

山东市场调研：新季开秤价探讨与思考

报告要点

2025年8月12日-8月15日，我们前往山东青岛，走访了饲料企业、养殖企业、粮食贸易商，进口冻肉贸易商、淀粉加工企业，进行饲料养殖板块的调研活动。调研信息和结论敬请关注。

摘要

1、关于翘尾：

饲料企业普遍对短期行情相对悲观，认为翘尾概率低。核心在于：1) 下游库存偏多（尤其饲料）；采购/建库意愿低。2) 预计8月中旬山东春玉米陆续上市，后续套种玉米也将陆续补充市场供应。3) 对于饲料企业而言，目前米麦价差依旧维持低位，小麦替代仍在阶段性高峰阶段，后续的小麦仍有足够的能力填补需求。

深加工企业和部分期现商认为盘面仍有翘尾的预期。核心在于：1) 东北余粮少。2) 山东缺粮情况严重。目前粮源80-90%来自东北。3) 春玉米的量少，而东北的新粮要等到11月份才会形成大量供应。4) 华南小厂仍会出现一波补库。5) 盘面悲观情绪计价充分，甚至有超跌，预计盘面后面会有反弹，修正估值。

2、关于玉米开秤价：

主流观点预计山东开秤价在2300附近，略高于去年同期。开秤后可能先出现高开低走，集中上市阶段震荡下跌至2200以下，随后再震荡上行。核心在于：1) 上市初期，贸易商倾向于做流转，囤货节奏靠后。2) 今年整体贸易商囤货积极性预计同比抬升，因为去年贸易商利润较高，在200-500元/吨不等。3) 据贸易商反馈，若价格下跌至2100左右，会大量建库。

从开秤价后续走势来看，23/24和24/25年度分别开秤后呈现不同程度下跌，分别-500元/吨、-200元/吨。从收储政策和集中上市时间阶段最低价的对应关系来看，基本在收储公告发出后的10-25天内触底反弹。预计25/26年度，在去年囤货赚钱的经验之下，预计今年开秤后跌幅弱于去年，或在【-100~-200】区间。玉米后续价格转折点主要依据：1) 收储政策；2) 贸易商囤粮节奏。

农业组：

研究员：

程也

从业资格号：F03087739

投资咨询号：Z0019480

刘高超

从业资格号：F3011329

投资咨询号：Z0012689

王聪颖

从业资格号：F0254714

投资咨询号：Z0002180

李艺华

从业资格号：F3086449

投资咨询号：Z0019380

刘丽芳

从业资格号：F03110661

投资咨询号：Z0022137

重要提示：本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议。中信期货不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。如本报告涉及行业分析或上市公司相关内容，旨在对期货市场及其相关性进行比较论证，列举解释期货品种相关特性及潜在风险，不涉及对其行业或上市公司的相关推荐，不构成对任何主体进行或不进行某项行为的建议或意见，不得将本报告的任何内容据以作为中信期货所作的承诺或声明。在任何情况下，任何主体依据本报告所进行的任何作为或不作为，中信期货不承担任何责任。

3、关于新季价格中枢：

主流观点预计新季价格中枢不悲观，或好于 24/25 年度。原因在于：

1) 贸易商囤货积极性增强。2) 目前余粮偏少（结转少），下游的头寸偏少。3) 新季产量维稳或有下调。部分企业认为播种面积略有下滑，部分企业认为华北单产扰动。4) 成本虽下滑，但不作为锚定，预计跌不破成本。5) 进口暂无放开预期。6) 认为深加工需求并不差。深加工产能增加，年度消费继续增加。

4、关于生猪：

供增需弱格局与全国主流情况趋同，后续仍以震荡偏弱思路对待。供应端，山东区域下半年的出栏增速有较大幅度抬升。从饲料企业角度，今年山东外销饲料量 yoy+40%。从放养公司角度，自身年出栏量 yoy+50%。节奏上，下半年出栏量明显高于上半年，后续均以环增为主。消费端，从进口冻肉贸易商角度，感知认为山东区域餐饮消费较去年下滑。由于山东放养普遍，外购仔猪成本目前偏高，部分企业已经进入亏损阶段。

5、策略建议：

玉米方面，单边预计震荡偏弱运行。短期旧作供应偏紧，新粮暂未大量上市，价格相对已经大幅回落，考虑供应冲击并未充分计价，新粮卖压预计延续到四季度，主力合约可能跌破 2100 元/吨。月差套利建议择机介入 2511-2603 反套，近月合约反应上市压力冲击，远月合约处于卖压尾声，市场倾向交易年度库存去化后的价格修正。

具体可参考《【中信期货农业（玉米）】策略推荐：中期震荡偏弱，关注卖保及月差反套机会——策略报告 20250817》

生猪方面，今年上半年母猪存栏仍在高位，新生仔猪数量持续增加，按照养殖周期推算，预计 2025 年下半年的商品猪供应依旧面临增量压力。远月则在反内卷风波中，存供应压力缓解预期。当前生猪产业呈现“弱现实+强预期”格局，减产预期利多远月，盘面近弱远强，建议关注反套策略。

具体可参考《【中信期货农业（生猪）】生猪“反内卷”，关注反套策略——专题报告 20250724》

风险因素：近期库存去化超预期，养殖行为扰动，天气扰动，新粮上市延迟，农户惜售，宏观风险等。

目录

一、 调研信息	5
1. 调研背景	5
2. 调研路线	5
二、 山东区域基础情况	5
三、 调研核心观点	8
四、 玉米调研纪要	11
1. 未来行情看法：翘尾、开秤价、后续走势等	11
2. 饲料配方变化	13
3. 饲料场库存及采购意愿	14
4. 深加工库存及采购意愿：	14
5. 深加工需求看法：	14
6. 下游的玉米来源	15
7. 下游对于春玉米的看法	15
8. 新季玉米产情	15
9. 进口玉米的看法：	16
10. 策略探讨	16
五、 生猪调研纪要	16
1. 格局变化：	16
2. 二育：	16
3. 下半年出栏情况：	16
4. 成本：	17
5. 消费：	17
6. 行情看法：	17

图表目录

图表 1： 生猪价格走势（元/kg）	5
图表 2： 玉米价格走势（元/吨）	5
图表 3： 玉米播种面积变化趋势（千公顷，%）	6
图表 4： 玉米单产变化趋势（万吨、%）	6
图表 5： 玉米贸易流图示	6
图表 6： 2023 年生猪出栏量前 20 省份（万头）	7
图表 7： 2023 年末能繁母猪存栏前 20 省份（万头）	7
图表 8： 2023 年各地级市生猪出栏量对比（万头）	7
图表 9： 小麦-玉米价差-山东（元/吨）	8
图表 10： 全国饲料企业玉米库存（天）	8
图表 11： 锦州港玉米集港量（万吨）	8
图表 12： 山东深加工企业玉米晨间等待量（万吨）	8
图表 13： 2024 年开秤价及后续跌幅统计	9
图表 14： 2023 年开秤价及后续跌幅统计	10
图表 15： 东北主产区种植成本变化（元/吨）	10
图表 16： 中国玉米进口数量（吨）	10

一、调研信息

1. 调研背景

24/25 年度玉米市场即将收尾，供需缺口预期带来的上涨行情在 6 月底戛然而止；随着小麦替代，进口玉米拍卖落地情绪转弱，玉米价格流畅下跌。临近新粮上市，陈粮库存仍在细水慢流，市场心态谨慎观望居多。后续玉米价格还有翘尾吗？新季玉米开秤价预估？开秤之后还会继续下探吗？同样是进入下半年后，生猪价格也持续下探。山东区域未来出栏如何？消费如何？

我们本次重点对山东地区饲料养殖相关企业进行调研，为投资者带来从不同市场参与者的视角分析和思考。

2. 调研路线

调研地区：

山东胶州市、山东青岛市

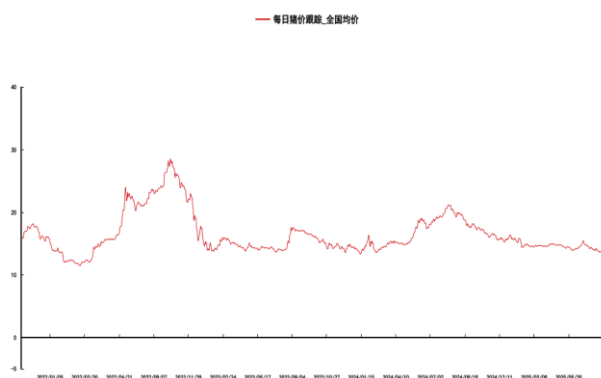
调研时间：

8 月 12 日-8 月 15 日

调研主体：

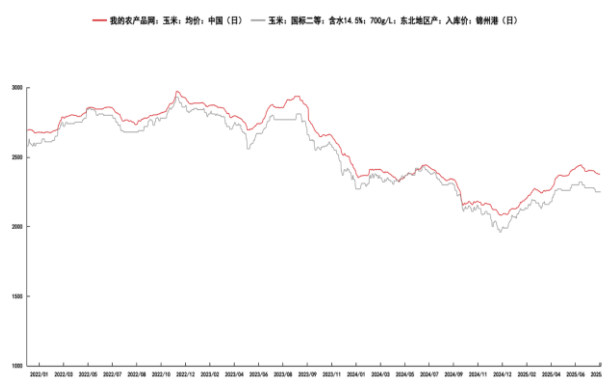
3 家饲料企业、2 家小麦加工企业、1 家养殖企业、1 家粮食贸易商，1 家进口冻肉贸易商、1 家淀粉加工企业

图表1：生猪价格走势（元/kg）



资料来源：涌益咨询 中信期货研究所

图表2：玉米价格走势（元/吨）



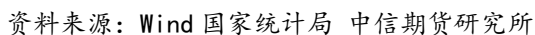
资料来源：钢联 中信期货研究所

二、山东区域基础情况

玉米：

我国是玉米生产大国，自 2020 年以来，我国玉米播种面积和单产呈现逐年增加的趋势。根据国家统计局数据，2024 年，我国玉米播种面积达 44740 千公顷，2020 年至 2024 年累计增幅达 8.4%；2023 年，我国玉米单产达 6532 千克/公顷，2020 年至 2023 年累计增幅达 3.4%。随着面积和单产的抬升，我国玉米产

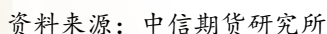
图表3：玉米播种面积变化趋势（千公顷，%）



资料来源：Wind 国家统计局 中信期货研究所

华北黄淮地区（包括京、津、冀、鲁、豫、苏和皖）常年玉米播种面积为 1000-1100 万公顷，正常年份玉米产量为 5000-7000 万吨左右，产量约占全国总产量的 30%，但商品率低于东北地区。同时，该区域也占据了 29% 的消费量，被定义为既流入又流出的产销区。

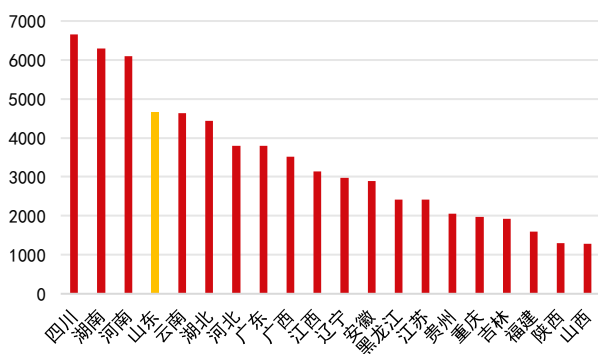
图表5：玉米贸易流图示



生猪：

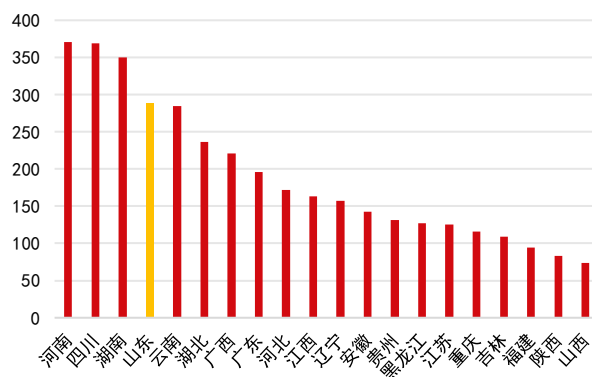
山东属于中国生猪出栏大省，其年出栏规模可排全国第四。根据各省统计局数据，全国总量来看，2023年全国生猪出栏 72662 万头，同比增长 3.8%；2023 年末全国生猪存栏 43422 万头，同比下降 4.1%。分区域来看，山东省出栏量及能繁母猪存栏量均居全国第 4，排在四川、湖南、河南之后。

图表6：2023 年生猪出栏量前 20 省份（万头）



资料来源：涌益咨询 各省统计局 中信期货研究所

图表7：2023 年末能繁母猪存栏前 20 省份（万头）

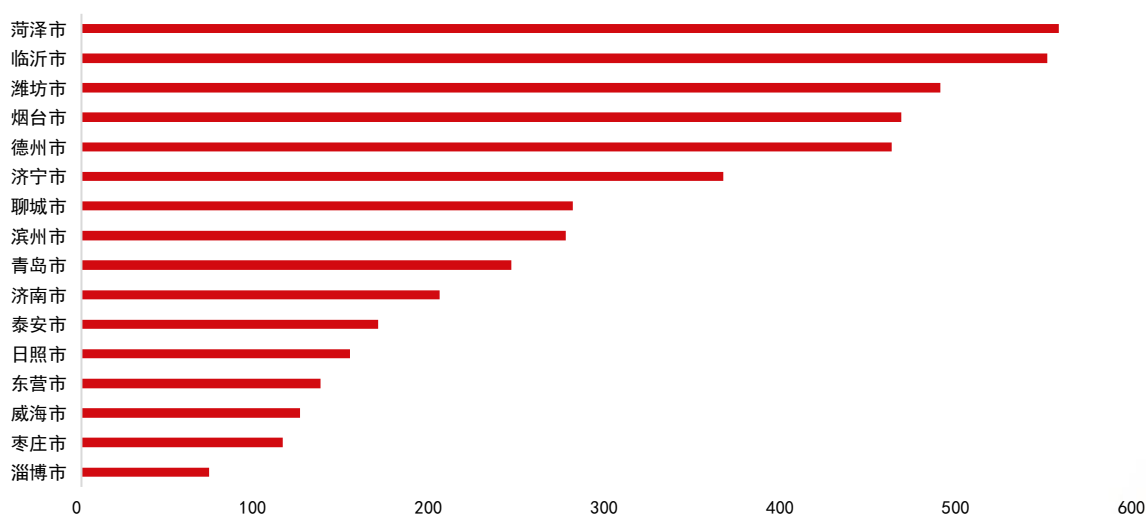


资料来源：涌益咨询 各省统计局 中信期货研究所

养殖结构方面，山东省是二次育肥和仔猪育肥（放养公司为主）大省，育肥模式也越来越专业化，规模化。模式的转变和散户的退出并不冲突。据涌益监测，近几年山东集团化程度越来越高，散户去化比例大。截至 2024 年末，山东万头以上集团及上市企业，占比达 46%，较 2022 年末增加 6%。同期，山东 200 头以下养户占比 20%，较 2022 年末减少 7%。

在区域结构上，主要的养殖区域集中在菏泽市、临沂市、潍坊市、烟台市和德州市。我们本次走访的青岛市周边养殖较少。

图表8：2023 年各地级市生猪出栏量对比（万头）



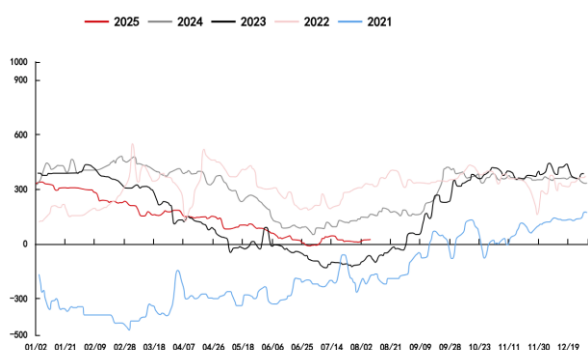
资料来源：涌益咨询 山东统计局 中信期货研究所

三、调研核心观点

关于翘尾：

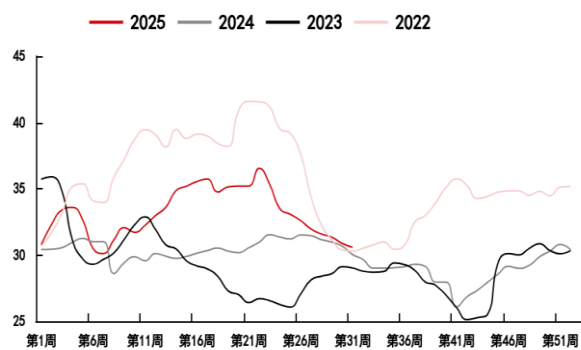
交流下来，饲料企业普遍对短期行情相对悲观，认为翘尾概率低。核心在于：1）下游库存偏多（尤其饲料）；新旧衔接之际，采购/建库意愿很低。2）云贵川春玉米基本上市结束，预计8月中旬山东春玉米陆续上市，后续套种玉米、新疆等地新季玉米也将陆续补充供应。3）对于饲料企业而言，目前米麦价差依旧维持低位，小麦替代仍在阶段性高峰阶段，后续的小麦仍有足够的能力填补需求。

图表9：小麦-玉米价差-山东（元/吨）



资料来源：钢联 中信期货研究所

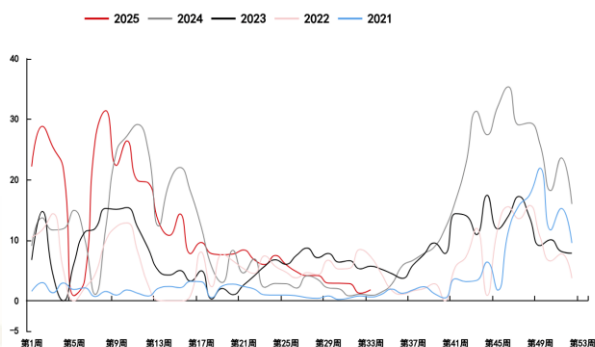
图表10：全国饲料企业玉米库存（天）



资料来源：钢联 中信期货研究所

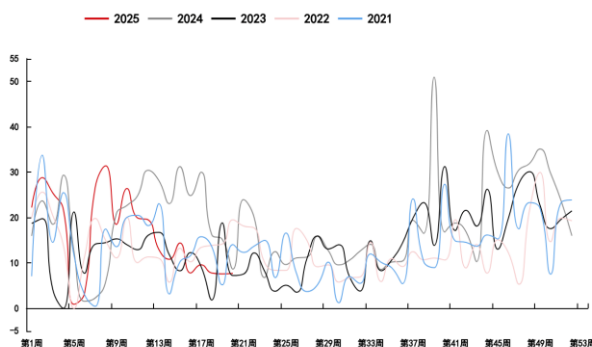
深加工企业和部分期现商认为盘面仍有翘尾的预期。核心在于：1）东北余粮少。今年东北外流量较大，预计比去年同期多出千万吨左右；结转库存越来越少。2）山东缺粮情况严重。往年同期山东的粮源大约只有40%左右来自东北，今年粮源80-90%来自东北。3）春玉米的量很少，而东北的新粮要等到11月份才会形成大量供应。4）虽然大饲料厂备货相对充足，但华南小厂仍会出现一波补库，一旦需求有增量，价格或许有反弹。5）禽类补栏积极，半个月之前，鸡苗鸭苗价格上涨明显。认为禽类需求在中秋节前后会有好转。2）盘面悲观情绪计价充分，甚至有超跌，预计盘面后面会有反弹，修正估值。

图表11：锦州港玉米集港量（万吨）



资料来源：钢联 中信期货研究所

图表12：山东深加工企业玉米晨间等待量（万吨）



资料来源：钢联 中信期货研究所

关于玉米开秤价：

主流观点预计山东开秤价在 2300 附近，略高于去年同期。对应基层粮点大约 2200 左右。开秤后可能先出现高开低走，集中上市阶段震荡下跌至 2200 以下，折算到基层粮点价格在 2100 以下。随后震荡上行。原因在于：1）上市初期，贸易商倾向于做流转，囤货节奏靠后。2）今年整体贸易商囤货积极性预计同比抬升，因为去年贸易商利润较高，在 200-500 元/吨不等。3）据贸易商反馈，若价格下跌至 2100 左右，会大量建仓。

据调研反馈，8 月 19 日 10 点起，新疆梅花玉米潮粮折干价格执行一等、二等玉米价格：1770 元/吨。去年 8 月 22 日开秤，一等、二等玉米价格 1730 元/吨，同比+40 元/吨。新疆作为相对早上市的市场风向标，开秤同比略高，和我们判断一致。

从开秤价后续走势来看，23/24 和 24/25 年度分别开秤后呈现不同程度下跌。23/24 年度因为国产玉米大丰收，以及进口玉米压力较大，供需阶段性过剩，导致集中上市阶段大幅下跌，开秤后平均跌幅接近 -500 元/吨。24/25 年度开称后下跌的幅度不及上一年度，开秤后平均跌幅接近 -200 元/吨。一方面收储启动后贸易企业谨慎囤货，另一方面进口限制，外部冲击减弱。

从收储政策和集中上市时间阶段最低价的对应关系来看，基本在收储公告发出后的 10-25 天内触底反弹。23/24 年度的首次收储公告于 2024 年 1 月 11 日发出，主流的深加工折干收购价在 1 月 22 日-1 月底触底。24/25 年度的首次收储公告于 2024 年 12 月 05 日发出，主流的深加工折干收购价在 12 月 20 日-12 月底触底。

预计 25/26 年度，在去年囤货赚钱的经验之下，预计今年开秤后跌幅弱于去年，或在【-100~-200】区间。玉米后续价格转折点主要依据：1）收储政策；2）贸易商囤粮节奏。

图表13：2024 年开秤价及后续跌幅统计（天，元/吨）

省份	城市	企业	2024 开秤时间	2024 开秤价	最低价时间	最低价	时间间隔	价差	平均价差
黑龙江	大庆	大庆伊品	9 月 23 日	2120	12 月 26 日	1900	94	-220	-187.2
	哈尔滨	巴彦鸿展	10 月 1 日	1960	12 月 24 日	1870	84	-90	
	齐齐哈尔	龙江中粮	9 月 29 日	2030	12 月 13 日	1870	75	-160	
	绥化	绥化昊天	9 月 22 日	2130	12 月 31 日	1834	100	-296	
		肇东中粮	10 月 8 日	2020	12 月 17 日	1850	70	-170	
辽宁	铁岭	国投铁岭	9 月 26 日	2150	12 月 20 日	1930	85	-220	-170
		开原益海嘉里	9 月 25 日	2060	12 月 20 日	1940	86	-120	
吉林	白城	吉林梅花	10 月 10 日	2040	12 月 26 日	1920	77	-120	-184
	长春	中粮公主岭	10 月 1 日	2100	12 月 23 日	1890	83	-210	
		中粮榆树	10 月 1 日	2070	12 月 23 日	1860	83	-210	
	吉林	吉林燃料乙醇	10 月 8 日	2060	12 月 20 日	1850	73	-210	
	松原	松原嘉吉	10 月 8 日	2070	12 月 23 日	1900	76	-170	
内蒙古	通辽	通辽梅花	9 月 21 日	2140	12 月 24 日	1930	94	-210	-210

资料来源：钢联 中信期货研究所

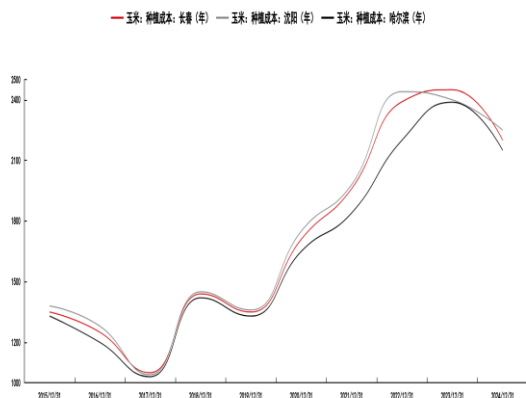
图表14：2023 年开秤价及后续跌幅统计（天，元/吨）

省份	城市	企业	2023 开秤时间	2023 开秤价	最低价时间	最低价	时间间隔	价差
黑龙江	哈尔滨	巴彦鸿展	9 月 20 日	2628	1 月 22 日	2121	124	-507
	绥化	绥化昊天	9 月 16 日	2650	2 月 18 日	2054	155	-596
辽宁	铁岭	国投铁岭	9 月 22 日	2650	1 月 26 日	2220	126	-430
		开原益海嘉里	9 月 26 日	2650	1 月 22 日	2240	118	-410
内蒙古	呼和浩特	呼市阜丰	9 月 22 日	2820	1 月 29 日	2320	129	-500
	通辽	开鲁玉王	9 月 18 日	2790	1 月 26 日	2180	130	-610
		通辽梅花	9 月 8 日	2500	1 月 29 日	2210	143	-290

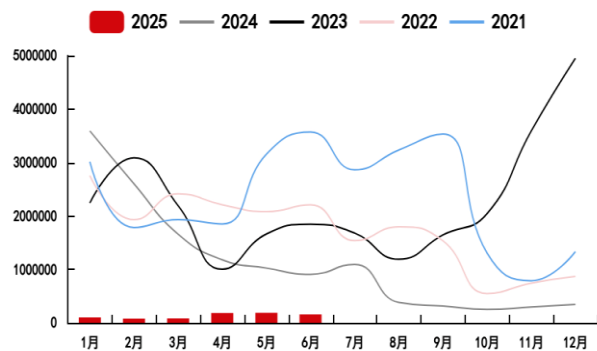
资料来源：钢联 中信期货研究所

关于新季价格中枢：

主流观点预计新季价格中枢不悲观，或好于 24/25 年度。原因在于：1) 贸易商囤货积极性增强。2) 目前余粮偏少（结转库存少）。3) 新季产量维稳或有下调。部分企业认为播种面积略有下滑，部分企业认为华北单产扰动。4) 成本虽下滑，但不作为锚定，预计跌不破成本。5) 进口暂无放开预期。6) 认为深加工需求并不差。深加工产能增加，年度消费继续增加。

图表15：东北主产区种植成本变化（元/吨）


资料来源：钢联 中信期货研究所

图表16：中国玉米进口数量（吨）


资料来源：钢联 中信期货研究所

关于小麦价格：

主流观点认为小麦价格相对稳定，难以上涨。原因在于：1) 面粉自身需求差，但即将进入季节性旺季。开机率去年年均 33%-34%，今年预计年均 26-27%。根据饲料配方折算，面粉和小麦的合理价差大约 200 元，7 月底，价差回落至 150 左右，饲料中大量进行面粉替代。3) 随着玉米价格下滑，小麦饲用阶段性优势减弱。4) 托市但不积极，向下有底。

关于生猪：

供增需弱格局与全国主流情况趋同，后续仍以震荡偏弱思路对待。供应端，山东区域下半年的出栏增速有较大幅度抬升。从饲料企业角度，今年山东外销饲料量 yoy+40%。从放养公司角度，自身年出栏量 yoy+50%。节奏上，下半年出栏量明显高于上半年，后续均以环增为主。消费端，从进口冻肉贸易商角度，感知认为山东区域餐饮消费较去年下滑。由于山东放养普遍，外购仔猪成本目前偏高，部分企业已经进入亏损阶段。

策略建议：

玉米方面，单边预计震荡偏弱运行。短期旧作供应偏紧，新粮暂未大量上市，价格相对已经大幅回落，考虑供应冲击并未充分计价，新粮卖压预计延续到四季度，主力合约可能跌破 2100 元/吨。月差套利建议择机介入 2511-2603 反套，近月合约反应上市压力冲击，远月合约处于卖压尾声，市场倾向交易年度库存去化后的价格修正。

具体可参考《【中信期货农业（玉米）】策略推荐：中期震荡偏弱，关注卖保及月差反套机会——策略报告 20250817》

生猪方面，今年上半年母猪存栏仍在高位，新生仔猪数量持续增加，按照养殖周期推算，预计 2025 年下半年的商品猪供应依旧面临增量压力。远月则在反内卷风波中，存供应压力缓解预期。当前生猪产业呈现“弱现实+强预期”格局，减产预期利多远月，盘面近弱远强，建议关注反套策略。

具体可参考《【中信期货农业（生猪）】生猪“反内卷”，关注反套策略——专题报告 20250724》

四、玉米调研纪要

1. 未来行情看法：翘尾、开秤价、后续走势等

被调研对象 A：

玉米开秤价：预计山东开秤价在 2300 附近。开秤后可能先出现高开低走，随后震荡上行。

新季价格中枢：对于 25/26 年度玉米价格中枢，相对乐观，预计好于 24/25 年度。核心驱动：1) 贸易商囤货积极性增强。2) 认为播种面积略有下滑，产量或有下调。

小麦价格：预计小麦价格好不起来，面粉开机率去年年均 33%-34%，今年预计年均 26-27%。根据饲料配方折算，面粉和小麦的合理价差大约 200 元，7 月底，价差回落至 150 左右，饲料中大量进行面粉替代。说明面粉自身的需求非常差。

被调研对象 B：

翘尾：预计玉米价格持续偏弱。1) 下游够用。饲料厂的库存还是比较满。2) 春玉米上市。云贵川基本上市结束，8 月中旬山东陆续上市，后续新疆等地陆续补充供应。

小麦价格：预计小麦价格相对稳定。1) 托市但不积极，向下有底。2) 面粉需求差，没上行动力。

被调研对象 C：

翘尾：预计玉米在8月底会有翘尾。核心在于华南小厂会出现一波补库，新玉米的有效供应大约10月份之后才会凸显。一旦需求有增量，价格或许有反弹。

被调研对象 D：

翘尾：预计玉米持续偏弱。核心在于小麦替代，饲料厂玉米不缺。春玉米上市，深加工不缺。

玉米开秤价：开秤价预计2300左右，对应港口2200左右。开秤价后不看跌。核心在于贸易商囤货积极性抬升，去年贸易商利润在200-500元/吨不等。1) 东北贸易商预计2100左右开始建库，对应港口2200左右。2) 山东贸易商预计2200左右开始建库。从这个角度，认为期货盘面在2200会有支撑。

被调研对象 E：

新季价格中枢：25/26年度玉米价格不看高。核心在于购销双向的价格。8月份，山东本地大贸易商的轮出玉米价格在2430-2450区间。意味着山东未来的轮入订单已经被大贸易商拿走了，要想从他们手里买订单，价格一定是在轮出价格之下。

被调研对象 F：

翘尾：最多是小反弹，拉涨行情难看到。核心在于终端需弱，饲料厂建库意愿很弱，深加工亏损。

玉米开秤价：预计开秤价低于2300。集中上市阶段山东饲料厂到厂价或震荡下跌至2200以下，折算到基层粮点价格在2100以下。核心在于上市初期，贸易商倾向于做流转，囤货节奏靠后。

玉米后续价格转折点主要依据：1) 政策；2) 贸易商囤粮节奏。

小麦价格：预计小麦四季度价格相对平稳。1) 面粉进入旺季。2) 今年减产700-800万吨。3) 收储预计能有1000万吨。4) 但随着玉米价格下滑，小麦饲用阶段性无优势。

新季价格中枢：认为25/26年度价格不会低于24/25年度，波动相对平稳。1) 成本不作为锚定，预计跌不破成本。2) 供应暂时没有大扰动。3) 需求整体平稳。4) 进口如果持续趋严，结转库存会进一步减少。5) 目前余粮偏少（结转少），下游的头寸偏少。6) 贸易商去年赚钱，今年心态偏积极。

被调研对象 I：

翘尾：认为现货翘尾可能性不大，但盘面悲观情绪计价充分，甚至有超跌，预计盘面后面会有反弹，修正估值。核心在于：1) 东北余粮少。今年东北外流量较大，预计比去年同期多出千万吨左右；结转库存越来越少。2) 山东缺粮情况严重，证据在于往年同期山东的粮源大约只有40%左右来自东北，今年粮源80-90%来自东北。3) 春玉米的量很少，大概只能满足一周左右的量。而东北的新粮要等到11月份才会形成大量供应。4) 南方库存不高。目前处于主动降库存阶段。5) 禽类补栏积极，半个月之前，鸡苗鸭苗价格上涨明显。认为禽料需求在中秋节前后会有好转。

玉米开秤价：去年开秤价在2000-2100左右。预计今年开秤价高于去年，大概在2200左右。

新季价格中枢：对于25/26年度玉米价格中枢，对于后市情绪整体不悲观。核心在于：1) 进口认为会

持续偏少。自己的进口配额都交上去了。2) 认为深加工需求并不差。产能增加，深加工年度消费继续增加。
3) 根据企业调研，华北今年大概率不增产。4) 余粮少。

2. 饲料配方变化

被调研对象 A:

山东饲料厂不用进口大麦和进口高粱。核心在于不划算。举例：进口大麦 2000 左右，算上剥壳+加工费，大约 2550 左右成本。而近期的玉米价格 2460 左右。

小麦替代已经达峰。未来预计维持高替代，不会有新增量。后续如果新季玉米上市，小麦饲用量或出现小幅下移。

自用料：玉米可完全不用，小麦占大头，进口小麦粉还有一部分，总能量占 65%。

商品料：玉米存在 10-15%刚需。

根据饲料配方折算，面粉和小麦的合理价差大约 200 元，7 月底价差回落至 150 左右，饲料中大量进行面粉替代。侧面说明面粉自身的需求非常差。

被调研对象 B:

8 月底饲料厂采购小麦的量级达峰，后续 9-10 月份预计小麦用量小幅下滑。

考虑到未来新玉米上市后价格下行概率较大，饲料厂采购心态上，对小麦采购不积极。（玉米后熟期从以前的 30 天缩短至 10 天）。因此，认为 8 月小麦用量达峰，后续会逐步下移。

被调研对象 D:

前期进口小麦粉用得更多。1) 便宜，比小麦低 100 左右。2) 大麦少了，近期小麦粉的纯度高，小麦占比 90-95%。但小麦粉太多对于生猪的发情，配怀，以及长势有所影响。因此近期开始增加小麦用量。预计 9 月份会达峰。

后续随着春玉米的上市，价格下滑，小麦饲用需求相应下滑。

目前，小麦、玉米、小麦粉均有，总能量占比约 50-60%。（应是商品料）

被调研对象 F:

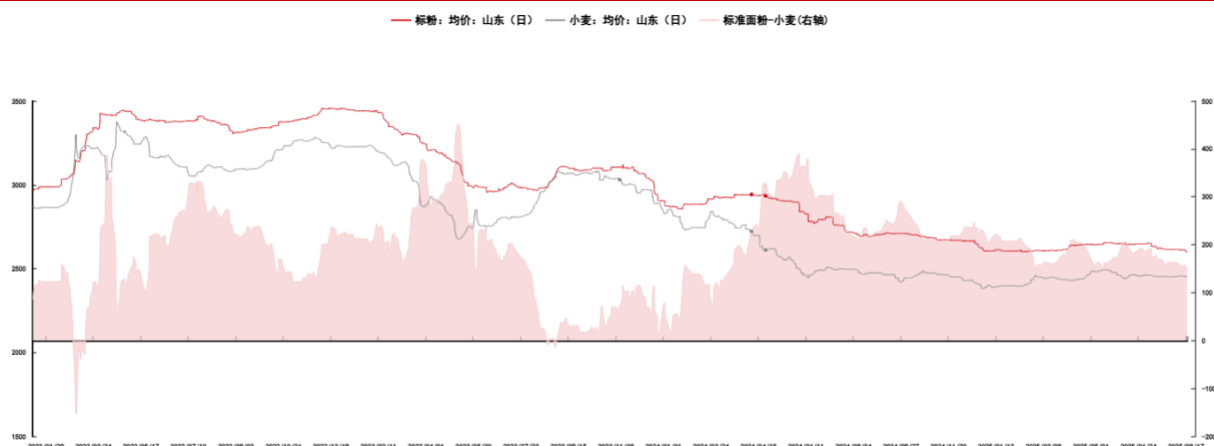
小麦占比在 7 月份有增加；小麦耗用接近 23 年芽麦年份。8 月份开始小幅下滑。预计 9-10 月份小麦占比会逐步减小，属于正常的季节性下滑。

近期面粉-小麦价差快速收窄，面粉饲用增加较多。

进口小麦粉此前一直在用，且主要用在肉禽中。

进口高粱/大麦在山东饲料中基本不用，北方进口谷物到货少。

拍卖出栏的进口玉米中脂肪酸值超标。因此，进口玉米没办法用在蛋鸡和小猪料中。

图表17：标准面粉-小麦价差（元/吨）


资料来源：钢联 中信期货研究所

3. 饲料场库存及采购意愿

被调研对象 A:

目前主流饲料厂做到 8 月底。少数做到 9 月初。

在后市预期价格下跌情况下，采购意愿弱。1) 春玉米补充+情绪影响。2) 肉禽 5-6 月份出现大量淘汰，需求阶段性下滑。

被调研对象 D:

物理库存（在厂+在途）大约 20-25 天，即做到 9 月初。

采购意愿弱。1) 春玉米补充，便宜，质量高。2) 小麦很多，随时补充。3) 新疆玉米开始预售，8 月底预计新疆成本 1900，到山东成本 2300。

被调研对象 F:

目前饲料厂都在降库存，滚动低库存的阶段中。即采购意愿弱。

认为华南也不会太缺。1) 6-7 月份小麦进饲用配方，补充了一段时间。2) 今年华南提前补库较多。

4. 深加工库存及采购意愿:

大概率会从 8 月 20-25 号开始限量收，降库存，一直到 9 月初，预计库存会降到 2-3 天左右。新季玉米上市。

5. 深加工需求看法:

认为深加工需求并不差。今年新产能项目开机率高，且年初到目前，库存没有增加，一直保存在 100+ 万吨，说明生产出来的都用掉了。

需求拆分，原淀粉需求变化不大，但淀粉转化的增量较高。据反馈，目前转换率大约 30-40%，3-4 年前转化率不到 10%。技术门槛不高，且工厂直接转化利润更高（省包装费、烘干费）。转化下游细分来看：1）今年转化阿洛酮糖、赤藓糖醇的越来越多，替代白糖需求。今年糖浆出口在增加。2）原电池当中，玉米淀粉可以转化为硬碳材料，作为钠离子电池的负极材料使用。3）玉米淀粉可以通过现代生物技术路线，转化为生物基尼龙（即“变形尼龙”），实现了从农业废弃物到高性能生物材料的跨越。

木薯淀粉替代方面，目前能替代的已经 100%替代了，后续没有新增替代的需求挤占问题了。即，没有新增利空了。后续，等新季玉米下来，玉米淀粉价格走弱，预计木薯淀粉的替代会有缩小。

淀粉流通性不好，集中度高。几大龙头不降价，现货就跌不下去。今年盘面上涨下跌过程中，现货波动幅度小很多。

6. 下游的玉米来源

1、玉米多来自东北。后续缺不缺，还是比较依赖于东北。

2、玉米部分来自华北。据山东贸易商、饲料企业反馈，渠道库存基本清空。但近期购销双向较多，8 月集中轮出，供应市场。

3、小麦来自周边。

7. 下游对于春玉米的看法

1、山东春玉米 8 月下旬左右上市，量小，对基本面不产生实质影响。套播玉米 9 月中上旬上市。夏玉米 10 月份左右陆续上市。

2、核心是情绪的影响。举例，山东春玉米折干约 2400，而旧作陈粮目前 2460。意味着等新玉米的采购成本低于旧作的采购成本→下游就愿意等，采购情绪弱。

3、春玉米进深加工为主，但春玉米晾晒 2-3 天，也可进饲料。预计春玉米下来之后，饲料企业也会考虑建半个月左右库存。今年已经下来的春玉米，听说质量较好，毒素比较低，适合进饲料。

4、据深加工反馈，春玉米+套种玉米的量不大，山东区域大概可以备 1 个周左右的库存，无法提供更多供应。

8. 新季玉米产情

被调研企业 G:

胶州周边区域，有县出现 80%以上减产。1）之前干旱太久，下雨下太晚。2）有条件浇水，但没有意愿浇水，太热，不赚钱。

被调研企业 C:

辽宁、吉林区域，玉米长势良好。

黑东部分区域略旱。

9. 进口玉米的看法：

720 万吨，40%民营，60%中粮代理进口。

进口利润：以前进口利润有 300，现在压缩到 100，没动力进口

进口政策：企业纷纷响应国家号召。国外乌克兰玉米是非转，但价格高于国内新作，不具备性价比。巴西玉米有性价比，但是转基因玉米，无法进入深加工。民营配额中，大约 100 万吨左右属于深加工，深加工进不了转基因。

10. 策略探讨

被调研企业 A：（套保策略探讨）

7 月份，因为看空 8 月及以后的玉米价格，因此计划新季玉米上市后，做 15 万吨库存（大约 2.5 个月库存量）。同时，7 月份计划盘面卖出套保。

被调研企业 F：（现货策略探讨）

新作头寸预计不会做满。

节奏上，至于年前还是年后开始建库，取决于收储启动的时间。（非常看政策）

价格上，2200 以下才会考虑建库。

被调研企业 H：（盘面策略探讨）

目前考虑 9-11 反套。核心驱动：1）现实端交易新季成本问题。2）仓单量太大+基差较弱。仓单存在交不出去的问题，即没人接货。

五、生猪调研纪要

1. 格局变化：

在非瘟之后，集团场基本维持 23 年底的水平，产能稳定。散户退出。放养+二育快速发展。

2. 二育：

今年二育的节奏快速去年。今年二育量级没有明显变化。目前二育的栏舍利用率偏高，后续入场空间相对有限。

3. 下半年出栏情况：

放养公司增速非常快。

从饲料企业角度，今年山东外销饲料量 yoy+40%。

从放养公司角度，自身年出栏量 yoy+50%。节奏上，下半年出栏量明显高于上半年，后续均以环增为主。

4. 成本：

自繁自养模式，当地完全成本可做到 12 元以下，利润可观。当期市场平均完全成本也在 13 左右。

外购仔猪模式，当地完全成本偏高，目前已经出现小幅亏损（当下山东价格大约 14.1 左右）

5. 消费：

从进口冻肉贸易商视角，下游餐饮消费持续走低。今年餐饮消费同期再度下滑。

进口牛肉价格持续走低。鲜牛肉价格近两个月逐步抬升，核心在于去产能周期的兑现（前期 3 年亏损），但消费依旧疲软（为次要矛盾）。若消费正常，在这样产量下滑的情况下，价格应该涨幅更高。

从养殖企业角度，山东区域消费习惯以标猪为主。该企业自身出栏主要以 120kg 为主，没有明显的压栏。

6. 行情看法：

期货端，认为远月会持续升水，直到交割月再走回归逻辑。近月反弹逢高空为主。

现货端，认为下半年震荡偏弱，但没有非常悲观，认为不会进入全行业亏损，即价格或高于 13。

风险因素：宏观扰动，政策变化，疫情扰动，天气扰动等。

免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货有限公司所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货有限公司或商标所有人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货有限公司未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货有限公司不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货有限公司对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货有限公司不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货有限公司或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货有限公司给予阁下的任何私人咨询建议。

中信期货有限公司

深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路8号卓越时代广场（二期）北座13层1301-1305、14层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755) 83241191

网址：<http://www.citicsf.com>