

一诺千金 德厚载富

一德期货 研究报告

— (年报) —

库存还是消费，2019 苹果上演冰与火之歌

易乐、张海艳

一德生鲜品事业部

易乐

期货从业资格号:

F0272877

投资咨询从业证书号:

Z0011428

Yile89@163.com

张海艳

期货从业资格号:

F3034159

yanergaofei@163.com

一德生鲜品事业部

电话: (022) 23159356-801

网址: www.ydqh.com.cn

地址: 天津市和平区徐州道 12 号万通中心 802-804

邮编: 300051

■ 内容摘要

- 苹果市场相对产业明晰, 每年供应产地时间相对固定, 消费从应季鲜食到最终库存消化, 基本不存在跨作物年度的库存, 所以开秤价由产量定, 后期行情演变多因库存消化进度而起。2018-19 年度又是产销矛盾最重的一年, 库存和消费两者互相影响, 唱响冰与火之歌。
- 苹果的减产势必会伴随着苹果价格的上涨, 高价的苹果会抑制鲜食、加工和出口。鲜食缺口的替代一方面依靠价格上涨抑制需求, 另一方面依靠其他水果的替代。
- 受本年度减产、贸易商资金短缺, 价格偏高等影响库存量大降。根据卓创资讯统计, 截至 2018 年 12 月 13 日, 全国苹果入库量 605 万吨, 同比 2017 年入库量 966 万吨下降 37%, 其中陕西入库量 141 万吨, 同比下降 50.5%, 山东入库量约 274 万吨, 同比下降 16.4%。
- 水果间替代存在, 但更多是经济因素对大势的影响, 水果需求增速下滑, 内部替代加剧。
- 现货是苹果期货交易的本源, 现货去库存速度快, 现货上涨, 期货上涨, 反之期货受到抑制, 后面的任何逻辑都要基于这个逻辑基础上。
- 期现公司和贸易商交割成本计算不同导致交割意愿有别, 当前市场可交割量有限, 套保额度有限, 01 合约围绕交割量多空博弈。

■ 核心观点

- 行情建议: 对现货保持谨慎乐观态度, 05 合约 11000-300 仍有买入价值, 12300 之上在现货没有真正启动前有阻力, 区间震荡对待, 等待重要时间点的选择。
- 期现建议: 01 由于以上分析原因, 仓单交割量可能大于 50%, 结合种种分析, 11300 之下具备买入 01 接货抢仓单的价值, 等待 05 在春节旺季的反弹, 在 12100-300 抛出, 按 8% 利息理论转抛每吨仓单成本 360 元, 盈利预期 440-640 元。

目录

1. 苹果期货概述.....	3
2. 2018-19 年苹果供需概述.....	3
2.1 苹果产量.....	4
2.2 苹果消费.....	4
2.3 苹果出口.....	5
2.4 苹果库存.....	6
2.5 苹果现货市场情况.....	6
3. 替代品市场情况.....	8
3.1 柑橘类市场.....	8
3.2 替代性分析.....	9
4. 苹果期货交易逻辑.....	10
4.1 现货交易逻辑.....	10
4.2 交割成本.....	10
4.3 可交割量.....	11
5. 苹果期货行情展望.....	12
免责声明.....	13

1. 苹果期货概述

苹果期货自 2017 年 12 月 22 日上市来刚满一年，短短一年内话题不断，堪称期货界的流量王，交易逻辑的演变更是错综复杂，自上市以来苹果期货运行分 6 个主要逻辑：

1. 上市初 17 年收购价高出货难库存偏高，春节前消费疲软，价格持续下跌。
2. 3 月份随着市场逐渐了解苹果基本面，以及交割要求的不断强化，补涨。
3. 清明节冻害后市场开始交易大幅减产预期，随着时间推移调研团队增加市场逐渐明白减产的严重性，行情不断推升至高位，调控开始成交量缩减。
4. 7 月下旬早熟苹果开始上市价格大涨，同比上涨 20-40%不等，推升晚熟苹果价格预期，带动市场重新向上攻。
5. 晚熟富士苹果陆续上市，山东价格低于预期，盘面回归价格，震荡回落，构筑震荡区间
6. 苹果入库后成本缓慢抬升，低库存和弱消费的博弈促使行情持续震荡。

图 1：苹果期货行情走势



资料来源：文华财经，一德生鲜品事业部

2. 2018-19 年苹果供需概述

苹果市场相对产业明晰，每年供应产地时间相对固定，消费从应季鲜食到最终库存消化，基本不存在跨作物年度的库存，所以开秤价由产量定，后期行情演变多因库存消化进度而起。2018-19 年度又是产销矛盾最重的

一年，库存和消费两者互相影响，唱响冰与火之歌，到底胜利属于何方，且看下文阐述。

2.1 苹果产量

国家统计局发布的《中国统计年鉴 2018》显示：2017 年我国苹果总产量为 4139.0 万吨，产量较 2016 年同期增长 2.47%。

受清明期间大范围冻害影响，2018 产季全国减产已成定局。但各地受害情况不一样，减产程度也不一样。根据各家数据分析，山东地区总体减产量约为 20%。今年山东地区苹果坐果略晚，所以前期调研套袋量减产，但是天气情况较好，苹果总体生长状况良好，个头普遍较大，甜度较高，优果率高，总体减产程度低于套袋量减产数据。陕西地区受灾情况较重，除了受霜冻的影响，后期落叶病也导致大量减产。山西地区纸袋富士主要集中在北部地区，受灾情况明显。甘肃地区受灾主要集中在庆阳地区，川道货源受灾达到 3 成左右。全国总体减产 25-30%。

2.2 苹果消费

中国的苹果消费主要有 3 个去处：一是 75~80% 是鲜食，另有果汁和其他加工品约占 20% 以上，只有 3% 左右能够出口。全国鲜食苹果每年消费量约为 3000 余万吨。现在我国苹果汁年产能为 100 多万吨，由于我国的苹果浓缩果汁主要是出口销售，由于国际市场的波动，实际我国现在每年的加工果汁量往往达不到这么多，按照业内常规 7 斤鲜苹果生产一斤苹果果汁，即便生产 100 万吨果汁，最多需要 800-1000 万吨苹果。另外，就是出口鲜果，每年可能在 100-130 万吨左右。这样全部加起来，构成了整个中国苹果消费需求。

图 2:USDA 苹果供需平衡表

	2014/2015	2015/2016	2016/2017	2017/2018
产量(万吨)	4092	4260	4390	4450
鲜食(万吨)	2996	3085	3225	3141
损耗(万吨)	708	668	594	696
加工(万吨)	320	400	440	500
进口(万吨)	6.8	7.7	7	7
出口(万吨)	75	115	138	120

资料来源：USDA，一德生鲜品事业部

USDA 平衡表和国内数据也相差不大。

根据 USDA 平衡表推算，2018 年理论产量为 4600 万吨左右。根据卓创资讯对产地的实际减产情况进行调研数据，推算 2018/2019 年全国减产 30%，则 2018 年预估产量为 3220 万吨。苹果的减产势必会伴随着苹果价格的

库存还是消费，2019 苹果上演冰与火之歌
2018. 12

上涨，高价的苹果会抑制鲜食、加工和出口。鲜食缺口的替代一方面依靠价格上涨抑制需求，另一方面依靠其他水果的替代。

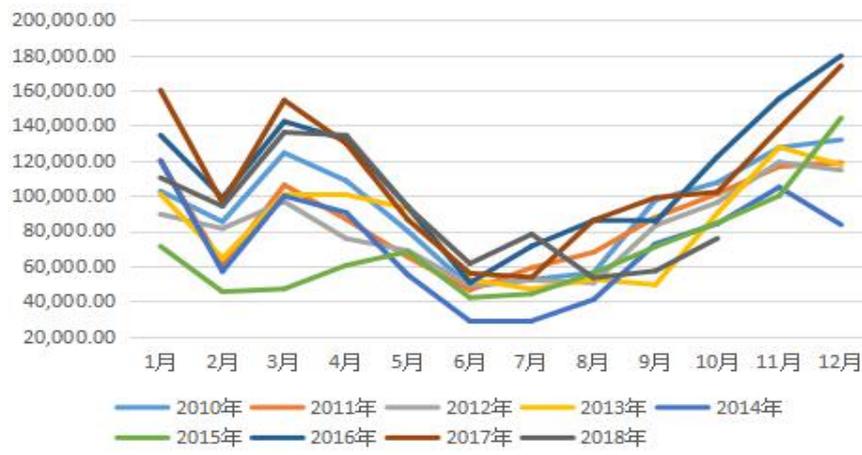
图 3: 苹果 1 月前消费预测值



资料来源：卓创资讯，一德生鲜品事业部

2.3 苹果出口

图 4: 苹果出口数据



资料来源：wind，一德生鲜品事业部

海关统计显示，2017 年我国鲜苹果出口量为 133 万吨，出口额为 14.6 亿美元，与前一年相比基本持平。2017 年我国进口苹果总量为 6.8 万吨，同比增长了 2%；进口苹果总额为 1.1 亿美元，同比减少了 7%。从苹果的出口总量来看，2017 年我国继续保持了世界第一大苹果出口国的地位。苹果出口目的地排名前五的国家为：孟加拉国、菲律宾、印度、泰国以及印度尼西亚。其中 2017 年对印度尼西亚的出口量同比增长了 30%，达到了 11.7 万吨；对菲律宾的出口量同比基本持平，而对其它三国的出口量出现不同程度的小幅下降。

2017 年 6 月起因被查出有害生物，印度政府禁止进口中国苹果，11 月底，中国农业农村部农业贸易促进中心组织多家中国企业到访印度，并与当地水果进出口商成功对接。如果一切进展顺利，中国苹果有望再获“合法”

身份出口印度消费市场。如果能较早恢复中印苹果贸易，对整个出口市场的提振是明显的。

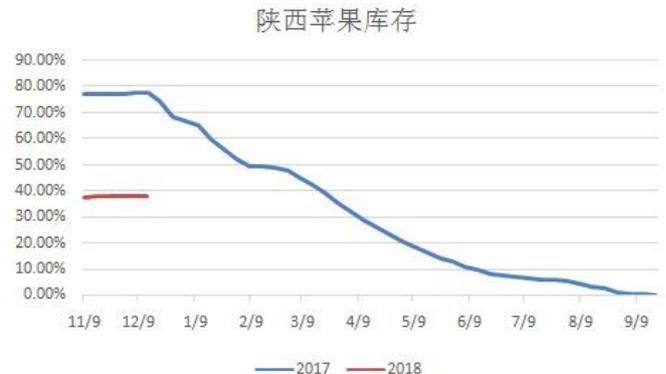
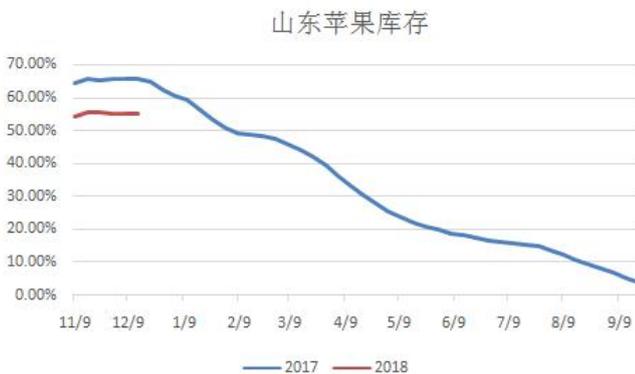
2.4 苹果库存

如果从现在往后看 18-19 年苹果市场，追踪库存数据将是最重要的一点。众所周知，苹果是生鲜品。生鲜是只做必要保鲜和简单整理上架而出售的初级产品，其中有个特点未经特殊处理时保质期较短。那么这就意味着一年四季都能采购到的苹果，它在消费周期内是分两个阶段的。第一阶段是 10-1 月的应季水果消费期，2-9 月的反季节库存消费期。

应季和库存的最大区别是度过应季期苹果不经过保鲜就会质量下降甚至变质，而苹果的入库量是受产量、库存以及贸易商预期影响的，入库就意味着成本上升，当然也意味着销售周期拉长半年以上。如下图所示，受本年度减产、贸易商资金短缺，价格偏高等影响库存量大降。根据卓创资讯统计，截至 2018 年 12 月 13 日，全国苹果入库量 605 万吨，同比 2017 年入库量 966 万吨下降 37%，其中陕西入库量 141 万吨，同比下降 50.5%，山东入库量约 274 万吨，同比下降 16.4%。

图 5: 山东苹果库存

图 6: 陕西苹果库存



资料来源：卓创资讯，一德生鲜品事业部

资料来源：卓创资讯，一德生鲜品事业部

从库存消化周期看，12 月是去库存的开端，对出库的担忧显得有些偏早，37%的库存下降幅度注定意味着价格上涨，抑制消费，从而去库存速度减缓，这是经济学的真理，是必然规律，当然我们看到春节是苹果去库存的重要时点，如果这一阶段大幅低于均值，对后市的忧虑也会不胫而走。

2.5 苹果现货市场情况

陕西产区：

陕西地区苹果行情变动不大，地面货源结束，客商逐渐冷库寻找合适货源采购。陕北地区果农要价较高，客商采购量小，以客商发自存货为主。渭南地区货源质量中上，客商采购积极性较高，以采购果农货源为主，白

库存还是消费，2019 苹果上演冰与火之歌
2018. 12

水地区客商充足，订货积极性较高，较多果农货被预定，出库量不及订购量大

山东地区：

山东地区总体苹果出库价格维持稳定，整体行情变动不大。总体表现为存储商与果农报价较高，客商采购谨慎，实际成交量不大。当前交易以低价货源交易为主，好货价格过高，实际成交困难。山东烟台地区本周强降雪天气，销区市场也有明显降温，不利于苹果销售。

批发市场：

批发市场到货量不大，走货缓慢，有利润，出货量少三成到五成。当前柑橘尚处在大量供应阶段，价格低，市场出货情况良好，小商贩多数选择采购柑橘，对苹果出货影响较大。批发市场地面货逐渐被冷库货替代，总体质量有所提高，成本也相应增加，但是价格方面并未因质量增加而出现价格上涨，多数市场稳定为主。

据我们和多名贸易商沟通以及前往广东市场调研综合判断，目前整体市场特点如下：

1. 不论级别，各级苹果均有不同幅度上涨，其中 70 左右或同级三级果上涨幅度最大，85 情况不佳，走货差价格表现差基本无上涨。

2. 发市场有利润，又因今年减产预期好，贸易商调货积极，地面果结束早，导致 12 月以来低价区洼地基本填平，果农货涨价幅度过高，客商一二级货源主流报价在 5 元/斤左右，果农货报价也在 4—4.5 元/斤之间，发市场利润缩减，双方僵持加剧，市场到货更少，元旦圣诞备货气氛淡。

3. 好货少，市场还是三级果为主，一二级走货还没大量开始。

图 7: 苹果主要产区交易加权平均价



资料来源：卓创资讯，一德生鲜品事业部

3. 替代品市场情况

3.1 柑橘类市场

2017 年全国柑橘总产量 3816.7 万吨，比上一年增长 225.26 万吨，同比增长 6.3%。我国柑橘产业带分布明显，主产区优势地位明显，主要集中在南方地区。其中广西产量 682 万吨，产量位列全国第一，其次是湖南 501 万吨、湖北 466 万吨、四川 416 万吨、广东 410 万吨、江西 404 万吨、福建 315 万吨、重庆 251 万吨、浙江 187 万吨。

2018 年广西柑橘产量有望突破 700 万吨；湖北、湖南两个温州蜜柑主产区大幅增产；江西受黄龙病影响，产量预计减产 20%；四川作为晚熟柑橘的重要主产区近几年大面积扩种，2018 年为上市高峰期，产量预计在 430 万吨较上年小幅增长；浙江温州蜜柑产量预计与往年基本持平或小幅增长。总体来看 2018 年全国柑橘产量预计会小幅增长。

季节性上市时间：

四川省眉山市发布了《关于规范 2018-2019 年度柑桔采摘期的通知》。

对于当地柑橘的具体上市时间及可溶性固形物标准，该通告如下：

爱媛 38：2018 年 10 月中旬，可溶性固形物达到 12° 以上。

琯溪蜜柚：2018 年 11 月上旬，可溶性固形物达到 11° 以上。

脐橙：2018 年 12 月中旬，可溶性固形物达到 11° 以上。

春见：2019 年 2 月上旬，可溶性固形物达到 13° 以上。

不知火：2019 年 3 月上中旬，可溶性固形物达到 13° 以上。

沃柑：2019 年 4 月中旬，可溶性固形物达到 13° 以上。

图 8: 蜜橘收购价



资料来源：卓创资讯，一德生鲜品事业部

图 9: 脐橙收购价



资料来源：卓创资讯，一德生鲜品事业部

2018/2019 产季受蜜橘产区产量增长影响，今年蜜橘价格较低。据中国果品流通协会知价格监测显示，目前蜜橘市场价格高开后逐渐回落，趋于稳定，收购价格保持在 1.90-2.00 元/公斤、批发价格在 3.90-4.00 元/公斤。整体较去年低 1 元/公斤左右。全国批发价格进入 12 月份，蜜橘的采收到中后期，湖南、湖北各地收购逐步结束，但大量蜜橘还有待销售，随着砂糖橘大量，上市后期市场价格可能会走低。

2018/2019 产季，脐橙产区减产呈减产趋势，全国最大的脐橙产区的江西赣州预计减产 30%左右。市场上脐橙明显供应偏紧，带动今年脐橙整体价格的提升。据中国果品流通协会价格监测显示：今年脐橙开秤价格 8.31 元/公斤，较去年同比增长 8.2%，批发价格开秤价在 8.65 元/公斤，同比增长 3%。

3.2 替代性分析

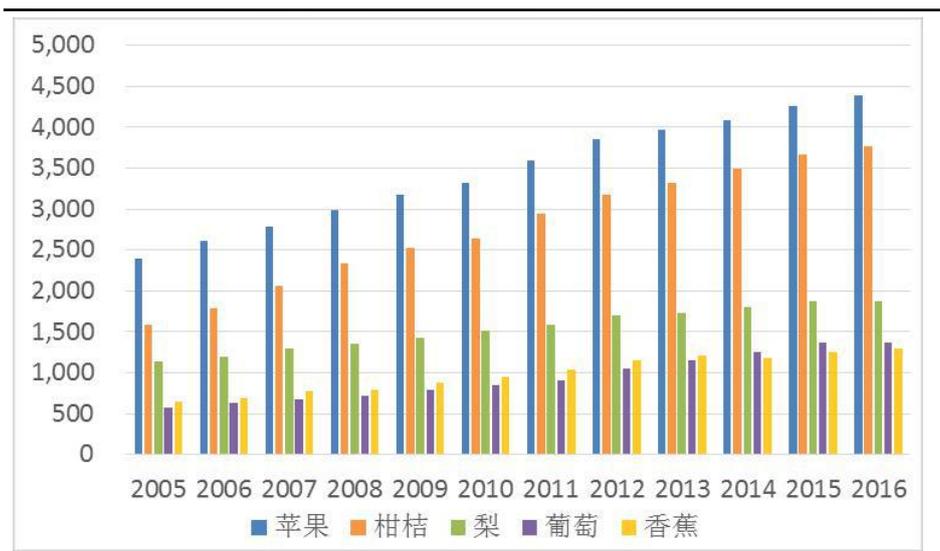
根据对各类水果与苹果之间的相关性研究发现，葡萄、香蕉与苹果的相关系数在 0.8 以上，丰水梨与蜜桔与苹果的相关系数在 0.6 以上，西瓜、猕猴桃等水果对苹果的替代性不高。

图 10: 水果相关性

	苹果	丰水梨	蜜桔	香蕉	葡萄	西瓜	猕猴桃
苹果	1						
丰水梨	0.661065	1					
蜜桔	0.659315	0.351557	1				
香蕉	0.848304	0.650498	0.527352	1			
葡萄	0.856835	0.697959	0.552595	0.771047	1		
西瓜	0.338198	0.462853	-0.08355	0.397917	0.400059	1	
猕猴桃	0.398912	0.453133	0.208498	0.494592	0.463467	0.529858	1

资料来源：Wind，一德生鲜品事业部

图 11：各类水果产量（万吨）



资料来源：wind，一德生鲜品事业部

这么多年来水果产量大增，价格也并没有崩盘，需求同时也在增加。在这之中也存在谁高谁低的情况，最后并不是谁替代了谁，而是大家需求同时增加被消化，所以我们认为水果的替代，需求分析其实更多还是要考虑居民人均收入增长的速度，而且还得是真实的情况。这两年居民杠杆率大增，经济疲软，失业增加、就业难、宏观悲观预期等负面情况就不多说了，确实是真实的情况，这个可能才是影响水果或者说苹果消费的本源，对苹果高点的抑制是显著的。

4. 苹果期货交易逻辑

这一年的期货运行中，多空双方的博弈是全方面立体的，苹果基本面相对简单，交易逻辑的演化对期货行情产生重大影响。

4.1 现货交易逻辑—去库存进度

现货是苹果期货交易的本源，现货去库存速度快，现货上涨，期货上涨，反之期货受到抑制，后面的任何逻辑都要基于这个逻辑基础上，每周跟踪库存和现货数据可知。

当前期现价差合理，80 一二级带量涨跌将直接引导期货走势。

4.2 交割成本

交割成本构成：收购价，代办费，冷藏费，优果率，残果价，分拣费，资金成本，税费，交割费用。

库存还是消费，2019 苹果上演冰与火之歌 2018. 12

现在就有一个问题了，4 元收购的一二级苹果现货值 5 元，算成本是按 4 元算还是 5 元算。从经济学上算，肯定是应该按 5 元的市价做成本，这就回到上面的交割成本计算了，按 5 元算和 4 元算成本的差距是明显的，如下图所示，直接影响交割意愿的判断。

图 12：苹果交割成本

	收果价	代办费	优果率	残果价	残果率	冷藏费	出库分拣费	车板费	每月资金成本(8%)	税费	1901车板价格
期现公司成本	4	0.2	80%	3.3	20%	0.2	0.15	0.025	0.04	0.15	10130
贸易商成本	5	0	80%	3.3	20%	0	0.15	0.025	0.04	0.15	11650

资料来源：一德生鲜品事业部

回到现实，今年 10 月收购期的现象是期现公司参与苹果现货收购，收购量大概 3-4 万吨左右，这批公司不具备现货处理能力，在计算期现套时按照 4 元成本计算原料，打残按现价计算，所以成本相当低，有相当大的抛盘面动能。现货商则是按 5 元成本计算，所以期货价格相对诱惑力不大，参与积极性低，罕有贸易商参与交货。

贸易商如果调 5 元货走市场较为确定的有 3 毛左右毛利，那么期货交割如果低于 3 毛交割意愿是不足的，按当前价格算 $11650+600=12250$ ，交割月低于这个价格没有贸易商大量参与。可交割量就是期现公司收购的这批货。

4.3 可交割量

对交货主体分析得知，10-12 过去交割价对期现公司是合适且有盈利的，剩余可交割量还很充足，按理说 1 月作为主力合约会继续大量交割，但大概率会低于预期。这就不得不提到限仓制度。

苹果限仓制度造成法人户交割月持仓 10 手限制，和可交割量完全不成正比，也和市场资金量不成正比，因此多空各家公司纷纷申请套保额度，结果，郑商所在套期保值审核中发现某果品公司疑似使用虚假材料申请套期保值额度，给予取消其套期保值申请资格 3 个月。经证实，是申请的买入套期保值额度。但同时也对套保审批加强管控，截止 12 月 15 日，买保 680 手，卖保 840 手额度，而 01 保值额度已经截止，所以额度创下新低，一个主力合约只有 840 手卖保。其他法人户如果交割也只能区区 10 手，那么 01 允许交割量最多只有 1 万吨左右，低于可交割量，无论溢价 0 还是 1000, 2000 可交割量都已经确定，这在任何一个品种里都是很危险的。

上文也提到可交割苹果都在期现公司手上，而货源多集中在某几个交割库，每名工人一天分拣量最大 1.5 吨，分拣的碰压伤短期不显长期会出现，所以如何在单月完成 1 万吨的分拣是个难题，最后很可能结果是交割量低于 1 万吨，只有 6000-8000 吨。再加上今年苹果质量问题，长期存储带来的风险对期现公司是难以接受的，是否剩余未交割量继续抛在 03 和 05 也不好说。

其实到这里发现，空头是明牌出战，多头当然也是明牌对垒，因种种原因所致，多头需要更多的法人户去承接货源才可，但现在多头也远不如当初强势，最终苹果交割鹿死谁手还未可知。

5. 苹果期货行情展望

2018-19 产季已进入下半场，减产带来的低库存，高价导致的低消费，这场冰与火之歌何去何从现在都只能是猜测，只能根据行情发展的逻辑和两种可能性推演最终的走向。

重要时间点：

1. 农历腊月消费、库存、价格。
2. 正月十五后去库存速度。
3. 清明前后消费、库存、价格。

推演：

乐观：如果去库存进度不慢，现货很可能在正月十五后这个节点出现价格持续上涨，4 月 80 一二级现货产地出货价上涨至 6 元左右。05 期货目标可达 13500 附近。

悲观：如果去库存进度偏慢，现货甚至会在清明前后受时间受应季水果逐步上市等因素出现落价去库存的情况，80 一二级现货产地出货价在 5-5.5 遇到阻力，回落至 5 甚至以下，预期走弱，05 期货有可能回落至 11000 附近。

最终由于库存总量低，不论是前期边去边涨还是后期跌价去库存，最终 7、8 月 80 一二级都有可能抵达 6 元甚至更高位置。

行情建议：对现货保持谨慎乐观态度，05 合约 11000-300 仍有买入价值，12300 之上在现货没有真正启动前有阻力，区间震荡对待，等待重要时间点的选择。

期现建议：01 由于以上分析原因，仓单交割量可能大于 50%，结合种种分析，11300 之下具备买入 01 接货抢仓单的价值，等待 05 在春节旺季的反弹，在 12100-300 抛出，按 8% 利息理论转抛每吨仓单成本 360 元，盈利预期 440-640 元。若风险暴露，接车板不能转抛或者期货下跌没能保值成功，接货价值可按 80 一二级现货价格计算，每吨最大亏损 1300 元。考虑仓单交割量预测，建议 01 买入不超过 1000 吨可降低风险。

免责声明

- 本研究报告由一德期货有限公司（以下简称“一德期货”）向其服务对象提供，无意针对或打算违反任何国家、地区或其它法律管辖区域内的法律法规。未经一德期货事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式引用、转载、发送、传播或复制本报告。本研究报告属于机密材料，其所载的全部内容仅提供给服务对象做参考之用，并不构成对服务对象的决策建议。一德期货不会视本报告服务对象以外的任何接收人为其服务对象。如果接收人并非一德期货关于本报告的服务对象，请及时退回并删除。
- 一德期货认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是一德期货在发表本报告当时的判断，一德期货可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知服务对象。一德期货也不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于服务对象。服务对象不应单纯依靠本报告而取代自身的独立判断。一德期货不对因使用本报告的材料而导致的损失负任何责任。



总部：天津市和平区解放北路188号信达广场16层 • 022-58298788 • 300042

北京北三环东路营业部 100013

北京市东城区北三环东路36号环球贸易中心E座7层702-703
Tel: 010-8831 2088

上海营业部 200063

上海市普陀区中山北路2550号1604-1608室
Tel: 021-6257 3180

天津营业部 300021

天津市和平区南马路11号、13号-2352、2353-1号（和平创新大厦A座25楼2352、2353-1号）
Tel: 022-2813 9206

天津滨海新区营业部 300457

天津市经济技术开发区第二大街泰达MSD-G1座3A层10室
Tel: 022-5982 0932

天津津滨大道营业部 300161

天津市河东区上杭路街道津滨大道53号B座2301
Tel: 022-5822 0902

天津解放北路营业部 300042

天津市和平区小白楼街大沽北路与徐州道交口万通中心8层（802-804）
Tel: 022-2330 3538

郑州营业部 450008

河南省郑州市金水区未来大道69号未来大厦803-805室
Tel: 0371-6561 2079

大连营业部 116023

辽宁省大连市沙河口区会展路129号大连国际金融中心A座大连期货大厦2303、2310号房间
Tel: 0411-8480 6701

淄博营业部 255000

山东省淄博市高新区柳泉路125号先进陶瓷产业创新园A座806、807房间
Tel: 0533-358 6709

宁波营业部 315040

浙江省宁波市江东区彩虹北路48号波特曼大厦8-7号
Tel: 0574-8795 1915

唐山营业部 063000

河北省唐山市路北区翔云道唐山金融中心金融大厦2号楼905室
Tel: 0315-578 5511

烟台营业部 264006

山东省烟台市经济技术开发区长江路177号501室
Tel: 0535-216 3353/216 9678