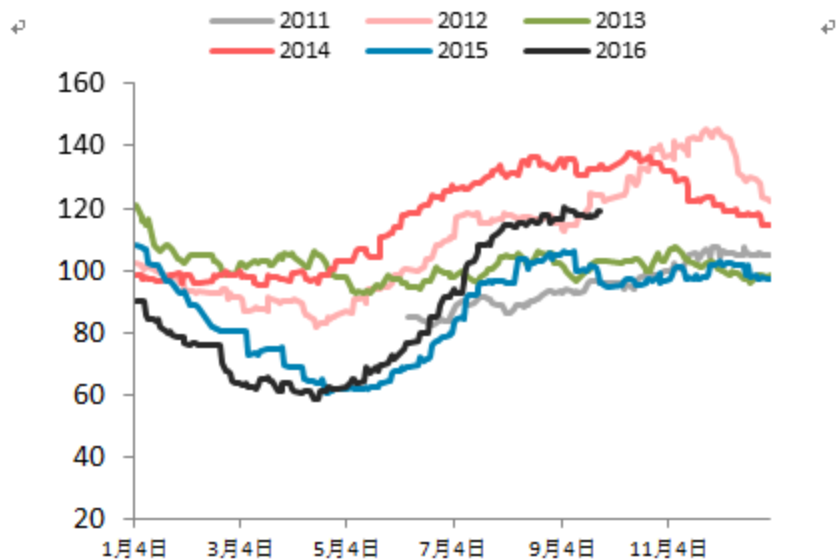
NOFA, 华泰期货研究所

图表 33：中国棕榈油港口库存



天下粮仓，华泰期货研究所

图表 34：中国豆油港口库存



天下粮仓，华泰期货研究所

- ◆ 单边——相比棉花抛储的优势与劣势：
- ◆ 菜豆油1月扩大：价差位置；菜豆基本面差异；进口政策变数。

16/17年 进口菜油 万吨																	
	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	合计	目标	增幅	USDA	
期初库存	14.99	21.85	25.04	26.29	11.27	8.49	13.21	14.46	12.71	26.25	22.26	22.99					
产量	10.56	13.20	21.12	2.64	8.36	19.36	13.45	5.95	23.56	13.07	16.94	20.37	168.58	182.46	-0.10	655.20	
进口	10.81	4.17	5.21	2.33	3.86	9.37	9.40	7.53	4.41	4.63	2.84	2.52	67.06	67.06	-0.12	75.00	
消费	14.51	14.18	25.07	20.00	15.00	24.00	21.59	15.23	14.43	21.69	19.04	17.96	222.70	243.40	-0.15	815.00	
期末库存	21.85	25.04	26.29	11.27	8.49	13.21	14.46	12.71	26.25	22.26	22.99	27.93					
：华东	13.20	15.00															
：华南	8.65	10.04															
库消比	150.62%	176.64%	104.86%	56.33%	56.57%	55.06%	66.98%	83.46%	181.86%	102.62%	120.74%	155.55%					
进口进度	16.12%	22.33%	30.09%	33.57%	39.33%	53.30%	67.31%	78.53%	85.11%	92.01%	96.24%	100.00%					
消费进度	6.51%	12.88%	24.14%	33.12%	39.85%	50.63%	60.33%	67.17%	73.65%	83.39%	91.94%	100.00%					
15/16年 进口菜油 万吨																	
	6月	7月	8月	9月	10月	11月	12月	1月	2月	3月	4月	5月	合计	目标	增幅	USDA	
期初库存	21.64	30.27	25.06	29.49	27.11	19.94	18.13	17.74	14.69	19.43	15.44	14.35					
产量	30.62	4.88	28.03	14.65	18.22	16.59	14.37	6.34	16.72	16.28	18.10	18.91	203.70	203.70	0.08	715.70	
进口	12.25	4.72	5.90	2.64	4.37	10.62	10.65	8.53	5.00	5.24	3.21	2.86	76.00	76.00	0.20	85.00	
消费	34.24	14.82	29.50	19.68	29.76	29.02	25.41	17.92	16.98	25.51	22.40	21.12	286.35	286.35	0.06	795.00	
期末库存	30.27	25.06	29.49	27.11	19.94	18.13	17.74	14.69	19.43	15.44	14.35	14.99					
：华东	20.62	14.56	18.18	14.76	12.50	11.70	13.15	8.90	9.50	10.64	10.65	10.30					
：华南	9.65	10.50	11.31	12.35	7.44	6.43	4.59	5.79	9.93	4.80	3.70	4.69					
库消比	88.40%	169.15%	99.97%	137.78%	67.00%	62.48%	69.83%	81.95%	114.41%	60.50%	64.06%	70.96%					
进口进度	16.12%	22.33%	30.09%	33.57%	39.33%	53.30%	67.31%	78.53%	85.11%	92.01%	96.24%	100.00%					
消费进度	11.96%	17.13%	27.43%	34.30%	44.70%	54.83%	63.70%	69.96%	75.89%	84.80%	92.62%	100.00%					

◆ 算上国储251万吨，100万吨留库，期末库存为120万吨，低于去年。

菜油平衡表（商业）										
单位：千吨	11/12年	12/13年	13/14年	13/14年增 长%	14/15	14/15增长 %	15/16	15/16增 长%	16/17年	16/17增 长%
期初库存	963	239	233		337		565		1,610	
产量	3,396	3,405	3,611	6.0%	3127	-13.4%	3001	-4.0%	2,675	-10.9%
进口菜籽折 油脂	1,101	1,428	2,079	45.6%	1953	-6.1%	1703	-12.8%	1533	-10.0%
国产菜籽折 油	2,295	1,977	1,532	-22.5%	1174	-23.4%	1298	10.6%	1142	-12.0%
进口	1,036	1,599	901	-43.7%	721	-20.0%	836	16.0%	750	-10.3%
抛储轮出	0	7	130		626		2566		3510	
总供应	5,395	5,250	4,875	-7.1%	4,811	-1.3%	6,968	44.8%	8545	22.6%
出口	6	6	6	0.0%	6	0.0%	6		10	66.7%
国内消费	3,740	3,532	3,402	-3.7%	3640	7.0%	5062	39.1%	6074	20.0%
收储轮入	1,410	1,479	1,130	-23.6%	600	-46.9%	290	-51.7%	260	-10.3%
总消费	5,156	5,017	4,538	-9.5%	4246	-6.4%	5358	26.2%	6344	18.4%
期末库存	239	233	337	44.6%	565	67.7%	1,610	185.0%	2201	36.7%



谢谢!

广州市越秀区先烈中路65号东山广场东楼5、11、12层

热线：400-628-0888 <http://www.htgwf.com/>