



2020年5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

## 猪价逼近自繁成本 反弹临近幅度有限

### 内容提要

2 国内的生猪产能将保持增长的势头，中长期来看，猪价再次回到 30 元/公斤以上的可能性比较小了。

短期内，终端消费处于淡季，而二次育肥导致的大体重猪的出栏占比仍然维持高位，将继续对猪价构成压制。目前，一看 6-8 月份山东以北是否会如之前预期的出现阶段性的供应收缩，二看价格较长时间低位是否会倒逼一部分育肥产能退出，从而为远期的价格反弹创造条件。不过，鉴于目前冻品高库存，短期内的价格反弹也会受限，价格的上涨大概率还是需要等到消费旺季来临后。

综上，预计现货猪价短期还是偏弱，不过育肥已经全面亏损，且生猪出栏体重开始下降，猪价有反弹的可能，不过反弹高度预计有限，猪价的阶段性上涨预计还要等到消费旺季。目前期现价差仍然偏大，在现货猪价反弹前，预计生猪期货将继续偏弱运行，维持偏空思路。

### 操作建议

操作上，建议逢高做空为主，LH2109 短期阻力 24300 左右，强阻力 25500-26000。

### 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

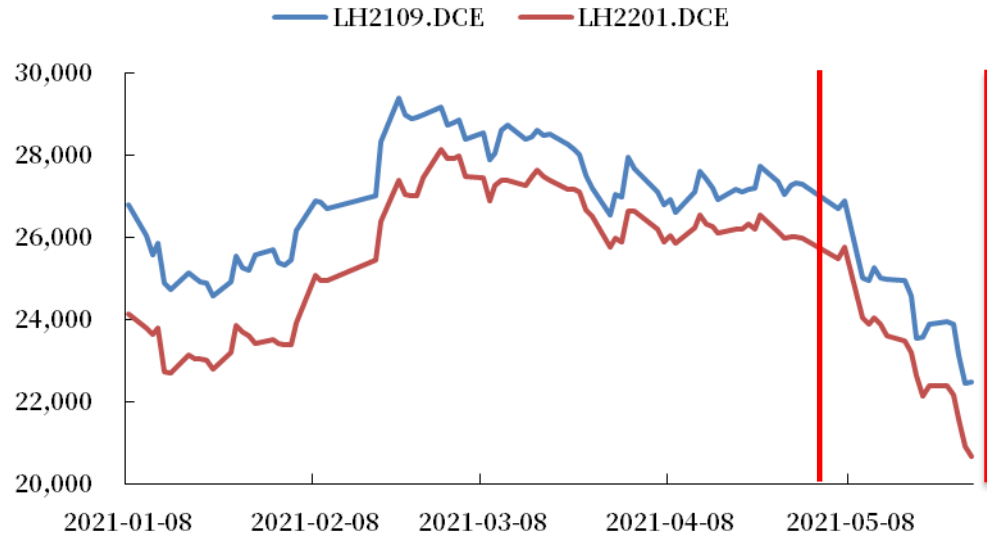




## 一、 期货行情综述

5 月份，生猪期货呈现一路下跌的走势，因期现价差过大，期货补跌。

图 1：生猪期货走势（元/吨）

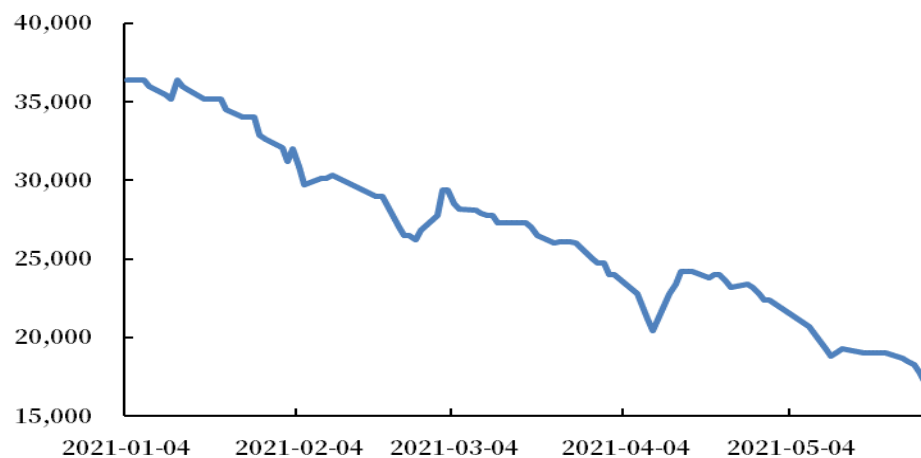


资料来源：Wind，优财研究院

## 二、 现货行情概述

5 月份，生猪现货价格延续下跌势头，在跌破 19000 元/吨后一度跌势有所放缓，但是反弹无力后，再次下行。

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

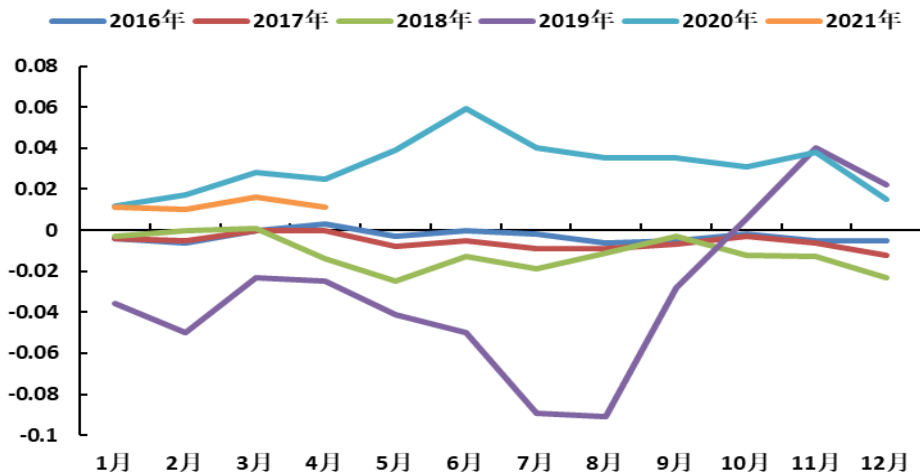


### 三、 核心逻辑

#### 1、 供应：产能继续恢复，大体重猪占比偏高压制猪价

根据农业农村部检测数据显示，4月份全国能繁殖母猪环比增1.1%，连续19个月增长，同比增23%，恢复到2017年年末的97.6%。另外，全国生猪存栏保持在4.16亿头以上，已经基本接近正常年份水平。

图3：能繁母猪环比增幅

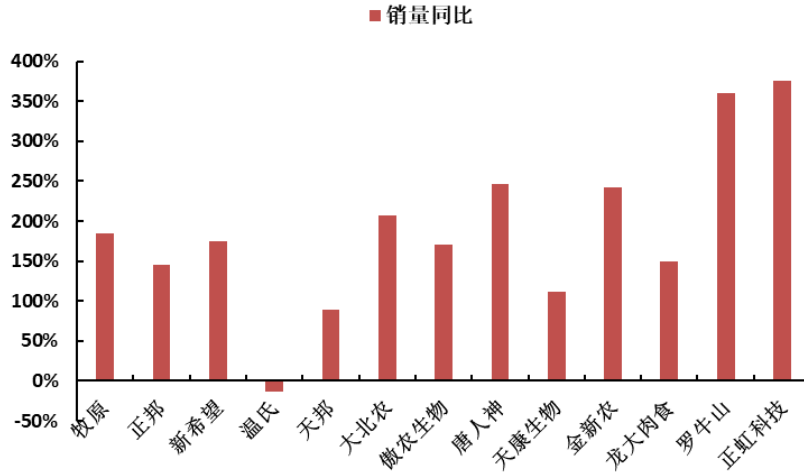


资料来源：农业农村部，优财研究院

另外，养猪产业的规模化程度继续提升，目前规模养猪场已经增加到18万家，比2020年初增加11.8%，其中前10大养猪企业1-4月份的出栏量达到2576万头，同比增幅达到118%，第一大养猪集团牧原股份1-4月份出栏生猪1086.5万头，较去年同期增加705.4万头，同比增185%。而且，据农业农村部的报告显示，今年以来，养殖场户更加注重生产效率的提高，低产母猪的淘汰开始加快，4月份规模猪场淘汰母猪量环比增加18%，同比增加96%。在2020年年报中，前十大上市生猪养殖企业的生产性生物资产同比增200%（一般生产性生物资产对应种猪）。通过公司公告了解到，正邦已经集中淘汰了80万头低效母猪；温氏也在优化母猪群体结构，高效能繁母猪比例超85%，年末能繁母猪将达180万头。



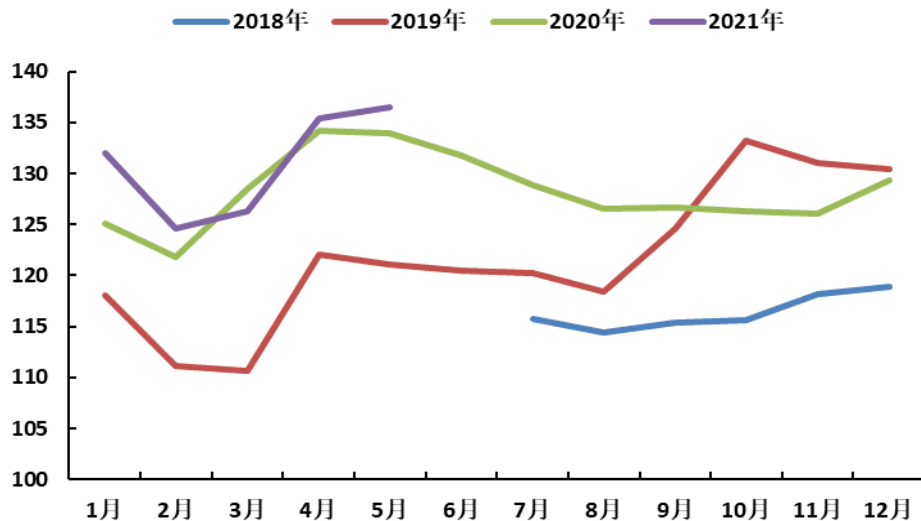
图 4：1-4 月上市生猪养殖企业出栏量同比增幅



资料来源：上市公司公告，优财研究院

4、5 月份，全国生猪出栏体重维持高位，根据涌益咨询的数据，5 月份全国生猪平均出栏的体重达到 136.45 公斤/头，比 4 月份重 1.07 公斤/头，比去年同期重 2.45 公斤/头，1-5 月全国生猪出栏均重 131.49 公斤/头，比去年 1-5 月重 3.07 公斤/头。不过，从周度数据来看，生猪出栏体重在 5 月下开始下降，目前全国生猪出栏体重已经连续 2 周下降，降至 135.71 公斤/头，据了解，前期市场上出栏的大体重猪以 180 公斤/头以上为主，现阶段这种超大体重的猪出栏下降，市场上出栏的大体重猪以 150-160 公斤/头为主。不过，由于 1 月底以来，猪价基本上没有出现像样的反弹，所以部分资金比较充足的养殖场户仍然愿意尝试二次育肥，去搏猪价的反弹行情，这导致今年年内市场的大体重猪占比可能都会居高不下。

图 5：全国生猪出栏月度均重（公斤/头）

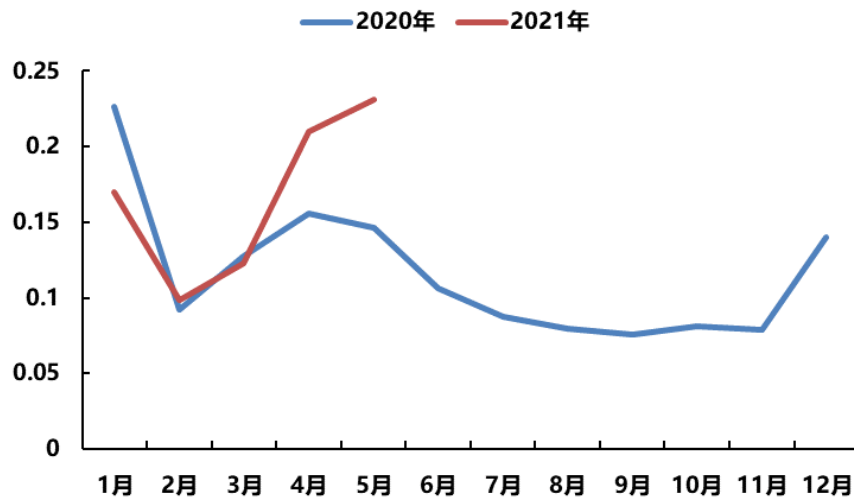


资料来源：涌益咨询，优财研究院



根据涌益咨询的数据显示，5月份，150公斤/头以上的生猪的出栏占比连续第三个月上升，从周度数据看，5月下旬开始150公斤以上的大体重猪的出栏占比小幅下降，但是仍然达到22.5%，目前大体重猪出栏占比维持高位仍然是反季节性的。

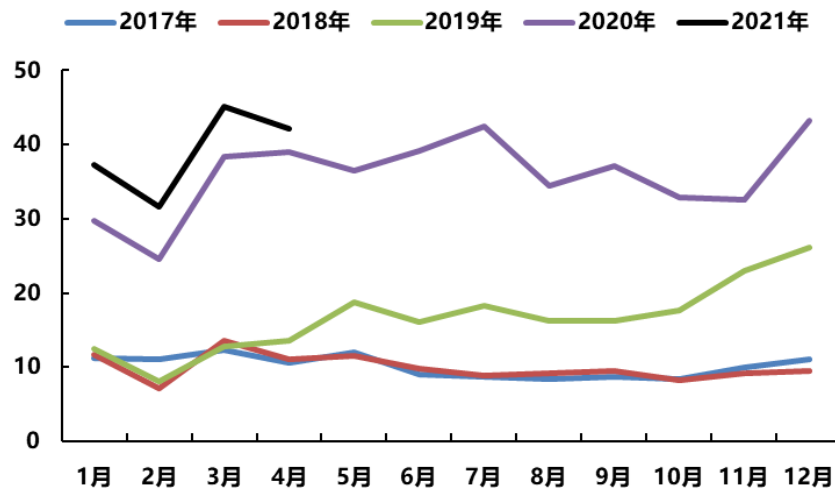
图6：150公斤/头以上生猪出栏占比



资料来源：涌益咨询，优财研究院

根据海关数据显示，4月份，我国进口猪肉及其制品42.15万吨，环比减少2.95万吨，同比增3.18万吨，1-4月份，共进口猪肉及其制品156.19万吨，同比增24.43万吨，增幅18.5%，目前，前期进口的猪肉已经陷入全面亏损的局面，而且出货非常困难，预计后期猪肉进口量会有所减少。

图7：猪肉及其制品月度进口量（万吨）

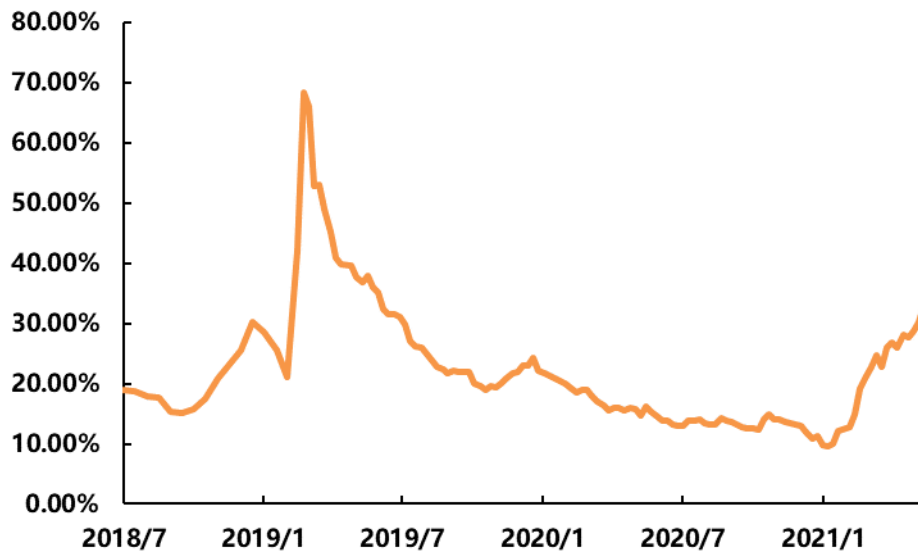


资料来源：海关总署，优财研究院



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，截至 5 月底，屠宰企业的厂库的冻品库存率达到 33%，比 1 月底大幅增加 20%，这里面包含了一部分的进口冻品库存，但是还有一部分进口冻品分布在港口仓库中。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，也会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

综上所述，供应端来看，全国生猪产能的增长仍在继续，能繁母猪存栏的增速虽然不高，但是全产业的生产效率在提高，将有助于产能的继续增长。短期内，大体重猪出栏占比仍然偏高，继续对淡季市场造成压制，另外，企业的冻品库存连续上升，也为后期猪价的反弹构成潜在阻力。下半年，供应端的变化可能会受到养殖利润和环保政策的双重影响。

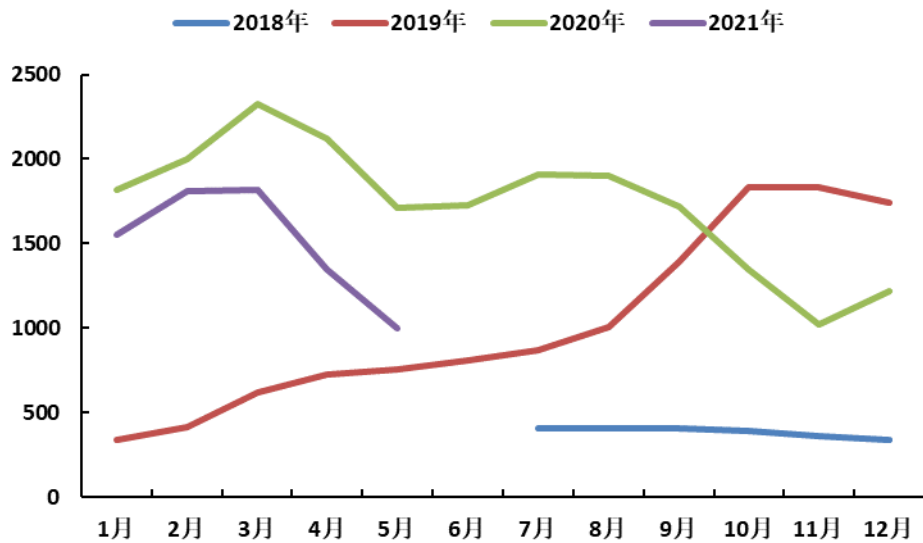
## 2、成本和利润：仔猪价格明显回落，饲料成本维持高位，育肥全面亏损

5 月份，仔猪价格从高位回落明显，但是饲料价格维持高位，生猪价格全面跌破 19 元/公斤以后，育肥端（外购仔猪育肥和二次育肥）全面亏损。按照五月底的价格，规模场的 15 公斤的仔猪出厂价 860 元/头，育肥饲料价格 3.45 元/公斤，标猪价格 18 元/公斤，据此计算，外购仔猪的养殖成本大约在 18.1 元/公斤，二次育肥的养殖成本大约在 18.3 元/公斤；如果按照月度均价来算的话，外购仔猪和二次育肥的成本大约在 19.4 元/公斤和 19.3 元/公



斤，而5月份生猪现货均价只有18.9元/公斤。根据农业农村部的数据，目前全国的自繁自养的平均成本在17元/公斤左右，这么算的话，东北局部地区的生猪价格已经接近自繁自养的成本，即自繁自养的养殖利润也已经非常微薄。不过，考虑到很多新增产能就是2019年以后才发展出来的，所以目前的自繁自养成本受固定投资折旧等因素影响而偏高，未来几年，受生产效率提高，折旧摊销减少等因素影响，自繁自养成本会下降。

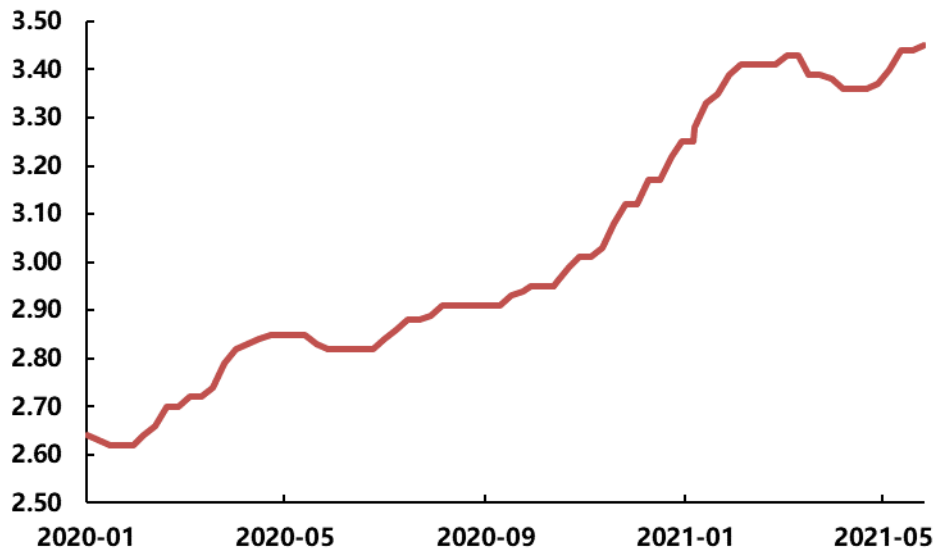
图 10：规模场 15 公斤仔猪出栏价（全国均价）（元/头）



资料来源：涌益咨询，优财研究院

国内玉米和豆粕价格维持高位，暂时来看5-8月份饲料价格易涨难跌。

图 11：2020 年至今育肥饲料价格（元/公斤）



资料来源：国家发改委，优财研究院



2019年下半年以来的高利润,使得现存的养殖场户对于猪价的下跌和育肥亏损的承受能力比平常年份要强,价格或将继续试探自繁自养的底线。

### 3、需求:6-8月终端消费仍然偏淡,但是看好年底旺季消费

6-8月份仍然是猪肉消费的淡季,特别是6月份以后学校和工地等的团体消费将减少,所以季节性来看,需求端还不足以推动价格。宏观环境对猪肉消费量的影响具有长期性,一方面,随着疫苗的大范围应用,餐饮方面可能会有有所增长(主要体现在旅游方面),但是国内的经济活动恢复较早,所以这一块的增量不会太大,另一方面,随着猪肉价格的大幅下跌,下半年国内的猪肉消费预计会比去年同期出现增长。所以,总的来看,猪肉消费短期偏弱,但是四季度旺季需求看好。

## 四、行情分析及操作思路

2019年下半年以来的各种新增产能,以及产业集中度提高后的规模企业的产出效应开始显现,国内生猪产能继续恢复,虽然能繁母猪的存栏增速放缓,但是随着种猪体系的重建、优化,以及生产效率的提高,预计国内的生猪产能将保持增长的势头,所以,中长期来看,猪价再次回到30元/公斤以上的可能性比较小了。

短期内,终端消费处于淡季,而且未来2个月会进一步趋淡,而二次育肥导致的大体重猪的出栏占比仍然维持高位,将继续对猪价构成压制。目前,一看6-8月份山东以北是否会如之前预期的出现阶段性的供应收缩,二看价格较长时间低位是否会倒逼一部分育肥产能退出,从而为远期的价格反弹创造条件。不过,鉴于目前冻品高库存,短期内的价格反弹也会受限,价格的上涨大概率还是需要等到消费旺季来临后。

综上,预计现货猪价短期还是偏弱,不过育肥已经全面亏损,且生猪出栏体重开始下降,猪价有反弹的可能,不过反弹高度预计有限,猪价的阶段性上涨预计还要等到消费旺季。目前前期现价差仍然偏大,在现货猪价反弹前,预计生猪期货将继续偏弱运行,维持偏空思路。

操作上,建议逢高做空为主,LH2109短期阻力24300左右,25500-26000有强阻力。另外,如果LH2201跌至18000左右,可以适当布局中期多单。



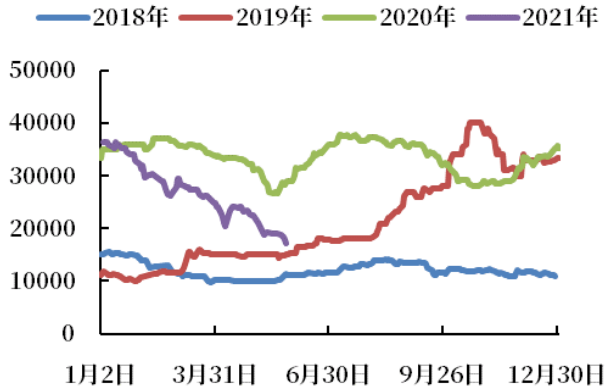
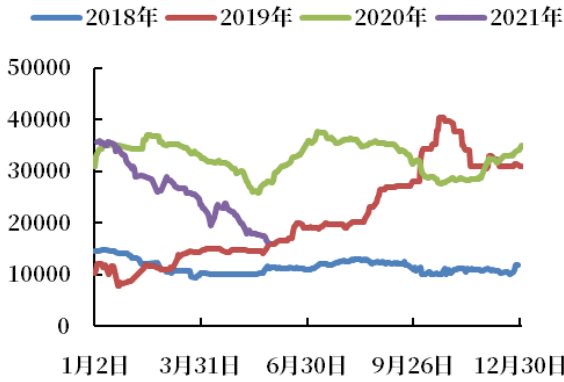


## 五、基础数据图解

### 1、生猪价格和白条肉价格

图 11：东北生猪出厂价（元/吨）

图 12：河南生猪出厂价（元/吨）

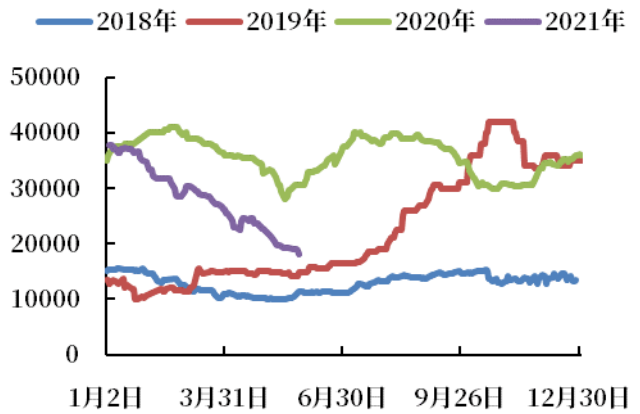
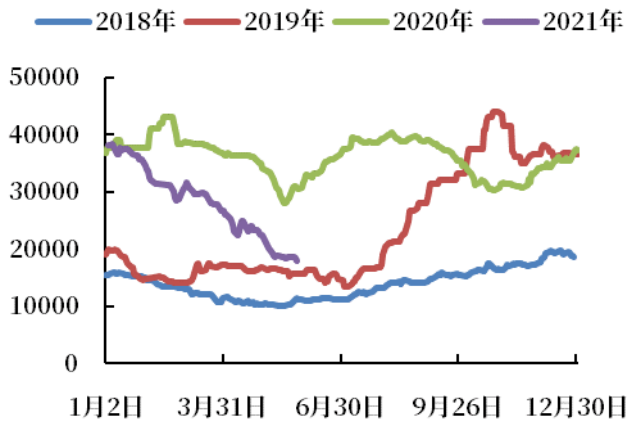


资料来源：Wind，优财研究院

资料来源：Wind，优财研究院

图 13：四川生猪出厂价（元/吨）

图 14：湖南生猪出厂价（元/吨）

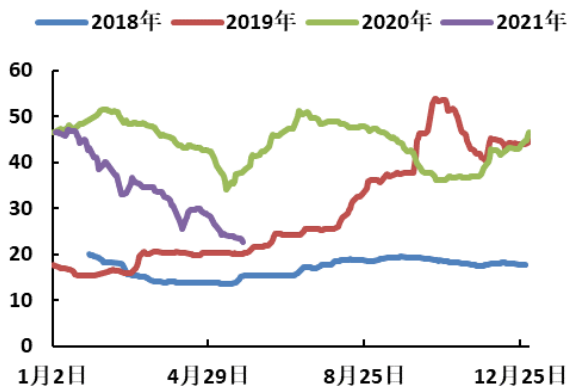
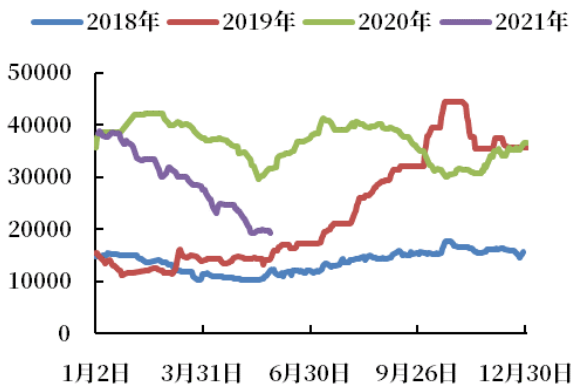


资料来源：Wind，优财研究院

资料来源：Wind，优财研究院

图 15：广东生猪出厂价（元/吨）

图 16：白条肉均价（元/公斤）



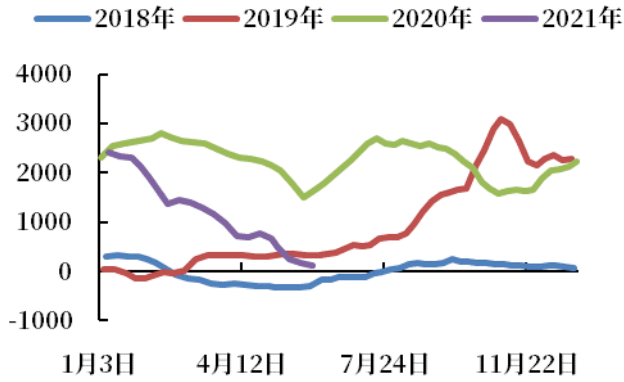
资料来源：Wind，优财研究院

资料来源：Wind，优财研究院



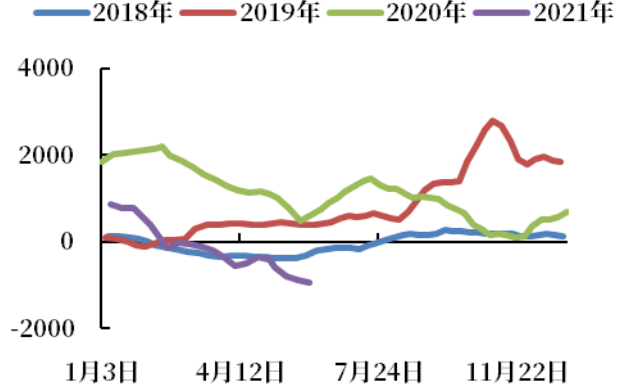
2、养殖利润

图 17：自繁自养养殖利润（元/头）



资料来源：Wind，优财研究院

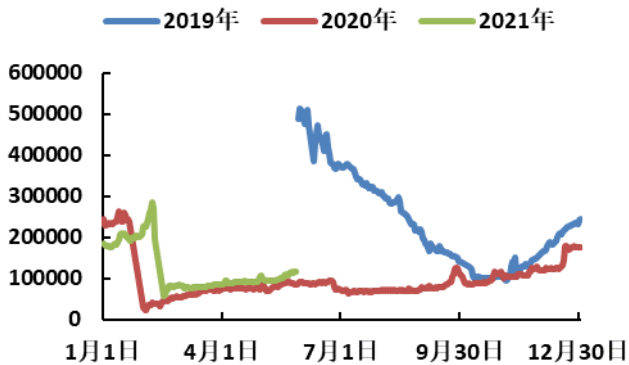
图 18：外购仔猪养殖利润（元/头）



资料来源：Wind，优财研究院

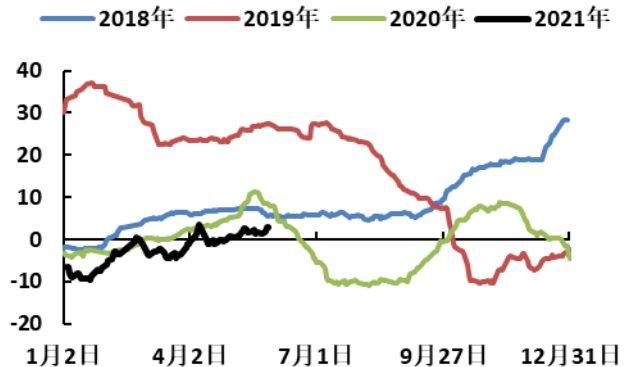
3、屠宰量和屠宰毛利

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：Wind，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！