

蛋鸡仍处在继续去产能的路上

傅博

·从业资格编号 F3071993

·投资咨询编号 Z0015291

内容提要

鸡蛋三季度整体上是多头预期不断被证伪，旺季不旺，现货带动期货向现实回归的行情。7月份由于2月蛋鸡苗补栏断档供应环比大幅收缩，以及下游集中补库的带动下期现货提前大幅上涨，但好景不长8月在冷库蛋冲击之下叠加整体消费疲弱期货出现大幅回落，步入9月份受中秋节消费转好提振，现货一度出现反弹，但整体力度远不及往年，现货高点亦在4块/斤以下，近月期价不断挤压过高升水，随后远月期价跟随玉米及豆粕出现反弹。当前近月期价绝对价格偏低，远月期价升水偏高，尤其是01及05合约基差处于历史同期低位，主要源于市场对于中秋节后集中淘汰老鸡的预期，叠加玉米、豆粕价格大幅上涨，远期养殖利润大幅低于历史同期水平。01合约绝对价格偏低，升水偏高再次成为市场主要分歧，在猪价处在下行周期的背景下，我们需要注意以下几点：

1、生猪养殖恢复猪价下行施压整个动物蛋白的大背景。目前来看，生猪存栏的恢复趋势已经形成，存栏同比转正已早于市场预期，整体存栏恢复至猪瘟前水平，可能只是时间问题，生猪存栏的恢复势必会带动养殖利润走弱，间接的促进禽类去产能。

2、从蛋鸡产业自身而言，本轮蛋鸡周期盈利时间太久，过往在不发生禽流感疫情的情况下，蛋鸡持续盈利的时间一般不超过2年，本轮鸡周期在2017年7月份后扭亏为盈，在2019年上半年本来走到盈利周期末端的时候，恰逢史无前例的非洲猪瘟，让盈利周期大幅延长，因此去产能周期亦或相应拉长。

3、四季度的几个合约来看，期现货绝对价格同比偏低，尤其是近月期价参考2016年现货低点3元/斤，向下空间十分有限。同时，鸡蛋现货价格一般下半年整体好于上半年，2011合约甚至有进一步反弹的可能性。而远月合约来看，一方面受饲料成本抬高支撑，但另一面从生猪带动养殖大环境走弱来看，中期来看期价有进一步向养殖成本靠近的可能性。

操作建议： 短期逢低做多近月，中期反弹抛空远月。

风险提示： 新冠疫情二次复发、饲料原料成本。

请务必仔细阅读正文之后的声明

一、蛋鸡基本面情况

1、蛋鸡存栏量的推测

六月份由于养殖亏损严重及传统补栏淡季影响，补栏量上见底，进入三季度后受旺季预期提振，养殖户补栏环比有所增加，但同比仍然大幅下滑，根据卓创资讯数据显示，7月育雏鸡补栏量同比下降21.4%，环比下降0.9%，8月份育雏鸡补栏量同比下降8.5%，环比下降10.1%。我们把淘汰量放到同比偏高的水平测算4个月后的存栏量发现，本年度10月份的存栏同比略低于2019年，但仍比2017年高1.07%。11月份存栏量同比高于2019年0.24%，高于2017年2.28%。四季度在产存栏压力仍然不小。

图 1. 育雏鸡补栏量

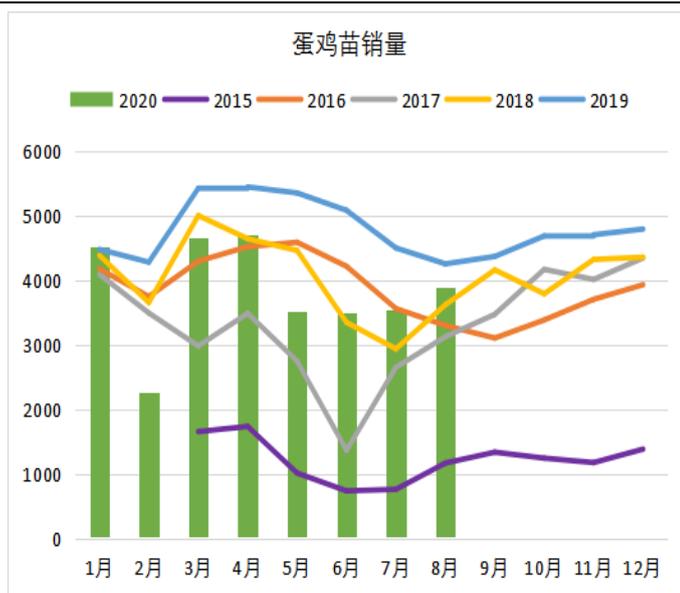
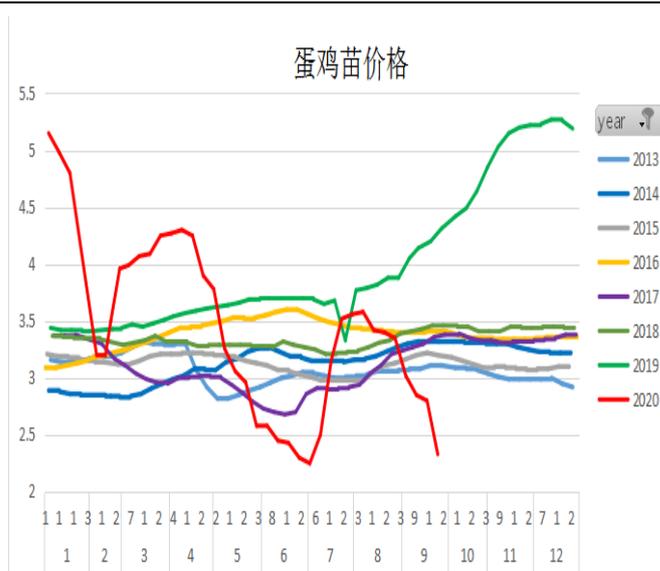
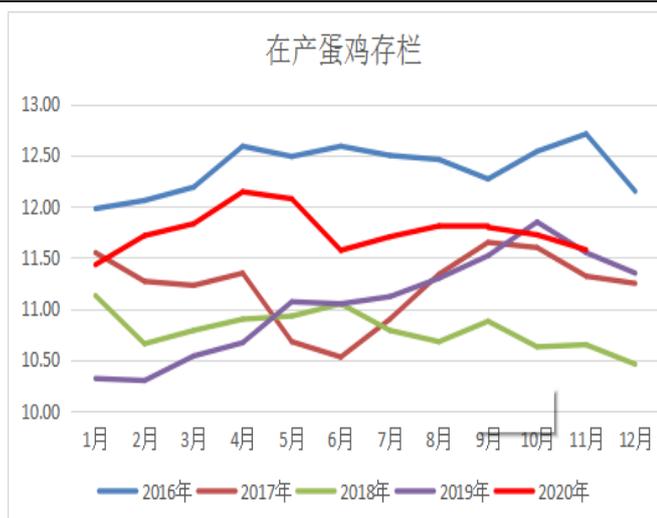


图 2. 蛋鸡鸡苗价格



数据来源：博亚和讯、卓创资讯、金信期货研究院

图 3：全国蛋鸡存栏量及推测



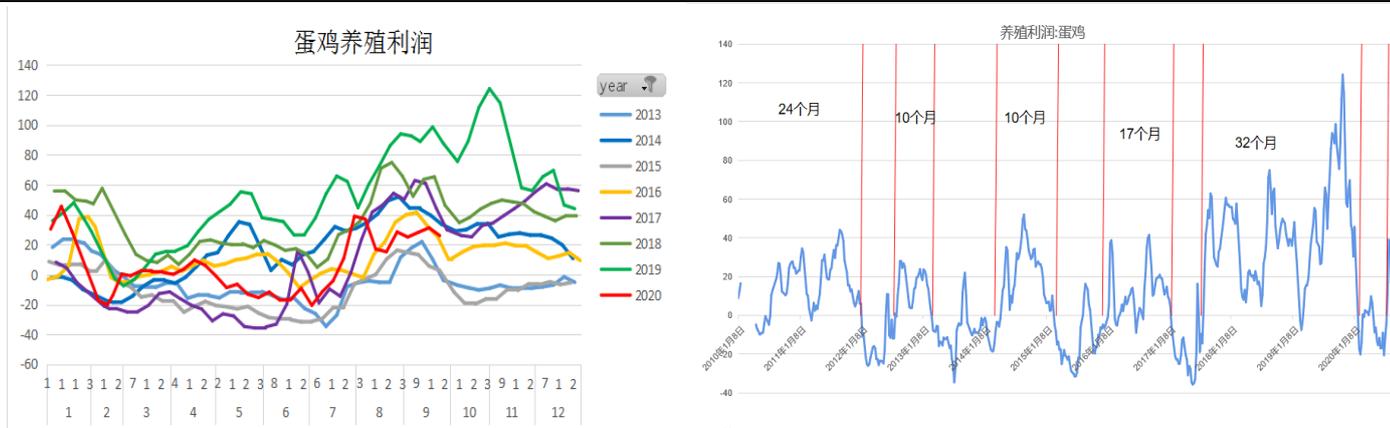
	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	同比2019	同比2018	同比2017
1月	11.98	11.55	11.13	10.32	11.43	10.78%	2.72%	-1.01%
2月	12.06	11.27	10.66	10.30	11.72	13.75%	9.91%	3.96%
3月	12.19	11.23	10.79	10.54	11.83	12.26%	9.66%	5.36%
4月	12.59	11.35	10.90	10.67	12.14	13.82%	11.42%	7.00%
5月	12.49	10.68	10.93	11.07	12.08	9.09%	10.49%	13.08%
6月	12.59	10.53	11.05	11.05	11.57	4.73%	4.73%	9.91%
7月	12.50	10.90	10.79	11.12	11.71	5.26%	8.48%	7.39%
8月	12.46	11.34	10.68	11.30	11.81	4.52%	10.59%	4.15%
9月	12.27	11.65	10.88	11.52	11.80	2.40%	8.43%	1.26%
10月	12.54	11.60	10.63	11.85	11.72	-1.06%	10.29%	1.07%
11月	12.71	11.32	10.65	11.55	11.58	0.24%	8.71%	2.28%
12月	12.15	11.25	10.46	11.35				

数据来源：农业农村部、金信期货研究院

2、蛋鸡养殖的利润情况

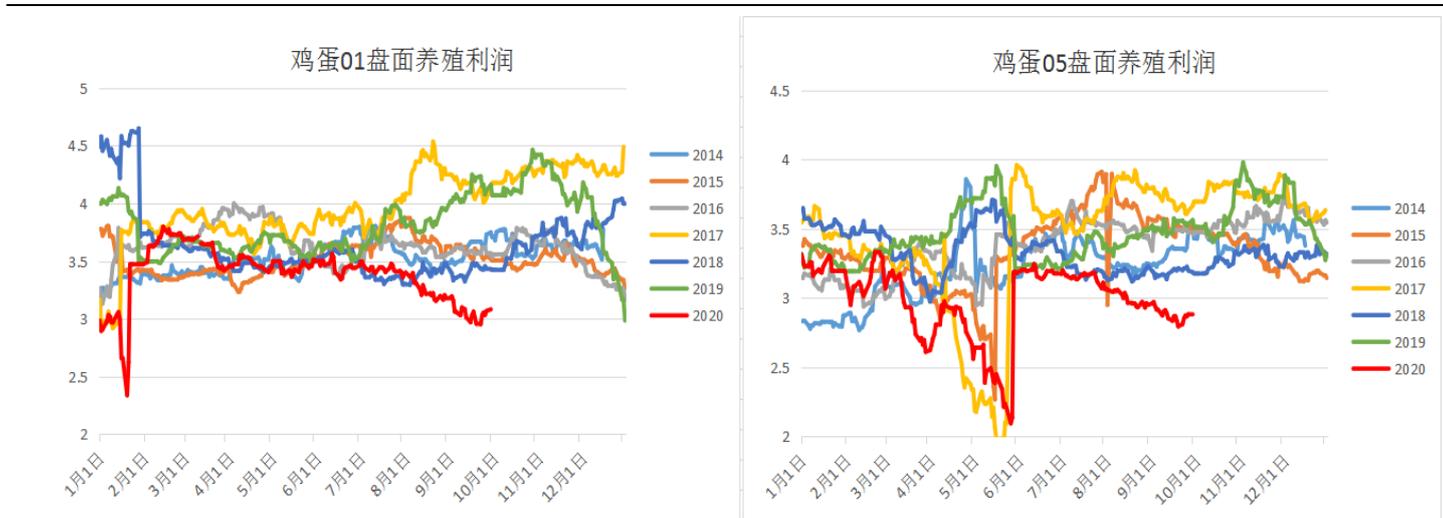
蛋鸡养殖具有很强的周期性，一般为三年一个周期，我们对过往蛋鸡盈利的时间统计发现，在过去十年的时间里，过往在不发生禽流感疫情的情况下，蛋鸡持续盈利的时间一般不超过 12 个月，本轮鸡周期在 2017 年 7 月份后扭亏为盈，在 2019 年上半年本来走到盈利周期末端的时候，恰逢史无前例的非洲猪瘟，让盈利周期大幅延长，截止上半年蛋鸡已持续盈利 32 个月，养殖单位在经历长时间的超额盈利后，抗风险能力大幅增加。而上半年在经历 5、6 月份短暂亏损后，7 月份开始再次转为盈利，前期亏损幅度也不及 2017 年。而从盘面的养殖利润同比来看，目前已经处在历史偏低位置，这也是当前支撑鸡蛋期价的主要因素。

图 4：蛋鸡养殖利润及盈利时间



数据来源：博亚和讯、金信期货研究院

图 5：蛋鸡盘面养殖利润

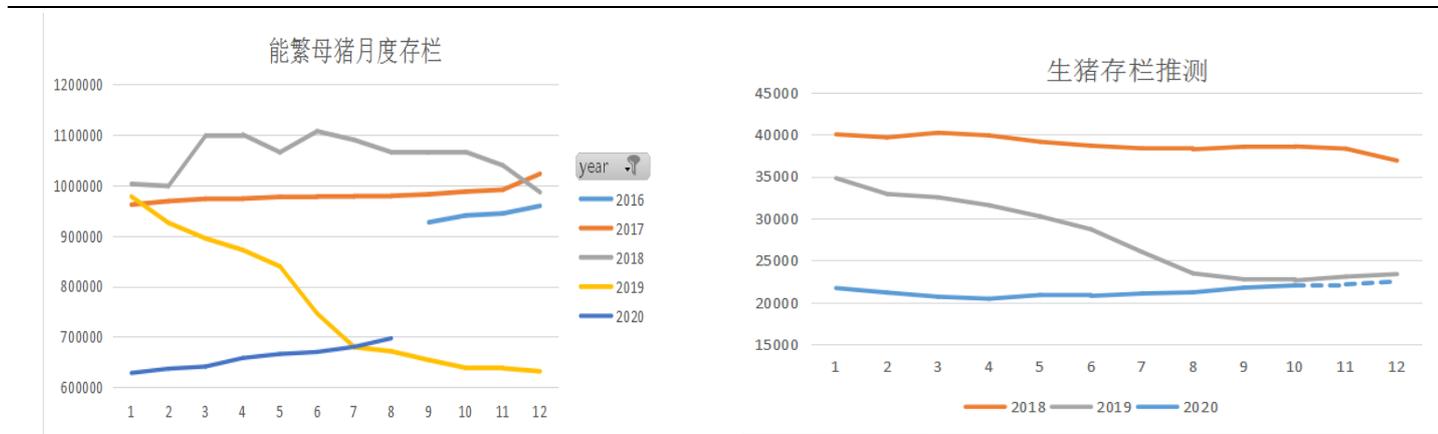


数据来源：文华财经、金信期货研究院

3、生猪存栏恢复，猪价或进入下行周期

生猪本年度存栏恢复的趋势已经形成。根据农业农村部检测，7月份能繁母猪存栏已经转正，1月份后商品猪存栏有望同比转正，到本年度底生猪产能有望恢复至非洲猪瘟前的60%以上，三元母猪转能繁高峰期发生在去年四季度，带来仔猪出栏增量将在6月份集中体现，加上5个月育肥时间，下半年8-11月商品猪出栏量预计也会出现明显增量，而存栏恢复势必会带动猪价继续回落，最终

图 5：能繁母猪及生猪存栏推测



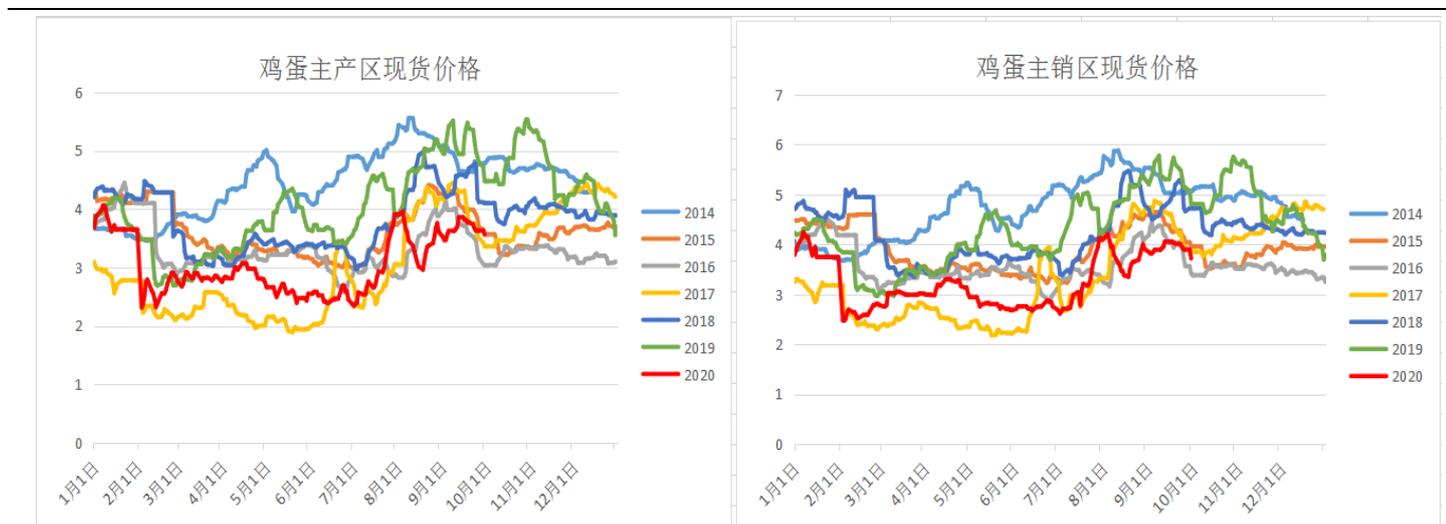
数据来源：农业农村部、金信期货研究院

通过肉鸡向蛋鸡传导，届时生猪价格对蛋价的边际支撑作用将会大大减弱。

4、鸡蛋下半年消费一般会好于上半年

鸡蛋的消费具有很强的季节性，尤其是下半年的节假日较多，一般消费会好于上半年。中秋节是一年中鸡蛋消费的峰值，本年度中秋节旺季不旺，也是最近七年唯一一年在旺季现货没有触碰到 4 块/斤的年份，节后是否会出现淡季不淡的情况值得关注，我们参考 2016 年下半年现货低点 3 块/斤，而本年度存栏低于 2016 年，猪价肉价等边际变量亦高于 2016 年，尤其是饲料成本显著高于那年，因此，对于近月合约而言 3300 点仍将是很强的支撑位置。

图 6：鸡蛋现货价格的季节性变化



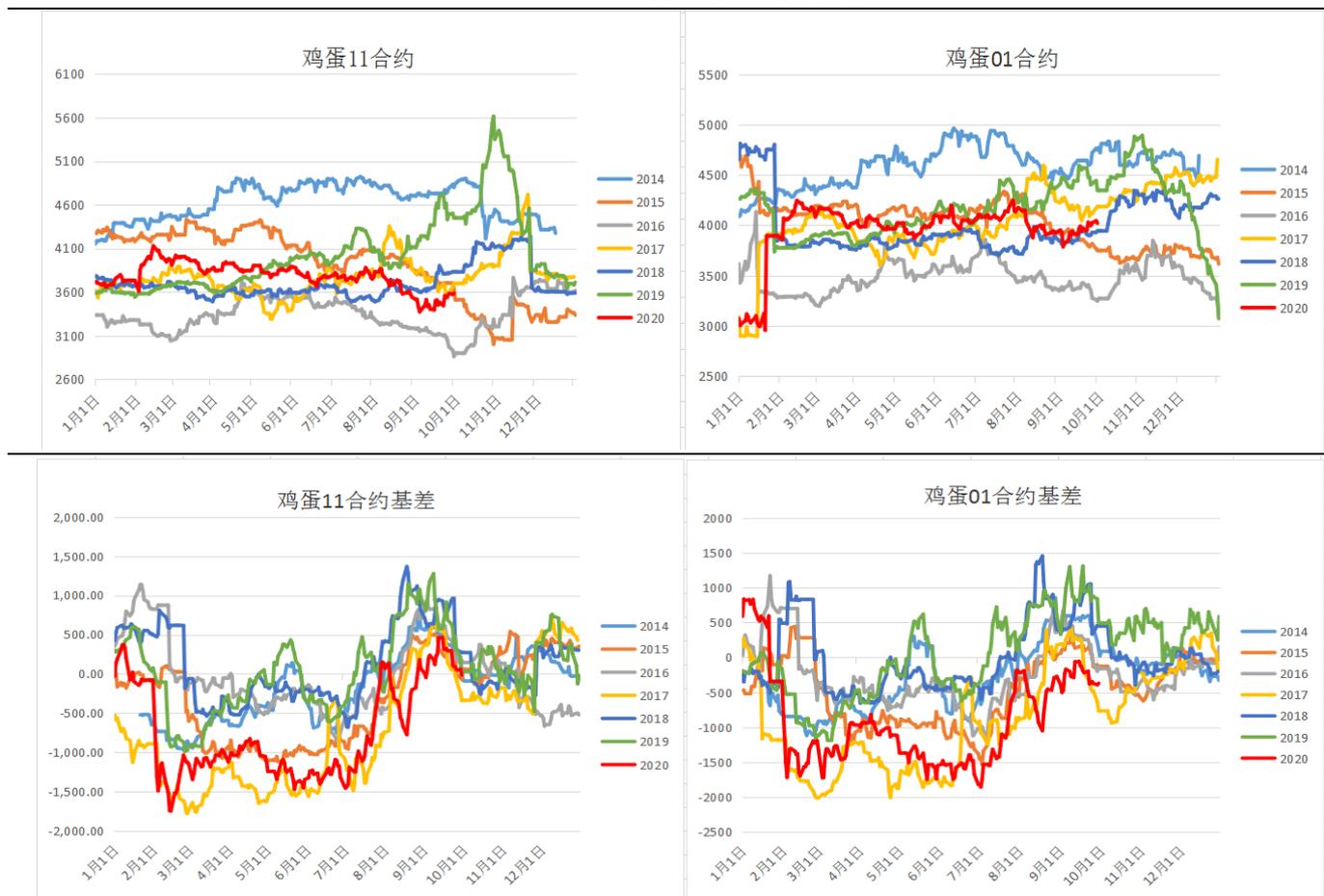
数据来源：博亚和讯、金信期货研究院

二、蛋鸡期货价格及基差

1、近月合约绝对价格偏低，远月期价升水偏高

从绝对价格来看目前 11 合约已经低于历史均值区间，倘若 10 月份淘鸡集中出栏一波，现货季节性反弹，近月合约可能跟随走强，但高度预计受制于整体存栏亦比较有限，01 合约目前绝对价格参考往年较为合理，但是偏高的升水如同前面几个合约一样，仍是市场当前的主要分歧所在，但从养殖周期来看，存在很大高估的可能性，只是受饲料成本支撑缘故，低点或高于前面几个合约。

图 7：鸡蛋期货价格及基差

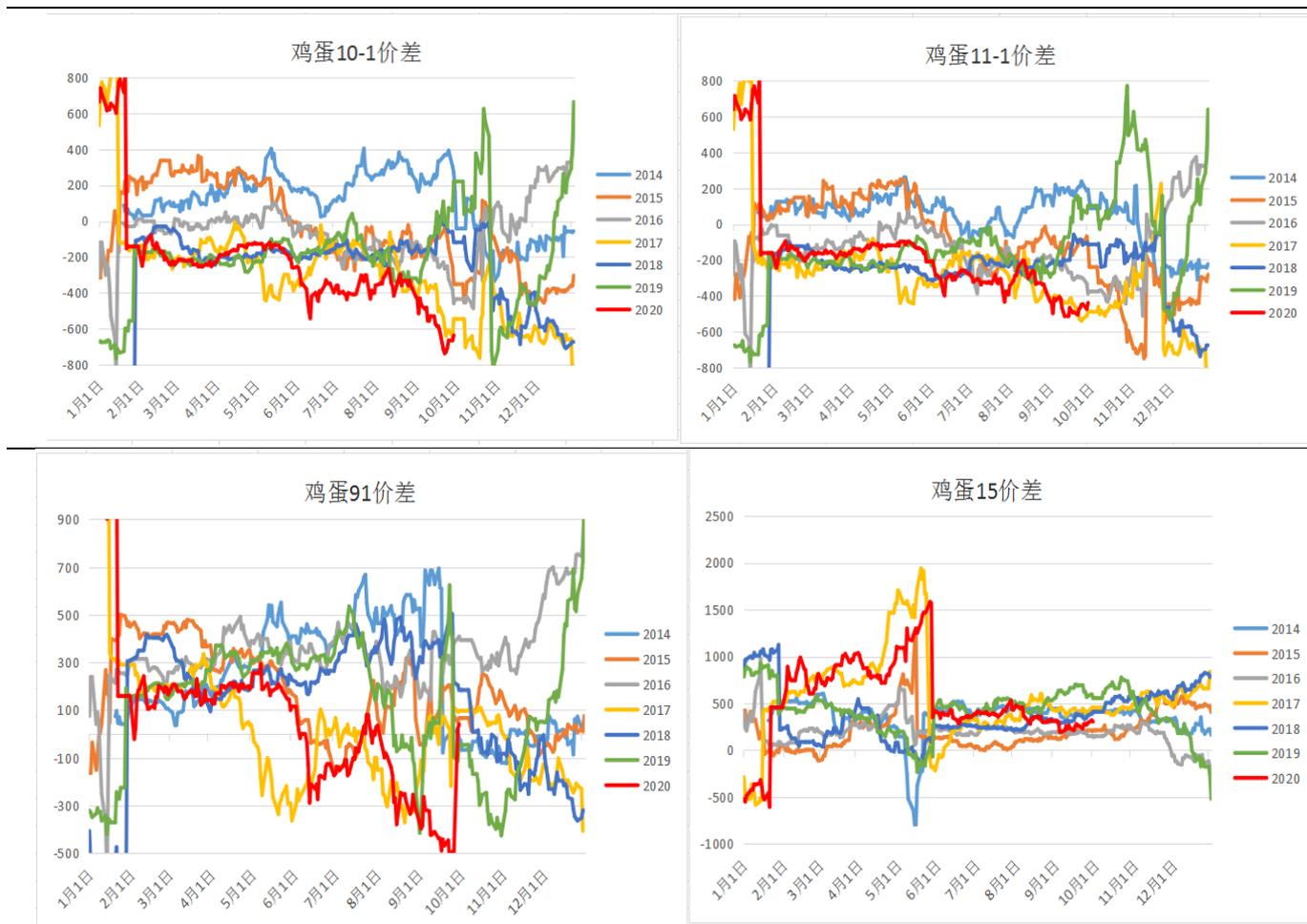


数据来源：文华财经、博亚和讯、金信期货研究院

2、鸡蛋期价月间价差

鸡蛋期价三季度持续表现为近弱远强，弱基本面强预期。79、89、10-01 价差都创出历史最低值，近月受现货拖累，远月给出偏强预期，11 月份后随着现货开始季节性反弹，近月月差或有走强收窄。

图 8：鸡蛋期货月间价差



数据来源：文华财经、金信期货研究院

三、 总结及策略展望

宏观上来看，外部环境生猪价格回落向整个动物蛋白价格传导，对蛋价的边际支撑作用转弱，同时鸡蛋自身供应压力大的问题仍在解决，蛋鸡仍处在去产能的路上，在内生和外生因素的共同作用下，尤其是在远月升水的情况下矛盾在逐步积累。

短期来看中秋节旺季备货不足，中下游库存偏低。在 10 月份供应上迎来一波集中淘汰的预期下，阶段性供需都有环比转好的可能性，现货有进一步反弹的条件。

远月来看，我们重点阐述的是蛋鸡供应偏大和生猪养殖恢复的一个相对较长的逻辑，而当前期价如我们前期预测已经实现了较大跌幅，当然由于本年度饲料成本不断抬升，尤其是玉米价格较前期出现较大幅度的上涨，而玉米又是养殖的主要原料，对

整个养殖成本的推升亦比较明显，因此下半年 3300 附近的养殖成本仍然可能是相对较强的支撑。

操作上，短期现货反弹后可能带动近月期价出现反弹，但高度预计有限，轻仓持有近月多单，或持有买 11 空 01 套利操作，中长期来看，等到本轮现货反弹结束 4100 点以上再次择机做空 01 合约。

重要声明

分析师承诺

本人以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

1. 本报告发布的信息均来源于第三方信息提供商或其他已公开信息，但金信期货对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

2. 本报告的观点、见解及分析方法，仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告，并不代表金信期货或其附属机构的立场。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达的意见并不构成对任何人的投资建议，投资者据此投资，风险自担，金信期货不对因使用本报告信息、建议、观点而引致的损失承担任何责任。

3. 本报告旨在与金信期货特定客户及其他专业人士交流信息，分享研究成果，版权归金信期货所有，未经金信期货书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制，修改。如引用、刊发，需注明出处为“金信期货”。

4. 金信期货研究院提醒广大投资者：期市有风险 入市需谨慎！