

2020年01月06日

Experts of financial
derivatives pricing
衍生品定价专家

金信期货研究院

投资咨询业务资格

湘证监机构字[2017]1号

傅博

从业资格编号 F3071993

投资咨询编号 Z0015291

生猪期货上市首日交易策略建议

内容提要

1月8日生猪期货将正式在大连商品交易所上市交易，首批上市合约为LH2109、LH2111、LH2201（2021年9月、11月和2022年1月三个合约）。目前市场预期的上市基准价为25000元/吨。

我们认为生猪的产能处于持续恢复当中，按照农业农村部 and 统计局的数据，预计产能恢复到80-85%；随着产能的持续恢复，预计生猪价格将出现趋势性的回落，中长期来看，生猪期货价格看BACK结构。

参考价格的历史情况，每年的2-4月和10月较弱，7、8月和12月较强。从成本角度考虑，2021年上半年22000元/吨左右的支撑较强。目前河南的生猪出厂价为36400元/吨，比25000元/吨升水31%。

所以，开市首日，我们建议买LH2109,空LH2111。

风险提示

新冠疫情对经济和消费的负面影响
生猪产能恢复过程中的不确定性

请务必仔细阅读正文之后的声明

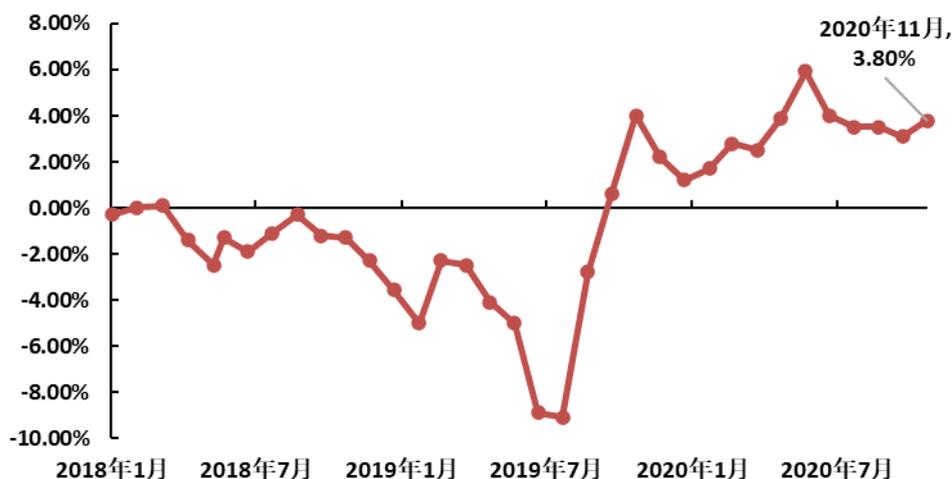


一、基本面分析

1、供需分析

农业农村部畜牧兽医局在 2020 年 12 月 15 日举行的生猪生产形势新闻通气会上表示，截至 2020 年 11 月末，全国能繁母猪存栏已连续 14 个月增长，生猪存栏已连续 10 个月增长。生猪产能处于持续恢复当中。

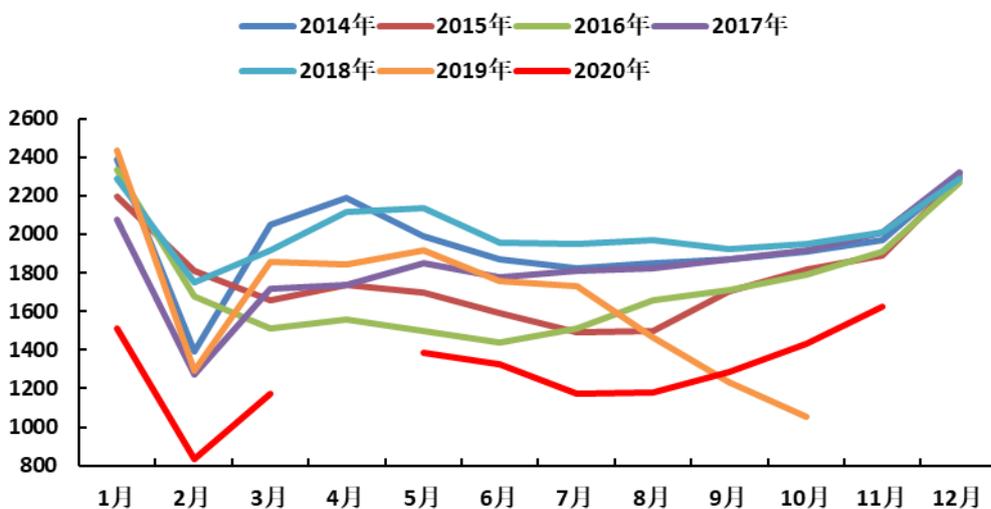
图 1：能繁母猪存栏环比变化



资料来源：农业农村部，金信期货研究院

商务部的生猪定点屠宰企业屠宰量数据显示，2020 年的月均屠宰量较 2014-2018 年的均值下降 30%左右，10 月和 11 月的屠宰量较 2014-2018 年的平均水平仍低 20%左右。从一个侧面反映出目前的生猪产能仍然没有恢复到非洲猪瘟疫情前的水平。

图 2：生猪定点屠宰企业屠宰量（万头）

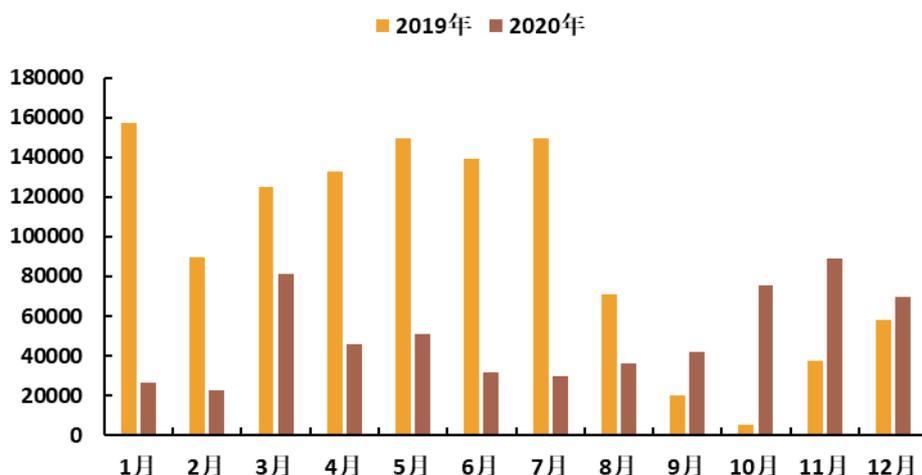


资料来源：农业农村部，金信期货研究院

如果按照农业农村部的月度环比数据推算，截至 2020 年 11 月底，能繁母猪产能为 2017 年底的 85%左右，考虑到目前的能繁母猪中有近 4 成的三元母猪，生产指标较非瘟疫情前要低，85%的生猪产能恢复数据和屠宰量达到非瘟前 80%的数据基本吻合。

农业农村部畜牧兽医局的数据显示，2020 年 9-12 月，淘汰母猪的屠宰量较 2019 年同期增 130%，在一定程度上反映出母猪短缺有所缓和，结合调研了解到的情况，淘汰母猪屠宰增多和养殖企业开始逐步替换三元母猪有关，这将提高养殖企业的生产指标，有利于生猪产能的恢复加速。

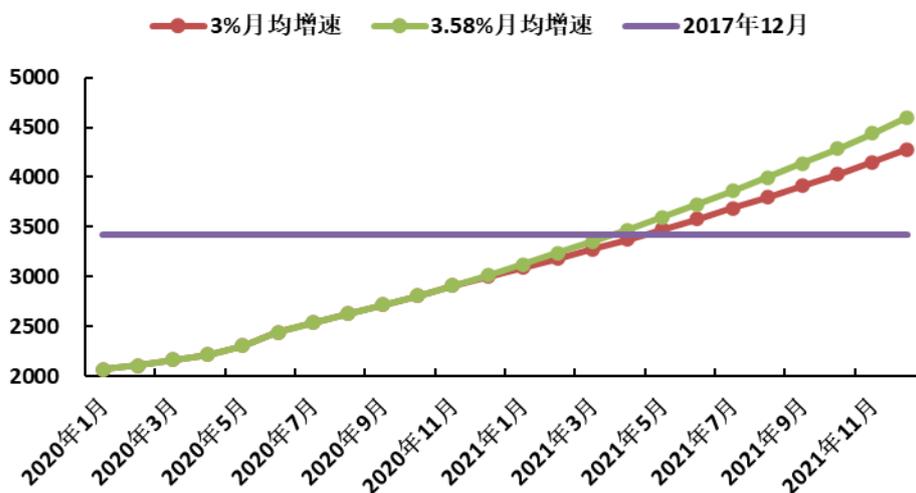
图 3：淘汰母猪屠宰量（头）



资料来源：农业农村部，金信期货研究院

根据农业农村部的数据，2020 年上半年，能繁母猪的月均增速为 3%，如果 2021 年维持这个增速，则 2021 年 5 月份，能繁母猪产能将恢复到 2017 年 12 月的水平；2020 年下半年能繁母猪的月均增速为 3.58%，据此计算，到 2021 年 4 月能繁母猪产能就能恢复到 2017 年 12 月的水平，不过考虑到目前能繁母猪中有 40%是三元母猪，母猪的生产效率只有正常的 91%左右，生猪产能的恢复将推迟到 7 月和 8 月。

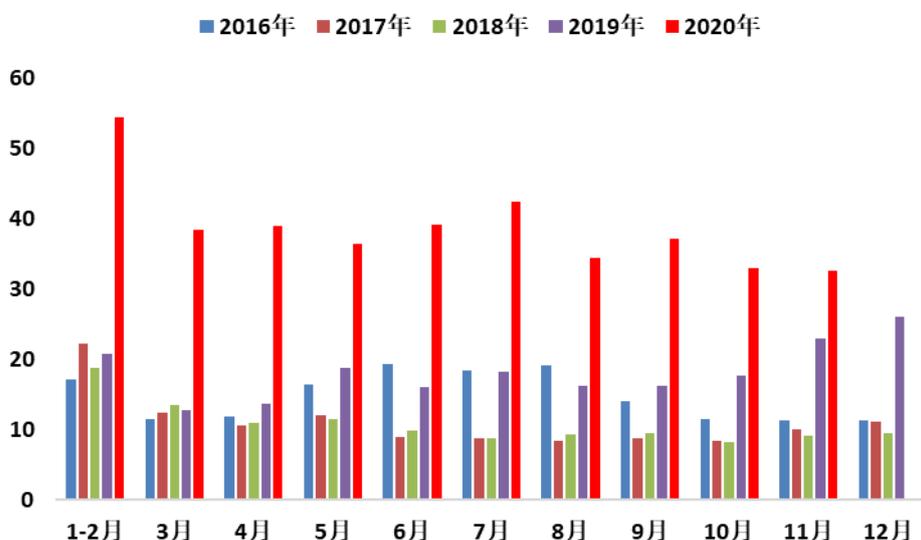
图 4：能繁母猪产能预测（万头）



资料来源：农业农村部，金信期货研究院

根据统计局数据显示，截至 2020 年 3 季度，国内猪肉产量 2838 万吨，比 2019 年同期减少 273 万吨，比 2015-2018 年同期均值少 931.5 万吨。2020 年的猪肉供应依靠进口和储备肉投放来补充。2020 年国家储备肉投放 67 万吨，比 2019 年增加 49 万吨，不过由于储备库存已经不多，2021 年上半年储备肉的投放预计将减少；2020 年 1-11 月共进口猪肉 387 万吨，同比增加 214 万吨，进口肉占到国内猪肉总供应量的近 10%，进口猪肉的节奏对生猪价格的影响较大，近期由于国外新冠疫情形势严重，冷链产品多次发现新冠检测阳性，这导致进口肉的清关时间延长，也是导致猪价上涨的原因之一。据了解，现在清关时间正在逐渐恢复正常，但是进口企业需要三证一码齐全才能清关，预计随着气温的升高，进口卸港速度会加快，预计 2021 年 4 月份以后进口对生猪价格的边际影响会加大。

图 5：猪肉月度进口量（万吨）



资料来源：海关总署，金信期货研究院

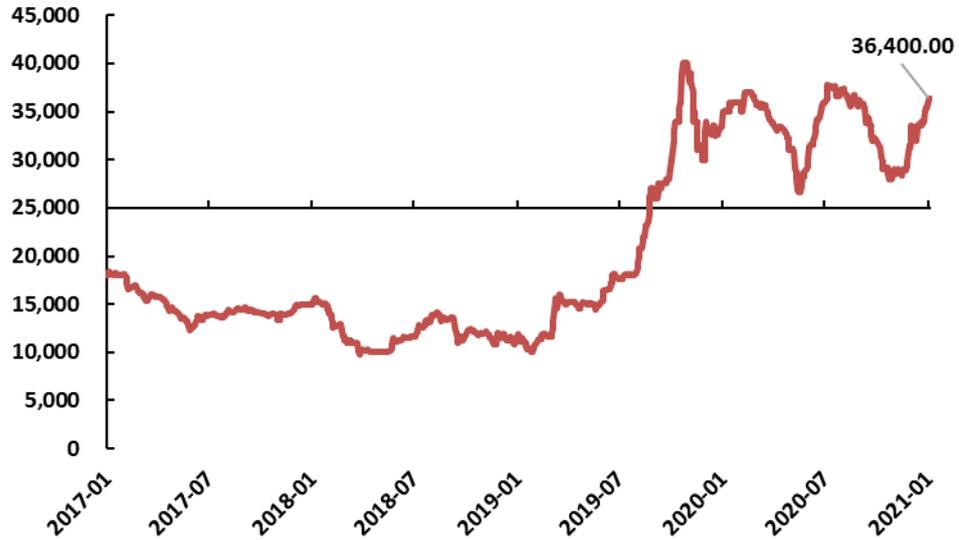
小结：如果没有重大的疫情爆发，预计 2021 年生猪产能将持续恢复，参考 2020 年的产能恢复速度，能繁母猪产能恢复到非洲猪瘟前的水平预计在 2021 年 4 月份以后，不过生猪产能的恢复可能要推迟到 7 月份以后。另外，需要关注进口猪肉对价格的影响。

2、价格分析

历史价格参考：

根据国家粮油信息中心的数据，2020 年，生猪价格有 2 次低谷，第一次发生在 5 月中下旬，第二次出现在 10 月底 11 月初。2020 年基准交割地河南的生猪出厂价最低价在 26600 元/吨。本周，河南的生猪出厂价在 36400 元/吨，如果开市基准价是 25000 元/吨，则贴水 31%，并且低于 2020 年河南的最低价。2019 年 9 月份以来，河南的生猪出厂价一直维持在 25000 元/吨以上，所以，只要生猪价格跌破 25000 元/吨，对 CPI 同比都将是下拉的作用。

图 6：河南生猪出厂价（元/吨）



资料来源：国家粮油信息中心，金信期货研究院

以主要消费地区四川为例，2012-2020 年的月度均价的环比表现来看，3 月份是环比下跌概率最高的月份，其次是 2 月、4 月、5 月和 10 月；8 月份是环比价格上涨概率最高的月份，其次是 7 月和 12 月。

图 7：四川生猪出厂价月度环比涨跌（红色上涨，绿色下跌）（元/吨）

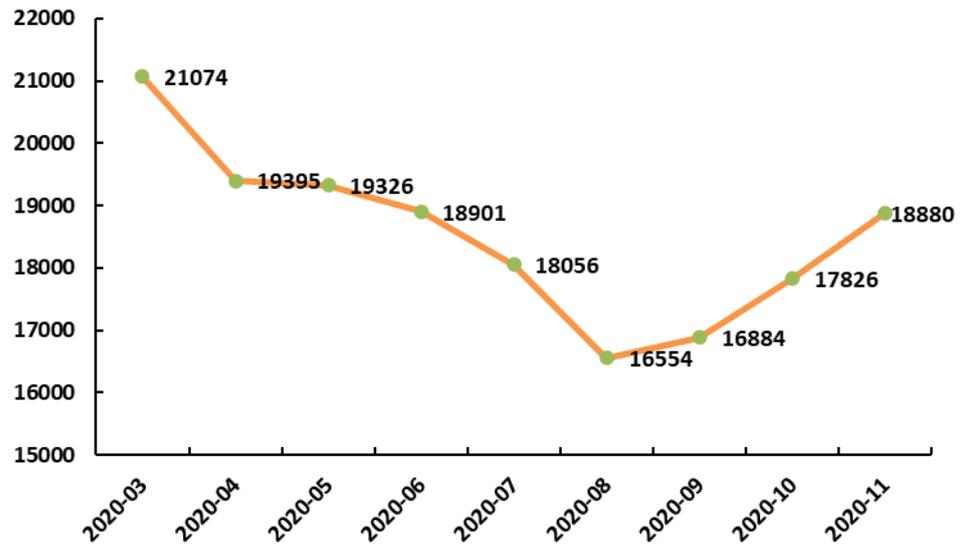
	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年
1月	304	1,820	-2,259	-107	1,324	389	-74	-1,467	932
2月	83	-201	-1,394	-747	644	-481	-1,537	-3,168	3,244
3月	-1,269	-2,600	-956	-526	994	-1,017	-1,899	1,715	-3,054
4月	-1,023	-892	-771	650	243	-1,217	-1,205	539	-1,964
5月	-518	-163	2,009	986	591	-1,494	-341	-696	-5,477
6月	-590	847	-222	1,083	-470	-998	747	-689	3,402
7月	-10	268	964	2,331	-1,643	224	1,058	289	4,669
8月	104	1,626	1,195	1,300	74	1,110	1,799	8,284	795
9月	231	332	532	-438	-282	590	1,233	7,734	-2,224
10月	37	-4	-896	-824	-1,628	-515	990	7,874	-5,616
11月	-68	39	-27	-773	403	19	846	-1,506	-45
12月	890	342	-574	346	551	737	1,973	-1,156	3,807

资料来源：国家粮油信息中心，金信期货研究院

成本收益分析：

2020 年猪肉供应有两个增项，一是进口猪肉大幅增加，进口肉占猪肉总供应量的 10%；另外一个则是生猪出栏体重增加，参考广东省的屠宰前体重数据，2020 年生猪的平均体重比 2016-2018 年高 6.15%，育肥这一块的增量也比较明显。所以，育肥成本和进口猪肉价格，将是 2021 年生猪价格的重要参考。根据海关数据显示，2020 年 3 月-11 月的进口猪肉单价，基本都在 20 元/公斤以下，换算到毛猪成本要到 14 元/公斤左右。

图 8：2020 年进口猪肉单价（元/吨）



资料来源：海关总署，金信期货研究院

育肥成本，分外购仔猪育肥和二次育肥，二次育肥主要看猪价走势，和成本的相关性较低，外购仔猪育肥则主要看成本。按照目前饲料单价 2600 元/吨，代养费 300 元/头，仔猪存活率 81% 计算，得到外购仔猪养到 120 公斤和 140 公斤的成本大约在 18-22 元/公斤左右。所以，从成本的角度来说，明年上半年猪价的支撑先看 22 元/公斤，我们调研了解到饲料成本大概占到养殖成本的 60% 左右，所以，养殖成本和饲料价格的相关性很大，我们认为明年上半年饲料价格大幅回落的可能性很低，也是我们认为育肥成本不太可能大幅下降的原因之一。

图 9：外购仔猪育肥成本估算

	15 公斤仔猪 购买价	饲料 单价 (元/ 吨)	疫 苗 兽 药 成 本	人 工 成 本	其 他 费 用 和 折 旧	除 饲 料 外 总 成 本	存 活 率	120 公 斤出 栏(元 /公 斤)	140 公 斤出 栏(元 /公 斤)
外购 仔猪 代养	1200	2600	50	300	60	1610	81%	22	20
外购 仔猪 自养	1200	2600	50	50	60	1360	81%	20	18

资料来源：金信期货研究院

小结：从历史价格走势来看，2-4 月和 10 月跌的概率大，7、8 月和 12 月涨的概率大。去年河南生猪出厂价最低点在 5 月和 10 月，最低价 26600 元/吨。从成本角度分析，假设饲料价格不大幅下降，18000-22000 元/吨是外购仔猪的育肥成本区域，在猪肉供应量还没有完全恢复之前，这个区域应该有较强支撑。

二、总结及操作建议

国内生猪产能在持续恢复，目前生猪产能恢复到 80%-85%左右，按照现在的增速，预计 2021 年 4 月份以后能繁母猪产能有望恢复到非瘟前，2021 年 7 月份以后生猪产能有望恢复到非瘟前。随着产能的持续恢复，预计生猪价格将出现趋势性的回落，中长期来看，生猪期货价格看 BACK 结构。

目前生猪价格较高，比市场预期的开市指导价升水 31%，按照价格的季节性特征，预计 1 月份价格仍然偏强，2-4 月份现货价格回落概率大，5-7 月份要看生猪供应量恢复到什么程度。从成本角度考虑，2021 年上半年，预计 22000 元/吨左右的支撑会比较强。

由于期现价差较大，且历史价格上 8 月强 10 月弱的特征比较明显，所以操作上建议多 LH2109,空 LH2111 的套利。

三、风险提示

新冠疫情对经济和消费的负面影响
生猪产能恢复过程中的不确定性

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”。