



2020年4月30日

Experts of financial
derivatives pricing
衍生品定价专家

优财研究院

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

反弹预期助长压栏 期价上涨动能透支

内容提要

生猪自繁自养的养殖利润仍然非常丰厚，生猪原有产能在恢复，2019年下半年以后新进入的产能也开始产出，生猪总产能维持良好的恢复势头，这决定了生猪价格中长期来看将回归正常化。目前非洲猪瘟疫情常态化，今年冬季北方再次遭受了变异的非瘟疫情的影响，产业内预期6-8月份的商品猪供应会有所断档，这支撑生猪期货价格，但是5-8月是消费淡季，而本次猪价下跌过程中二次育肥和冻品库存都增加，在这种情况下预计5-8月份猪肉供应不缺，猪肉价格上涨动力不足将限制生猪价格的反弹动能。

不过，宏观方面的影响值得注意，原材料价格的上涨非常明显，通胀的预期很强，对生猪价格可能存在不确定的影响。

综上，在生猪供应出现实质性短缺前，生猪价格预计维持弱势。生猪期货已经注入价格反弹的预期，现在大幅升水现货，我们认为下行风险大于上行风险，所以维持偏空思路。

操作建议

操作上，建议逢高做空为主，28000-29000有较强压力。

风险提示

通胀情绪升温、饲料价格剧烈波动、疫病的影响



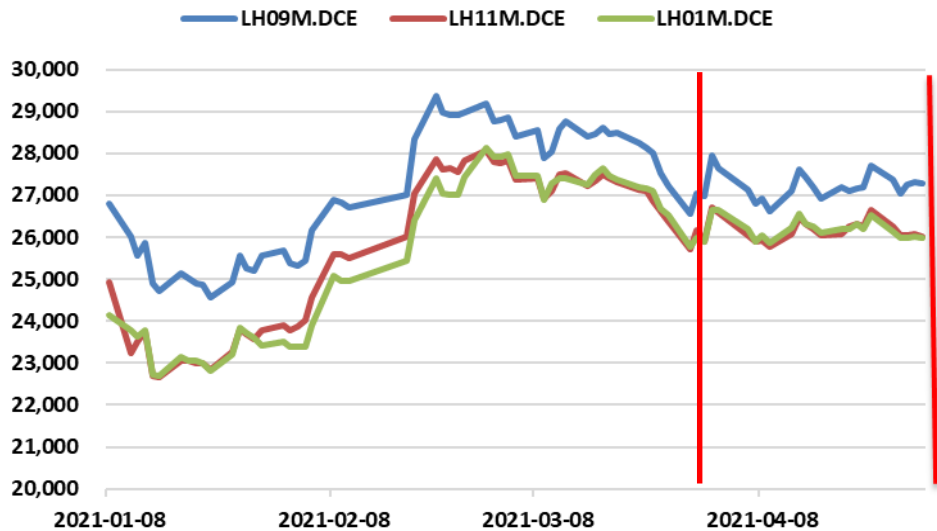
请务必仔细阅读正文之后的声明



一、 期货行情综述

4月份，生猪期货震荡走势，表现比现货强。生猪期货目前的最大问题是流动性不足。

图 1：生猪期货走势（元/吨）



资料来源：Wind，优财研究院

二、 现货行情概述

4月份，生猪现货价格先是在恐慌性抛售情况下跌至 20000 元/吨左右，然后快速反弹到 24000 元/吨附近，之后一路阴跌到月底。年初至今，生猪现货维持下跌势头。

图 2：2021 年河南省生猪现货价格（元/吨）



资料来源：国家粮油信息中心，优财研究院



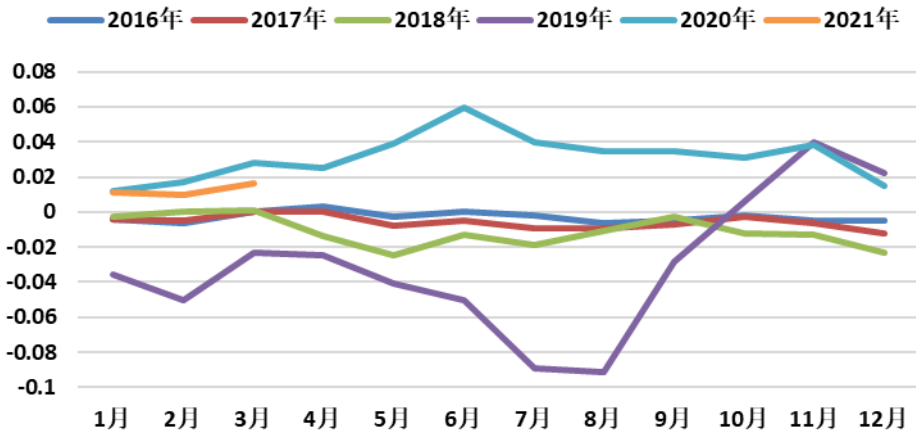
三、 核心逻辑

1、 供应：产能继续恢复

根据农业农村部的数据，一季度末全国生猪存栏 41595 万头，同比增加 9475 万头，同比增长 29.5%，比 2020 年底增长 2.3%，恢复到 2017 年末的 94.2%。

一季度末全国能繁殖母猪存栏 4318 万头，同比增加 937 万头，同比增 27.7%，比 2020 年末增长 3.8%，恢复到 2017 年年末的 96.6%。环比连续 18 个月增长。

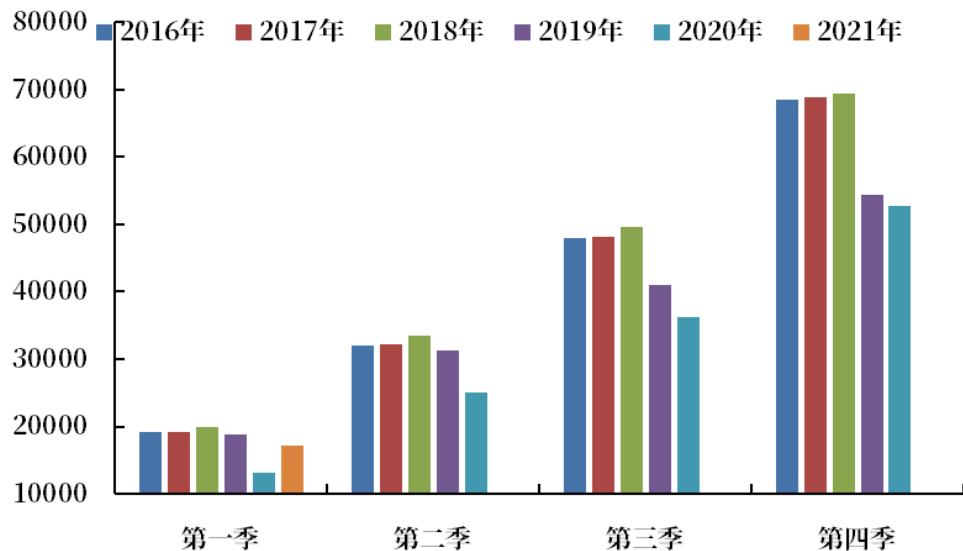
图 3：2016-至今能繁母猪存栏环比变化



资料来源：农业农村部，优财研究院

一季度，全国生猪出栏 17143 万头，同比增加 4015 万头，同比增长 30.6%。

图 4：2016-至今季度生猪出栏量（万头）

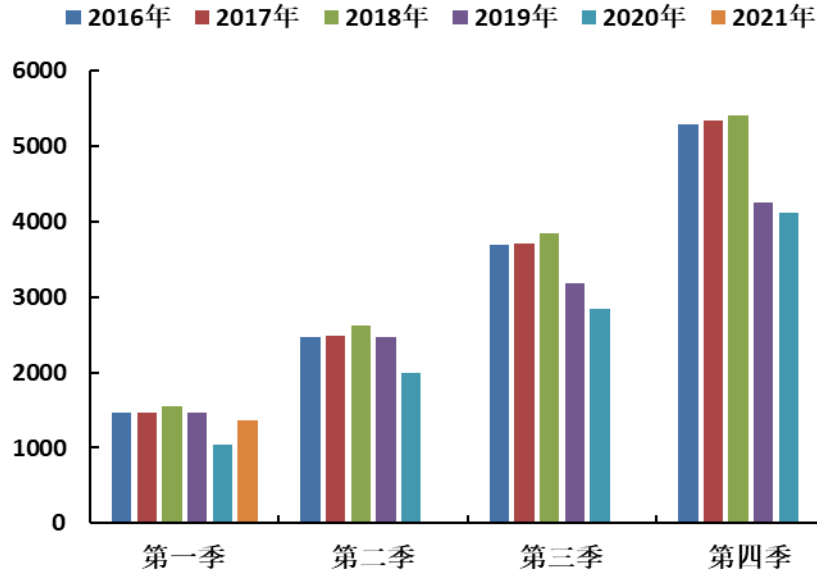


资料来源：农业农村部，优财研究院



一季度，猪肉产量 1369 万吨，同比增加 331 万吨，同比增长 31.9%。

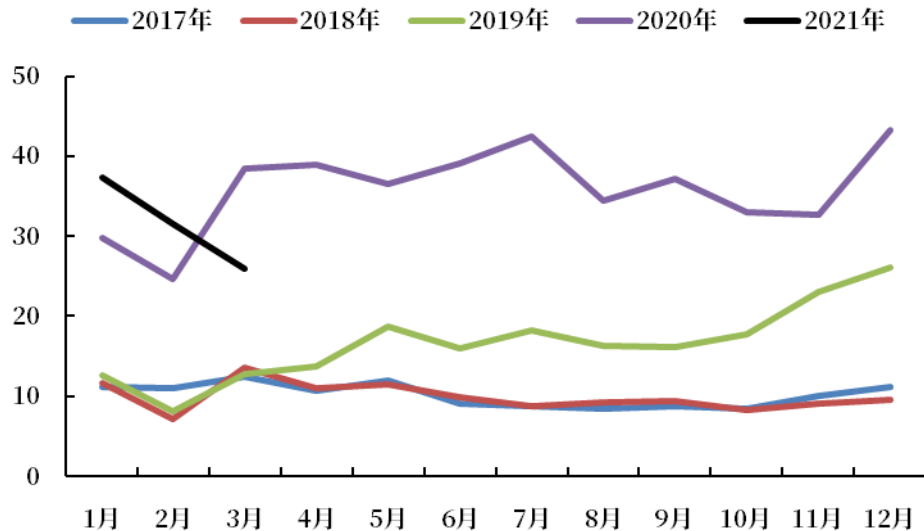
图 5：2016-至今季度猪肉产量（万吨）



资料来源：农业农村部，优财研究院

根据海关总署的数据，3 月份进口猪肉及制品 25.9 万吨，比去年 3 月少 12.5 万吨，但是 1-3 月份合计进口 94.8 万吨，仍然比去年同期多 2 万吨。另外，去年 11 月到今年 2 月份，进口猪肉由于通关时间延长，导致压港情况比较严重，春节后，猪价持续下跌，进口猪肉销售不畅，所以，目前进口猪肉的库存居于高位，据预估总量接近 150 万吨。

图 6：猪肉及制品月度进口量（万吨）

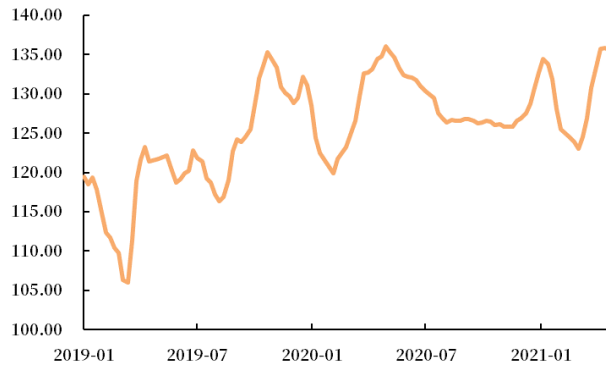


资料来源：海关总署，优财研究院



国内生猪产能维持恢复的势头，在生猪出栏体重普遍增加而猪肉进口量大增的情况下，国内的猪肉供应的恢复更加明显，这是猪价从高位回落的主要原因。春节后猪肉消费进入淡季，大体重猪不被市场接受，屠宰端压价，导致猪价持续下跌。在本轮猪价下跌过程中，持续有养殖户进场进行二次育肥，这将导致5-7月份生猪出栏体重居高不下，在消费旺季来临前，将对猪价构成持续压力。根据涌益咨询的数据，4月份全国生猪平均出栏的体重达到135.02公斤/头，比去年同期重0.78公斤/头，1-4月全国生猪出栏均重129.45公斤/头，比去年1-4月重2.03公斤/头。从目前的势头来看，生猪出栏体重仍在上升。

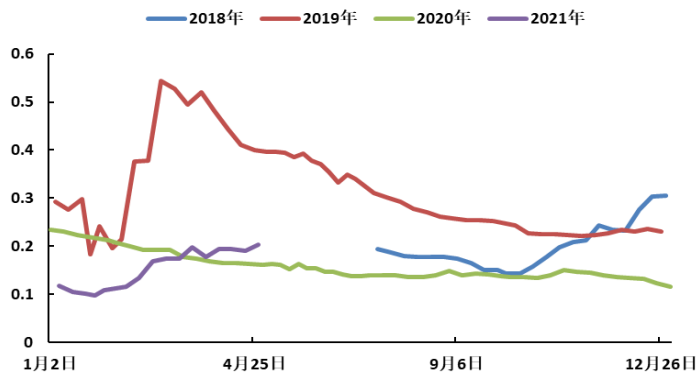
图7：全国生猪出栏均重（公斤/头）



资料来源：涌益咨询，优财研究院

在本次猪价下跌过程中，屠宰端也在持续增加冻品库存，根据涌益咨询的数据，2月底以来，冻品库存大幅上升，截至4月底，冻品库存率达到20%，创14个月新高。如果加上进口猪肉的库存的话，冻品库存率预计达到28%，创2019年8月份以来的新高。冻品库存除了有保质期以外，还有仓储费用和机会成本（资金利息），每个月在150元/吨以上，随着时间的延长，冻品库存会有出库的压力，将成为猪价反弹的阻力之一。

图8：非洲猪瘟以来冻品库存率

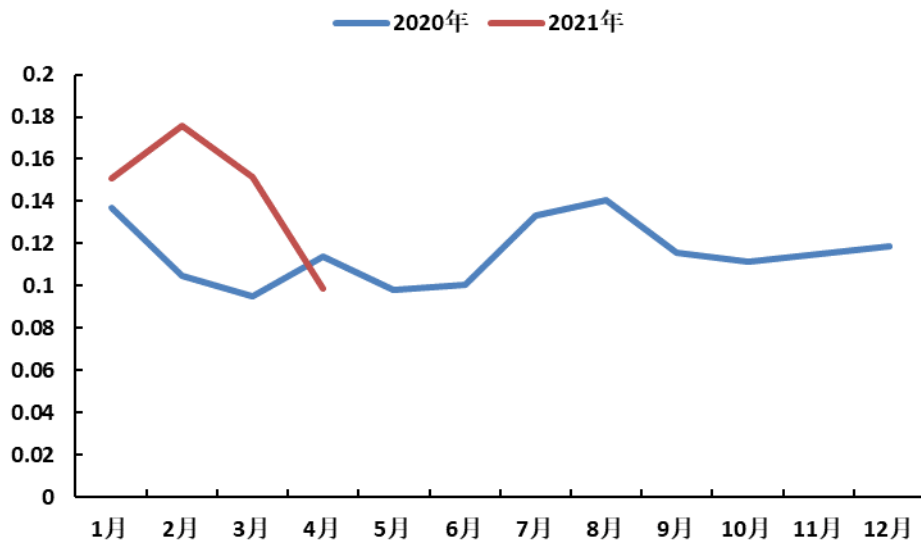


资料来源：涌益咨询，优财研究院



根据涌益咨询的数据，1-3 月份，90 公斤以下的生猪出栏占比明显超过去年同期，市场普遍认为这北方冬季的非洲猪瘟疫情再次爆发，以及全国范围内小猪腹泻比较严重有关，并且受此影响，预计 6-8 月份的商品猪供应会有所断档，这种预期令市场看涨 6-8 月份的猪价，并且推动春节后价格下跌过程中的二次育肥以及囤积冻品的行为，也是期货价格跌幅比现货小的多的主要原因。

图 9：90 公斤以下生猪出栏占比（万吨）



资料来源：涌益咨询，优财研究院

综上所述，供应端来看，生猪的产能恢复是大势，猪价中长期回落的趋势在逐渐形成。目前市场的关注点有两个，一个是 6-8 月份会不会出现生猪供应短缺，另一个是南方雨季期间是否会再次出现比较严重的非洲猪瘟疫情。从目前已知的情况来看，二次育肥的大量压栏的存在，以及较高的冻品库存，会对 6-8 月的生猪供应做出补充。南方雨季的非瘟情况还有待观察，在非瘟常态化而企业的防控意识和措施都已经跟上的情况下，预计损失不会超过 20%。5 月份，国内供应预计将延续 4 月份的情况。

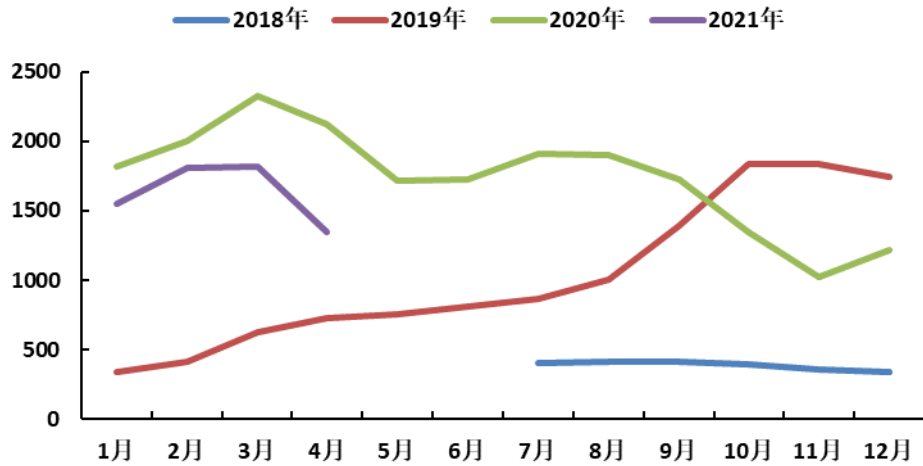
2、成本和利润：仔猪价格回落，饲料成本

4 月初，仔猪价格维持高位，而生猪价格快速下降，这导致外购仔猪的养殖利润瀑布式下跌，一度跌至亏损。之后，随着仔猪价格也大幅下降，外购仔猪的养殖利润再次回到盈亏平衡的上方。从养殖利润的角度来说，目前利润最丰厚的还是自繁自养，包括出售商品猪和



出售仔猪。外购仔猪育肥和二次育肥都有利润，但是利润已经远没有之前那么高，鉴于外购仔猪育肥周期较长，不确定性更大，很多养殖企业倾向于二次育肥。随着生猪产能的持续恢复，仔猪的供应增加，预计仔猪价格还有回落空间，出售仔猪的利润将回归正常化。

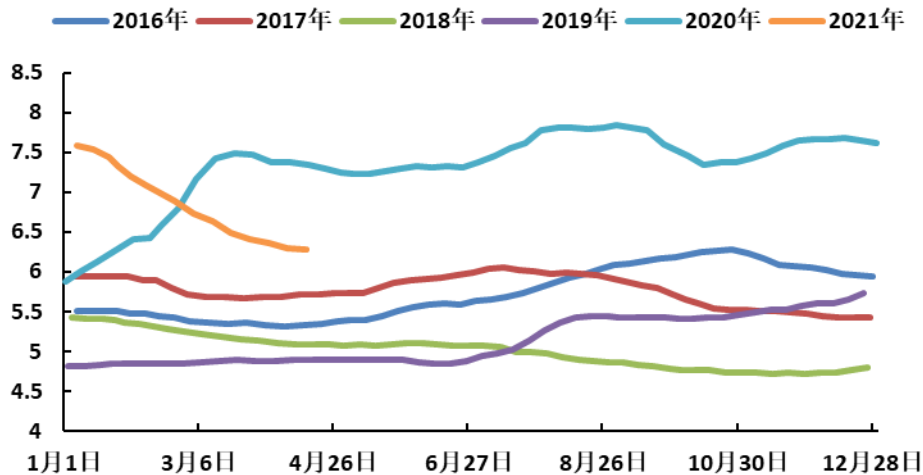
图 10：规模场 15 公斤仔猪出栏价（全国均价）（元/头）



资料来源：涌益咨询，优财研究院

国内玉米和豆粕价格走势强劲，暂时来看 5-8 月份饲料价格易涨难跌。在饲料成本居高不下的情况下，猪料比预计将维持弱势。

图 11：生猪价格和生猪饲料之比



资料来源：国家发改委，优财研究院

按照现在 1170 元/头左右的 15 公斤的仔猪价格，3.4 元/公斤左右的育肥饲料价格，85% 的存活率的情况下，外购仔猪的育肥成本在 21.4 元/公斤左右。按照 23 元/公斤的价格采购标准，96%成活率下，养到 180 公斤的二次育肥的成本大概在 21.6 元/公斤左右。但是育肥



成本对猪价的支撑是有限的，关键还是看自繁自养的成本，目前自繁自养的成本普遍还是在 17 元/公斤以下。

3、需求：宏观影响不确定性大，还是以季节性为主

5-8 月份仍然是猪肉消费的淡季，特别是 6 月份以后学校等的团体消费将减少。宏观环境对猪肉消费量的影响具有不确定性，一方面，随着疫苗的大范围应用，可能会有一波报复性消费（主要体现在旅游方面），另一方面，随着全球通胀的上升，各方面的支出增加，而可支配收入的增加暂时不明显，从这一点来说可能会影响到猪肉的消费。所以，暂时还是认为猪肉消费量不会有太明显的变化，还是以季节性为主。

四、 行情分析及操作思路

生猪自繁自养的养殖利润仍然非常丰厚，生猪原有产能在恢复，2019 年下半年以后新进入的产能也开始产出，生猪总产能维持恢复的良好势头，这决定了生猪价格中长期来看将回归正常化。目前非洲猪瘟疫情常态化，今年冬季北方再次遭受了变异的非瘟疫情的影响，行业内预期 6-8 月份的商品猪供应会有所断档，这支撑生猪期货价格，但是 5-8 月是消费淡季，而本次猪价下跌过程中二次育肥和冻品库存都增加，在这种情况下预计 5-8 月份猪肉供应不缺，猪肉价格上涨动力不足将限制生猪价格的反弹动能。

不过，宏观方面的影响值得注意，原材料价格的上涨非常明显，通胀的预期很强，对生猪价格可能存在不确定的影响。

综上，在生猪供应出现实质性短缺前，生猪价格预计维持弱势。生猪期货已经注入价格反弹的预期，现在大幅升水现货，我们认为下行风险大于上行风险，所以维持偏空思路。

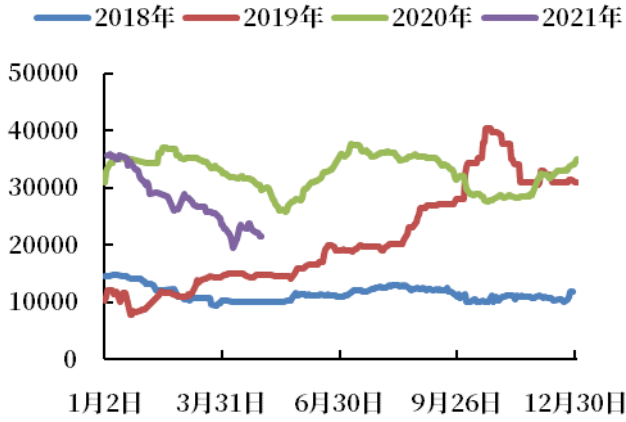
操作上，建议逢高做空为主，认为 28000-29000 有较强压力。

五、 基础数据图解



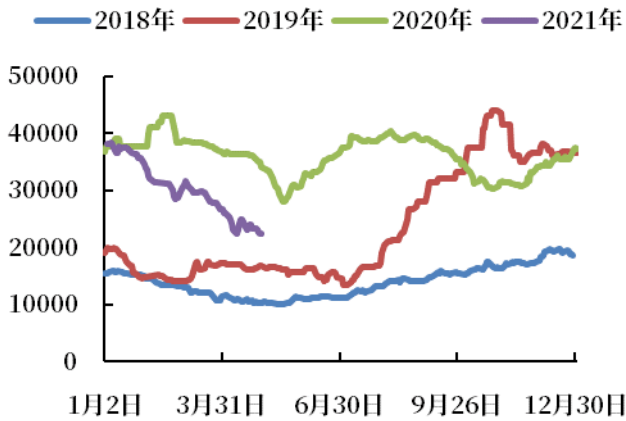
1、生猪价格和白条肉价格

图 11: 东北生猪出厂价 (元/吨)



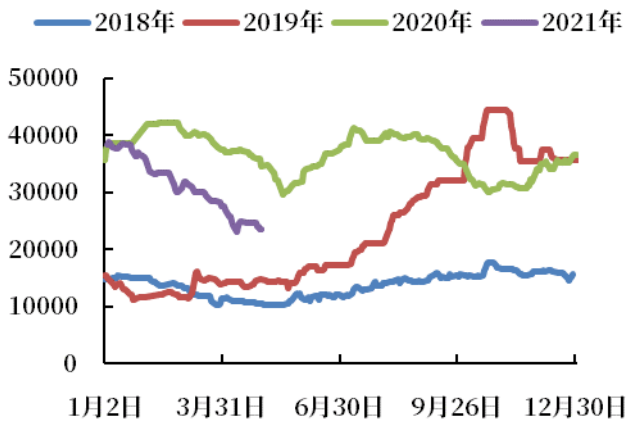
资料来源: Wind, 优财研究院

图 13: 四川生猪出厂价 (元/吨)



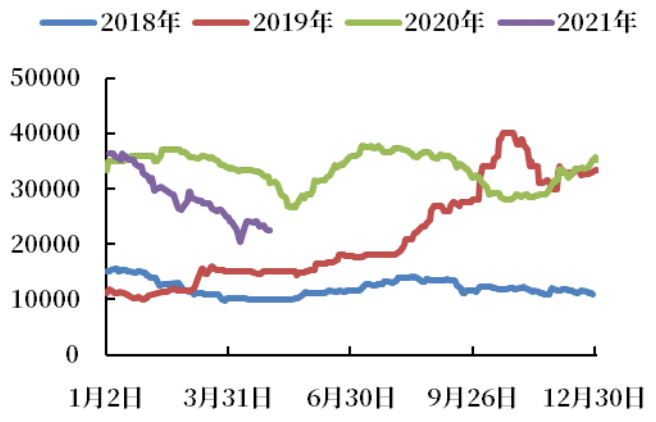
资料来源: Wind, 优财研究院

图 15: 广东生猪出厂价 (元/吨)



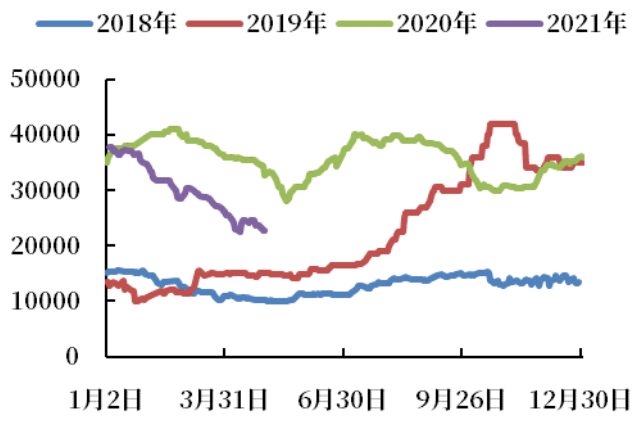
资料来源: Wind, 优财研究院

图 12: 河南生猪出厂价 (元/吨)



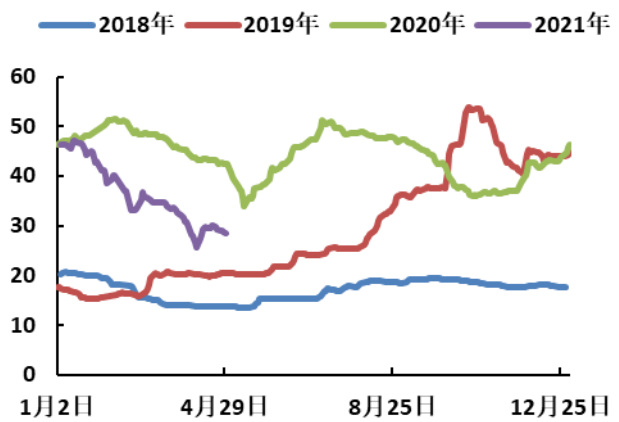
资料来源: Wind, 优财研究院

图 14: 湖南生猪出厂价 (元/吨)



资料来源: Wind, 优财研究院

图 16: 白条肉均价 (元/公斤)

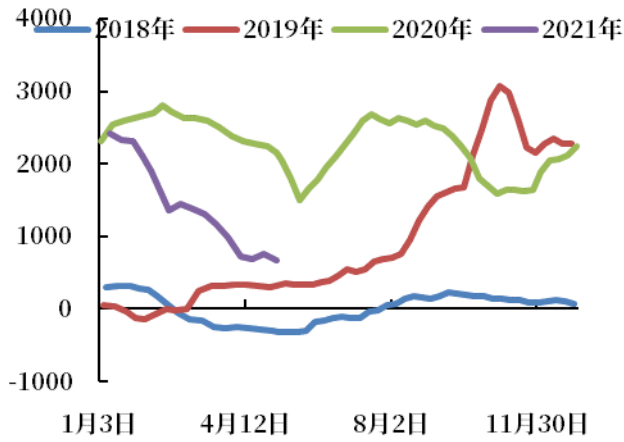


资料来源: Wind, 优财研究院



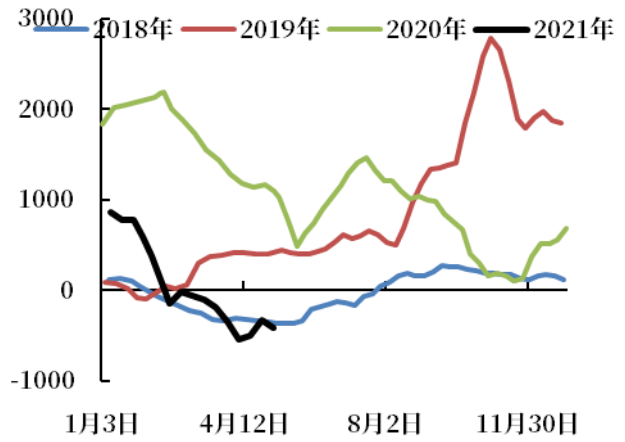
2、养殖利润

图 17：自繁自养养殖利润（元/头）



资料来源：Wind，优财研究院

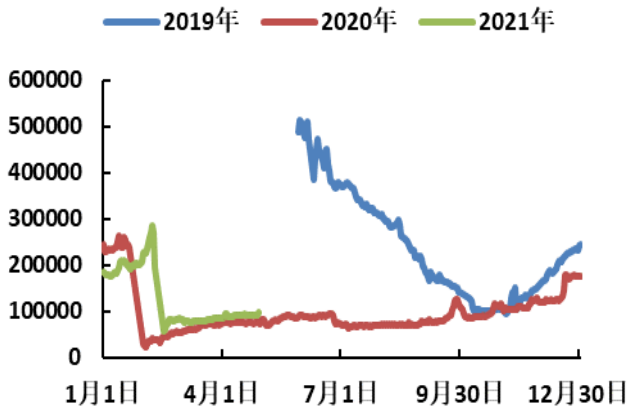
图 18：外购仔猪养殖利润（元/头）



资料来源：Wind，优财研究院

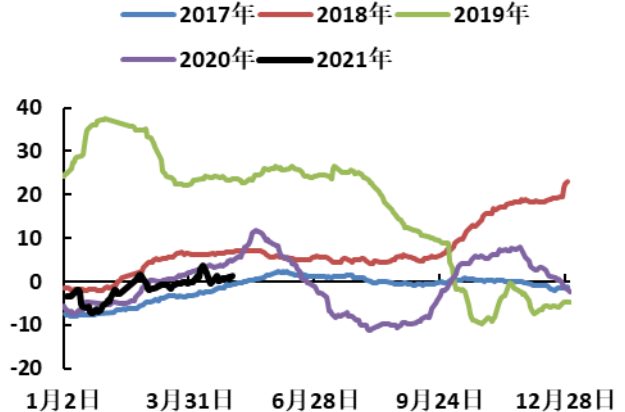
3、屠宰量和屠宰毛利

图 19：样本点日屠宰量（头）



资料来源：涌益咨询，优财研究院

图 20：屠宰毛利（元/公斤）



资料来源：涌益咨询，优财研究院



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

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。

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。

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”。

金信期货研究院提醒广大投资者：期市有风险 入市需谨慎！